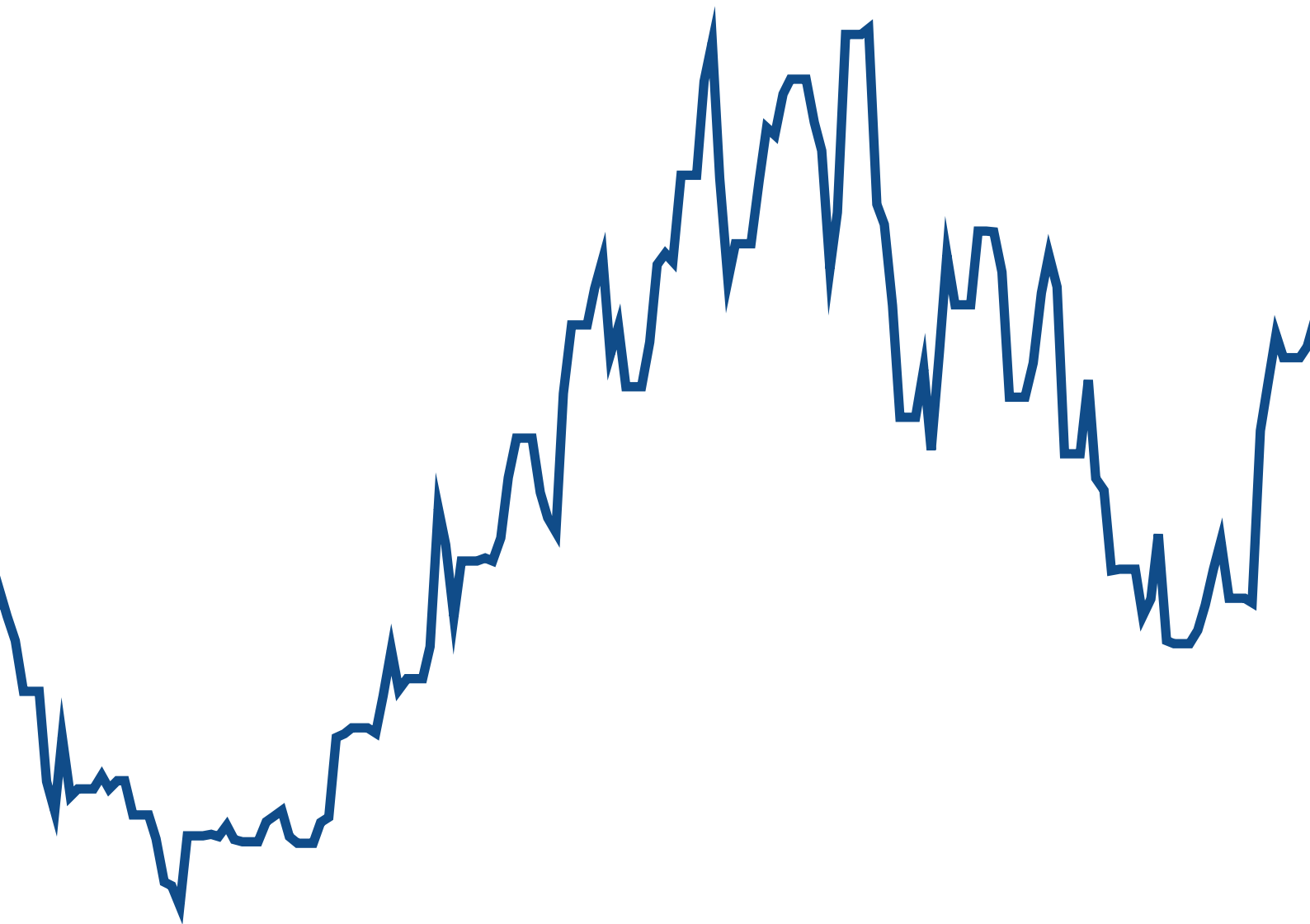


Trésorerie fédérale

Rapport d'activité 2021



Impressum

Éditeur:
Administration fédérale des finances (AFF)

Mars 2022

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 2021. Il est par la suite mis à la disposition des milieux intéressés.

Table des matières

	Page
Résumé	5
Directives et valeurs cibles	7
Activités de la Trésorerie en 2021	11
Évolution sur le marché suisse des capitaux	11
Besoins de financement et évolution des liquidités	14
Levées de fonds sur le marché monétaire	17
Levées de fonds sur le marché des capitaux	19
Gestion des devises	26
Présentation et analyse de la situation en matière de risques	29
Risque de variation des taux d'intérêt	29
Risque de refinancement	32
Risque de change	32
Risque de contrepartie	33
Perspectives	34

87

milliards

de dette sont gérés par la Trésorerie fédérale, dont 75 milliards représentent la dette sur le marché (créances comptables à court terme et emprunts).

-0,21

pour cent

telle est la rémunération des emprunts émis en 2021. En émettant des emprunts de longue durée, les finances fédérales profitent à long terme des taux bas.

10,3

ans

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

Résumé

En 2021, la pandémie de COVID-19 a maintenu sa ferme emprise sur la vie économique et sociale. L'évolution tantôt à la hausse, tantôt à la baisse du nombre d'infections s'est traduite par des mesures restrictives plus ou moins sévères. Dans un contexte mondial d'incertitude et de restrictions, on a observé d'importantes variations conjoncturelles ainsi qu'une grande volatilité sur les marchés des capitaux. Alors que les marchés boursiers n'ont connu que des hausses, à l'instar de la Bourse suisse, qui a gagné plus de 20 %, les marchés des taux ont considérablement fluctué, mais les taux ont dans l'ensemble légèrement progressé au cours de l'année. La pandémie a toutefois aussi révélé les points faibles d'une économie mondiale fortement globalisée fondée sur la division du travail: les chaînes d'approvisionnement se sont grippées, et les produits semi-finis et finis ont soudain manqué en Occident. Ajoutées à une nette augmentation des prix de l'énergie, à une demande accrue de biens et à une pénurie croissante de personnel, ces difficultés d'approvisionnement ont entraîné une hausse sensible de l'inflation, tout particulièrement aux États-Unis, mais aussi en Europe. En 2021, l'inflation et, partant, la perspective d'un abandon par les principales banques centrales de leur politique monétaire ultra-expansionniste se dessinaient à nouveau indiscutablement dans le paysage économique et politique.

Le rendement des emprunts de la Confédération à 10 ans a enregistré son plus bas niveau dès les premiers jours ouvrables de 2021 en frôlant les - 0,6 %. Il a ensuite connu une hausse relativement forte jusqu'à atteindre - 0,3 % à la fin du mois de mars, avant de poursuivre sa progression en dents de scie jusqu'en milieu d'année, où il s'est établi à - 0,1 %. Puis, le variant Delta du COVID-19 l'a fait tomber à - 0,4 %. Dès la mi-août, avec la perspective croissante d'une installation plus longue que prévu de l'inflation, en particulier dans les zones monétaires du dollar et de l'euro, et la probabilité accrue de premiers relèvements des taux aux États-Unis, le rendement a continuellement augmenté jusqu'à atteindre au début du mois de novembre son plus haut niveau, situé aux alentours de 0 %. En fin d'année, il s'élevait à - 0,1 %. Le rendement des emprunts de la Confédération à 10 ans a donc évolué en territoire négatif durant tout 2021.

La pandémie persistante de COVID-19 a lourdement grevé les finances fédérales en 2021 également, et a entraîné des besoins de financement importants. L'évolution incertaine de la situation a obligé à adapter le programme d'émission à deux reprises. À cet égard, l'extension des aides pour les cas de rigueur destinées aux entreprises et des indemnités en cas de réduction de l'horaire de travail a pesé d'un poids tout particulier. Par ailleurs, la caisse fédérale a de nouveau enregistré des entrées de trésorerie importantes et inattendues, notamment parce que les demandes de remboursement de l'impôt anticipé ont été repoussées. Le programme d'émission prévoyait finalement une augmentation de la dette sur le marché des capitaux de 4,5 milliards de francs (programme d'émission initial: 2,4 milliards); le volume des créances comptables à court terme (CCCT) devait se maintenir à 13 milliards (initialement: 17 milliards).

L'objectif visé en matière d'émission d'emprunts a été quasiment atteint. Au total, 25 emprunts ont été augmentés lors de onze appels d'offres, et un nouvel emprunt arrivant à échéance en 2035 a été émis en juin. Si l'on ajoute la vente de 21 tranches pour compte propre, la Confédération a levé des fonds à long terme pour un montant nominal de 8 milliards de francs et une durée moyenne de 14 ans. Le rendement moyen était de - 0,2 %. En conséquence, pour la première fois depuis 2007, la dette contractée par la Confédération sur le marché des capitaux s'est creusée pour atteindre un montant nominal de 64,9 milliards de francs (2020: 61,1 milliards). Dans le même temps, on a pu réduire le volume de CCCT à 10,4 milliards de francs, car une partie des dépenses budgétisées en lien avec la pandémie de COVID-19 ne seront réalisées qu'en 2022. L'encours de la dette de la Confédération sur le marché n'a que légèrement augmenté pour s'établir à 75,4 milliards de francs (2020: 74,1 milliards). Le volume de CCCT émises en 2021 s'est élevé au total à quelque 40 milliards de francs, si bien que les dépenses d'intérêts se sont réduites d'une centaine de millions (recettes d'intérêts). À la différence de l'année précédente, l'endettement à long terme est en hausse, tandis que le financement à court terme est en baisse. Les risques de refinancement se sont de nouveau réduits. Par rapport à 2020, les risques de variation des taux d'intérêt ont augmenté d'environ 70 millions de francs pour atteindre plus de 400 millions. La limite fixée à 500 millions a toutefois été respectée.

En raison de la faiblesse durable des taux d'intérêt et du manque de possibilités de placement, les fonds librement disponibles ont, comme les années précédentes, été déposés presque uniquement auprès de la Banque nationale suisse (BNS). Par conséquent, il n'y avait quasiment aucun risque de contrepartie (risque de crédit).

En 2020, la Trésorerie fédérale a acheté à terme l'équivalent de quelque 1,1 milliard de francs en euros et en dollars américains pour l'exercice budgétaire 2021. Cependant, à cause des mesures de lutte contre le COVID-19 (vaccins), les besoins effectifs de devises ont été nettement plus élevés, ce qui a nécessité des achats ultérieurs pour un montant d'environ un demi-milliard de francs. Depuis l'introduction de la couverture du risque de change en 1998, la Trésorerie fédérale a acquis près de 29 milliards de francs en devises étrangères dans le cadre d'opérations budgétaires, soit une moyenne de 1,2 milliard de francs par an. En outre, cinq opérations spéciales libellées en euros et en dollars américains ont été effectuées pour l'équivalent de plus de 0,4 milliard de francs au cours de l'année 2021.

En 2021, le Conseil fédéral a décidé que la Confédération émettra à l'avenir des emprunts fédéraux verts; une base sera créée à cet effet d'ici à la fin de 2022. Le but est de favoriser la compétitivité de la place financière suisse et l'application des normes internationales sur le marché suisse des capitaux. L'Administration fédérale des finances (AFF) contribue ainsi à la transition de la Suisse vers une société à émissions (CO₂) nettes nulles.

87

milliards

de dette sont gérés par la Trésorerie fédérale, dont 75 milliards représentent la dette sur le marché (créances comptables à court terme et emprunts).

