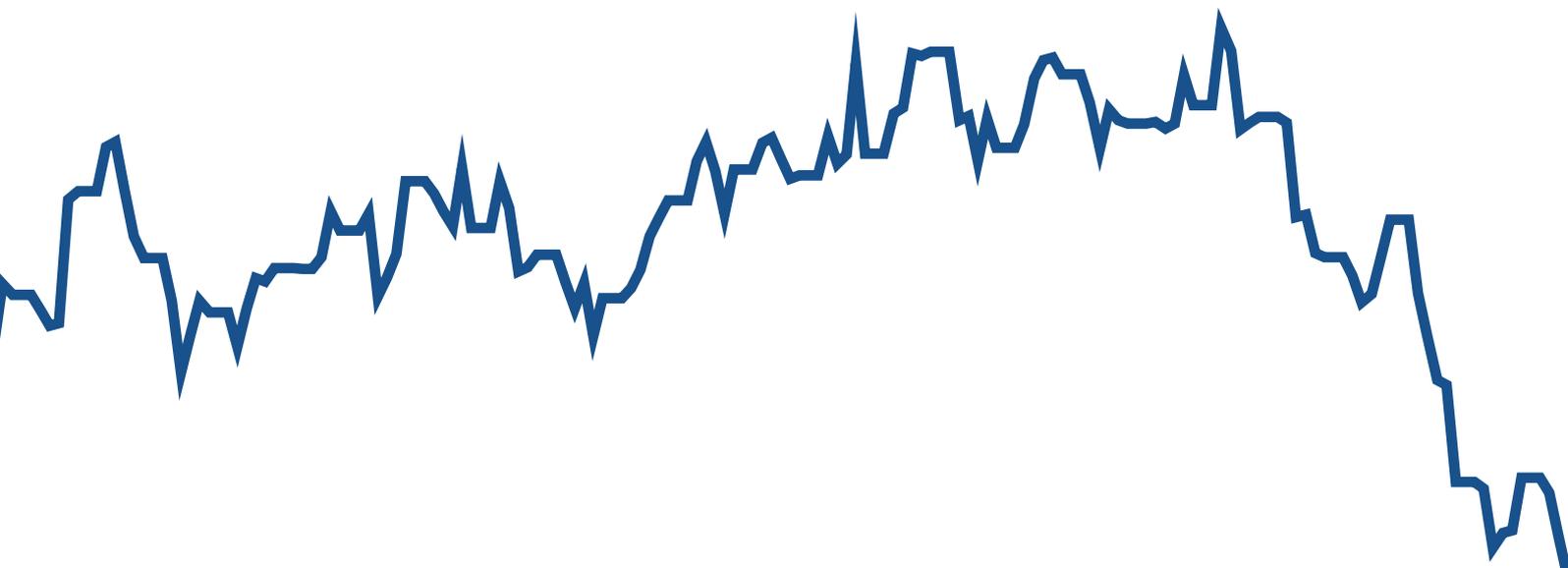


# Trésorerie fédérale

# Rapport d'activité 2023



## **Impressum**

Éditeur :  
Administration fédérale des finances (AFF)

Mars 2024

Destiné en premier lieu au Conseil fédéral, à la Délégation des finances et au Contrôle fédéral des finances, le rapport d'activité de la Trésorerie fédérale décrit les stratégies de gestion de la dette, des liquidités et des devises, ainsi que les résultats obtenus à ce titre par la Confédération en 2023. Il est par la suite mis à la disposition des milieux intéressés.

# Table des matières

	Page
<b>Résumé</b>	<b>5</b>
<b>Directives et valeurs cibles</b>	<b>7</b>
<b>Activités de la Trésorerie en 2023</b>	<b>11</b>
Évolution sur le marché suisse des capitaux	11
Besoins de financement et évolution des liquidités	14
Activités de placement	15
Levées de fonds sur le marché monétaire	18
Levées de fonds sur le marché des capitaux	19
Gestion des devises	27
<b>Présentation et analyse de la situation</b>	
<b>en matière de risques</b>	<b>31</b>
Risque de variation des taux d'intérêt	31
Risque de refinancement	34
Risque de change	34
Risque de contrepartie	35
<b>Perspectives</b>	<b>37</b>

# 103

milliards

de dette sont gérés par la Trésorerie fédérale, dont 86 milliards représentent la dette en circulation sur le marché (créances comptables à court terme et emprunts).

# 1,20

pour cent

telle est la rémunération des emprunts émis en 2023.

# 10,5

ans

telle est la durée résiduelle moyenne de la dette de la Confédération sur le marché.

# Résumé

Contrairement à ce que l'on espérait, l'année 2023 a elle aussi été marquée par des crises et des situations exceptionnelles. Après avoir été ébranlés par la pandémie de COVID-19 et par la pénurie d'électricité consécutive à la guerre d'agression de la Russie contre l'Ukraine, les marchés des capitaux ont été secoués en 2023 par les faillites bancaires. Si, aux États-Unis, ce sont quatre banques régionales de petite ou moyenne taille qui se sont effondrées, en Suisse, c'est une banque d'importance systémique qui a été touchée. Le 19 mars en effet, on apprenait qu'UBS faisait l'acquisition de Credit Suisse. Après avoir connu de multiples scandales, corrections de valeurs et changements au sein de la direction, la banque luttait depuis plusieurs mois contre une perte de confiance et des sorties de liquidités massives. À la mi-mars, sa situation en matière de liquidités était telle que la Confédération a dû mettre à disposition des garanties et la Banque nationale suisse des liquidités pour un montant total de plus de 200 milliards pour permettre son acquisition par UBS et d'éviter ainsi des dommages massifs pour l'économie suisse et prévenir une crise bancaire mondiale qui menaçait d'éclater.

Malgré les garanties financières d'un montant jamais vu auparavant qu'elle a dû fournir, la Confédération ne s'est pas retrouvée en difficulté pour lever des fonds. Au contraire, l'intervention résolue des autorités et la manière dont la crise a été gérée ont établi un climat de confiance. Les agences de notation ont confirmé la note maximale attribuée à la Confédération en matière de solvabilité, et déjà lors de l'appel d'offres d'avril, la Confédération a émis deux emprunts avec un écart négatif par rapport au swap avoisinant les - 100 points de base, un record ! L'acquisition en urgence de Credit Suisse n'a donc pas contribué à augmenter les coûts de financement de la Confédération.

Globalement, le calme est vite revenu sur le marché financier suisse. L'attention s'est refocalisée sur les chiffres élevés de l'inflation et sur les hausses rapides et courageuses des taux d'intérêt opérées par les banques centrales. Le retour des taux en territoire positif a dopé l'activité d'émission sur le marché suisse des capitaux. En 2023, les nouvelles émissions se sont élevées à plus de 80 milliards. Jamais il n'y en avait eu autant depuis 2010. Le volume des emprunts en circulation a atteint un nouveau record et s'établissait à la fin de 2023 à plus de 600 milliards, dont plus de 470 milliards (ou quatre cinquièmes) d'emprunts émis par des débiteurs suisses. La Confédération a elle aussi été très active en levant plus de 8 milliards au moyen d'emprunts à long terme. À la fin de 2023, l'encours des emprunts fédéraux avoisinait les 72 milliards et était donc en hausse de quelque 4 milliards par rapport à 2022.

Sous l'effet du revirement des taux d'intérêt, la planification des liquidités et la gestion des fonds de trésorerie revêtent à nouveau une importance accrue. L'abandon de la politique des taux négatifs a eu pour conséquence que les entrées et sorties de fonds

ont évolué de manière radicalement différente que lors des années précédentes, ce qui a compliqué la gestion des liquidités. Au début de 2023, il a donc fallu augmenter relativement vite et dans une forte proportion le volume des créances comptables à court terme (CCCT) pour le porter à plus de 20 milliards. À la fin de l'année, l'encours des CCCT se situait aux alentours de 14 milliards, donc dans la fourchette visée.

Avec le niveau plus élevé des taux d'intérêt, les coûts de financement sont eux aussi en progression ; en particulier s'agissant des CCCT en raison de la forte inversion de la courbe de ces taux. De fait, le coût des intérêts était d'environ 1,4 % en moyenne pour les CCCT, contre seulement 1,2 % pour les emprunts fédéraux émis en 2023. La hausse des taux a également fait grimper les revenus d'intérêts issus du placement des liquidités.

La courbe inversée des taux d'intérêt qui s'est maintenue durant une bonne partie de 2023 a aussi compliqué la mise en œuvre de la stratégie d'endettement. Conformément à celle-ci, il faut viser une durée résiduelle moyenne de 12 ans pour les nouveaux emprunts, de manière à réduire au minimum les dépenses d'intérêts encourues pour un appétit pour le risque donné. En 2023 toutefois, cette durée s'est établie à près de 15 ans, donc au-delà de l'objectif fixé. Il y a plusieurs raisons à cela. D'une part, la demande d'emprunts fédéraux à court terme a été relativement peu élevée tout au long de l'année ; il n'aurait été possible d'atteindre un volume d'émission plus important sur ce segment de maturité que par des concessions majeures sur les prix. D'autre part, face à l'inversion marquée de la courbe des taux, il n'était financièrement guère sensé d'émettre des emprunts à court terme et de prendre ainsi des risques accrus en matière de variation des taux sans que cela soit compensé par une baisse des coûts, c'est-à-dire des rendements.

En 2023, le premier emprunt fédéral vert, qui avait été émis en 2022, a été augmenté. À la fin de 2023, son encours s'élevait déjà à près de 1,5 milliard. À l'automne 2023 a été publié le premier rapport sur l'allocation du produit des emprunts fédéraux verts et sur l'impact environnemental. Ce rapport indique comment les fonds levés sont répartis entre les domaines de dépenses éligibles. Il fournit aussi des indications sur les effets favorables de ces dépenses sur l'environnement. L'année 2022 a été non seulement celle où le premier emprunt fédéral vert a été émis, mais aussi celle où le Forum de la Trésorerie fédérale s'est tenu pour la première fois. Principalement destinée aux banques qui participent aux appels d'offres, cette manifestation se veut un complément au programme d'émission publié simultanément pour l'année à venir. Au vu de l'engouement qu'elle a suscité, elle a tout naturellement été reconduite en 2023. Outre le programme d'émission 2024 et l'activité de la Trésorerie fédérale, les défis posés à la place financière suisse ont constitué le thème principal du Forum.

# 103

milliards

de dette sont gérés par la Trésorerie fédérale, dont 86 milliards représentent la dette en circulation sur le marché (créances comptables à court terme et emprunts).

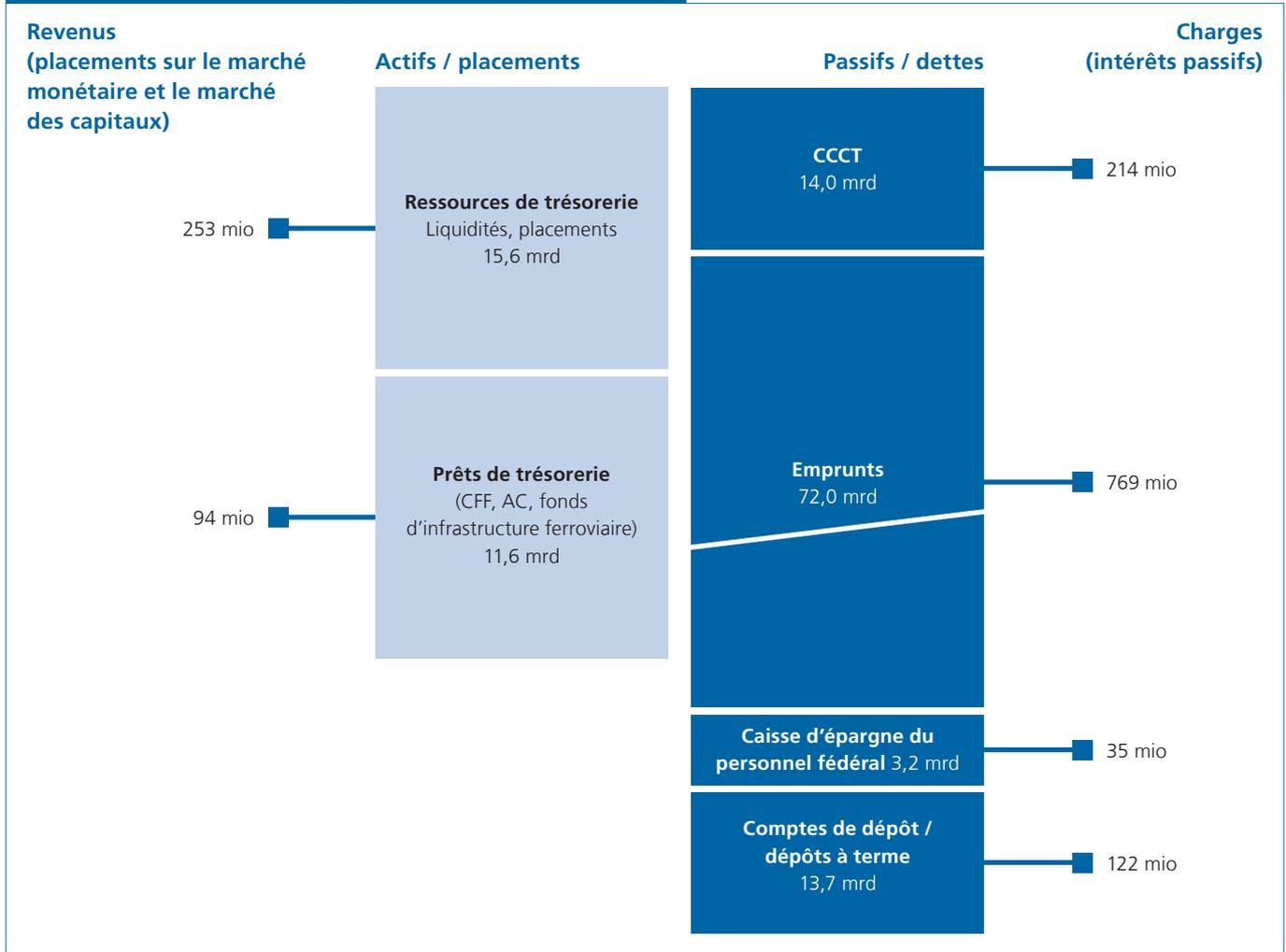
# Directives et valeurs cibles

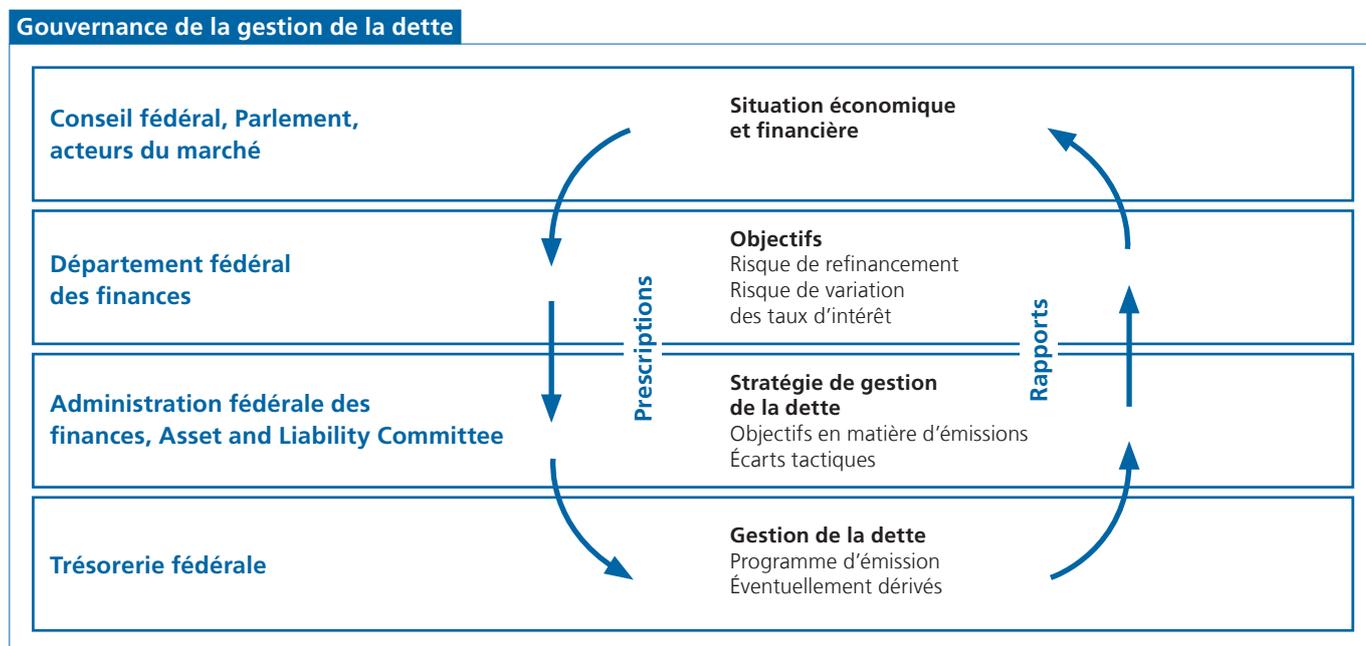
La Trésorerie fédérale, qui est gérée par l'Administration fédérale des finances (AFF), veille à ce que la Confédération soit toujours en mesure d'effectuer ses paiements (art. 60, al. 1, de la loi sur les finances). Il en résulte trois tâches principales pour la Trésorerie fédérale :

- *gestion de la dette* : couvrir les besoins de financement de la Confédération en acquérant des fonds sur le marché monétaire et le marché des capitaux à un coût aussi bas que possible et à un niveau de risque acceptable ;
- *gestion des liquidités* : garantir la disponibilité de réserves de trésorerie adéquates pour parer aux variations des liquidités ; effectuer de manière sûre et à des conditions conformes au marché des placements de liquidités à court terme et assurer la couverture à court terme de manques de liquidités ;
- *gestion des devises* : acquérir et gérer des devises de façon centralisée afin de garantir la sécurité en termes de planification.

La Trésorerie fédérale assure en permanence la solvabilité de la Confédération.

## Le bilan de trésorerie et son impact sur le budget fédéral 2023





La Trésorerie fédérale gère ainsi une partie importante du bilan de la Confédération, et ses activités représentent un volume substantiel de dépenses et de recettes. Comme la Confédération est un débiteur net, la gestion de la dette avec les intérêts passifs revêt une importance majeure.

La Trésorerie fédérale a une marge de manœuvre limitée concernant le volume des dettes, car les besoins de financement dépendent principalement de l'évolution des finances fédérales et, donc, de la politique budgétaire. La gestion de la dette a cependant une influence importante sur les intérêts passifs : comme les taux d'intérêt à court terme sont généralement inférieurs aux taux d'intérêt à long terme, la Trésorerie fédérale peut réduire la charge d'intérêts moyenne en émettant davantage de titres de dettes à court terme. Mais elle augmente ainsi le risque de taux d'intérêt et le risque de refinancement, car il faut refinancer les dettes plus souvent. Elle peut, à l'inverse, réduire ces risques en émettant des dettes à plus long terme, ce qui conduit toutefois à des dépenses d'intérêts en moyenne plus élevées.

Le risque de taux d'intérêt est un indicateur important de la politique budgétaire, car les modifications imprévues des dépenses d'intérêts se répercutent sur la marge de manœuvre disponible pour la budgétisation des autres dépenses. C'est pourquoi la Trésorerie fédérale doit respecter une limite de risque dans sa gestion de la dette. Le budget prévu pour les risques fait partie des valeurs cibles fixées par l'AFF dans le cadre de la gestion des prestations. Ces valeurs sont définies annuellement avec le département. Dans ce contexte, l'Asset and Liability Committee (ALCO) de l'AFF détermine la stratégie d'endettement que la Trésorerie fédérale doit mettre en œuvre par son activité d'émission. Le suivi et le contrôle de gestion sont assurés par un service indépendant appelé Risk Control.

La gestion des liquidités et celle des devises présentent également des risques qui sont gérés par l'ALCO et surveillés par la cellule Risk Control.

## Objectifs fixés

	Limite	Situation 2022	Situation 2023
<b>Risque de refinancement</b> : l'AFF veille à ce que le risque de refinancement de la Confédération soit acceptable.			
Dettes sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 1 an (% maximal)	30	23	20
Dettes sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 5 ans (% maximal)	60	38	38
Dettes sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 10 ans (% maximal)	85	60	59
<b>Risque de variation des taux d'intérêt</b> : l'AFF veille à ce que le risque de variation des taux d'intérêt soit acceptable à court et moyen terme pour le budget fédéral.			
Risque de taux cumulé pour les quatre années suivantes : charges d'intérêts supplémentaires qui ne sont pas dépassées dans 9 cas sur 10 (mio CHF)	500	358	387

## Risques liés à la gestion de la dette

La Confédération doit faire face à deux risques inhérents à la gestion de sa dette :

Le *risque de variation des taux d'intérêt*, lorsqu'en cas d'augmentation des taux d'intérêt, il faut refinancer les dettes à un taux plus élevé. Il en résulte une hausse des dépenses d'intérêts, c'est-à-dire une charge pour les finances fédérales. Le risque de variation des taux d'intérêt peut être quantifié à l'aide de simulations.

Le *risque de refinancement*, lorsqu'en raison d'une perte de crédibilité de la Confédération en sa qualité de débiteur souverain (solvabilité) ou en cas de turbulences marquées sur les marchés financiers, le (re)financement ne peut être assuré qu'à des taux du marché plus élevés ou désavantageux voire, dans le pire des cas, ne peut pas du tout être assuré. Une telle situation est susceptible de mettre en danger la solvabilité de la Confédération. Les principaux indicateurs pour évaluer le risque de refinancement sont le profil des échéances de la dette contractée sur les marchés et la notation.

1,20

pour cent

telle est la rémunération des emprunts émis en 2023.

# Activités de la Trésorerie en 2023

## ■ Évolution sur le marché suisse des capitaux

Comme en 2022, la question de l'inflation et, par conséquent, des attentes concernant l'orientation de la politique monétaire appliquée par les banques centrales, en particulier la banque centrale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE), s'est révélée prédominante sur les marchés des capitaux en 2023. L'an dernier, l'inflation s'est montrée relativement tenace, surtout aux États-Unis et dans la zone euro, si bien qu'au cours de l'année, de plus en plus de voix se sont fait entendre pour prédire que les taux directeurs resteraient longtemps élevés (higher for longer). Cette situation, à laquelle s'est ajoutée l'incertitude quant à la capacité des banques centrales à permettre une baisse durable de l'inflation au moyen de leur politique monétaire restrictive, s'est notamment traduite par une volatilité accrue sur les marchés obligataires. Pendant l'été 2023, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a atteint un nouveau pic d'après-crise financière en s'établissant à près de 5 %.

En Suisse, l'inflation a été globalement plus modérée. Elle se situait toutefois à un niveau relativement élevé (3,4 %) au premier trimestre de 2023. Au cours des mois suivants, la Banque nationale suisse (BNS) a poursuivi son cycle de resserrement monétaire en relevant progressivement son taux directeur à 1,75 %. Au deuxième semestre, la tendance inflationniste était nettement en baisse, sous l'effet notamment de l'appréciation du franc suisse, laquelle a freiné le renchérissement importé. À la fin de 2023, l'inflation était retombée à 1,7 %, soit dans la fourchette visée par la BNS. Dans ce contexte, le rendement des emprunts fédéraux à dix ans n'a cessé de baisser. De fait, alors qu'il était encore de quelque 1,6 % en janvier 2023, il a progressivement diminué pour tomber à environ 0,7 % en décembre de la même année. Cette réduction des rendements s'explique non seulement par le recul de l'inflation, mais aussi notamment par les chiffres témoignant d'une conjoncture atone en Suisse et dans la zone euro, car ceux-ci sont venus renforcer encore la perspective d'une baisse prochaine des taux.

En 2023, il a aussi été beaucoup question du séisme qui a commencé à secouer le monde bancaire au premier trimestre, notamment à la suite de la faillite de la banque américaine Silicon Valley Bank. Peu de temps seulement après cette faillite s'est produit un événement qui a éclipsé tout le reste, du moins pour la Suisse : l'effondrement de Credit Suisse et son acquisition par UBS. En l'espace de quelques jours, des aides massives sous forme de liquidités ont été mises à disposition afin d'éviter des dommages massifs pour l'économie suisse et de prévenir une crise bancaire mondiale.

Par la suite, l'acquisition de Credit Suisse a également replacé la question des credit default swaps (CDS) au centre de l'attention du public pour la première fois depuis la crise financière. Sont

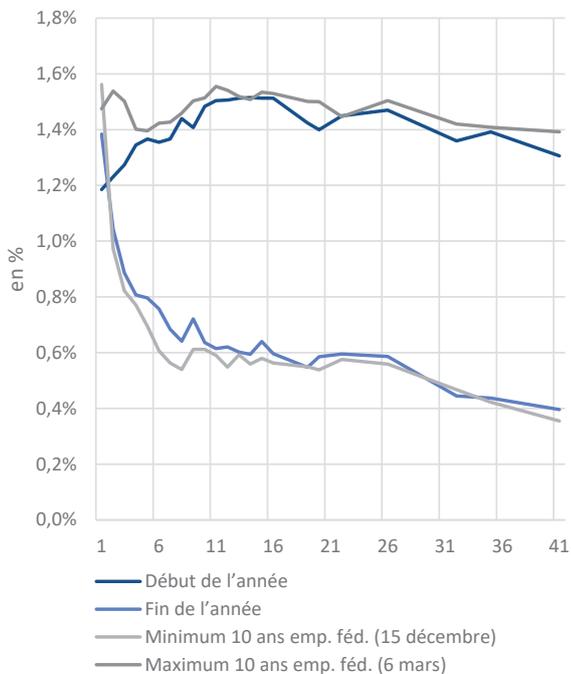
concernés ici non seulement les CDS des banques, mais aussi ceux de la Confédération. Même si les spreads des CDS sont peu pertinents pour la Confédération en raison du manque de liquidité du marché, force est de constater qu'ils ont fortement varié. Historiquement, les primes de CDS de la Confédération ont toujours été relativement basses par comparaison avec les autres pays européens. Or, entre le 17 et le 20 mars 2023, elles ont plus que doublé. Elles se sont toutefois maintenues à un niveau peu élevé avant de retrouver leur niveau normal en août 2023, après l'annonce faite par UBS qu'elle renonçait à toutes les garanties de la Confédération. À la fin de 2023, elles étaient même plus basses qu'elles ne l'étaient avant l'acquisition de Credit Suisse. Rétrospectivement, cet événement historique pour la Suisse n'a pas eu d'effets immédiats sur les coûts de financement de la Confédération, car déjà peu de temps après l'acquisition de Credit Suisse, plusieurs agences de notation avaient confirmé à la fois la note maximale attribuée à la solvabilité de Confédération et la stabilité de ses perspectives.

Les acteurs du marché primaire suisse des emprunts ne se sont pas laissés déstabiliser par les événements évoqués ci-dessus. L'année 2023 a enregistré en effet un très grand volume d'émission, soit quelque 80 milliards. Le segment domestique a concentré près de 68 % de ce volume. Pour ce qui est du segment étranger, il a pu poursuivre, quoiqu'à un rythme comparativement peu élevé, la croissance amorcée depuis 2021. Par rapport à 2022, le volume d'émission a ainsi progressé d'environ 43 % pour s'établir aux alentours de 26 milliards. Cette hausse s'explique sans doute notamment par les swaps de devises, qui ont regagné en attractivité pour les émetteurs étrangers.

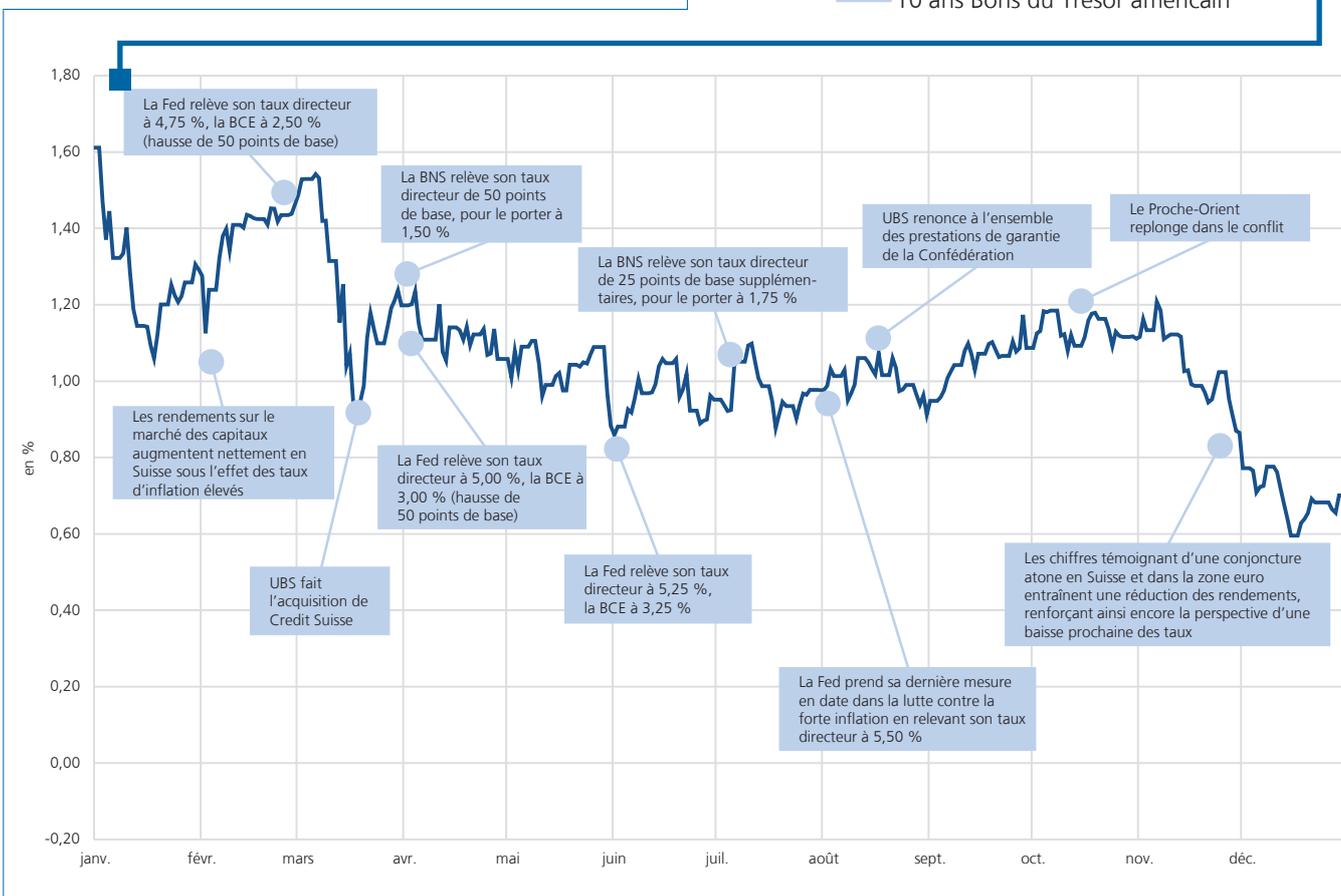
**En 2023, le rendement des emprunts fédéraux à 10 ans est tombé de 1,6 % à 0,7 %.**

En 2023, comme l'année précédente, les plus grands émetteurs sur le marché suisse des emprunts ont été les deux établissements d'émission de lettres de gage (avec près de 18 milliards), suivis de la Confédération. La situation est la même en ce qui concerne le volume des emprunts en circulation sur le marché suisse des capitaux (quelque 609 milliards à la fin du mois de décembre 2023) : la banque des lettres de gage figure clairement en tête avec environ 90 milliards, devant la centrale de lettres de gage avec environ 80 milliards et la Confédération avec environ 72 milliards (tranches pour compte propre vendues incluses, mais hors volume résiduel).