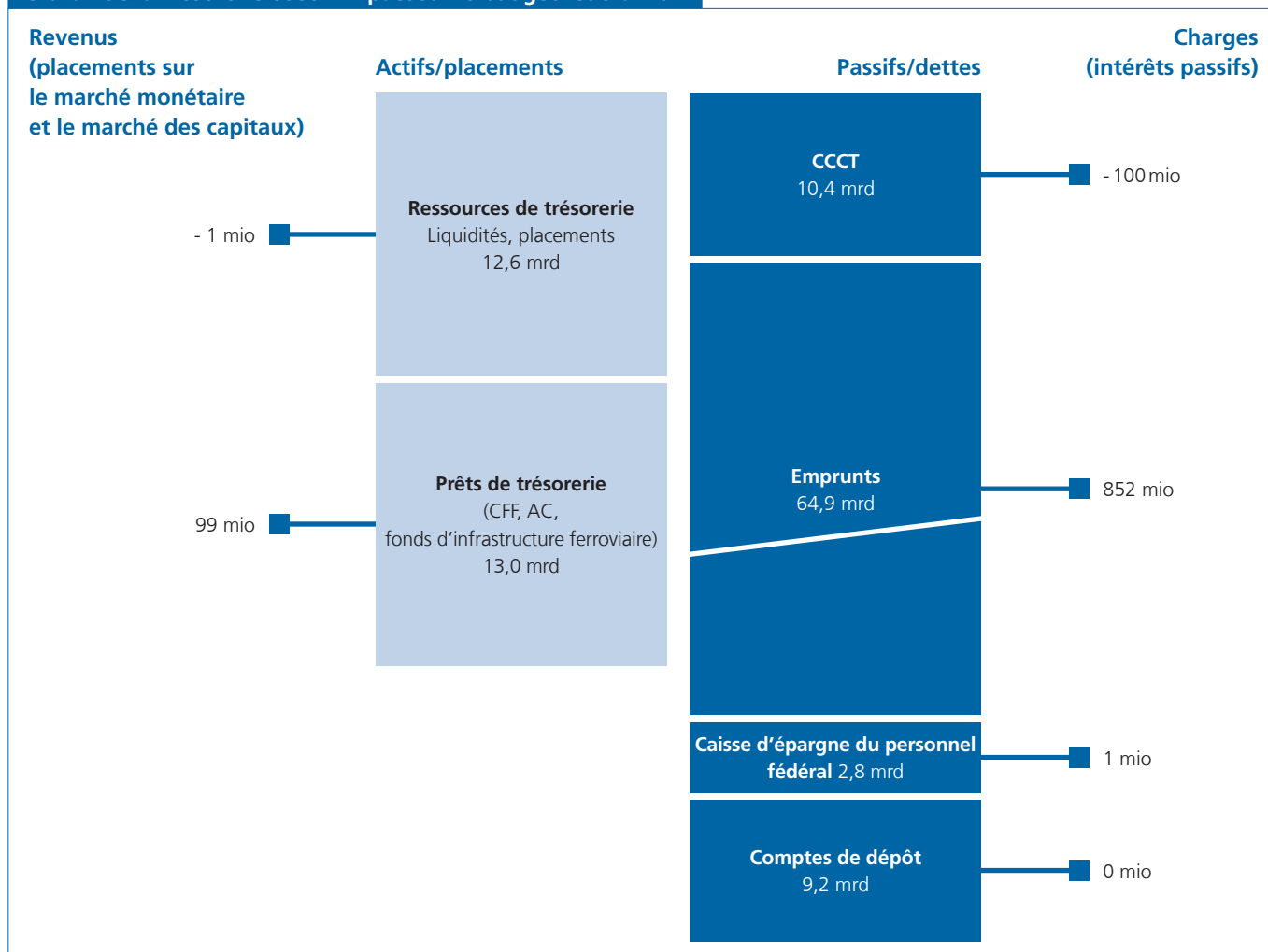
Directives et valeurs cibles

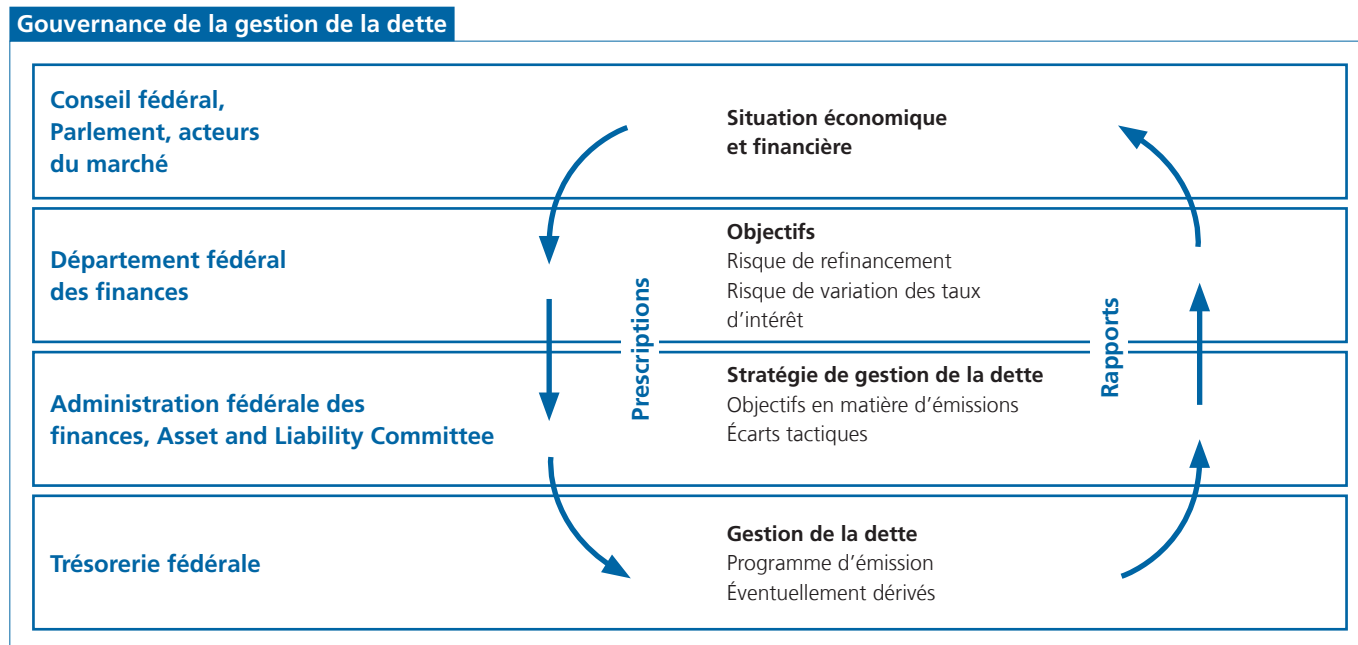
La Trésorerie fédérale, qui est gérée par l'Administration fédérale des finances (AFF), veille à ce que la Confédération soit toujours en mesure d'effectuer ses paiements (art. 60, al. 1, de la loi sur les finances). Il en résulte trois tâches principales pour la Trésorerie fédérale:

- *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 avantageux 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 conforme au marché des placements de liquidités à court terme et assurer la couverture à court terme de défauts de liquidités;
- *gestion des devises*: acquérir et gérer des devises de façon centralisée afin de garantir la sécurité en termes de planification.



Le bilan de la Trésorerie et son impact sur le budget fédéral 2021





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, il s'agit principalement d'assurer la gestion de la dette au moyen des intérêts passifs.

La Trésorerie fédérale a une marge de manœuvre limitée concernant le volume de la dette, 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 financer de nouvelles 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 important indicateur 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 2020	Situation 2021
Risque de refinancement: 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 d'1 an (% maximal)	30	24	19
Dettes sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 5 ans (% maximal)	60	42	38
Dettes sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 10 ans (% maximal)	85	64	60
Risque de variation des taux d'intérêt: 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	343	411

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 calculé 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.

-0,21

pour cent

telle est la rémunération des emprunts émis en 2021. En émettant des emprunts de longue durée, les finances fédérales profitent à long terme des taux bas.

Activités de la Trésorerie en 2021

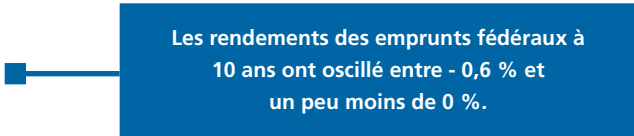
■ Évolution sur le marché suisse des capitaux

Le débat sur les marchés des capitaux est resté dominé en 2021 par la pandémie de COVID-19, ainsi que par les différents variants du virus et leurs effets sur l'économie et sur la société. Dès l'été, il est en outre apparu que les différentes mesures et restrictions en lien avec la pandémie, ainsi que certains événements comme le blocage du canal de Suez, étaient sources de difficultés persistantes d'approvisionnement en produits semi-finis essentiels. Ajoutées à une nette augmentation des prix de l'énergie, à une demande accrue de biens et à une pénurie croissante de personnel, ces difficultés d'approvisionnement ont entraîné une hausse de l'inflation dans beaucoup de pays. Alors que bon nombre de banques centrales et d'intervenants sur les marchés tablaient sur une brève poussée inflationniste, le renchérissement est resté une préoccupation centrale au-delà de 2021.

L'évolution de la pandémie et les perspectives d'inflation ont rendu fluctuantes les prévisions conjoncturelles. Résultat, les marchés des capitaux se sont avérés très volatiles, comme en témoigne par exemple le rendement de l'emprunt de référence à 10 ans de la Confédération: celui-ci a oscillé dans une fourchette relativement large allant de - 0,6 % à un peu moins de 0 %. Il en a été plus ou moins de même pour les emprunts d'État aux États-Unis et dans la zone euro. Dès le deuxième semestre 2021 cependant, la situation est devenue de plus en plus contrastée entre les zones monétaires, principalement en raison de l'attitude différente des banques centrales face aux perspectives d'inflation. À la fin de 2021 déjà, certaines des principales banques centrales, dont la Fed, ont annoncé des relèvements de taux et des réductions de bilan pour 2022. En revanche, dans la zone euro, au Japon et en Suisse, les hausses de taux directeurs devraient intervenir au-delà encore de cette échéance.

Tandis que les rendements ont considérablement fluctué, les primes de risque (spread to swap) n'ont que peu varié sur le marché suisse des capitaux en 2021 et ont baissé pour l'ensemble des secteurs et catégories de notation. Après avoir encore subi d'importantes turbulences au début de la pandémie, le marché des capitaux connaît un retour à la normale. Comme l'année précédente, l'ensemble des émetteurs y ont toujours eu accès. La capacité d'absorption du marché des capitaux est demeurée bonne, et les nouvelles émissions ont suscité une forte demande. En définitive, ce contexte positif a favorisé l'activité sur le marché primaire. En 2021, près de trois quarts des émissions ont été réalisées sur le segment domestique et un quart sur le segment étranger.

Grâce à une activité d'émission accrue de la part de la Confédération et à un segment étranger plus fort, le volume d'émission sur le marché suisse des capitaux s'est situé globalement à la hausse par rapport à l'année précédente et, en s'établissant à quelque 66 milliards de francs, il était aussi nettement plus élevé que lors

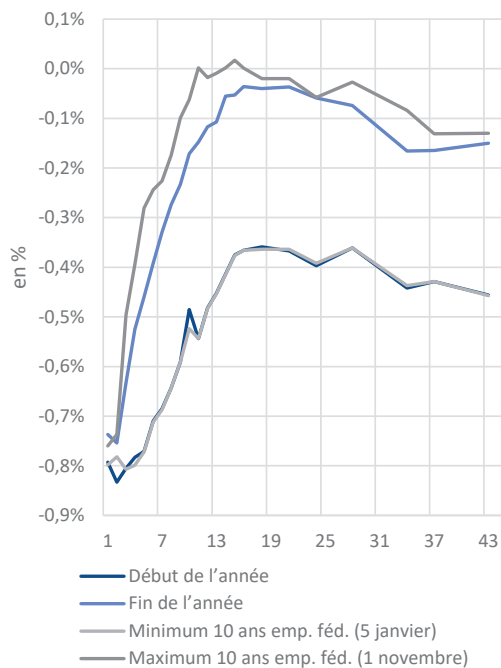


Les rendements des emprunts fédéraux à 10 ans ont oscillé entre - 0,6 % et un peu moins de 0 %.