### Taux des emprunts fédéraux (durée résid. et rendement)

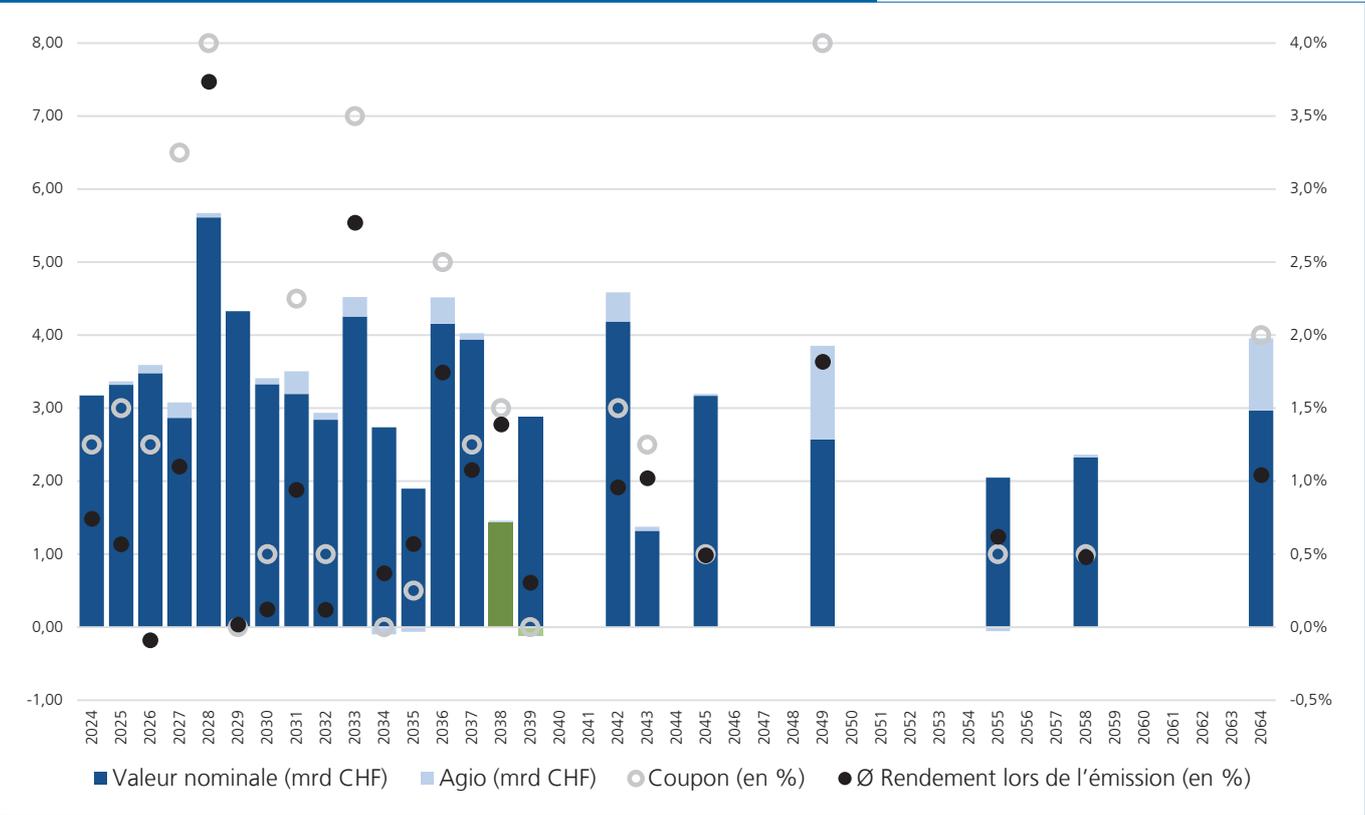


### Évolution des taux des emprunts d'État

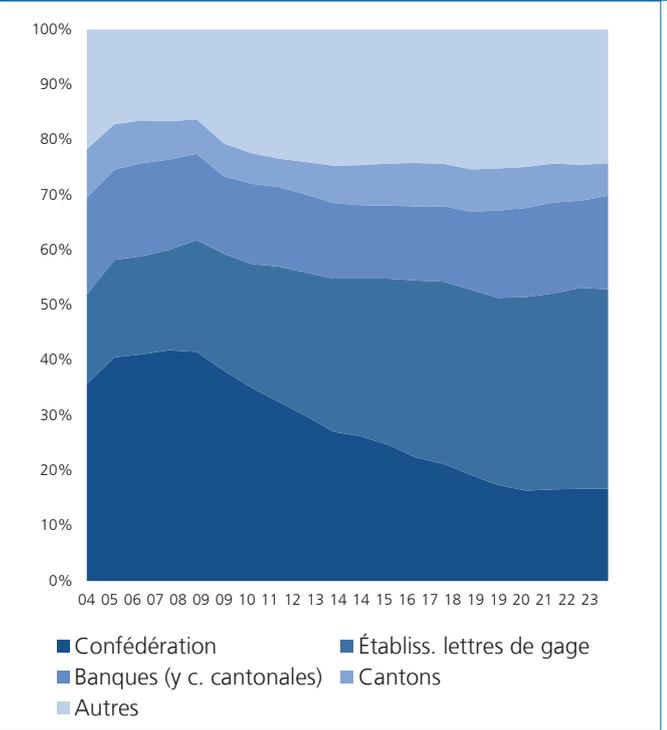


Données : Bloomberg

**Emprunts en circulation, en valeur nominale et au coût d'acquisition amorti**

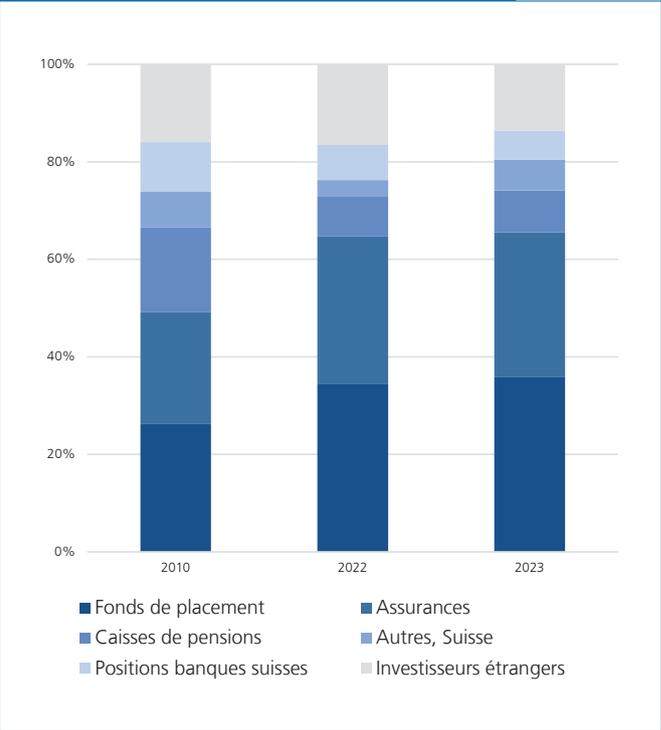


**Emprunts en circulation dans le segment domestique CHF**



Données : SIX

**Base d'investisseurs des emprunts fédéraux**



Données : BNS, calculs de l'administration

### Besoins de financement et évolution des liquidités

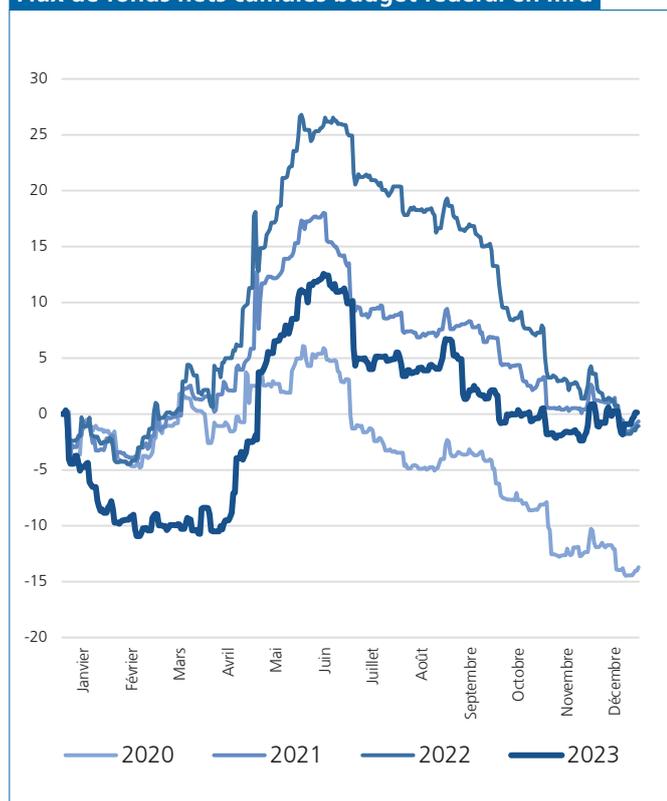
Au début de 2023, la Confédération détenait un volant de liquidités de 16,7 milliards, qui comprenaient non seulement les avoirs du compte de virement auprès de la BNS, mais aussi les placements à court terme sur le marché monétaire. Les valeurs cibles des marges de fluctuations adoptées par l'ALCO et visant à encadrer l'évolution des moyens de trésorerie prévoyaient pour fin 2023 un niveau de liquidités relativement élevé et devant se situer entre 15 et 20 milliards. Ces importantes réserves de liquidités restent nécessaires pour être en mesure de pouvoir faire face aux éventuels engagements au titre du mécanisme de sauvetage en faveur du secteur de l'électricité. La loi fédérale sur des aides financières subsidiaires destinées au sauvetage des entreprises du secteur de l'électricité d'importance systémique exige en effet de la Trésorerie fédérale qu'elle soit en mesure jusqu'à la fin de 2026 de mettre à disposition, à brève échéance, jusqu'à 10 milliards pour compenser le manque de liquidités dans ce secteur.

Afin de maintenir le volume des liquidités dans la fourchette souhaitée, l'Administration fédérale des finances (AFF) prévoyait d'émettre des emprunts sur le marché des capitaux pour un montant brut de 8 milliards dans le cadre du programme d'émission. Quant au volume des créances comptables à court terme

La courbe saisonnière des liquidités a connu des fluctuations relativement importantes sous l'effet du revirement des taux d'intérêt.

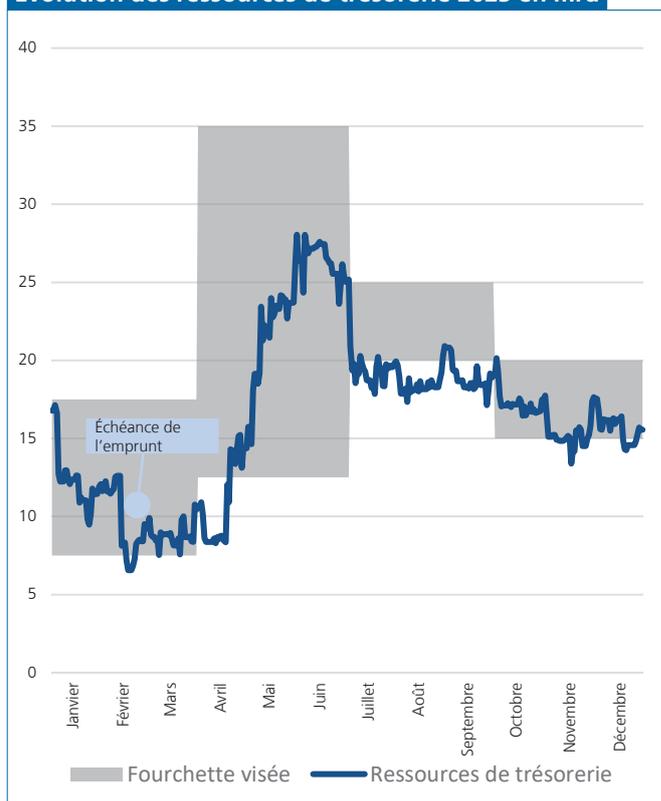
(CCCT), il devait rester en 2023 dans une fourchette allant de 12 à 18 milliards. L'accroissement net de la dette à hauteur de 3,4 milliards visait principalement à couvrir les sorties de fonds attendues en raison du revirement des taux d'intérêt. Il convient également de mentionner que le solde des fonds appartenant à la Fondation institution supplétive LPP représentant 2 milliards de francs et qui avaient été placés temporairement sans intérêt auprès de la Confédération durant la phase de taux d'intérêt négatifs ont été retirés progressivement depuis le retour de ces derniers en territoire positif.

Flux de fonds nets cumulés budget fédéral en mrd



Calcul : variation journalière du compte de virement auprès de la BNS moins opérations de financement

Évolution des ressources de trésorerie 2023 en mrd



Dans l'ensemble la planification des moyens de trésorerie qui a servi de base pour le programme d'émission 2023 s'est avérée pertinente. A la fin 2023, le niveau des ressources de trésorerie s'établissait à quelque 15,3 milliards, soit dans la fourchette définie. Par ailleurs, l'activité d'émission sur le marché monétaire et le marché des capitaux ne s'est que peu écartée du calendrier d'émission publié pour 2023. Des emprunts fédéraux ont ainsi été émis pour un montant de 8,3 milliards, et le volume des CCT s'élevait en fin d'année à près de 14 milliards.

L'évolution saisonnière des liquidités ne s'est par contre pas avérée conforme aux attentes. En effet au cours des deux premiers trimestres de 2023 elle présentait une courbe grandement différente de celle des années précédentes, principalement influencée par le retour en territoire positif du taux directeur de la BNS et dont les effets se sont fait ressentir jusque tard dans l'année 2023. En particulier, les demandes de remboursement de l'impôt anticipé ont été nettement plus nombreuses au début de 2023 que lors des années précédentes. À cela s'ajoute le fait que les subventions et les aides financières ont été sollicitées bien plus tôt par leurs bénéficiaires, et que, dans le même temps, les cantons utilisaient à nouveau pleinement les délais légaux pour le versement des recettes perçues au titre de l'impôt fédéral direct. En conséquence, les sorties nettes de fonds au cours des premiers mois de l'année n'ont pas été de l'ordre des 5 milliards habituels, mais ont atteint près de 10 milliards, et il a fallu beaucoup plus de temps pour que les liquidités correspondent à nouveau aux valeurs prévues. Ce n'est qu'à partir de l'été que l'on a vu l'évolution des liquidités revenir à la normale et la planification des liquidités à court terme retrouver sa fiabilité.

## ■ Activités de placement

### Ressources de trésorerie

Dans le cadre de sa gestion des liquidités, la Trésorerie fédérale peut emprunter sur le marché monétaire ou y faire des placements. Déjà en septembre 2022, la BNS a ramené son taux directeur en territoire positif, taux qui a atteint son point culminant actuel en juin 2023. En réaction, la Trésorerie fédérale a repris ses activités de placement de fonds à court terme. On distingue principalement trois instruments de placement. Le premier est le compte de virement auprès de la BNS, qui offre à la Trésorerie fédérale une possibilité de placement sans risque et rémunéré, jusqu'à une certaine limite, au taux directeur. La planification journalière des liquidités s'effectue de manière que cette limite soit exploitée au maximum. Le deuxième instrument consiste en des dépôts à terme avec une échéance allant d'une semaine à six mois qui se font auprès de la BNS aux conditions du marché. Le marché suisse des pensions de titres constitue le troisième instrument, qui doit servir en particulier à placer les liquidités inattendues et supérieures à court terme à la limite du compte de virement.

Au début de 2023, les dépôts à terme auprès de la BNS s'élevaient à 12,7 milliards, dont 1 milliard qu'il faut conserver en permanence auprès de la BNS pour combler les éventuels manques intrajournaliers de liquidités. En 2023, le volume des dépôts à terme a oscillé entre 2,0 et 23,5 milliards. À la fin de l'année, le montant des fonds placés s'élevait à 10,1 milliards. Dans tous les cas, le rendement obtenu dépendait du taux OIS basé sur le SARON (Swiss Average Rate Overnight) déterminant pour l'échéance correspondante.

Lorsque les liquidités disponibles sur le compte de virement en fin de journée dépassent la limite de rémunération au taux directeur de la BNS, la Trésorerie fédérale conclut des opérations de pensions de titres à court terme (overnight). Les fonds ainsi placés sont remboursés dès le jour ouvrable bancaire suivant. Le marché des pensions de titres en francs suisses a très rapidement accepté la Trésorerie fédérale parmi ses participants. Celle-ci a en effet pu convenir en très peu de temps avec un large cercle de contreparties de leur activation mutuelle dans le système de SIX Repo SA. En 2023, on a dénombré 80 jours où des opérations de pensions de titres ont été conclues. Les volumes négociés ont oscillé entre 30 millions et 1,915 milliard et ont atteint en moyenne 540 millions. Le taux d'intérêt convenu était légèrement inférieur au taux directeur de la BNS, mais nettement supérieur au taux auquel celle-ci rémunère les avoirs du compte de virement qui dépassent la limite fixée (taux directeur de la BNS - 50 pb).

Par ailleurs, un seul canton s'est vu accorder, en fin d'année, un prêt à court terme de 0,15 milliard.

### Pensions de titres

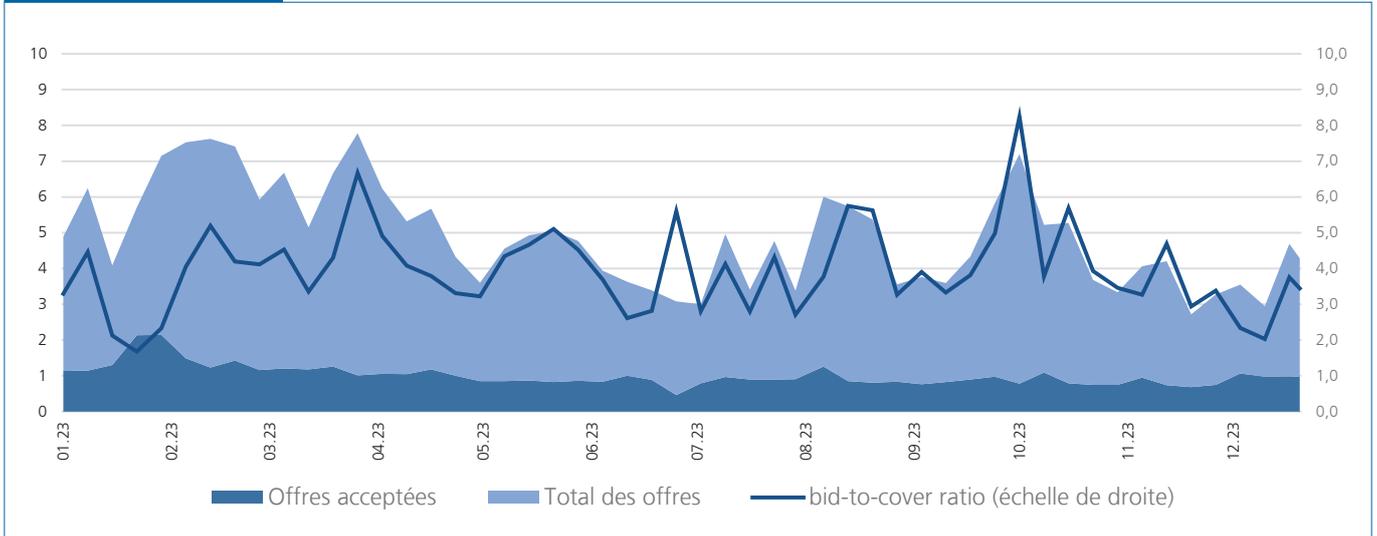
Les pensions de titres (repurchase agreements ou repos) sont des transactions financières dans lesquelles des garanties (par exemple des obligations) sont échangées contre des prêts pour une période déterminée. Elles consistent généralement en deux opérations, une opération au comptant et une opération à terme. Dans un premier temps, l'emprunteur vend des garanties au prêteur (opération au comptant). Parallèlement, les parties conviennent du rachat de ces garanties à une date ultérieure (opération à terme). Dans une opération de pension ordinaire, le prêteur reçoit un intérêt (taux des pensions de titres) en plus du montant prêté lorsque l'opération est liquidée. La durée de ces opérations est normalement comprise entre un jour et douze mois. Les pensions de titres sont une partie importante du marché interbancaire et fournissent des liquidités au système financier. La BNS également a recours à ces opérations pour mettre en œuvre sa politique monétaire, en maintenant le taux des pensions de titres à court terme (le Swiss Average Rate Overnight, ou SARON) proche de son taux directeur. Une caractéristique importante des pensions de titres par rapport aux autres transactions financières est la réduction considérable du risque de crédit obtenue grâce aux garanties échangées et aux marges compensées au minimum journallement. La Trésorerie fédérale participe au marché des pensions de titres depuis le début de l'année 2019.