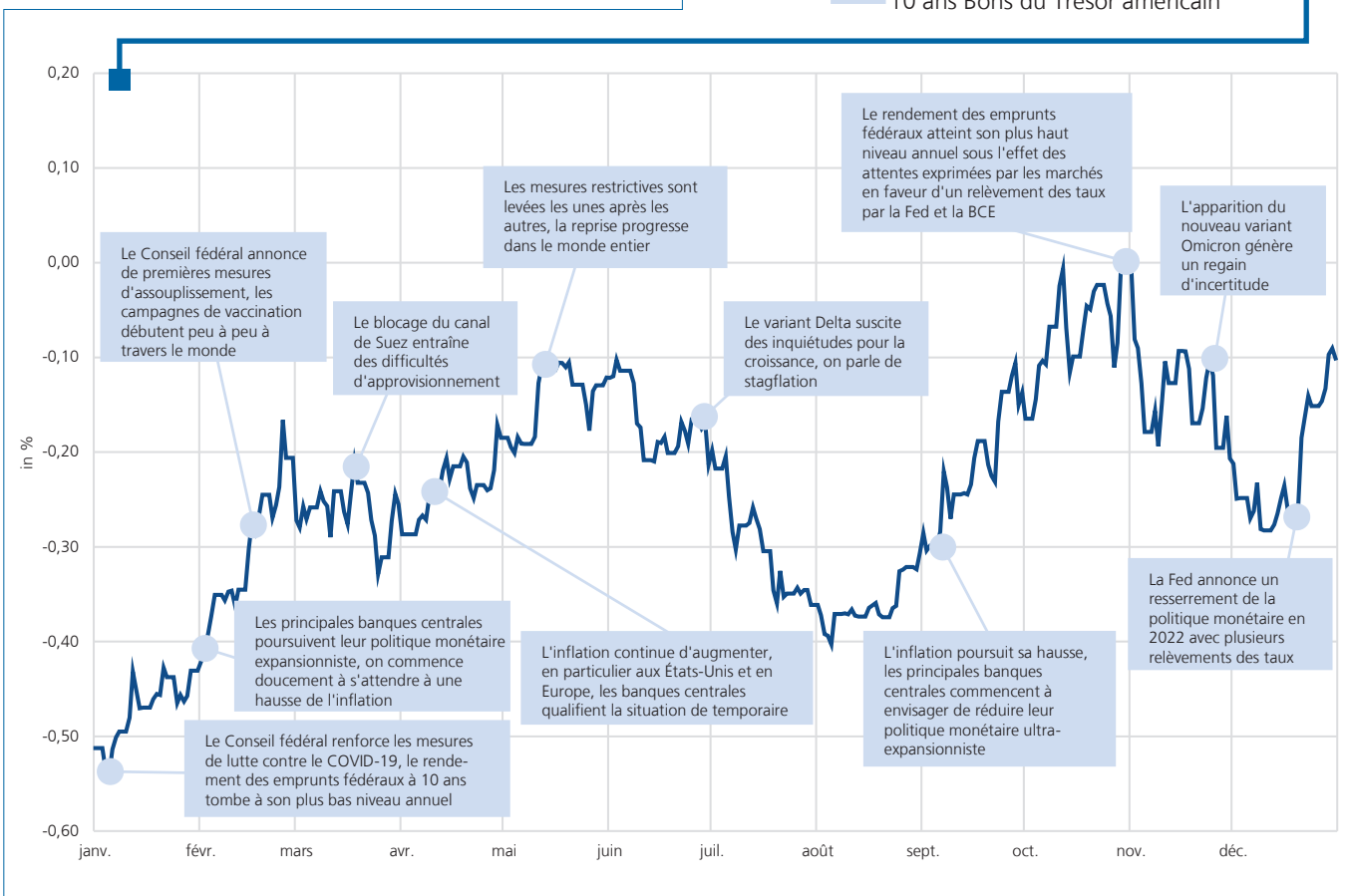
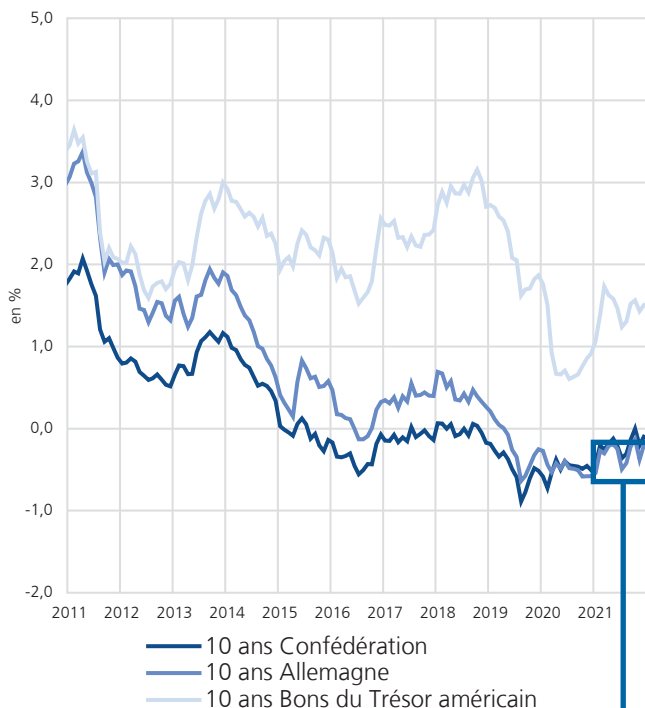
des années antérieures à la pandémie. L'activité d'émission sur le segment domestique (entreprises, cantons et villes; la Confédération et le secteur financier sont exclus) a par contre sensiblement baissé en comparaison avec 2020. Cette année-là, bon nombre d'émetteurs avaient profité de conditions de financement favorables et renforcé leurs positions de liquidités, ce qui avait rendu inutile leur présence sur le marché des capitaux en 2021.

L'intensité de l'activité d'émission a fait que le volume d'emprunts en circulation sur le marché suisse des capitaux a poursuivi sa hausse en 2021. À la fin du mois de décembre, il s'établissait à 557,3 milliards de francs, en progression de 3,7 % par rapport à 2020, donc tout près du record de mai 2011 (558 milliards). Comme lors des années précédentes, le segment domestique a connu une forte hausse (423,6 milliards; + 4,6 %). Le segment étranger a lui aussi enregistré une hausse, quoique légère (+ 0,8 %), pour la première fois depuis plus d'une décennie, après avoir été constamment à la baisse. On doit cette inversion de tendance principalement aux établissements financiers étrangers, qui ont de nouveau davantage refinancé leurs engagements en francs. Dans le segment domestique, les plus grands émetteurs restent les deux établissements d'émission de lettres de gage. L'an dernier, ceux-ci ont pu consolider encore leur place de leader avec des émissions nettes de quelque 9 milliards. Ils représentent aujourd'hui près de 36 % du volume des dettes contractées dans le segment domestique. La part de la Confédération dans ce segment (17 % environ) est restée pratiquement inchangée par rapport à l'année précédente.

Taux des emprunts fédéraux (durée résid. et rendement)