### Prêts de trésorerie

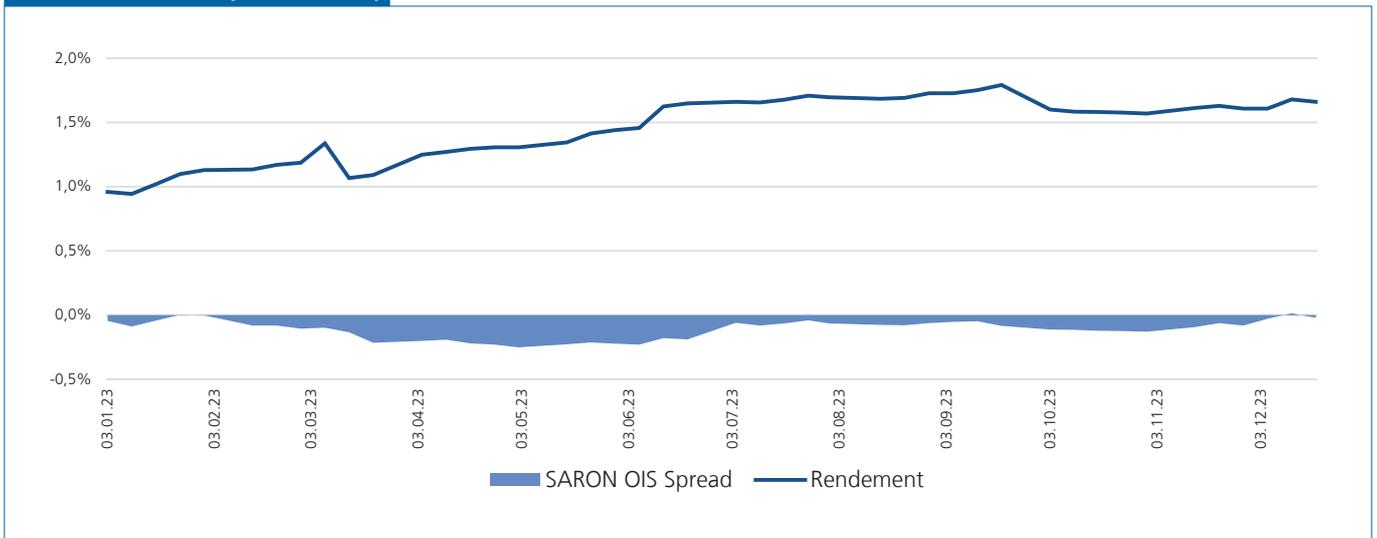
La Trésorerie fédérale peut rattacher des unités de l'administration fédérale décentralisée qui tiennent leur propre comptabilité à la trésorerie centrale pour la gestion de leurs liquidités. Ce principe s'applique également aux organisations qui, en vertu d'une base légale spéciale, peuvent placer des fonds auprès de la Trésorerie fédérale et les faire gérer par cette dernière. La Trésorerie fédérale conclut avec les entités autorisées des conventions de trésorerie. Dans certains cas, celles-ci prévoient que les unités administratives peuvent aussi obtenir des prêts de trésorerie de la Confédération. En règle générale, le taux d'intérêt dépend du taux OIS basé sur le SARON déterminant pour l'échéance correspondante, majoré d'une marge. En 2023, les CFF et le fonds d'infrastructure ferroviaire (FIF) ont été les seuls ou presque à faire usage de cette possibilité d'obtenir des prêts. L'an dernier, le montant des prêts accordés est passé de 6,3 à 6,5 milliards dans le cas des CFF et de 5,8 à 5,1 milliards dans le cas du FIF. En fin d'année, le total des prêts de trésorerie en cours s'élevait ainsi à plus de 11,6 milliards.

## Créances comptables à court terme

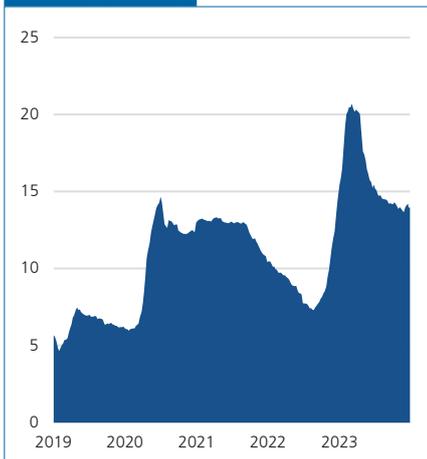
### Appels d'offres en mrd



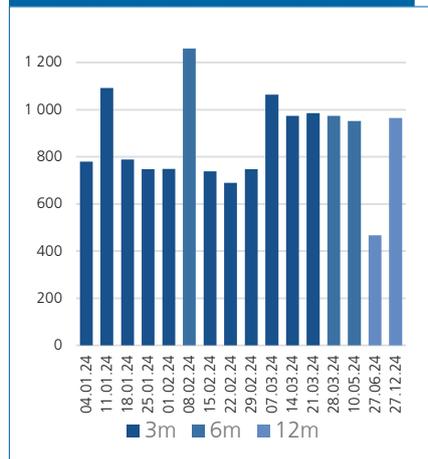
### Rendements en % (CCCT 3 mois)



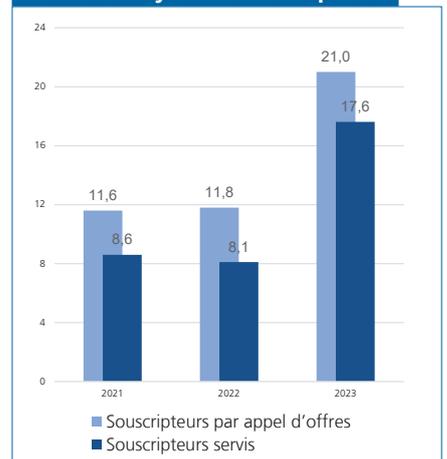
### Encours en mrd



### Profil d'échéances fin 2023 en mio



### Nombre moyen de souscripteurs



## ■ Levées de fonds sur le marché monétaire

### Créances comptables à court terme

Du fait de leur brève échéance et du rythme hebdomadaire des appels d'offres, les créances comptables à court terme (CCCT) s'avèrent être un instrument bien adapté pour gérer de manière efficiente les liquidités à court terme de la Confédération et permettre ainsi de faire face à des concentrations de décaissements élevés. Ceci explique la raison pour laquelle, cette année encore, les CCCT ont suscité une attention toute particulière de la Trésorerie fédérale. Selon le programme d'émission 2023, le volume des CCCT devait se maintenir durant l'année dans une fourchette allant de 12 à 18 milliards (fourchette 2022 : 8 à 14 milliards). Proche des 15 milliards en début d'année, le volume des CCCT en circulation s'établissait à quelque 14 milliards en fin d'année, donc dans la fourchette visée à ce moment-là.

Cela étant, plusieurs facteurs, dont le fait que le volume des demandes de remboursement de l'impôt anticipé était élevé et que les aides financières ont été sollicitées plus tôt par leurs bénéficiaires au premier trimestre et jusqu'au début du trimestre suivant, ont eu pour conséquence que les besoins de financement de la Confédération ont nettement augmenté. Cette situation s'explique notamment par le revirement des taux d'intérêt amorcé par la BNS pendant l'automne 2022, dont les effets se sont fait sentir en 2023 également. Afin que le volume des liquidités ne tombe pas en dessous d'un seuil critique, la Trésorerie fédérale a intensifié ses activités d'émission de CCCT. Le volume des CCCT en circulation, qui était d'environ 15 milliards en début d'année, est ainsi passé temporairement après quelques appels d'offres à plus de 20 milliards, soit au-dessus de la fourchette indiquée dans le programme d'émission (12 à 18 milliards).

L'activité d'émission accrue n'est pas restée sans effet sur la valeur moyenne du total des souscriptions reçues par appel d'offres. De fait, cette valeur a elle aussi progressé en quelques semaines, passant d'approximativement 3,7 milliards à près de 6,5 milliards. En 2023, elle s'est normalisée pour s'établir en moyenne à environ 3,8 milliards. L'intensification de l'activité d'émission s'est aussi reflétée dans les coûts de financement relatifs (écart avec le taux swap OIS sur le SARON). Lors des premiers appels d'offres de l'année, l'écart par rapport au taux swap s'est ainsi réduit de plus de 10 points de base pour tomber à zéro point de base. Cette situation n'a toutefois guère duré : déjà à la fin du premier trimestre, l'écart par rapport au taux swap s'était de nouveau creusé pour atteindre - 30 points de base. En 2023, les coûts de financement relatifs ont été en moyenne d'environ - 11 points de base.

Les coûts de financement absolus ont poursuivi leur forte progression sous l'effet de la hausse du taux directeur de la BNS. Au premier trimestre de 2023, les CCCT (échéance à trois mois) pouvaient encore être adjudgées à un rendement moyen de 1,1 %.

### Créances comptables à court terme

Les créances comptables à court terme (CCCT, Treasury Bills) sont des reconnaissances de dettes portant intérêt qui sont émises par l'AFF selon la méthode de l'escompte. Il s'agit de créances négociables, inscrites dans un registre principal tenu par SIX SIS SA. La durée des CCCT est de trois, six ou douze mois. Au total, seize CCCT sont toujours en cours, dont onze ont une durée de trois mois, trois une durée de six mois et deux une durée de douze mois. Les appels d'offres ont lieu chaque mardi sur la plateforme de négoce électronique de SIX Repo SA avec une procédure d'adjudication à la hollandaise. Aucun taux d'intérêt nominal n'est fixé pour les CCCT. L'intérêt est servi sous forme d'une déduction de l'escompte lors de l'émission. Cela signifie que les CCCT sont généralement émises à un prix inférieur à 100 % de la valeur nominale. Le remboursement s'effectue à 100 %.

L'émission régulière de ces papiers monétaires est une source de refinancement importante pour la Confédération. Un marché primaire des CCCT liquide et opérationnel permet à la Confédération d'acquérir également en tout temps des quantités importantes de capitaux tiers à des conditions avantageuses.

**Les coûts de financement absolus ont poursuivi leur forte progression sous l'effet de la hausse du taux directeur.**

Or, celui-ci a atteint, au troisième trimestre, jusqu'à 1,7 %, avant de diminuer légèrement au quatrième trimestre pour retomber à 1,6 %. En 2023, le rendement moyen des CCCT émises (toutes échéances confondues) s'est élevé à quelque 1,5 % (pondéré par le volume : environ 1,4 %). Les hausses répétées du taux directeur de la BNS ont aussi eu un effet sensible sur les charges d'intérêts générées par les CCCT. En 2022, grâce aux intérêts négatifs, il y avait encore un écart positif de 37,0 millions nets entre les recettes d'intérêts (47,8 millions) et les charges d'intérêts (10,8 millions). En 2023 en revanche, il n'y avait plus que des charges d'intérêts d'environ 214 millions.

### ■ Levées de fonds sur le marché des capitaux

Selon le programme d'émission publié à la fin du mois de novembre 2022, les besoins de financement de la Confédération pour 2023 s'élevaient à un montant nominal de quelque 8 milliards. Il était prévu que ces fonds soient levés en intégralité sur le marché suisse des capitaux lors de onze appels d'offres et par la vente de tranches pour compte propre en fonction de la situation. Le montant brut des fonds à lever était, historiquement parlant, extrêmement élevé ; la dernière fois qu'il s'était avéré encore plus élevé remontait au tournant du millénaire. Ce volume d'émission élevé s'explique par le fait que d'une part, un emprunt obligataire d'un montant de 4,6 milliards arrivait à échéance en 2023 et que d'autre part, suite à la remontée des taux d'intérêt, la Fondation institution supplétive LPP a progressivement retiré le solde des fonds représentant 2 milliards qu'elle avait pu placer sans intérêt auprès de la Confédération pendant la phase de taux d'intérêt négatifs.

En 2023, la Confédération a émis un total de 24 emprunts fédéraux lors de onze appels d'offres, pour un montant nominal de 8,1 milliards. Par ailleurs, des tranches pour compte propre ont été vendues pour un montant nominal de 200 millions. À la fin de l'année, le volume des emprunts fédéraux en circulation (tranches pour compte propre vendues incluses, mais hors volume résiduel) représentait donc quelque 72 milliards, soit environ 3,7 milliards de plus que l'année précédente (2022 : 68,3 milliards). Le rendement des emprunts fédéraux émis en 2023 s'est établi en moyenne à 1,20 % (2022 : 0,89 %), et la durée résiduelle moyenne à 15,1 ans (2022 : 20,2 ans).

**Le rendement moyen des emprunts fédéraux émis en 2023 s'est élevé à 1,20 %.**

### Emprunts fédéraux

Les besoins de financement à long terme de la Confédération sont couverts avant tout par des emprunts fédéraux. En règle générale, les appels d'offres ont lieu chaque deuxième mercredi du mois sur la plateforme de négoce électronique de SIX Repo SA. Lors de l'émission, seuls sont fixés le taux d'intérêt nominal (« coupon ») et la durée de l'emprunt, alors que le montant de l'émission et le prix, et par conséquent le rendement, sont définis sur la base des souscriptions présentées par les participants reliés à la plateforme (banques et compagnies d'assurance suisses, ainsi que sociétés de gestion de fonds et exploitants de placements collectifs au sens de la loi sur les placements collectifs). Comme pour les CCCT, la Trésorerie fédérale effectue l'adjudication à un prix unique (adjudication selon la méthode hollandaise), c'est-à-dire au prix le plus bas accepté par l'émetteur. La BNS est responsable du déroulement technique et administratif des appels d'offres.

Les emprunts fédéraux sont cotés à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange. Depuis l'été 2022, ils sont émis sous la forme de titres intermédiés sur la base non plus de certificats globaux, mais de droits-valeurs. La Confédération détient un volume limité de titres (non libérés lors de la première émission) appelés tranches pour compte propre. Lors des appels d'offres, la Confédération peut se réserver une partie de l'émission pour couvrir des besoins ultérieurs. Ces tranches propres peuvent être vendues au besoin directement sur le marché entre deux dates d'émission ordinaires. Les sites Internet de l'AFF et de la BNS offrent une vue d'ensemble des tranches pour compte propre disponibles.

Les emprunts fédéraux comprennent une clause de réouverture. Pour améliorer la liquidité sur le marché secondaire, il est donc possible d'augmenter un emprunt en lançant plusieurs appels d'offres par la suite. Les durées résiduelles et les rendements des obligations en cours de la Confédération tracent la courbe des taux d'intérêt des emprunts souverains suisses. Ces rendements constituent pour les acteurs du marché des taux de référence sans risque, ce qui favorise le bon fonctionnement d'un marché primaire et secondaire des obligations et des dérivés de taux qui en découlent.

Les modalités d'émission des emprunts fédéraux verts introduits en 2022 sont les mêmes que pour les emprunts traditionnels. En conséquence, une fois que l'on a procédé à la première émission d'un emprunt vert, on peut l'augmenter régulièrement par le biais d'appels d'offres pour garantir la liquidité sur le marché secondaire. Par ailleurs, la Trésorerie fédérale est libre d'émettre des emprunts verts supplémentaires. Le volume cible indiqué dans le calendrier d'émission englobe aussi bien les emprunts traditionnels que les emprunts verts.

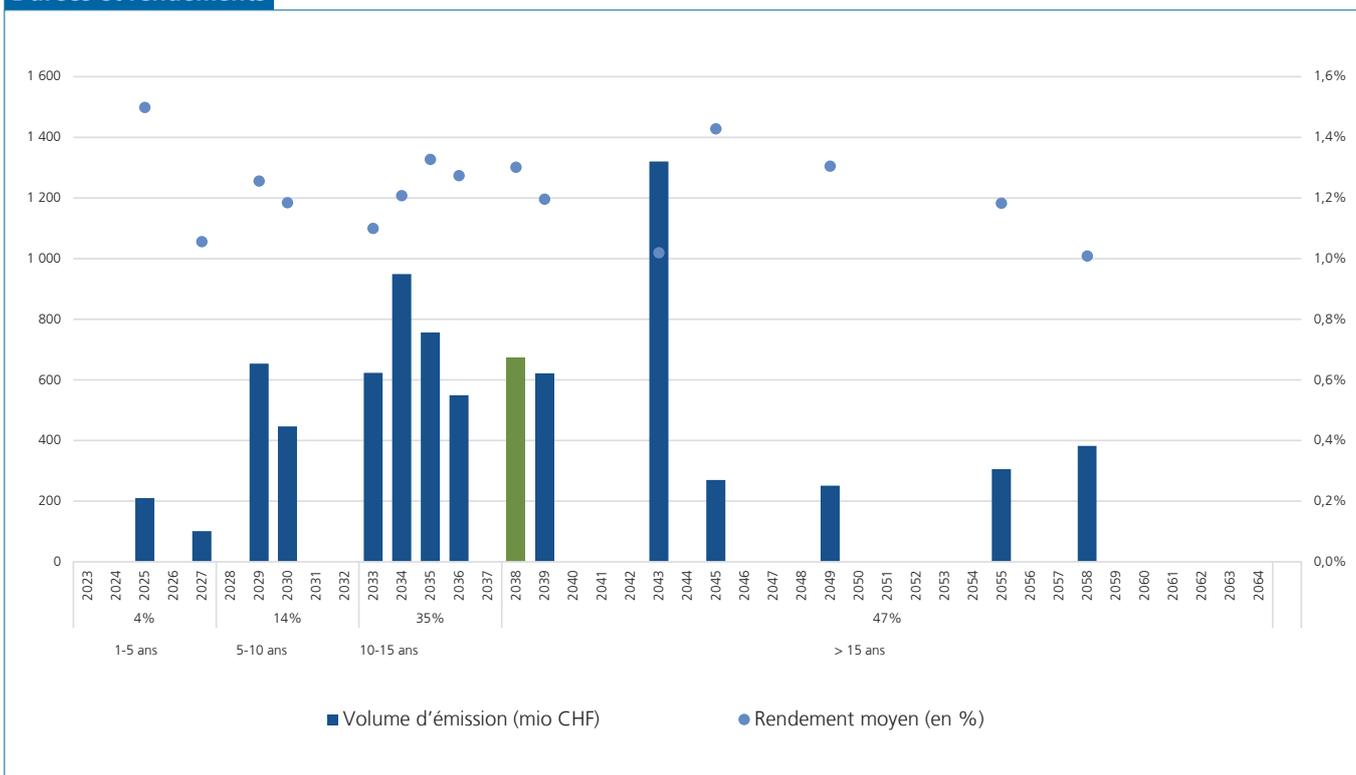


## Appels d'offres d'emprunts 2023

### Résultats des appels d'offres

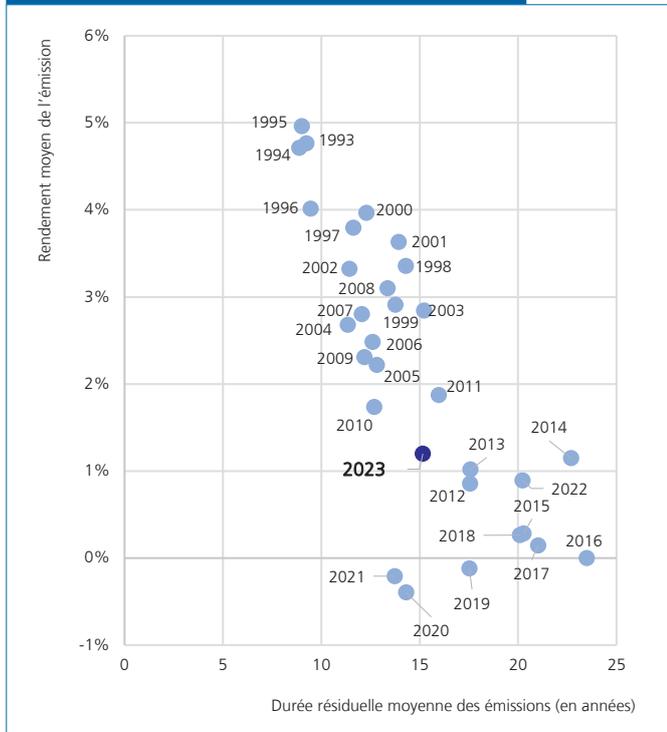
Appel d'offres	Émission	Coupon	Échéance	Volume d'émission (mio CHF)	Total en cours (mio CHF)	Rendement	Spread to Swap	Bid-to-Cover
11.01.2023	Conf. 27.05.15 / 30	0,500 %	27.05.2030	318,3	3200,1	1,261 %	-40,5	1,3
11.01.2023	Conf. 23.06.21 / 35	0,250 %	23.06.2035	458,6	1568,1	1,417 %	-38,2	1,3
11.01.2023	Conf. 06.01.99 / 49	4,000 %	06.01.2049	250,7	2570,8	1,305 %	-63,4	1,5
08.02.2023	Conf. 22.06.16 / 29	0,000 %	22.06.2029	509,1	4183,0	1,291 %	-37,6	1,3
08.02.2023	Conf. 08.03.06 / 36	2,500 %	08.03.2036	283,8	3890,9	1,466 %	-45,6	1,5
08.02.2023	Conf. 28.06.17 / 45	0,500 %	28.06.2045	269,8	3170,1	1,428 %	-41,2	2,1
08.03.2023	Conf. 24.07.13 / 25	1,500 %	24.07.2025	210,0	3320,6	1,499 %	-58,9	2,3
08.03.2023	Conf. 26.06.19 / 34	0,000 %	26.06.2034	274,8	2062,2	1,454 %	-54,3	1,9
08.03.2023	Conf. 26.10.22 / 38	1,500 %	26.10.2038	346,1	1112,2	1,482 %	-56,6	2,3
12.04.2023	Conf. 27.06.07 / 27	3,250 %	27.06.2027	100,8	2865,5	1,056 %	-90,9	2,6
12.04.2023	Conf. 08.04.03 / 33	3,500 %	08.04.2033	623,3	4256,0	1,100 %	-99,5	1,6
10.05.2023	Conf. 23.06.21 / 35	0,250 %	23.06.2035	297,7	1895,8	1,188 %	-78,5	1,2
10.05.2023	Conf. 24.05.17 / 55	0,500 %	24.05.2055	305,4	2047,7	1,183 %	-72,3	1,5
14.06.2023	Conf. 28.06.23 / 43	1,250 %	28.06.2043	602,4	602,4	1,165 %	-89,1	1,5
12.07.2023	Conf. 22.06.16 / 29	0,000 %	22.06.2029	144,3	4327,3	1,135 %	-82,7	2,5
12.07.2023	Conf. 26.06.19 / 34	0,000 %	26.06.2034	319,5	2381,7	1,115 %	-82,5	1,4
13.09.2023	Conf. 26.10.22 / 38	1,500 %	26.10.2038	325,3	1437,4	1,109 %	-75,5	2,0
13.09.2023	Conf. 28.06.23 / 43	1,250 %	28.06.2043	412,4	1014,8	1,094 %	-75,5	1,6
11.10.2023	Conf. 27.05.15 / 30	0,500 %	27.05.2030	128,5	3328,6	0,996 %	-61,8	1,2
11.10.2023	Conf. 08.03.06 / 36	2,500 %	08.03.2036	265,9	4156,7	1,069 %	-77,2	1,2
11.10.2023	Conf. 30.05.16 / 58	0,500 %	30.05.2058	382,1	2323,5	1,009 %	-61,2	1,2
08.11.2023	Conf. 26.06.19 / 34	0,000 %	26.06.2034	355,0	2736,6	1,101 %	-42,6	2,0
08.11.2023	Conf. 24.07.19 / 39	0,000 %	24.07.2039	621,7	2873,9	1,196 %	-36,0	1,3
13.12.2023	Conf. 28.06.23 / 43	1,250 %	28.06.2043	305,4	1320,2	0,630 %	-65,1	1,2
<b>Total</b>				<b>8110,3</b>		<b>1,200 %</b>	<b>-62,9</b>	<b>1,7</b>

### Durées et rendements

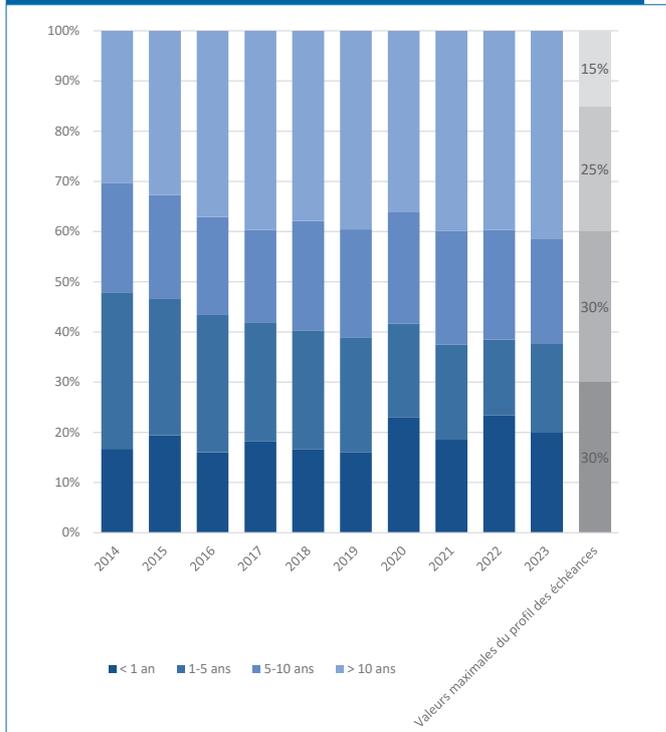


## Durée totale et durée résiduelle

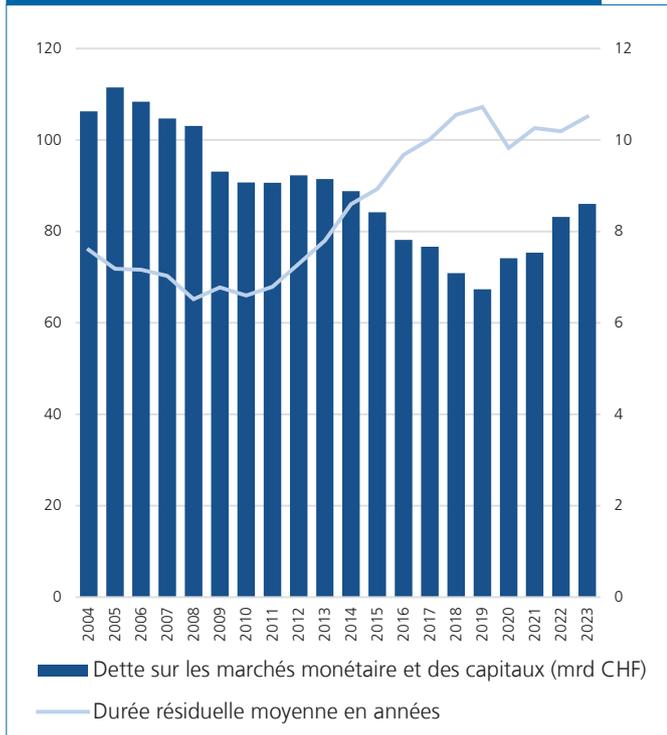
Durée et rendement des emprunts fédéraux



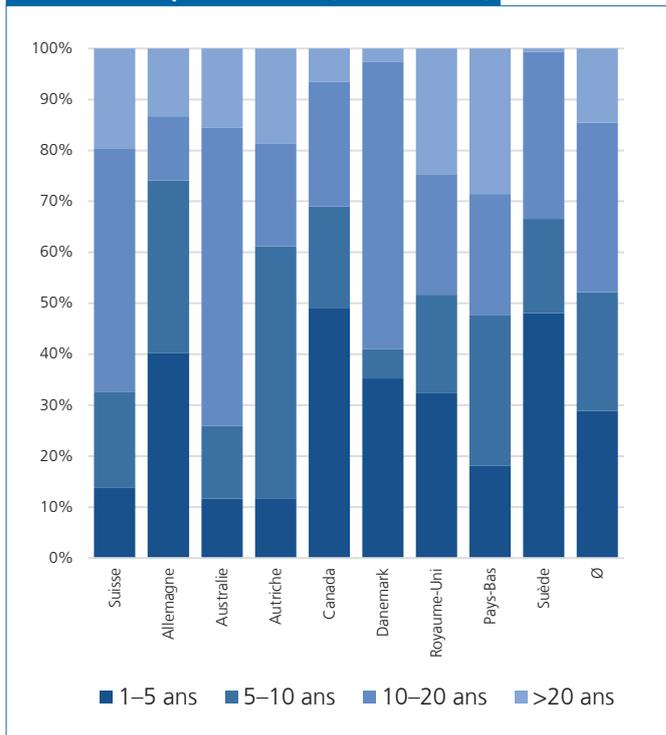
Profil des échéances de la dette fédérale sur le marché



Durée résiduelle de la dette fédérale sur le marché

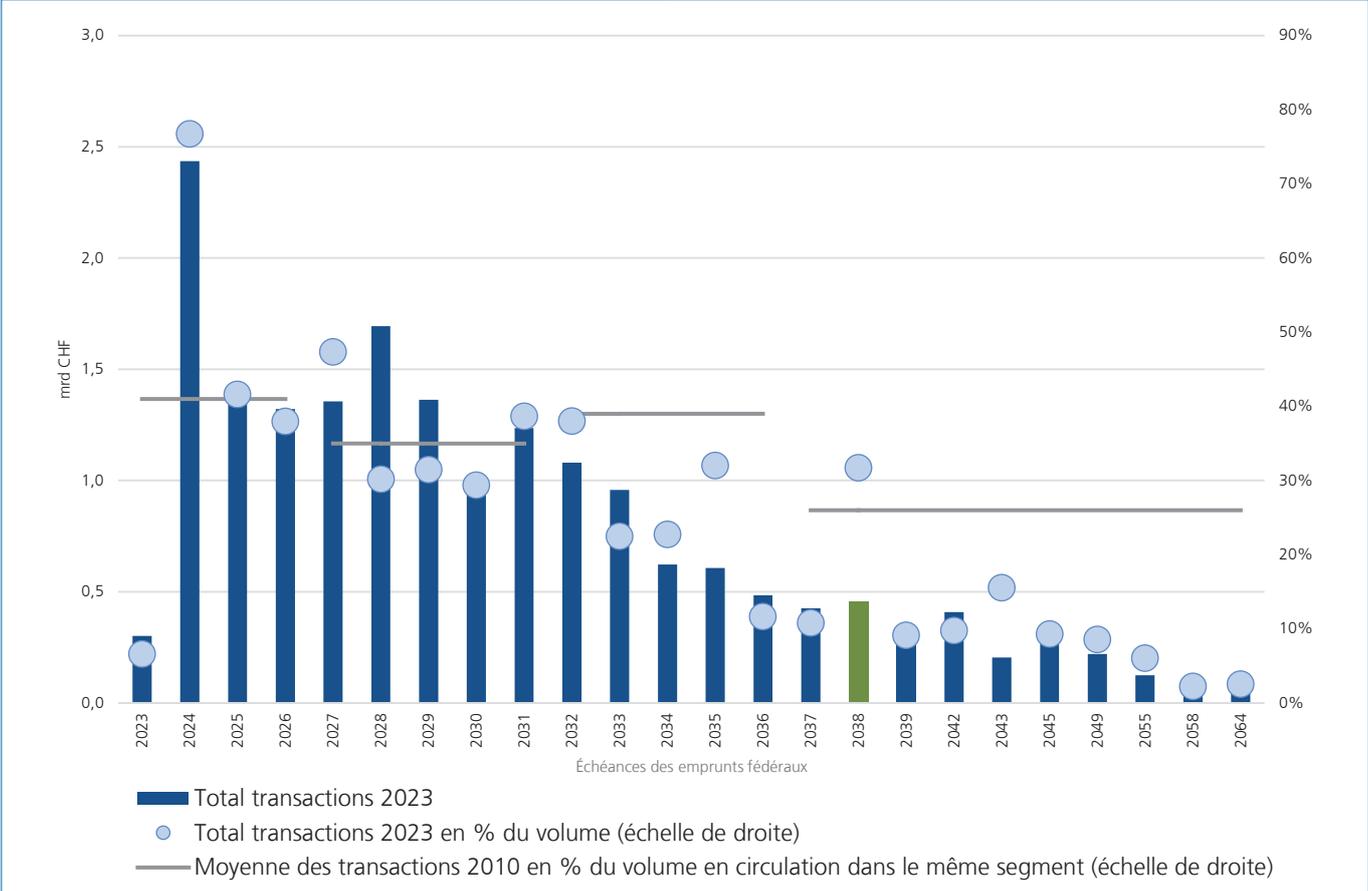


Durée des emprunts d'État (émis en 2023)