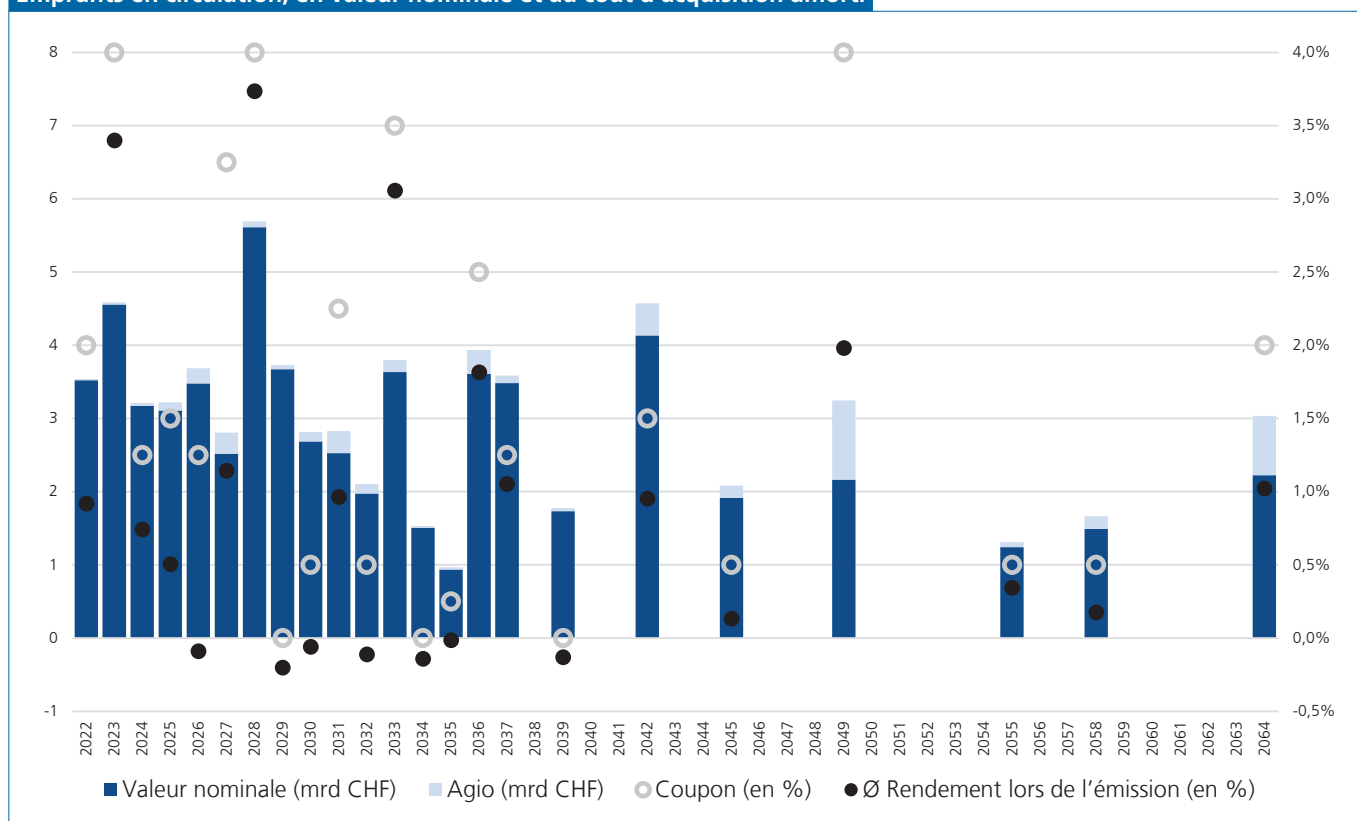


Évolution des taux des emprunts d'État

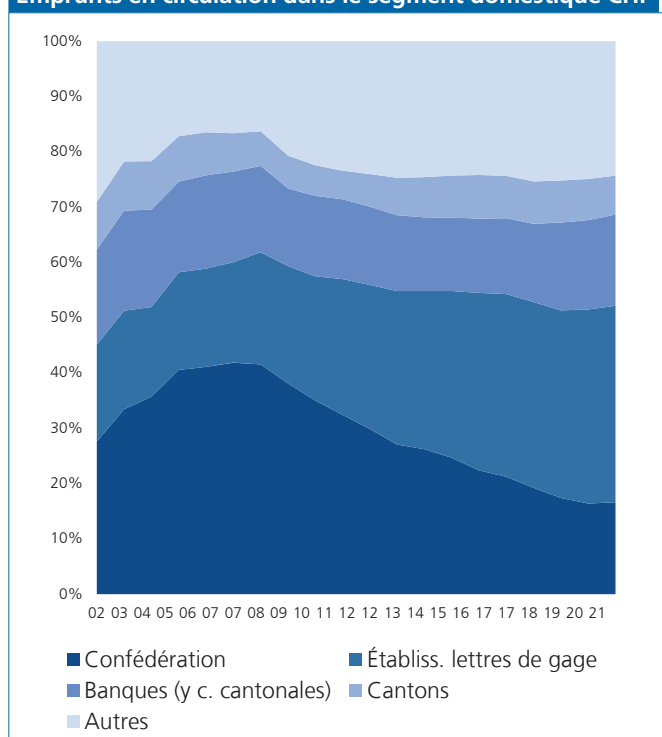


Données: Bloomberg

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

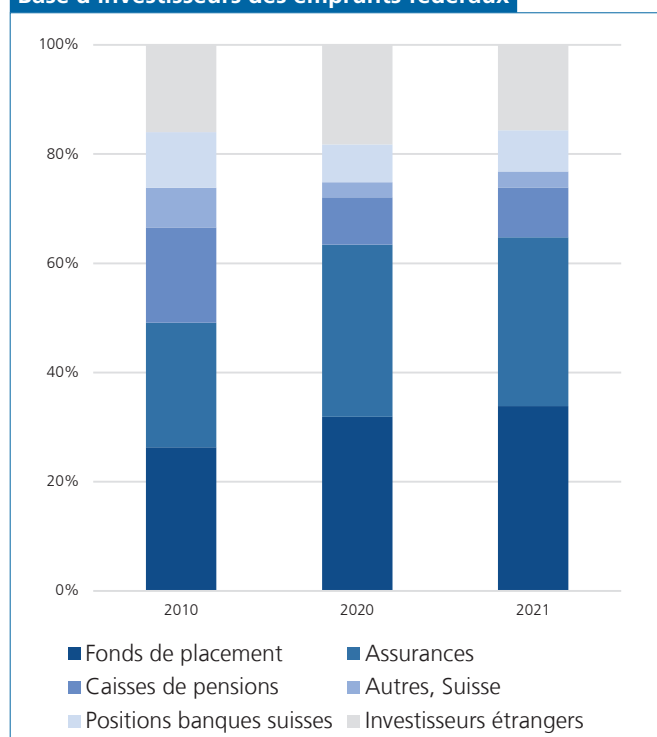


Emprunts en circulation dans le segment domestique CHF



Données: SIX

Base d'investisseurs des emprunts fédéraux



Données: BNS, calculs de l'administration

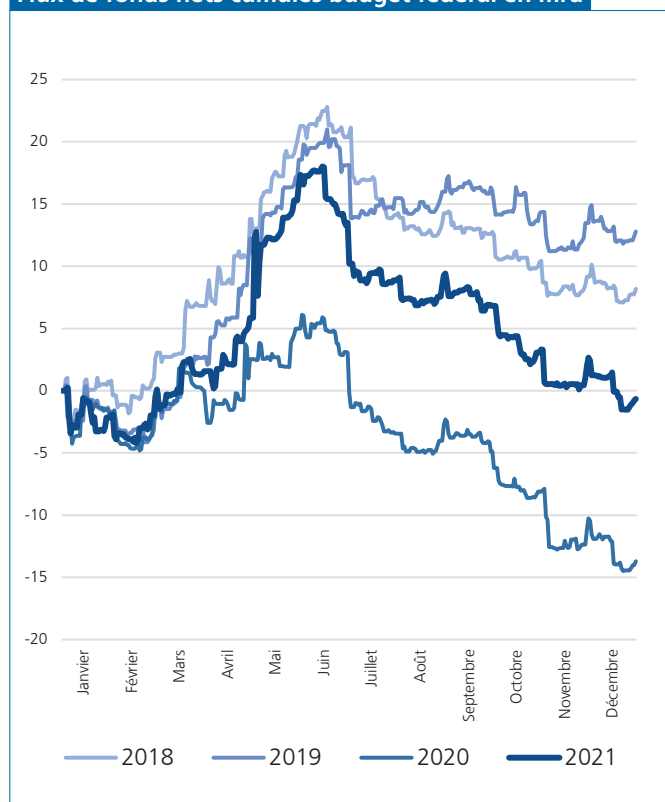
Besoins de financement et évolution des liquidités

En 2021, deux facteurs ont continué d'exercer une influence particulièrement forte sur les besoins de financement et l'évolution des liquidités de la Trésorerie fédérale. D'une part, le régime des taux d'intérêt négatifs qui prévaut depuis plus de sept ans a permis à la Trésorerie fédérale d'enregistrer continuellement des entrées élevées de fonds; celles-ci résultent notamment du report des demandes de remboursement de l'impôt anticipé, qui permettent à certains acteurs de réduire au minimum la charge des taux d'intérêt négatifs. D'autre part, des dépenses importantes ont été engagées pour atténuer les effets de la pandémie de COVID-19.

La Confédération a commencé l'année 2021 avec un volant de liquidités de 13,7 milliards de francs. Le programme d'émission pour 2021 publié fin 2020 prévoyait une hausse nette de la dette sur le marché des capitaux de 2,4 milliards, une croissance du volume de CCCT de 4 milliards et une réduction des liquidités de 3 milliards. Les mesures sanitaires ordonnées fin 2020 ont

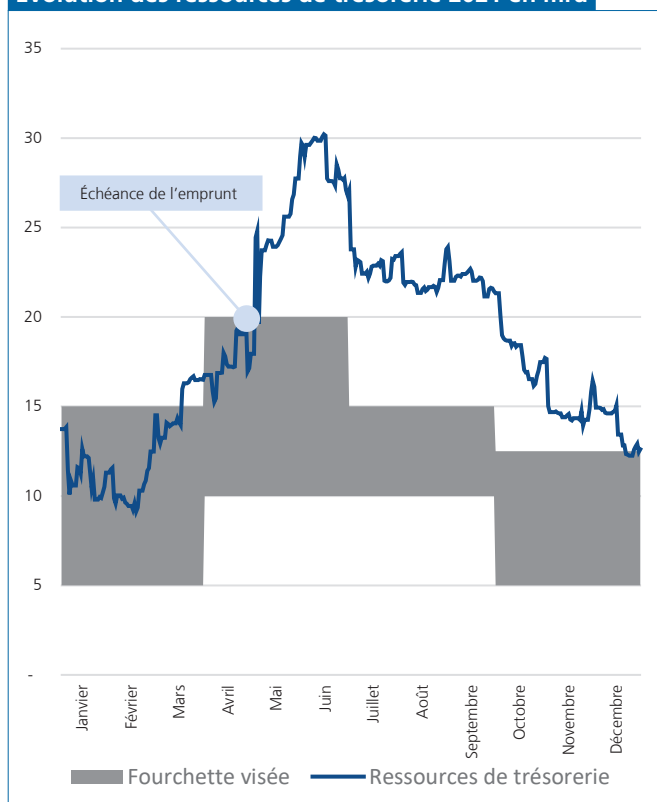
contraint à prendre début 2021 des dispositions supplémentaires pour en contrer les effets négatifs sur l'économie et sur la société. À cet égard, l'augmentation à 8,2 milliards du montant alloué par la Confédération aux mesures pour les cas de rigueur et l'extension des indemnités en cas de réduction de l'horaire de travail pour un coût de 6 milliards ont pesé d'un poids particulier. En mars 2021, il a donc fallu revoir le programme d'émission. Celui-ci prévoyait dorénavant d'accroître la dette sur le marché des capitaux en termes nets de 6 milliards et de couvrir les besoins de financement restants selon l'évolution effective des liquidités en augmentant l'encours des CCCT. Les flux financiers et la première extrapolation établie pour 2021 ont toutefois montré que, durant la deuxième année de pandémie non plus, les dépenses liées au COVID-19 qui avaient été autorisées ne seraient pas entièrement utilisées. Il en a résulté une nouvelle révision du programme d'émission à la fin du mois de septembre 2021, qui comprenait une augmentation nette de la dette sur le marché des capitaux de 4,5 milliards, mais aucune hausse du volume de CCCT.

Flux de fonds nets cumulés budget fédéral en mrd



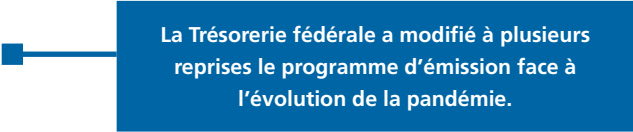
Calcul: variation journalière du compte de virement auprès de la BNS moins opérations de financement

Évolution des ressources de trésorerie 2021 en mrd



Au fil de l'année, l'évolution positive des liquidités est devenue de plus en plus évidente: en automne 2021, l'extrapolation estimait que sur les plus de 24,7 milliards de dépenses liées à la pandémie de COVID-19 qui avaient été autorisées pour 2021, seuls 16,7 milliards seraient utilisés. Par ailleurs, grâce à des entrées ordinaires bien meilleures que prévu, les flux de fonds nets (moins opérations de financement) n'ont été que légèrement négatifs, alors que l'année précédente, la Trésorerie fédérale avait encore enregistré des sorties de 13,7 milliards. En conséquence, le volume de CCCT a pu être réduit de 13 milliards à 10,4 milliards, et l'objectif d'augmentation de la dette sur le marché des capitaux qui avait été communiqué en septembre a presque été atteint.

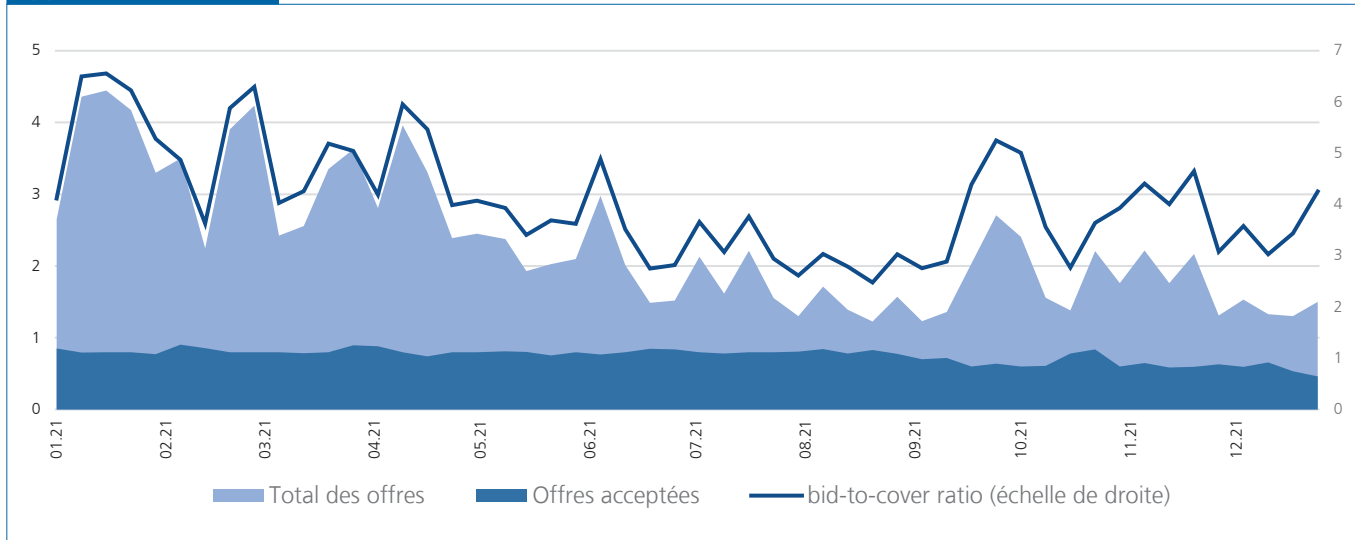
En 2021, l'émission d'emprunts et le programme de CCCT se sont révélés une nouvelle fois des instruments flexibles essentiels en matière de gestion des liquidités, dont les investisseurs ont souligné la capacité d'absorption.



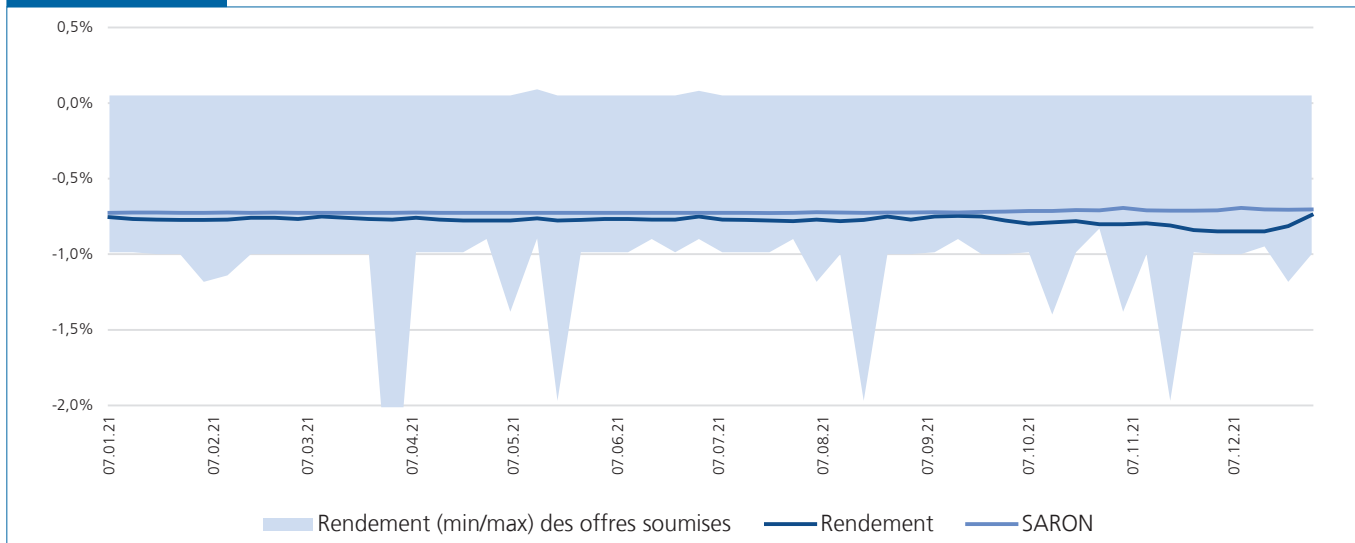
La Trésorerie fédérale a modifié à plusieurs reprises le programme d'émission face à l'évolution de la pandémie.

Créances comptables à court terme

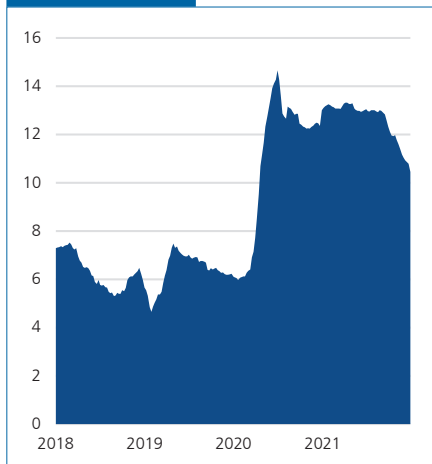
Appels d'offres en mrd



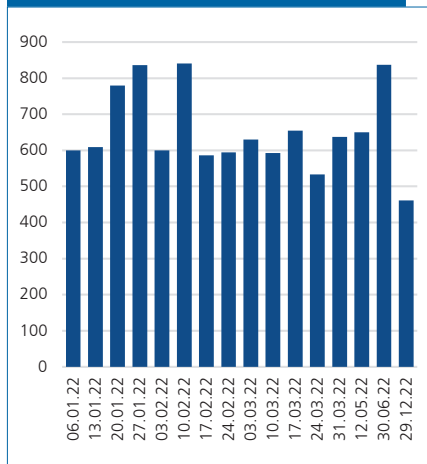
Rendements en %



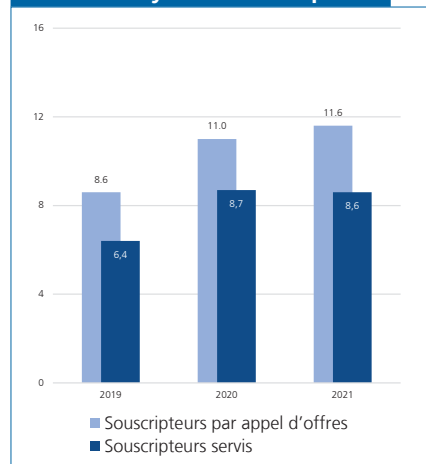
Encours en mrd



Profil d'échéances fin 2021 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) sont bien adaptées à la gestion des liquidités à court terme de la Confédération. Il s'ensuit que, face à la forte variabilité des besoins de financement, les CCCT ont continué de susciter l'attention de la Trésorerie fédérale. Au début de 2021, leur volume en circulation s'élevait à 13 milliards; l'objectif était de l'accroître de 4 milliards au cours de l'année. En mars déjà, la Trésorerie fédérale annonçait que le programme d'émission était revu à la hausse et qu'il prévoyait désormais notamment une augmentation du volume de CCCT en fonction des dépenses effectives liées à la pandémie de COVID-19. L'évolution des liquidités a toutefois montré tôt dans l'année que cette augmentation ne serait pas nécessaire, ou alors seulement dans une mesure limitée. La Trésorerie fédérale a donc maintenu l'encours de CCCT aux alentours de 13 milliards et a entrepris en septembre de réduire le programme d'émission. Le montant moyen des fonds levés par semaine a été réduit de 800 millions à 600 millions. À la fin de l'année, le volume de CCCT avait ainsi pu être ramené à 10,4 milliards.

Le volume des offres a fortement diminué au fil de l'année: alors qu'au premier trimestre la valeur des souscriptions par appel d'offres s'élevait encore en moyenne à 4,2 milliards de francs, elle n'était plus que de 3,4 milliards au deuxième trimestre et de 2,4 milliards au deuxième semestre. Cette baisse s'explique peut-être par le fait que les investisseurs auront anticipé la diminution des besoins de la Trésorerie fédérale, que la plupart des rendements sont inférieurs au taux directeur de la BNS, et que les investisseurs sont de plus en plus confiants. Il résulte de cette confiance accrue un besoin réduit de placements extrêmement sûrs et, partant, une demande moindre de CCCT de la Confédération.

Le rendement des CCCT émises s'est élevé en moyenne à - 0,78 %. Il n'y a eu que sept appels d'offres où ce rendement a été égal ou légèrement supérieur au taux directeur de la BNS. On a pu observer une évolution intéressante de l'écart avec le rendement SARON. Alors qu'il était en moyenne de - 0,04 % à la fin du mois de septembre, il a ensuite augmenté jusqu'à atteindre - 0,16 %. Au quatrième trimestre, il s'élevait en moyenne à - 0,10 %. Cela s'explique sans doute notamment par le fait qu'en étant clairement défavorable dès le mois d'octobre, le cours dollar américain-franc a attiré les investisseurs en dollars américains sur le marché des CCCT, ce qui a entraîné une hausse des prix et une baisse des rendements. Au total, des recettes d'intérêts de quelque 99,5 millions de francs ont été générées en 2021.

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 %. Actuellement, les CCCT sont toutefois émises à un prix supérieur à 100 % de la valeur nominale, c'est-à-dire avec un supplément sur les titres à intérêts précomptés, ce qui correspond à une rémunération négative du capital.

L'émission régulière de ces papiers monétaires est une source de refinancement importante pour la Confédération. Un marché 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.

Le volume des offres a oscillé entre 1,2 et 4,4 milliards.

Marché des pensions de titres

Dans le cadre de sa gestion des liquidités, la Trésorerie fédérale peut aussi emprunter des fonds sur le marché monétaire ou y placer les ressources excédentaires. Cependant, elle n'a pas fait usage de cette possibilité depuis la crise financière mondiale de 2009. En outre, les activités d'investissement et de financement à court terme se sont généralement déplacées vers le marché monétaire gagé, le marché dit des pensions de titres. Depuis le début de 2019, la Trésorerie fédérale est un participant officiel du marché suisse des pensions de titres (REPO). Cette participation est particulièrement importante dans la perspective d'une normalisation du contexte des taux d'intérêt car, à ce moment-là, la Confédération devra elle aussi participer au marché monétaire gagé pour réduire au minimum les risques de contrepartie et de refinancement, optimiser la gestion des liquidités et assurer en permanence sa solvabilité.

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 conclue. 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 a également 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. La Trésorerie fédérale participe au marché des pensions de titres depuis le début de l'année 2019.

■ Levées de fonds sur le marché des capitaux

Le calendrier d'émission pour l'année 2021 publié au début du mois de décembre 2020 prévoyait de lever des fonds pour un montant nominal de 6,5 milliards de francs lors de onze appels d'offres et par la vente de tranches pour propre usage en fonction de la situation. Après déduction de l'emprunt de 4,1 milliards de francs arrivant à échéance en 2021, cela correspondait à une augmentation du volume des emprunts en circulation de 2,4 milliards. Comme en 2020 toutefois, les effets de la pandémie de COVID-19 ont obligé à revoir l'objectif en matière d'émissions. En vue d'assurer le financement des décisions du Conseil fédéral et du Parlement, à la fin du mois de mars, la Trésorerie fédérale a porté le volume d'émission à 10 milliards de francs en valeur nominale, en soulignant toutefois que l'incertitude demeurerait grande autour de la pandémie et, partant, de l'évolution des recettes et dépenses de la Confédération. Au sortir de l'été, il s'est finalement avéré que les besoins effectifs de financement seraient inférieurs à ce qui avait été prévu au printemps. Cela a permis d'abaisser à 8 milliards de francs l'objectif en matière d'émission. Celui-ci a été quasiment atteint, la Trésorerie fédérale a levé au total 7,9 milliards de francs au moyen d'appels d'offres et de la vente de tranches pour propre usage. À la fin de 2021, le volume d'emprunts fédéraux en circulation (hors volume résiduel des tranches pour propre usage) représentait 64,9 milliards de francs.

À la différence de 2020, où l'on avait financé les besoins de financement supplémentaires en réduisant les liquidités et en renforçant le programme de CCCT, le volume des emprunts en circulation était en hausse en 2021 (+ 3,8 milliards de francs); cela faisait plus d'une décennie que la dette à long terme sur le marché ne s'était pas accrue. Comme les taux d'intérêt sont restés très bas, il a de nouveau été possible d'atteindre un rendement moyen négatif (- 0,21 %) pour l'ensemble des appels d'offres et tranches pour propre usage. La durée résiduelle moyenne de ces émissions était de 13,7 ans (2020: - 0,40 %, 14,3 ans).

Revue des appels d'offres réalisés

En 2021, 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 relativement élevé, trois emprunts ont été émis simultanément à cinq dates. La dernière émission triple remontait à début 2014. Deux emprunts ont été émis à cinq autres dates, et seulement un en décembre. Un nouvel emprunt arrivant à échéance en 2035 a également été émis en juin.

Un rendement moyen négatif a pu être atteint malgré le doublement du volume d'émission.

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 assurances). 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.

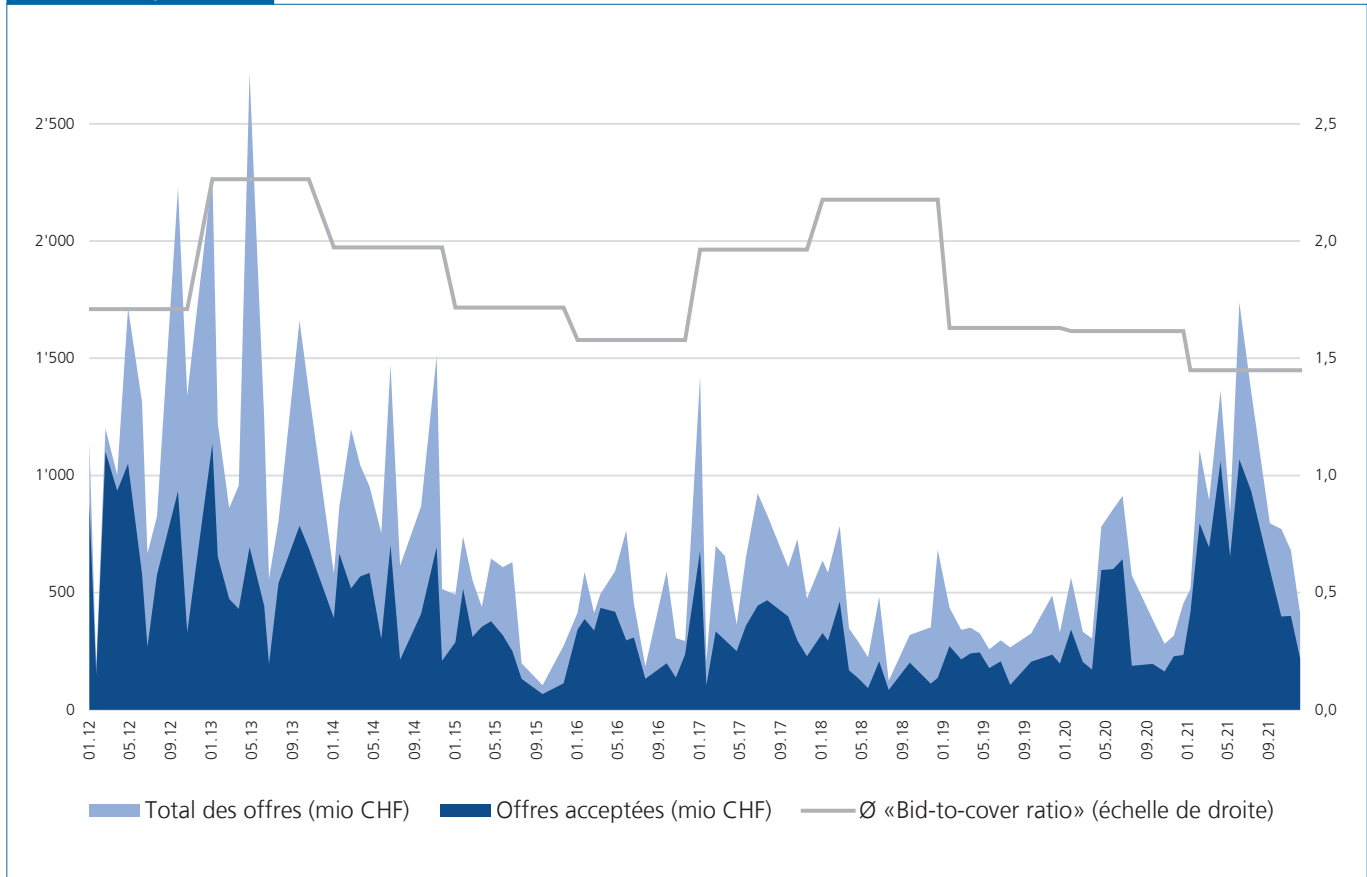
Les emprunts fédéraux sont cotés à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange. La Confédération détient un certain volume limité de titres (non libérés lors de la première

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 pour propre usage 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 propre usage disponibles.