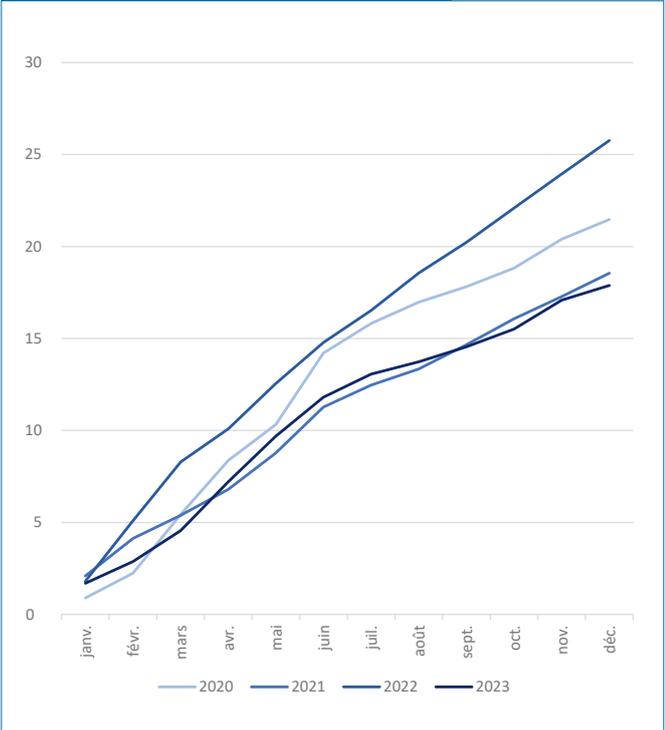


# Évolution du marché secondaire des emprunts fédéraux

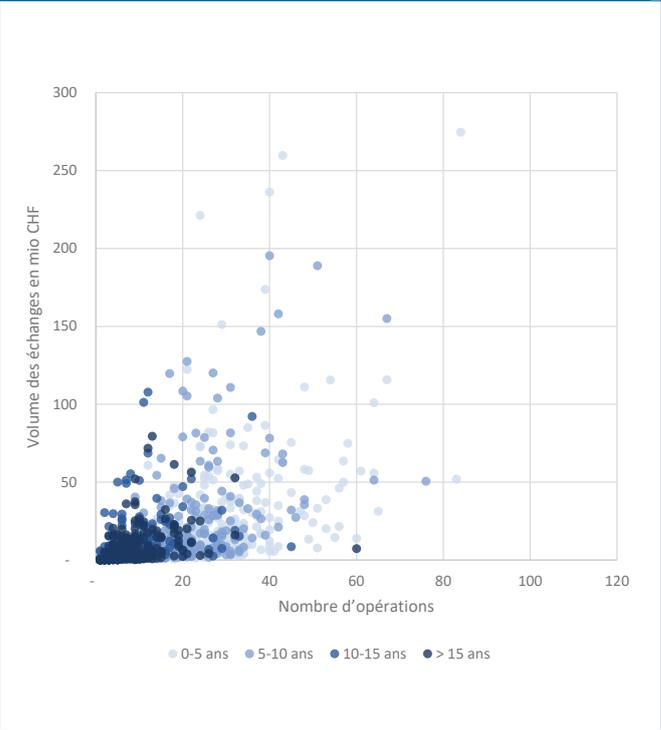
## Volume des emprunts fédéraux sur le marché secondaire



## Volume des échanges cumulés en mrd



## Activité journalière de négoce par segment de maturité



Données : SIX

## Principes d'émission appliqués par la Trésorerie fédérale

1. La Confédération, en veillant au bon fonctionnement du marché suisse des capitaux, s'assure l'accès à des possibilités de refinancement régulières et fiables. En émettant des emprunts, elle garantit que le segment des principales durées (entre 1 et 13 ans) soit couvert par des emprunts liquides. L'émission ponctuelle d'emprunts de très longue durée vise à poser quelques balises le long de la courbe des taux.
2. Le portefeuille de dettes de la Confédération se compose d'environ vingt emprunts de base. À chaque durée correspond un seul emprunt.
3. Le programme des émissions, les dates des appels d'offres ainsi que les besoins de fonds en termes bruts et nets sont publiés en décembre de l'année précédente.
4. Les appels d'offres pour les emprunts ont lieu chaque mois, sauf en août. Deux dates sont facultatives, en règle générale celles d'octobre et de décembre.
5. Un seul emprunt d'un montant maximal de 5 milliards de francs devrait arriver à échéance par année. Pour l'emprunt de référence à 10 ans, un montant minimal de 2 milliards est visé.
6. Dans l'idéal, l'échéance des emprunts devrait se situer entre mai et septembre. Les nouveaux emprunts de base sont donc émis durant cette période.
7. Tous les emprunts d'une durée résiduelle excédant une année peuvent être augmentés.
8. L'établissement des prix lors des appels d'offres (adjudication) est fonction des besoins de financement, de la demande des investisseurs, du niveau absolu des taux d'intérêt, des cours acheteur et vendeur ainsi que de l'écart par rapport au swap de l'emprunt de base.
9. Pour autant que les besoins de financement de la Confédération soient avérés, des tranches pour compte propre peuvent être acquises entre deux dates d'émission, aux conditions du marché, auprès de la Trésorerie fédérale. Pour déterminer leur prix, on recourt à la procédure utilisée lors des appels d'offres d'emprunts. La priorité sera donnée aux durées pour lesquelles il n'y a pas eu (ou il n'y aura plus) d'appels d'offres en cours d'année.
10. Il est possible de procéder à des rachats d'emprunts d'une durée résiduelle plus courte dans le cadre de la gestion des liquidités.

## Revue des appels d'offres réalisés

En 2023, la Trésorerie fédérale a organisé onze appels d'offres. Les deux dates d'émission facultatives (octobre et décembre) ont été confirmées. En raison d'un volume d'émission extrêmement élevé, trois emprunts ont été émis simultanément à quatre dates. Deux emprunts ont été émis à cinq autres dates. Par ailleurs, en juin a été émis l'emprunt de référence (benchmark) à 20 ans qui arrivera à échéance en 2043. Afin de focaliser l'attention sur celui-ci, la Trésorerie fédérale n'a pas émis d'autres emprunts à cette date.

Dans le cadre des appels d'offres, la Trésorerie fédérale a émis des emprunts pour un montant nominal de 8,3 milliards (2022 : 6,8 milliards). Le rendement moyen pondéré par le volume des emprunts proposés s'est établi à 1,20 % (2022 : 0,89 %). Alors que, ces dernières années, le niveau extrêmement faible des rendements sur le marché des capitaux avait régulièrement permis d'encaisser des primes (agios) très élevées dans le cadre des appels d'offres, en 2023, les taux d'intérêt globalement plus hauts se sont traduits par un disagio de quelque 0,1 milliard (2022 : agio de 0,2 milliard).

Les différentes échéances des emprunts émis en 2023 selon le système des appels d'offres se situaient entre les années 2025 et 2058. Tous les segments de maturité ont été ainsi couverts. La durée résiduelle moyenne des emprunts émis par le biais d'appels d'offres, c'est-à-dire sans la vente de tranches pour compte propre, était de 15,1 ans (2022 : 21,5 ans). Ainsi que ce chiffre le fait apparaître, le plus gros volume des emprunts (3,8 milliards) est concentré sur les segments du long terme et du très long terme (plus de 15 ans). Le volume des emprunts s'élève à près de 2,9 milliards sur le segment de maturité allant de 10 à 15 ans et à plus de 1,4 milliard sur le segment allant jusqu'à 10 ans. En 2023, la courbe des taux des emprunts fédéraux était largement et plutôt fortement inversée (les échéances plus longues présentaient un rendement plus faible que les échéances plus courtes), si bien qu'il était pertinent, sous l'angle du rendement, d'émettre des emprunts avec des échéances plus longues. Qui plus est, les investisseurs étaient davantage demandeurs d'emprunts émis sur le segment du long terme, alors même que ceux-ci ne leur permettraient pas d'obtenir une prime de maturité. Cela s'explique sans doute par le fait que certains investisseurs qui suivent un indice de référence sont encore légèrement sous-pondérés en emprunts fédéraux après la longue période des taux d'intérêt négatifs, et que bon nombre d'investisseurs souhaitaient en outre rallonger la durée résiduelle de leurs emprunts. Par ailleurs, la durée résiduelle moyenne était aussi nettement supérieure à la moyenne en comparaison internationale.

En 2023, l'ALCO avait décidé, à la suite du retour des taux d'intérêt en territoire positif, que l'on cesserait de diverger tactiquement de la stratégie d'émission définie comme optimale. La Trésorerie fédérale était par conséquent tenue de viser à nouveau une durée résiduelle moyenne plus courte à l'émission. En effet, la stratégie d'émission définie comme optimale, fixe cette durée à douze ans et la part des CCCT dans le volume total de la dette à 15 %. Si ces objectifs en matière d'émission sont suivis à long terme, le portefeuille de dettes sera tel que la limite de risque maximum autorisée quant à la variation des taux sera intégralement utilisée et que les charges d'intérêts seront réduites au minimum.

La durée résiduelle moyenne s'étant établie en 2023 à 15,1 ans, l'objectif visé a été manqué de peu. Il y a plusieurs explications à cela. D'une part, la demande d'emprunts fédéraux à court terme s'est avérée relativement faible tout au long de l'année, ce qui pourrait s'expliquer par le fait qu'il y a dans ce segment de maturité plusieurs solutions alternatives aux emprunts de la Confédération où le rendement est plus élevé et la solvabilité également très bonne. D'autre part, la courbe des taux était largement et fortement inversée en 2023. Pour l'émetteur, il n'était donc guère sensé sur le plan financier d'émettre des emprunts à échéance courte et de prendre ainsi des risques accrus en matière de variation des taux sans que cela soit compensé par une baisse des coûts ou des rendements. La stratégie en matière d'endettement n'a en conséquence pas été pleinement appliquée. Cela étant, la Trésorerie fédérale est parvenue à raccourcir la durée résiduelle moyenne des nouveaux emprunts émis en comparaison des années précédentes. Par ailleurs, le volume d'émission nécessaire était très élevé en 2023. La Trésorerie fédérale s'attend à ce qu'il soit nettement moindre à l'avenir, ce qui devrait faciliter l'application de la stratégie optimale en matière d'endettement.

#### Maintien des coûts de financement relatifs à un niveau avantageux

En 2023 par rapport à 2022, il a été possible de maintenir les coûts de financement relatifs de la Confédération (mesurés selon la différence entre le taux de rendement et le taux swap) à un niveau avantageux, alors même que le volume d'émission a été, en 2023 aussi, bien supérieur à celui des années ayant précédé la pandémie de COVID-19. En moyenne annuelle, le spread pondéré par le volume s'est établi à - 63 points de base (2022 : - 60 points de base), soit à un niveau nettement inférieur à celui des années pré-pandémiques, caractérisées par un volume d'émission bien plus faible. Le spread s'est même établi à - 89 points de base à l'émission de l'emprunt de référence à 20 ans avec échéance en 2043, qui a suscité une forte demande avec un total de 1 milliard de souscriptions reçues.

Par rapport à 2022, la structure des détenteurs des emprunts fédéraux n'a guère évolué. Le pourcentage d'investisseurs étrangers est passé de 17 à 19 %. Ce sont néanmoins toujours les investisseurs suisses qui détiennent la majeure partie des emprunts fédéraux (74 %, contre 76 % en 2022). Les positions propres des banques suisses se sont établies à 7 %, comme en 2022. Toujours par rapport à 2022, le nombre moyen de participants aux appels d'offres, ainsi que le nombre moyen de contreparties servies, ont légèrement augmenté, ce qui est lié, notamment, à la nette hausse des besoins de financement en 2023. En revanche, le bid-to-cover ratio (rapport entre les offres et le volume adjudgé) est resté pratiquement inchangé : il s'est établi à 1,7, soit à peu près au même niveau que les années précédentes. La demande moyenne par emprunt émis a explosé de 25 % pour atteindre près de 533 millions, contre 425 millions en 2022. Le volume moyen adjudgé a lui aussi progressé de plus de 25 % pour grimper à quelque 338 millions (2022 : 270 millions). Cette évolution n'est pas surprenante face au volume d'émission historiquement élevé dont la Confédération avait besoin. L'activité de négoce d'emprunts fédéraux sur le marché secondaire n'a par contre pas été supérieure à la moyenne par rapport aux années précédentes comme elle l'avait été en 2022. Le volume des échanges est ainsi retombé en 2023 à environ 18 milliards (2022 : 26 milliards).

### Vente de tranches pour compte propre

Par rapport à l'année précédente, en 2023 les ventes de tranches obligataires pour propre usage sont très légèrement reparties à la hausse. Au total, six transactions ont permis de vendre des tranches pour compte propre pour un montant nominal de 200 millions (2022 : 120 millions), émises avec un disagio de quelque 8 millions. Les tranches pour compte propre négociées avaient des échéances situées entre 2032 et 2055, lesquelles se situent donc dans les segments du moyen terme et du long terme. Le rendement moyen pondéré par le volume était de 1,16 %, et la durée résiduelle moyenne de 16,4 ans (2022 : 0,71 %, 28,1 ans). L'ensemble de la vente de tranches pour compte propre s'est faite durant la première moitié de l'année.

En 2023 comme déjà en 2022, la Trésorerie fédérale n'a fait qu'un usage plutôt sporadique de la vente de tranches pour compte propre. Cela s'explique essentiellement par le fait qu'elle a pu trouver avec les appels d'offres de quoi répondre aux besoins de financement. Elle avait par ailleurs estimé durant l'année qu'elle était en bonne voie pour atteindre l'objectif en matière d'émission, fixé à 8 milliards. Bien qu'elle ait moins fait usage de cet instrument ces dernières années, la Trésorerie fédérale continuera à l'avenir de vendre des tranches pour compte propre aux conditions du marché aux contreparties, si celles-ci le demandent, entre deux dates d'émission. Cela, pour autant que les besoins de financement de la Confédération soient avérés.

### Rapport sur l'allocation du produit des emprunts fédéraux verts et sur l'impact environnemental

Les emprunts fédéraux verts (green Confederation bonds) ont aussi été concernés par les appels d'offres réalisés en 2023, car l'emprunt vert en circulation qui arrivera à échéance en 2038 a été augmenté. Lancé en 2022, cet instrument vise à renforcer l'engagement de la Suisse en faveur du développement durable et à faire de sa place financière l'un des leaders des services financiers durables à l'échelle internationale. Les fonds levés au moyen d'emprunts verts ne peuvent être affectés qu'à des dépenses ayant un impact positif sur l'environnement, qui servent par exemple à la promotion des transports publics, au maintien de la biodiversité ou à la construction de bâtiments respectueux de l'environnement.

À l'automne 2023 est paru le premier rapport sur l'allocation du produit des emprunts fédéraux verts et sur l'impact environnemental. Ce rapport indique comment les produits d'émission sont répartis entre les différents domaines de dépenses éligibles. Il fournit également des indications sur les résultats et l'impact que mettent en évidence les effets favorables de ces dépenses sur l'environnement. Il est peut être téléchargé en français, en allemand et en anglais sur le site Internet de l'AFF.

## ■ Gestion des devises

Depuis 1998, l'acquisition et la couverture systématique des besoins en devises de l'administration fédérale sont assurées de manière centralisée par la Trésorerie fédérale. L'AFF estime qu'il n'est généralement pas possible de prévoir l'évolution du cours des devises. C'est pourquoi la Trésorerie fédérale poursuit une approche passive et s'abstient de mettre en œuvre une stratégie active fondée sur la gestion de positions ajustées en fonction de l'évolution à la hausse ou à la baisse des taux de change. La couverture centralisée permet d'assurer la sécurité de la planification pour les unités administratives et d'éviter les crédits supplémentaires dus à des fluctuations des taux de change. À cet égard, la Trésorerie fédérale établit une distinction entre les opérations budgétaires et les opérations spéciales.