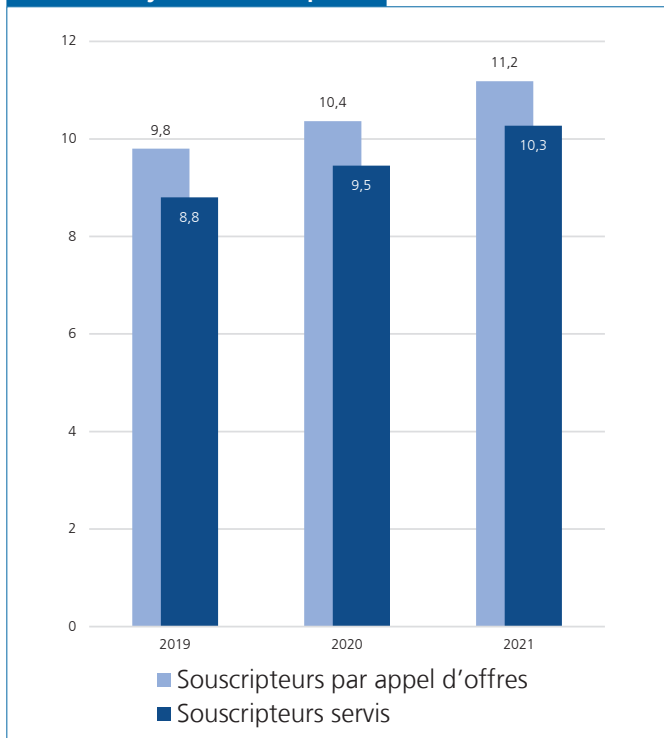
Les emprunts fédéraux comprennent une clause de réouverture. Pour améliorer la liquidité sur le marché secondaire, il est donc possible d'augmenter un emprunt par le biais de plusieurs appels d'offres ultérieurs. Les durées résiduelles et les rendements des obligations en cours de la Confédération tracent la courbe des taux d'intérêt des emprunts souverains. 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.

Évolution du marché primaire des emprunts fédéraux

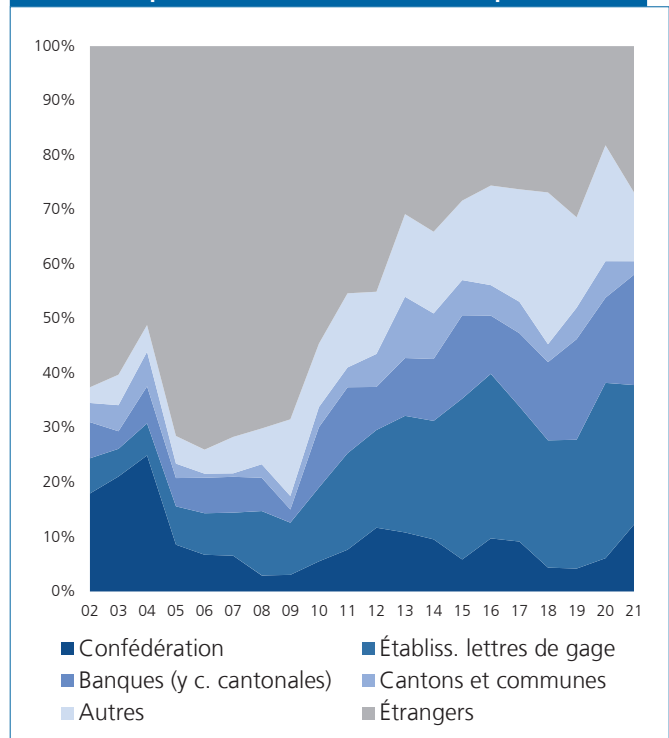
Offres et adjudication



Nombre moyen de souscripteurs



Part des emprunts fédéraux sur le marché primaire CHF



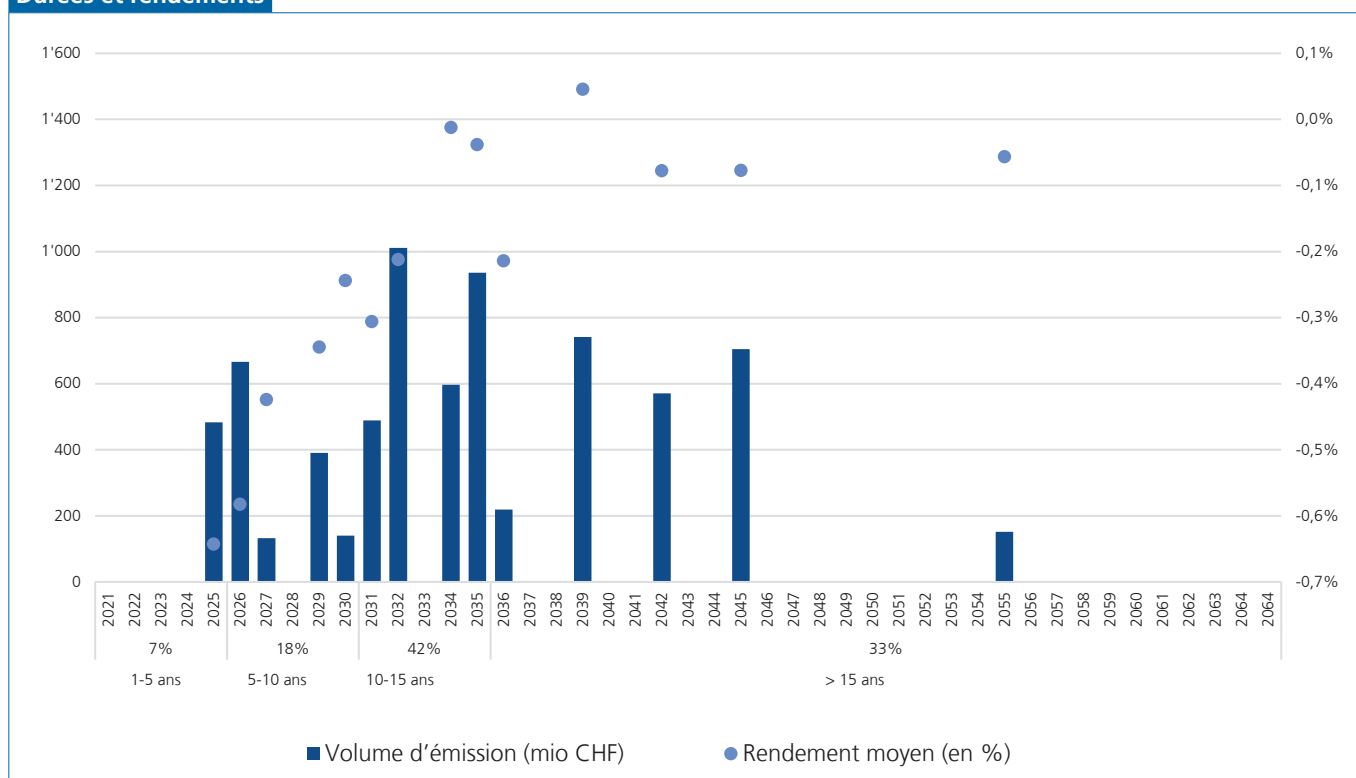
Données: BNS

Appels d'offres d'emprunts 2021

Résultats des appels d'offres

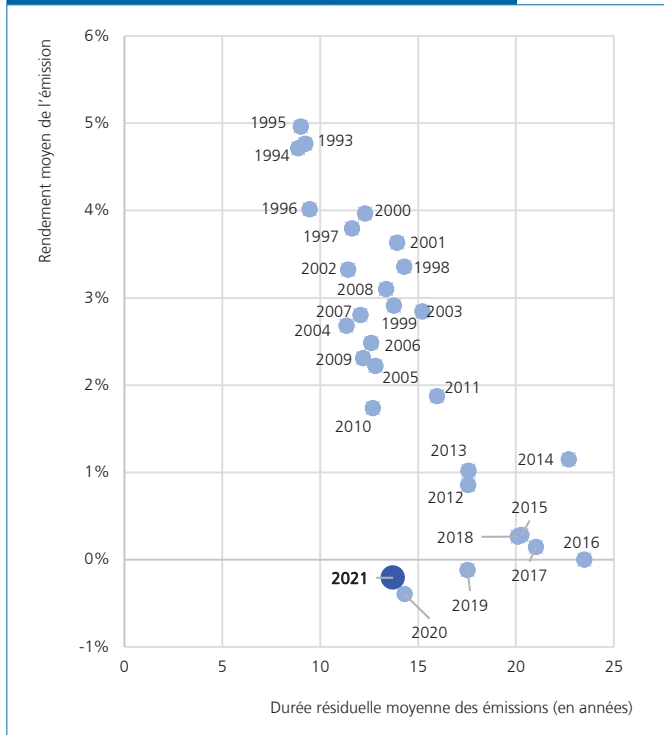
Appel d'offres	Émission	Coupon	Échéance	Volume d'émission (mio CHF)	Total en cours (mio CHF)	Rendement	Spread to swap
13.01.2021	Conf. 27.06.18/32	0,500 %	27.06.2032	237,3	1202,0	-0,397 %	-14,4
13.01.2021	Conf. 28.06.17/45	0,500 %	28.06.2045	175,9	1386,6	-0,235 %	-13,4
10.02.2021	Conf. 22.06.11/31	2,250 %	22.06.2031	225,7	2263,2	-0,330 %	-13,6
10.02.2021	Conf. 30.04.12/42	1,500 %	30.04.2042	570,4	4136,0	-0,077 %	-17,9
10.03.2021	Conf. 28.05.14/26	1,250 %	28.05.2026	146,4	2733,8	-0,535 %	-6,2
10.03.2021	Conf. 27.06.18/32	0,500 %	27.06.2032	255,6	1457,5	-0,168 %	-14,9
10.03.2021	Conf. 24.07.19/39	0,000 %	24.07.2039	290,1	1284,9	-0,027 %	-21,7
14.04.2021	Conf. 22.06.16/29	0,000 %	22.06.2029	390,7	3673,9	-0,344 %	-18,2
14.04.2021	Conf. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	362,8	1240,1	-0,076 %	-20,9
14.04.2021	Conf. 28.06.17/45	0,500 %	28.06.2045	306,6	1693,2	0,005 %	-30,0
12.05.2021	Conf. 27.06.07/27	3,250 %	27.06.2027	132,7	2520,0	-0,424 %	-9,8
12.05.2021	Conf. 27.06.18/32	0,500 %	27.06.2032	234,8	1692,3	-0,092 %	-16,6
12.05.2021	Conf. 24.07.19/39	0,000 %	24.07.2039	285,9	1570,7	0,100 %	-19,7
09.06.2021	Conf. 24.07.13/25	1,500 %	24.07.2025	392,4	3019,7	-0,631 %	-7,3
09.06.2021	Conf. 23.06.21/35	0,250 %	23.06.2035	675,9	675,9	0,018 %	-9,9
14.07.2021	Conf. 28.05.14/26	1,250 %	28.05.2026	519,7	3478,5	-0,629 %	-12,7
14.07.2021	Conf. 22.06.11/31	2,250 %	22.06.2031	263,0	2526,2	-0,281 %	-14,6
14.07.2021	Conf. 24.05.17/55	0,500 %	24.05.2055	152,0	1243,5	-0,056 %	-18,9
08.09.2021	Conf. 24.07.13/25	1,500 %	24.07.2025	90,9	3110,6	-0,653 %	-7,4
08.09.2021	Conf. 27.06.18/32	0,500 %	27.06.2032	283,5	1975,8	-0,189 %	-10,8
08.09.2021	Conf. 28.06.17/45	0,500 %	28.06.2045	222,6	1915,7	-0,001 %	-16,0
13.10.2021	Conf. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	233,6	1503,7	0,052 %	-21,4
13.10.2021	Conf. 24.07.19/39	0,000 %	24.07.2039	165,0	1735,7	0,065 %	-28,3
10.11.2021	Conf. 27.05.15/30	0,500 %	27.05.2030	140,6	2687,3	-0,244 %	-19,7
10.11.2021	Conf. 23.06.21/35	0,250 %	23.06.2035	259,7	935,6	-0,094 %	-22,7
08.12.2021	Conf. 08.03.06/36	2,500 %	08.03.2036	219,1	3607,1	-0,214 %	-23,4
Total				7232,3		-0,198 %	-16,4

Durées et rendements

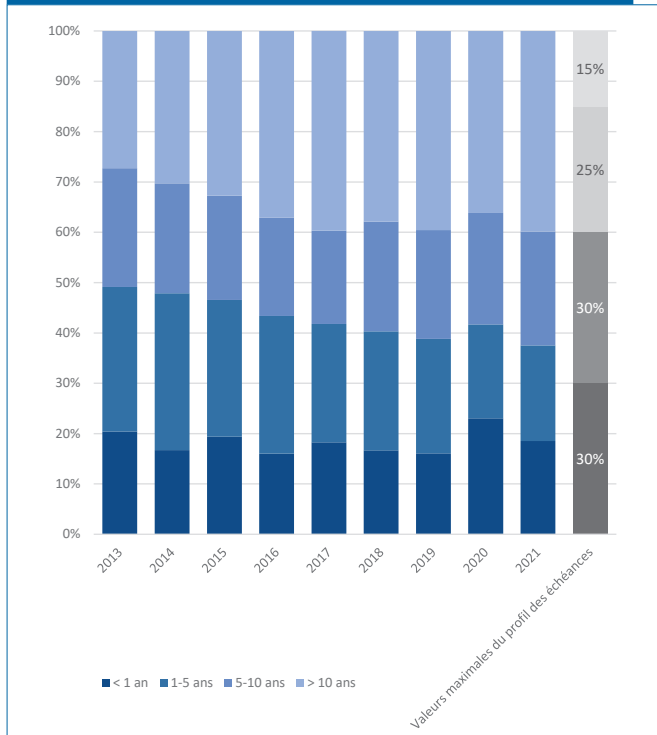


Durée totale et durée résiduelle

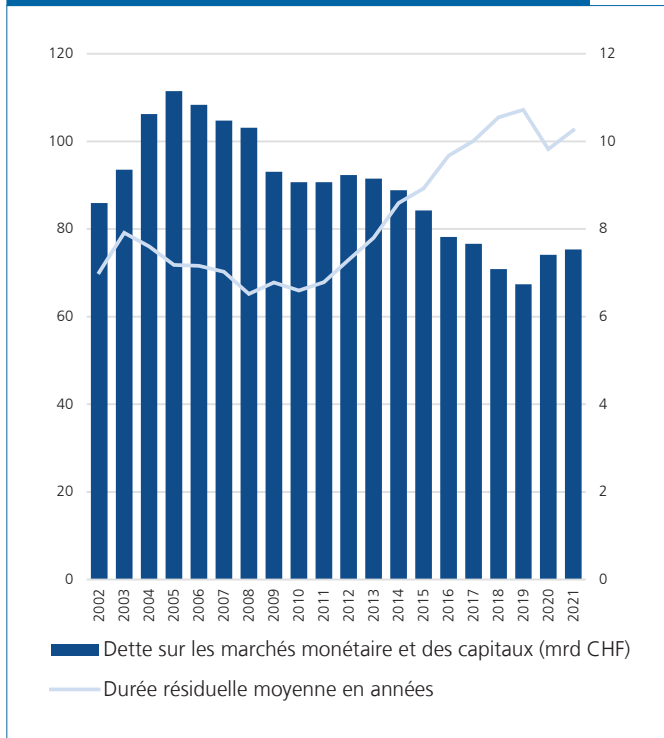
Durée et rendement des emprunts fédéraux



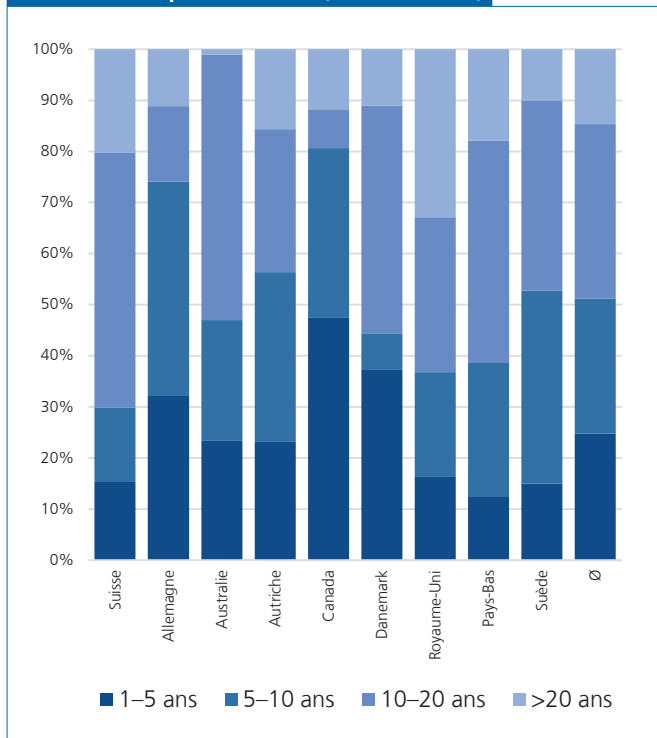
Profil des échéances de la dette fédérale sur le marché



Durée résiduelle de la dette fédérale sur le marché

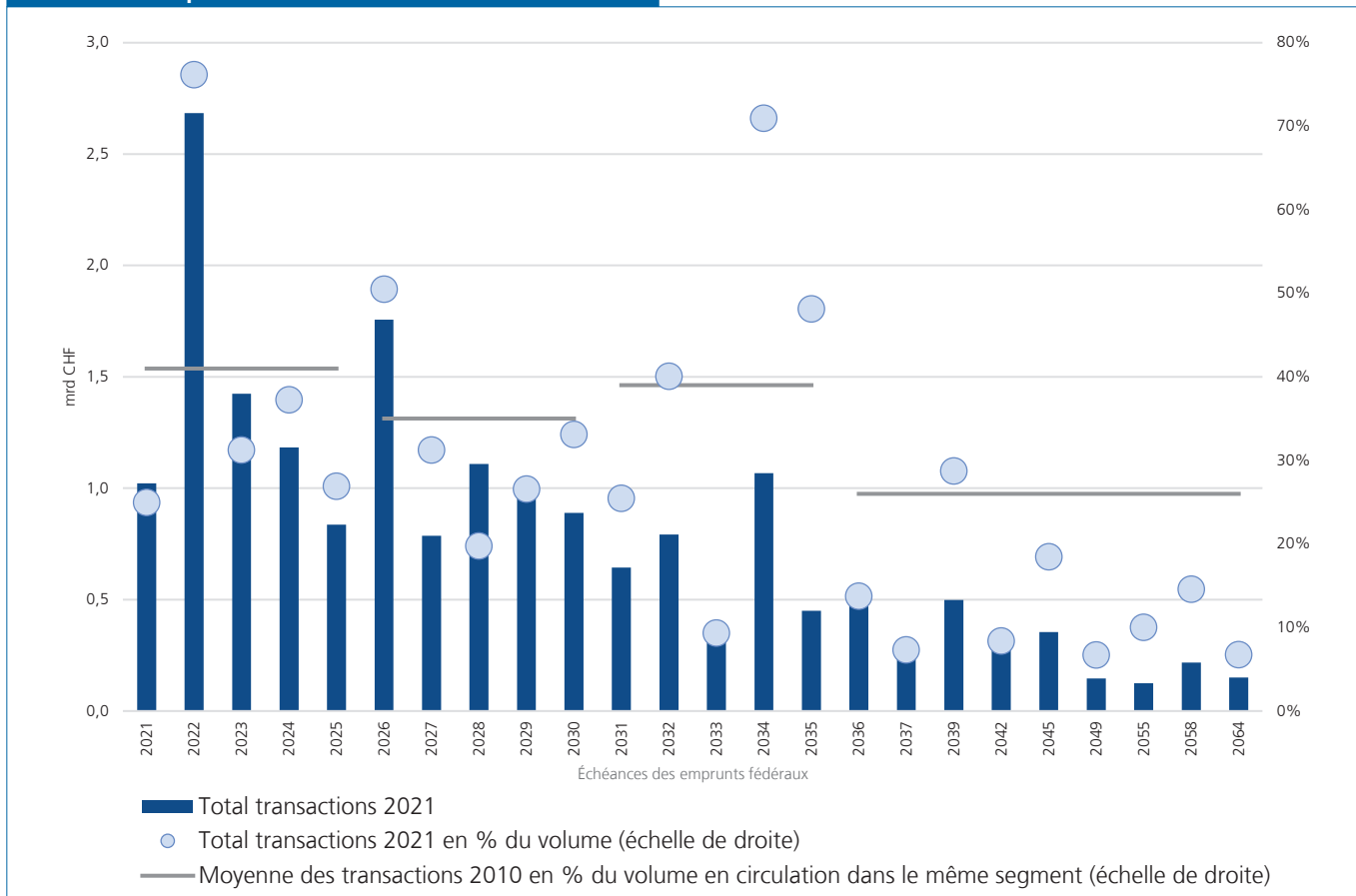


Durée des emprunts d'État (émis en 2021)

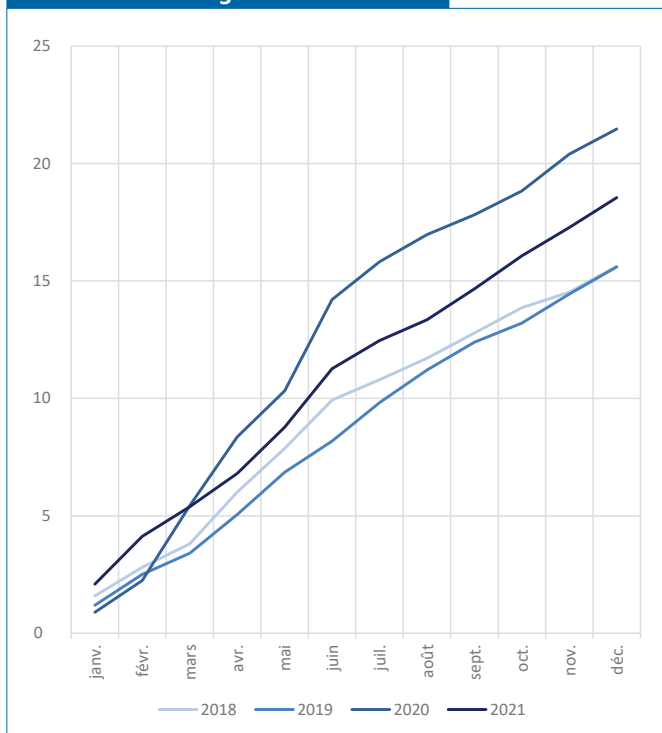


Évolution du marché secondaire des emprunts fédéraux

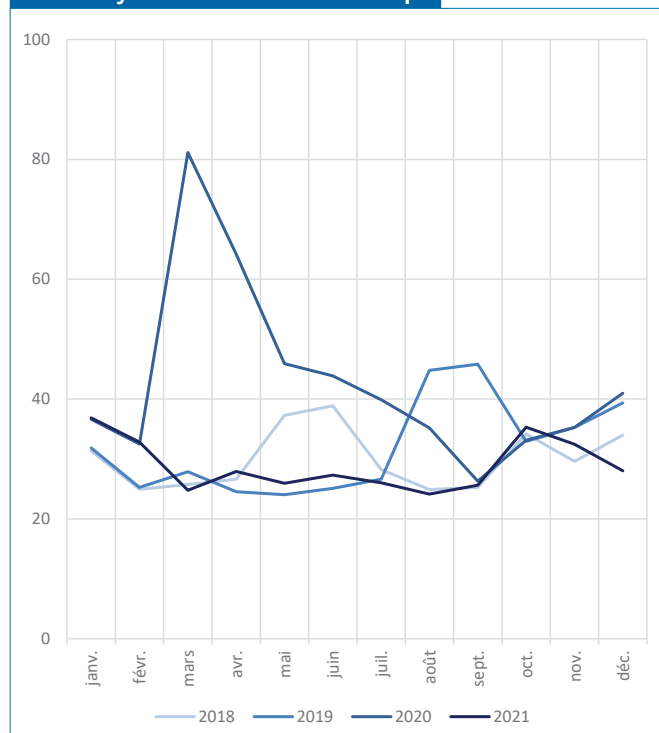
Volume des emprunts fédéraux sur le marché secondaire



Volume des échanges cumulés en mrd



Écart moyen acheteur-vendeur en pb



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 4 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 soient avérés, des tranches pour propre usage peuvent en tout temps être acquises 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.

L'échéance des emprunts émis durant l'année 2021 selon le système des appels d'offres se situe entre les années 2025 et 2055. À l'exception du court terme et du très long terme, tous les segments de maturité ont ainsi été couverts. Les emprunts proposés étaient répartis plutôt également sur les segments de maturité 5 à 10 ans, 11 à 15 ans et plus de 15 ans, avec le plus gros du volume concentré sur le segment 11 à 15 ans. 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 13,4 ans, une durée qui, comme en 2020 (13,9 ans), est nettement inférieure à celle des années antérieures à la pandémie. En raison de la faiblesse persistante des taux d'intérêt et de l'inversion partielle de la courbe des taux (les emprunts avec une échéance à 30 ans et plus offraient pour la plupart un rendement plus faible que les emprunts à une vingtaine d'années), les emprunts fédéraux de très longue durée n'ont suscité qu'une demande sporadique.