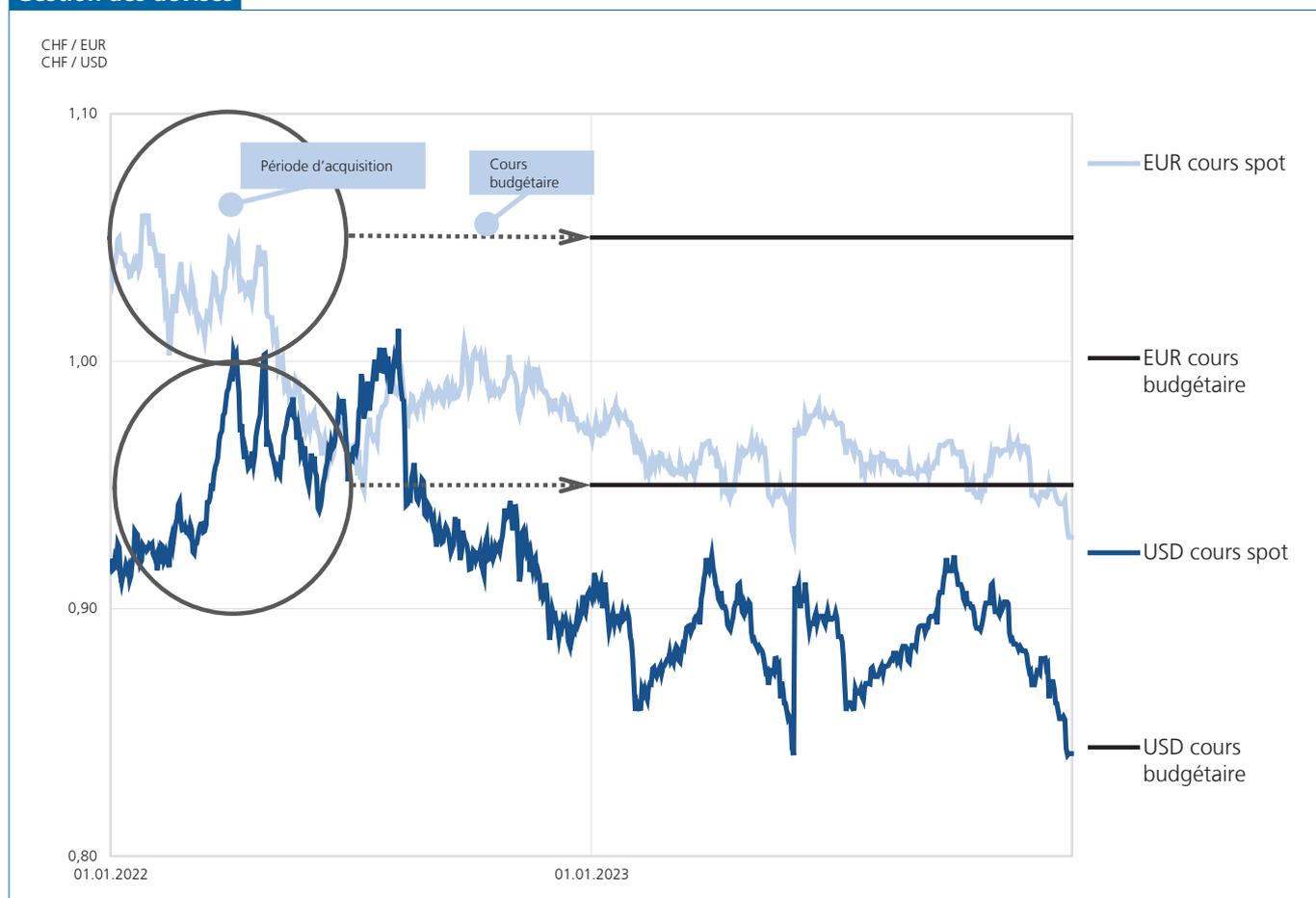
### Opérations budgétaires

Les opérations budgétaires visent à couvrir le risque de change lié aux besoins en euros et en dollars américains inscrits au budget des unités administratives pour l'année suivante. Les acquisitions

de devises se font parallèlement au processus budgétaire (de février à juillet), par le biais d'achats à terme. Les volumes prévus au budget sont achetés par lots de 5 à 10 millions. Ce procédé permet de bénéficier d'un cours moyen correspondant à l'évolution du marché ; autrement dit, le cours prévu au budget correspond à peu près au cours moyen des deux premiers trimestres. L'AFF fournit les devises acquises aux unités administratives à un cours budgétaire prédéfini.

Pour l'exercice budgétaire 2023, un total de 666 millions d'euros et de 964 millions de dollars américains ont été achetés à terme en 2022. Sur cette base le cours budgétaire pour l'année 2023 a ainsi été fixé à 1.05 franc pour un euro et à 0,95 franc pour un dollar. Pendant la phase de couverture, l'euro a grimpé jusqu'à 1,06 franc en février 2022, avant de tomber à 1,00 franc en mars, puis de remonter à 1,06 franc en juin. Il s'est ensuite déprécié jusqu'en septembre, chutant à 0,95 franc. Il a terminé l'année à 0,99 franc. Avec un cours moyen spot de 0,97 franc/euro constaté sur l'ensemble de l'année 2023 l'euro se situait

## Gestion des devises



Données : : Bloomberg

ainsi à un prix inférieur au cours d'acquisition atteint lors des achats de couverture du risque de change effectués en 2022. Rétrospectivement, la couverture a entraîné des coûts d'opportunité de plus de 39 millions. Pendant la phase de couverture, le dollar est tombé à 0,92 franc en février 2022, avant de s'apprécier nettement pour atteindre 1,01 franc à la mi-juin. À la mi-août toutefois, il ne s'échangeait plus qu'à 0,94 franc. Après être remonté à 1,01 franc début novembre, il a terminé l'année à 0,92 franc. À 0,90 franc pour un dollar, le cours moyen au comptant en 2023 a été inférieur au cours d'achat de 2022. La couverture du dollar a entraîné ainsi des coûts d'opportunité de 43 millions de francs.

Les montants libellés en euros que les unités administratives avaient prévus en 2022 lors du processus budgétaire n'ont été utilisés en 2023 qu'à 90 % environ. À l'inverse, les paiements en dollars américains ont été légèrement supérieurs à ce qui était attendu. En effet, les besoins supplémentaires non budgétisés ont contrebalancé un nombre de paiements qui s'est avéré moindre que prévu. Depuis l'introduction de la couverture du risque de change en 1998, la Trésorerie fédérale a acquis des euros et des dollars américains à hauteur de quelque 34 milliards de francs dans le cadre d'opérations budgétaires (soit en moyenne 1,3 milliard par an). Les opérations de couverture effectuées au cours de cette période ont représenté pour la Confédération des coûts d'opportunité d'environ 265 millions de francs, soit 0,8 % du volume couvert.

En 2023, un total de 691 millions d'euros et de 869 millions de dollars américains ont été achetés à terme pour l'exercice budgétaire 2024 à des cours budgétaires de 0,95 franc pour un euro et de 0,85 franc pour un dollar.

### Opérations spéciales

Les opérations spéciales sont des paiements en devises fixés à l'avance et étalés sur plusieurs années dans le cadre d'un crédit d'engagement. Tout comme les ressources budgétaires requises, elles font l'objet d'une couverture totale dans un double but : éviter que les crédits d'engagement octroyés en francs ne soient dépassés à cause de variations des taux de change, et assurer la sécurité de la planification pour les unités administratives.

En 2023, une opération spéciale libellée en dollars américains et deux opérations spéciales libellées en euros d'un montant équivalant à environ 727 millions de francs ont été effectuées pour les domaines « Défense » et « Formation, recherche et innovation » (Secrétariat d'État à la formation, à la recherche et à l'innovation). À la fin de 2023, 26 opérations destinées à couvrir les opérations spéciales étaient encore en cours pour un montant de 8,0 milliards de francs (dollars américains, euros et couronnes suédoises) ; ce montant est inférieur à celui de l'année précédente (9,3 milliards de francs).

Pour la période 2000 à 2023, les coûts d'opportunité liés à tous les paiements déjà échus résultant d'opérations spéciales ont totalisé, par rapport à une non-couverture, un montant d'environ 205 millions de francs (soit 1,4 % du volume couvert).

Pour l'exercice budgétaire 2024, un total de 666 millions d'euros et de 964 millions de dollars américains ont été achetés à terme.



10,5

ans

telle est la durée résiduelle moyenne de la dette de la Confédération sur le marché.

# Présentation et analyse de la situation en matière de risques

Le Conseil fédéral définit la politique générale de gestion des risques. La Confédération est prête à prendre sciemment des risques contrôlés si cela est indispensable à l'atteinte des objectifs ou à l'exécution des tâches. Les risques doivent être réduits au minimum (directives sur la politique de gestion des risques).

Dans l'accomplissement de ses tâches, la Trésorerie fédérale doit tenir compte non seulement des risques liés aux variations des taux d'intérêt et au refinancement, mais aussi des risques de change et de contrepartie.

## ■ Risque de variation des taux d'intérêt

La Trésorerie fédérale détermine le risque de taux d'intérêt sur la base du profil des échéances et des nouvelles opérations planifiées. Ce risque est géré principalement via l'activité d'émission. La stratégie d'émission fixée par l'ALCO définit l'activité d'émission et, partant, la durée des nouvelles opérations.

L'analyse dynamique permet d'étudier les conséquences de différentes stratégies d'émission et de divers scénarios de taux d'intérêt. L'évolution des intérêts passifs et leurs fluctuations sont examinées au moyen d'une approche cost-at-risk (coût à risque). Cette manière de procéder permet, d'une part, d'obtenir des informations pour optimiser la stratégie d'endettement du point de vue des coûts et des risques et, d'autre part, d'estimer la marge de variation des intérêts passifs, notamment dans l'optique de l'élaboration du budget et du plan financier.

Le risque de taux d'intérêt est étroitement lié au risque de refinancement. Une part importante d'échéances courtes induit des risques de taux d'intérêt et de refinancement élevés, de longues durées résiduelles réduisent ces risques.

Une projection des charges d'intérêts montre – pour une stratégie d'émission donnée – l'évolution des intérêts passifs sous différents scénarios de taux d'intérêt. À cet égard, l'évolution de la dette planifiée selon le budget et le plan financier est prise en compte. Les trajectoires des taux d'intérêt sont générées par une modélisation stochastique. Cela permet de présenter la valeur moyenne ainsi que les quantiles 10 % et 90 % de l'évolution des intérêts passifs.

## Analyse du risque de variation des taux

L'approche prospective consiste à simuler et à analyser différentes stratégies d'émission dans le cadre de diverses évolutions des taux d'intérêt sur une période pouvant aller jusqu'à dix ans. Pour ce faire, on recourt, d'une part, à des scénarios déterministes sélectionnés et, d'autre part, à des modèles de taux d'intérêt stochastiques générant un grand nombre de trajectoires de taux d'intérêt. La modélisation stochastique permet de calculer, pour différents portefeuilles de dettes, la distribution statistique des intérêts passifs durant une période de planification donnée. On peut alors estimer les intérêts passifs moyens attendus ainsi que les variations potentielles et leur probabilité (approche cost-at-risk). Sur la base de ces données, il est possible de comparer les intérêts passifs attendus (dimension des coûts) et l'étendue de leurs variations (dimension des risques) pour différentes stratégies d'émission.

Le scénario de base (« valeur moyenne ») se fonde sur les hypothèses macroéconomiques et les taux d'intérêt correspondants établis par le Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions conjoncturelles ; d'après ces prévisions, le niveau des taux d'intérêt à long terme devrait se normaliser, c'est-à-dire légèrement augmenter. Ce scénario sert de point de départ et est complété par les quantiles 10 % et 90 % de la distribution statistique des charges d'intérêts, chaque mois, sur un horizon de simulation de 10 ans. Le scénario extrême consiste en une hausse extrêmement forte et rapide des taux de 4 points de pourcentage (« explosion des taux »). Dans ce cadre sont en outre déterminés les effets du maintien des taux à leur niveau actuel (« taux stables »).

Les intérêts passifs correspondent à des dépenses sur lesquelles ni le Conseil fédéral ni le Parlement ne peuvent exercer d'influence directe. Aussi faut-il compenser toute augmentation soit par des recettes supplémentaires, soit par des dépenses moindres, afin de respecter les exigences du frein à l'endettement. Se fondant sur le scénario de base, la Trésorerie fédérale s'attend à ce que les intérêts passifs demeurent à peu près stables au cours des quatre prochaines années. Cela étant, en cas de choc des taux, les intérêts passifs augmenteraient très rapidement et fortement, ce qui représenterait un énorme défi pour le budget de la Confédération. Actuellement, ce scénario n'est pas vraisemblable. Si un tel cas devait malgré tout se présenter, les recettes d'intérêts supplémentaires découlant des placements de la Trésorerie fédérale compenseraient en partie la hausse des intérêts passifs. Par rapport à 2022, l'utilisation du budget prévu pour les risques a augmenté en moyenne annuelle de 29 millions pour atteindre 387 millions.

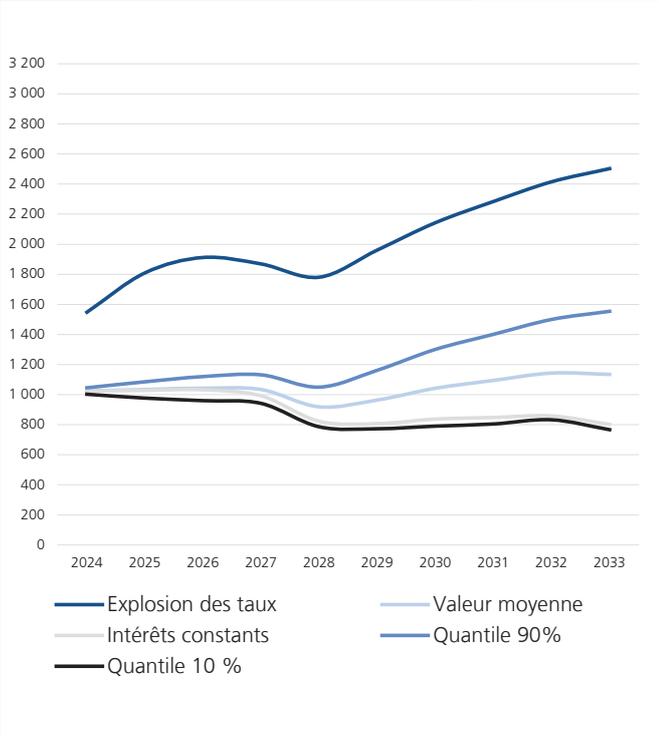
Depuis que le régime des taux d'intérêt négatifs a pris fin au deuxième semestre de 2022, la stratégie optimale en matière d'endettement a été remise en application et simultanément réexaminée. En conséquence, la Trésorerie fédérale devra raccourcir un peu la durée des émissions et, si possible, exploiter davantage le risque maximal autorisé en matière de variation des taux. Or, face à l'inversion de la courbe des taux qui s'est produite en 2023 et qui s'était encore accentuée à la fin de la même année, la Trésorerie fédérale a eu tendance à privilégier les emprunts avec des échéances plus longues. Lorsque la courbe des taux est inversée, les échéances longues vont de pair avec des charges d'intérêts plus faibles ainsi qu'un risque de taux d'intérêt également moindre. La stratégie optimale en matière d'endettement sera à nouveau pleinement appliquée lorsque les taux d'intérêt se seront normalisés.

### Risque maximum autorisé en matière de variation des taux

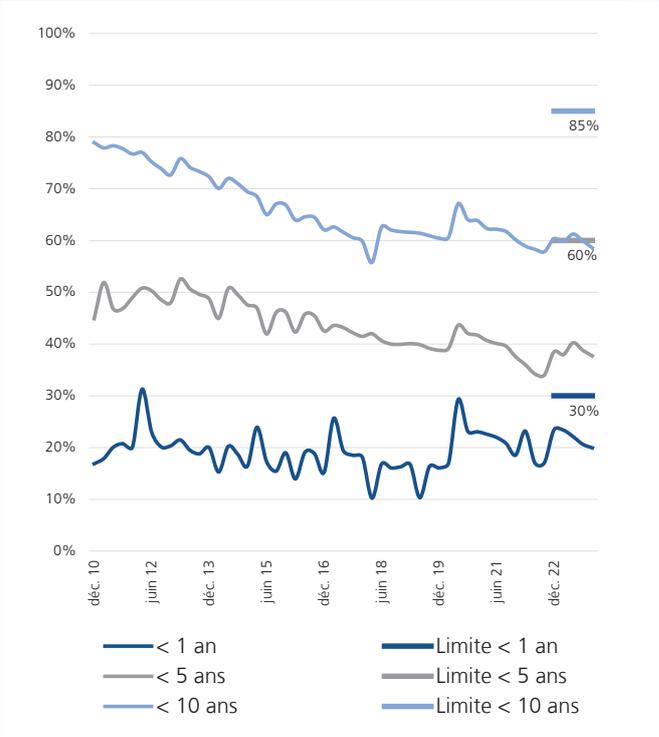
Le budget prévu pour les risques de variation des taux d'intérêt est de 500 millions cumulés sur quatre ans. Ce chiffre tient compte de la propension au risque et de la tolérance au risque de la Confédération, c'est-à-dire de sa capacité à compenser une hausse des dépenses d'intérêts sans devoir prendre de mesures radicales. Cela signifie que, cumulées, les fluctuations des charges d'intérêts prévues pour la période couverte par le budget et le plan financier ne doivent pas s'écarter de la valeur moyenne de plus de 500 millions (quantile 90 % moins valeur moyenne). Dans un cas défavorable, un tel risque peut se concrétiser en l'espace d'un an. Pour 2023, ce risque de taux d'intérêt a été évalué à 387 millions (moyenne sur les quatre trimestres).

L'utilisation du budget prévu pour les risques a augmenté. Ce budget n'est pas entièrement épuisé.

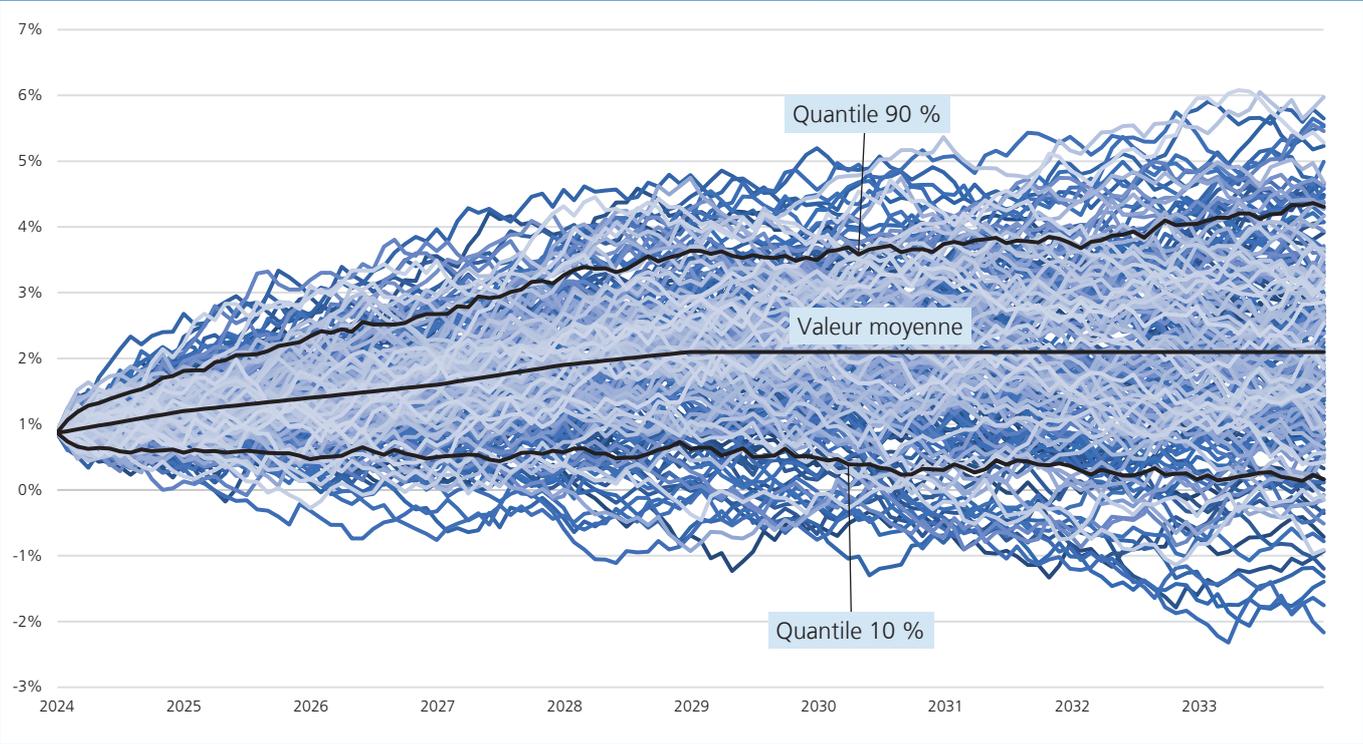
### Projection des charges d'intérêts en mio



### Répartition des échéances de la dette sur les marchés monétaire et des capitaux



### Simulation stochastique des trajectoires de taux (taux swap à dix ans)



### ■ Risque de refinancement

Le profil des échéances de la dette contractée sur le marché et la notation (rating) de la Confédération sont des indicateurs importants du risque de refinancement.

Le profil actuel indique dans l'ensemble un risque de refinancement modéré. Par rapport à 2022, la part de la dette qui doit être refinancée à < 1 an a diminué de 3 points de pourcentage, si bien qu'à la fin de 2023, elle représentait 20 % de la dette de la Confédération sur le marché. Cette baisse résulte, d'une part, du volume réduit des CCCT (- 1 milliard) et, d'autre part, du volume moindre de l'emprunt arrivant à échéance en 2024 par rapport au volume de l'emprunt avec échéance en 2023 (- 1,4 milliard). La part de la dette à refinancer à < 1 an demeure par conséquent nettement en dessous de la limite autorisée de 30 %. Pour ce qui est de la part de la dette qui doit être refinancée à < 5 ans et la part de la dette à < 10 ans, elles n'ont guère évolué par rapport à l'année précédente. À la fin de 2023, elles représentaient respectivement 38 % et 59 % de la dette de la Confédération sur le marché et se situait donc bien en dessous de la limite autorisée de respectivement 60 % et 85 %. Ainsi, les résultats restent largement inférieurs aux valeurs cibles (parts maximales) fixées dans la convention de prestations conclue entre le DFF et l'AFF. La structure des échéances du portefeuille de dettes pourrait donc être considérablement raccourcie dans le cadre de ces objectifs.

La durée résiduelle moyenne du portefeuille de dettes a légèrement augmenté par rapport à 2022, sachant qu'elle est passée de 10,2 à 10,5 ans. Cette hausse est liée, d'une part, à la diminution du volume des CCCT (14,0 milliards contre 14,9 milliards) et, d'autre part, à l'allongement de la durée résiduelle des emprunts (12,5 ans contre 12,4 ans) ainsi qu'à l'augmentation de leur volume (72,0 milliards contre 68,3 milliards).

Les principales agences de notation donnent la note maximale à la solvabilité de la Confédération. Même lorsque la situation sur le marché est défavorable, la Confédération parvient à emprunter les fonds nécessaires sur le marché monétaire et le marché des capitaux.

### ■ Risque de change

La Trésorerie fédérale acquiert les devises étrangères pour les unités administratives. Les besoins en devises liés aux deux principales monnaies étrangères que sont l'euro et le dollar américain sont couverts contre les risques de change pour l'année budgétaire, de même que les futures obligations de paiement découlant d'opérations spéciales. La gestion des risques de change doit principalement assurer le respect du budget et la prévisibilité des dépenses. Les crédits supplémentaires dus à des fluctuations des taux de change doivent être évités. Comme la Confédération a régulièrement besoin de certaines devises étrangères, elle est exposée aux effets de l'évolution des taux de change.

La part de la dette qui doit être refinancée en cours d'année a diminué.  
Les risques de refinancement sont en recul.

### Risque de change

En raison des incertitudes qui pèsent sur l'évolution des taux de change, les coûts d'acquisition qui découlent des besoins en monnaies étrangères des unités administratives ne peuvent pas être estimés avec précision et présentent donc un risque. Les fluctuations des cours peuvent entraîner des variations de la valeur des positions existantes en monnaies étrangères qui ne sont pas affectées.

La couverture du risque de change permet d'éviter les crédits supplémentaires dus à des fluctuations des taux de change.

L'AFF estime qu'il n'est généralement pas possible de prévoir l'évolution du cours des devises. C'est pourquoi la Trésorerie fédérale poursuit une approche passive en assurant systématiquement les besoins en devises contre les risques de change. La Confédération fait ainsi en sorte que le budget et les opérations spéciales annoncées à la Trésorerie fédérale ne soient pas exposés à ces risques.

En 2023, plusieurs facteurs ont fait qu'il a été difficile d'acquérir des devises étrangères et de limiter les risques correspondants. D'une part, les besoins de devises ont parfois suscité de la part des unités administratives des demandes tardives de montants importants (entre autres pour les paiements de vaccins et l'avion du Conseil fédéral). D'autre part, l'échéance exacte des obligations de paiement s'est fréquemment avérée incertaine (le versement de la contribution aux fonds de l'UE, d'un montant de quelque 60 millions d'euros, ne se fera qu'en 2024 plutôt qu'en 2023). Toujours en 2023, les besoins en euros qui étaient assurés se sont révélés supérieurs de 67 millions d'euros aux obligations effectives de paiement. À l'inverse, il a fallu acquérir 22 millions de dollars supplémentaires.

Lors de sa séance de décembre 2023, l'ALCO a décidé de ne couvrir plus que 90 % des besoins en devises des unités administratives. Cette mesure vise à éviter les sur-couvertures des besoins en euros et en dollars que l'on a souvent constatées dans le passé.

À la suite de deux opérations spéciales effectuées dans le domaine de la défense (F-35 et Patriot), dont les obligations de paiement résultantes ont été couvertes au troisième trimestre 2022, tant le volume que la durée de la couverture du risque de change du dollar américain étaient inhabituellement élevés. La Trésorerie fédérale a couvert les besoins en devises au moyen de contrats à terme (forwards) de courte durée, qui sont ensuite reconduits via des opérations de swap sur devises jusqu'aux différentes échéances de paiement. Cette stratégie vise à permettre à la Confédération de se prémunir des futures fluctuations du taux de change. Elle entraîne toutefois un risque supplémentaire lié au taux d'intérêt ; la Confédération est en effet exposée au risque de variations de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la Suisse (et, dans une moindre mesure, entre la zone euro et la Suisse).

Le risque de variations de l'écart de taux d'intérêt découlant des opérations de swap sur devises est désormais quantifié trimestriellement et communiqué à l'ALCO. Cette quantification s'effectue par modélisation stochastique de l'écart de taux d'intérêt. La distribution statistique des coûts d'acquisition résultant de la stratégie des opérations de swap sur devises est comparée avec les coûts d'acquisition effectifs induits par la couverture complète des besoins de devises jusqu'à l'échéance du paiement.

La stratégie des opérations de swap sur devises comporte un risque d'écart de taux d'intérêt. Elle est néanmoins, dans la plupart des cas, plus avantageuse que la couverture complète des besoins en devises jusqu'à l'échéance du paiement. Cela tient au fait que cette dernière stratégie implique des coûts d'illiquidité très importants.

### ■ Risque de contrepartie

À la Confédération, les risques de contrepartie sont principalement liés aux placements à court terme (fonds de trésorerie) et à des valeurs de remplacement positives découlant des dérivés sur devises et sur taux d'intérêt. Il existe un risque de perte pour ces engagements. Les prêts de trésorerie sont accordés aux établissements proches de la Confédération et ne sont donc pas soumis au système des limites de contrepartie ; le montant de ces prêts est géré au moyen de conventions de trésorerie. Le concept de limites en vigueur vise à éviter les pertes et le cumul majeur de risques. Les limites de crédit sont fixées selon des critères prédéfinis, incluant la notation, le capital propre, la capacité financière (pour les cantons), la diversification et le type d'instrument. Le Risk Control vérifie régulièrement les limites de contrepartie fixées et contrôle quotidiennement le respect de ces limites. L'évolution de la qualité des contreparties autorisées est constamment surveillée (par ex. changement de notation, comptes intermédiaires, rapports de gestion et autres). En 2023, les limites ont toujours été respectées.

À la fin de 2023, les fonds de trésorerie s'élevaient à 15,6 milliards. La quasi-intégralité de ces fonds est placée auprès de la BNS (sous forme de dépôts à terme ou sur le compte de virement à la BNS) et n'est donc exposée à aucun risque.

Les valeurs de remplacement positives découlant des dérivés sur devises et sur taux d'intérêt ont diminué l'année dernière, passant de 17 millions à 0,6 million à la fin de décembre 2023. Les opérations sur dérivés (instruments de couverture du risque de change et du risque de taux d'intérêt) sont effectuées avec des contreparties sélectionnées qui ont conclu avec l'AFF une annexe de garantie pour les produits dérivés (Credit Support Annex), mais aussi avec des banques cantonales bénéficiant d'une garantie de l'État sans annexe de garantie. Des contrats-cadres ISDA avec annexe de garantie ont été conclus avec les principales contreparties. Ceux-ci donnent lieu à un échange journalier de garanties en espèces et permettent de réduire encore les conséquences négatives qu'entraînerait la défaillance d'une ou de plusieurs contreparties.

La compensation journalière des marges permet à la Confédération de réduire au minimum les risques de contrepartie.



# Perspectives

Après une année 2023 placée sous le signe de la consolidation et du retour à la normale en matière de politique des taux d'intérêt, 2024 sera axée notamment sur la gestion et la planification des liquidités. Au regard de l'année précédente, on peut s'attendre à ce que le profil des encaissements et des décaissements se normalise, de sorte que la planification des liquidités regagnera en précision et en fiabilité. En 2023, la Trésorerie fédérale a progressivement développé son activité sur le marché des pensions de titres. Dans ce cadre, elle est ainsi désormais reliée à tout un éventail de contreparties. Toujours en 2023, on a dénombré quelque 80 jours où la Trésorerie fédérale a fait des placements au moyen d'opérations de pensions de titres d'une durée d'un jour pour un montant allant jusqu'à deux milliards. En 2024, elle compte opérer sur le marché des pensions de titres également en qualité d'emprunteur. Elle pourra ainsi actionner un instrument de financement supplémentaire et diversifié sur le segment du court terme. À cette fin, il lui faudra des titres qui puissent être fournis comme garanties. Depuis plusieurs années, la Trésorerie fédérale détient des tranches pour compte propre, qu'elle a obtenues en se réservant une partie des emprunts fédéraux émis lors de certains appels d'offres. Au besoin et sur demande, les tranches pour compte propre peuvent être vendues individuellement entre deux dates d'émission, et la dernière étape de la libération des emprunts être ainsi facilement rattrapée. Un avantage de cette pratique est que, contrairement aux emprunts de la Confédération, les tranches pour compte propre ne font pas partie de la dette brute, ce qui a eu son importance, surtout dans les années 1990 et 2000. Depuis quelques années, l'endettement de la Confédération est comptabilisé selon les normes IPSAS et ne grève donc plus la dette brute. C'est pourquoi il faut aujourd'hui remplacer les tranches pour compte propre par des emprunts fédéraux détenus pour compte propre et disposer ainsi de garanties qui pourront être utilisées sur le marché des pensions de titres. Fondamentalement, ces emprunts pourront être proposés aux acteurs du marché intéressés via des opérations de pensions de titres, ce qui pourrait permettre d'améliorer la liquidité du marché des emprunts de la Confédération. Par ailleurs, à l'instar des tranches pour compte propre, les emprunts pour compte propre pourront au besoin être vendus à des tiers.

Sur le plan budgétaire, la situation reste difficile. Ces prochaines années, l'équilibre du budget de la Confédération ne pourra pas être assuré en raison de déficits de plusieurs milliards. Cela n'entraînera pas pour autant un renforcement de l'activité d'émission, car le frein à l'endettement exige la compensation des déficits structurels. En tenant compte du budget extraordinaire, le budget 2024 prévoit au total un déficit de financement de 2,6 milliards. Celui-ci sera financé principalement par une augmentation du volume des emprunts et par une réduction de la réserve de liquidités. En 2024, des emprunts seront émis pour un montant de 5 milliards. Ainsi, déduction faite de l'emprunt arrivant à échéance en juin 2024, l'encours des emprunts fédéraux augmentera de 1,8 milliard pour atteindre un montant nominal de près de 74 milliards. Quant à l'encours des CCCT, il sera maintenu dans une fourchette allant de 10 à 16 milliards, donc plus ou moins au niveau de l'année précédente. Le plus faible volume d'émission d'emprunts devrait faciliter la mise en œuvre de la stratégie d'émission, car il sera possible d'adjuger des volumes moindres aux différentes dates d'émission. L'on devrait ainsi également pouvoir émettre des emprunts avec une échéance plus courte et mieux atteindre l'objectif d'une durée moyenne de 12 ans environ pour les nouveaux emprunts. Par ailleurs, l'inversion de la courbe des rendements des emprunts fédéraux (les échéances plus courtes présentent un rendement supérieur aux échéances plus longues) devrait progressivement s'atténuer au cours de l'année 2024, de sorte que les emprunts à court terme redeviendront attractifs pour l'émetteur.

En 2023 est paru le premier rapport sur l'allocation du produit des emprunts fédéraux verts et sur l'impact environnemental comme suite à l'émission, en octobre 2022, du premier emprunt de ce type. Une version actualisée de ce rapport sera publiée en 2024. L'emprunt fédéral vert a été augmenté à deux reprises pour un montant total de quelque 700 millions. Les produits d'émission seront répartis entre les différents domaines de dépenses environnementales éligibles inscrites au budget 2023. Le deuxième rapport sur l'allocation du produit des emprunts fédéraux verts et sur l'impact environnemental devrait être disponible au troisième trimestre de 2024.

En 2024, l'accent sera aussi mis sur la numérisation, qu'il faut continuer de faire avancer. C'est dans ce même cadre que s'inscrit également l'adoption par SWIFT de la norme ISO 20022, impliquant la transition du format SWIFT MT au format SWIFT MX en ce qui concerne les instructions de paiement contenues dans les messages. Cela exigera d'adapter en conséquence les différentes applications spécialisées.

C'est une année captivante et riche en défis qui nous attend en 2024, espérons-le sans nouvelle situation de crise.