Dans le cadre des appels d'offres, la Trésorerie fédérale a émis des emprunts pour un montant nominal de 7,2 milliards de francs (2020: 3,8 milliards). En 2021, le rendement moyen pondéré par le volume des emprunts proposés s'est établi à - 0,2 %, donc au-dessus du niveau le plus bas enregistré en 2020 (- 0,38 %). De fait, un rendement moyen négatif a pu être atteint pour la troisième année d'affilée. Le montant des primes (agios) encaissées dans le cadre des appels d'offres s'élève à près de 800 millions (2020: 0,3 milliard). Malgré la hausse légère des taux d'intérêt sur le marché des capitaux, ce montant est supérieur à celui de l'année précédente, car davantage d'emprunts ont été émis avec un coupon élevé.

Malgré le fait que la durée des emprunts était déjà courte en comparaison pluriannuelle, la Trésorerie fédérale s'est une fois de plus écartée, avec l'accord de l'Asset & Liability Committee (ALCO), de la stratégie d'émission définie comme optimale, qui prévoit une durée nettement plus courte. D'une part, la Trésorerie fédérale a ainsi évité de réaliser le risque maximum autorisé en matière de variation des taux. D'autre part, en divergeant tactiquement de la stratégie, elle veut s'assurer que la Confédération pourra profiter longtemps des taux d'intérêt bas lorsque ceux-ci augmenteront à nouveau à moyen terme. En dépit du fait que cette démarche a pour corollaire à court terme le versement d'une certaine prime de maturité, les dépenses d'intérêts de la Confédération ont pu être encore réduites. Au cours des dix dernières années, ces dépenses n'ont cessé de diminuer, passant d'environ 2,5 milliards à moins de 1 milliard de francs. Cependant, si les taux d'intérêt devaient rester longtemps à leur bas niveau actuel, il en résulterait des coûts d'opportunité sous la forme de rendements à l'émission encore moins élevés. Lorsqu'il y aura des indices concrets d'une normalisation des taux d'intérêt, la Trésorerie fédérale reviendra à la stratégie optimale. La durée des emprunts émis est certes moins élevée qu'elle ne l'a été durant la période qui a précédé la pandémie, mais la Suisse en comparaison internationale continue d'afficher une durée résiduelle de ses emprunts supérieure à la

moyenne et possède une part élevée d'emprunts présentant des durées résiduelles supérieures à 15 ans.

Effets du volume élevé d'émission sur la structure de la demande

Le volume d'émission a pratiquement doublé par rapport à l'année précédente, si bien qu'il n'est pas surprenant que tant le nombre de participants que le nombre de souscripteurs servis par appel d'offres aient augmenté. La demande moyenne par emprunt émis a atteint quelque 403 millions de francs et était donc sensiblement plus élevée qu'en 2020 et presque deux fois plus importante qu'avant la pandémie (2019: 204 millions). Le volume moyen adjugé a connu la même progression en s'accroissant de quelque 60 millions par rapport à 2020 pour s'établir à près de 280 millions. Tant la demande la plus importante que le volume adjugé le plus élevé correspondent à l'émission d'un emprunt arrivant à échéance en 2035, la Trésorerie fédérale ayant levé environ 676 millions à un taux de 0,02 % sur la base de souscriptions d'un montant de 1,1 milliard environ. Comme le volume d'émission a globalement augmenté plus fortement que la demande d'emprunts fédéraux, le rapport entre les offres et le volume adjugé (bid-to-cover ratio) s'est établi en moyenne à 1,5 pour l'ensemble des appels d'offres de 2021, ce qui est à peine moins qu'en 2020 (1,7).

Par rapport à l'année précédente, les coûts de financement relatifs de la Confédération (mesurés selon la différence entre le taux de rendement et le taux swap) ont diminué malgré une nouvelle hausse du volume d'émission. Alors qu'en 2020, le spread to swap moyen (basé sur le SARON) se situait approximativement à - 6 points de base au moment de l'émission et s'était même trouvé temporairement en territoire positif peu après le début de la pandémie, il s'est élevé en moyenne en 2021 à environ - 16 points de base (2019: - 26 points de base). Cela prouve que les conditions de financement ne se dégradent pas nécessairement lorsque le volume d'émission est en augmentation. Les coûts liés à la levée de fonds dépendent non seulement du volume d'émission, mais aussi et surtout de l'état du marché des capitaux et des perspectives conjoncturelles. À cet égard, il faut noter que la comparaison des coûts de financement au moyen des taux swap est compliquée par suite du remplacement du LIBOR par le SARON. Les taux SARON ne servent de base pour établir la courbe des taux swap que depuis septembre 2021. L'image qui en résulte n'est toutefois pas fondamentalement différente de la situation en prenant comme référence la courbe des swaps basés sur le LIBOR.

En ce qui concerne la structure des détenteurs des emprunts fédéraux, la tendance observée ces dernières années s'est poursuivie: en 2021, le pourcentage d'investisseurs étrangers a continué de diminuer, si bien qu'il ne se situe aujourd'hui plus qu'à peine au-dessus de 15 % (2020: 18 %). Environ 77 % des emprunts fédéraux en circulation, soit la majeure partie d'entre eux, sont

détenus par des investisseurs suisses, qui sont principalement des assurances, des fonds de placement et des caisses de pensions. Les positions propres des banques constituent les quelque 8 % restants.

En 2020, lorsque la pandémie s'est déclarée, on a observé une importante pression à la vente sur les obligations d'État sûres, car beaucoup d'investisseurs étaient à la recherche de liquidités, et les obligations d'État étaient plutôt faciles à vendre. Il en a découlé une augmentation du volume des transactions et de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur. Avec la normalisation du marché des capitaux, la fourchette des prix s'est stabilisée en 2021 au niveau où elle se situait avant la pandémie. Quant au volume des transactions, il demeure plus élevé qu'avant la pandémie, notamment parce que le programme d'émission est plus important.

Vente de tranches pour compte propre

Comme en 2020, en 2021 l'objectif en matière d'émissions a été réalisé en partie via la vente de tranches pour compte propre. Au total, 24 transactions ont permis de vendre des tranches pour propre usage pour un montant nominal de 635 millions de francs, et des primes (agios) de quelque 170 millions ont également été réalisées. Les tranches pour propre usage négociées avaient des échéances situées entre 2025 et 2064. Elles ont permis à la Trésorerie fédérale de répondre aux demandes ponctuelles des investisseurs, y compris dans le segment du très long terme. Le rendement moyen pondéré par le volume était de - 0,31 % et la durée résiduelle moyenne de 15,6 ans (2020: - 0,49 %; 16 ans).

Comme l'année dernière, ces chiffres montrent que l'instrument est attrayant à la fois pour les investisseurs et pour la Trésorerie fédérale. Grâce aux tranches pour compte propre, les investisseurs peuvent acheter, aux conditions du marché et entre deux dates d'émission ordinaires, de plus gros volumes que ce qui serait possible sur le marché – notamment dans les segments de maturité qui font rarement l'objet d'appels d'offres. Du point de vue de la Trésorerie fédérale, la vente de tranches pour propre usage peut contribuer à renforcer la liquidité du marché secondaire et à assurer une présence régulière sur le marché. En outre, cet instrument permet, par rapport aux adjudications à prix unique, de mieux exploiter la capacité de paiement des différents investisseurs. Pour la Trésorerie fédérale, les avantages de l'instrument se traduisent, par rapport aux appels d'offres, par un rendement plus faible et, simultanément, par une durée résiduelle plus longue. Toutefois, les tranches pour compte propre ne servent que de complément aux appels d'offres. Ceux-ci restent le principal instrument de placement dans le segment du long terme, notamment en raison de la plus grande transparence des prix, comme on a pu le voir par exemple au quatrième trimestre 2021: comme les besoins de financement de la Confédération se sont réduits, pratiquement plus aucune tranche pour propre usage n'a été placée, alors que les deux dates d'émission facultatives avaient été confirmées.

Emprunts fédéraux verts: une décision fondamentale

Sur les marchés financiers aussi, la durabilité ne cesse de gagner en importance. Certains des instruments élaborés en réponse à cette préoccupation concernent également le marché des capitaux. Parmi ceux-ci figurent notamment les emprunts verts (green bonds). Ces emprunts permettent à l'émetteur de lever des fonds sur le marché des capitaux. Contrairement aux emprunts traditionnels, les capitaux mobilisés au moyen d'emprunts verts ne peuvent pas être utilisés librement. Ils ne peuvent servir qu'au (re)financement de projets ayant un impact positif sur l'environnement, par exemple la promotion des énergies renouvelables, l'augmentation de l'efficacité énergétique, le maintien de la biodiversité ou la construction de bâtiments respectueux de l'environnement. Le marché des emprunts verts a connu une forte croissance ces dernières années, tant en Suisse qu'au niveau international. Les émetteurs publics jouent un rôle important à cet égard. En Suisse, le volume annuel d'émission a pratiquement décuplé depuis 2017 (2021: 5,3 milliards de francs); les emprunts sont émis pour la plupart par le secteur financier et le secteur immobilier et en grande part par des émetteurs étrangers.

Le Conseil fédéral suit de près cette évolution depuis un certain temps. Le 17 novembre 2021, il a décidé de créer d'ici à la fin de 2022 une base qui permettra à la Confédération d'émettre également des emprunts verts. L'émission de tels emprunts vise à favoriser la compétitivité de la place financière suisse et l'application des normes internationales sur le marché suisse des capitaux. En endossant un rôle de modèle, la Confédération aspire aussi à encourager d'autres émetteurs du secteur privé à émettre des emprunts verts. La Trésorerie est responsable des travaux relatifs aux emprunts fédéraux verts.

■ 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 de francs. 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 2021, un total de 436 millions d'euros et de 686 millions de dollars américains ont été achetés à terme en 2020. Les devises ont été achetées au premier semestre 2020 à des cours moyens de 1,06 franc pour un euro et de 0,95 franc pour un dollar. Pendant la phase de couverture, l'euro a chuté jusqu'à 1,05 franc en mai 2020, mais il s'est ensuite constamment apprécié et a terminé l'année à 1,08 franc. À 1,08 franc pour un euro, le cours moyen au comptant en 2021 a été supérieur au cours d'achat. Rétrospectivement, la couverture a généré des gains d'opportunité d'environ 10 millions de francs. Pendant la phase de couverture, le dollar a atteint un pic à 0,99 franc en mars, mais il s'est ensuite constamment déprécié et a terminé l'année à 0,89 franc. À 0,91 franc pour un dollar, le cours moyen au comptant en 2021 a été inférieur au cours d'achat. La couverture du dollar a entraîné ainsi des coûts d'opportunité de quelque 33 millions de francs.

En 2021 aussi, les mesures prises par la Confédération pour lutter contre la pandémie ont eu un impact considérable sur les opérations budgétaires. Aux 436 millions d'euros achetés en 2020 pour l'exercice budgétaire ont dû s'ajouter 147 millions d'euros supplémentaires, dont 25 millions liés à la pandémie. En ce qui concerne le dollar américain, les 686 millions couverts ont dû être augmentés de 325 millions, dont environ 300 millions à cause des mesures de lutte contre le COVID-19. Les acquisitions ultérieures d'euros et de dollars ont été respectivement 3,4 fois et 2,2 fois supérieures à la moyenne de celles des exercices budgétaires 2017 à 2019. Malgré les grandes incertitudes de planification concernant les mesures de lutte contre la pandémie, il a été possible d'éviter des achats excessifs grâce à une stratégie d'acquisition progressive.

La demande de dollars américains a fortement augmenté sous l'effet des mesures de lutte contre la pandémie.

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 29 milliards de francs dans le cadre d'opérations budgétaires (soit en moyenne 1,2 milliard par an). Les opérations de couverture effectuées au cours de cette période ont représenté pour la Confédération des coûts d'opportunité d'environ 176 millions de francs, soit 0,6 % du volume couvert.

Durant l'année sous revue, un total de 671 millions d'euros et de 1012 millions de dollars américains ont été achetés à terme pour l'exercice budgétaire 2022 à des cours budgétaires de 1,10 franc pour un euro et de 0,90 franc pour un dollar.

Opérations spéciales

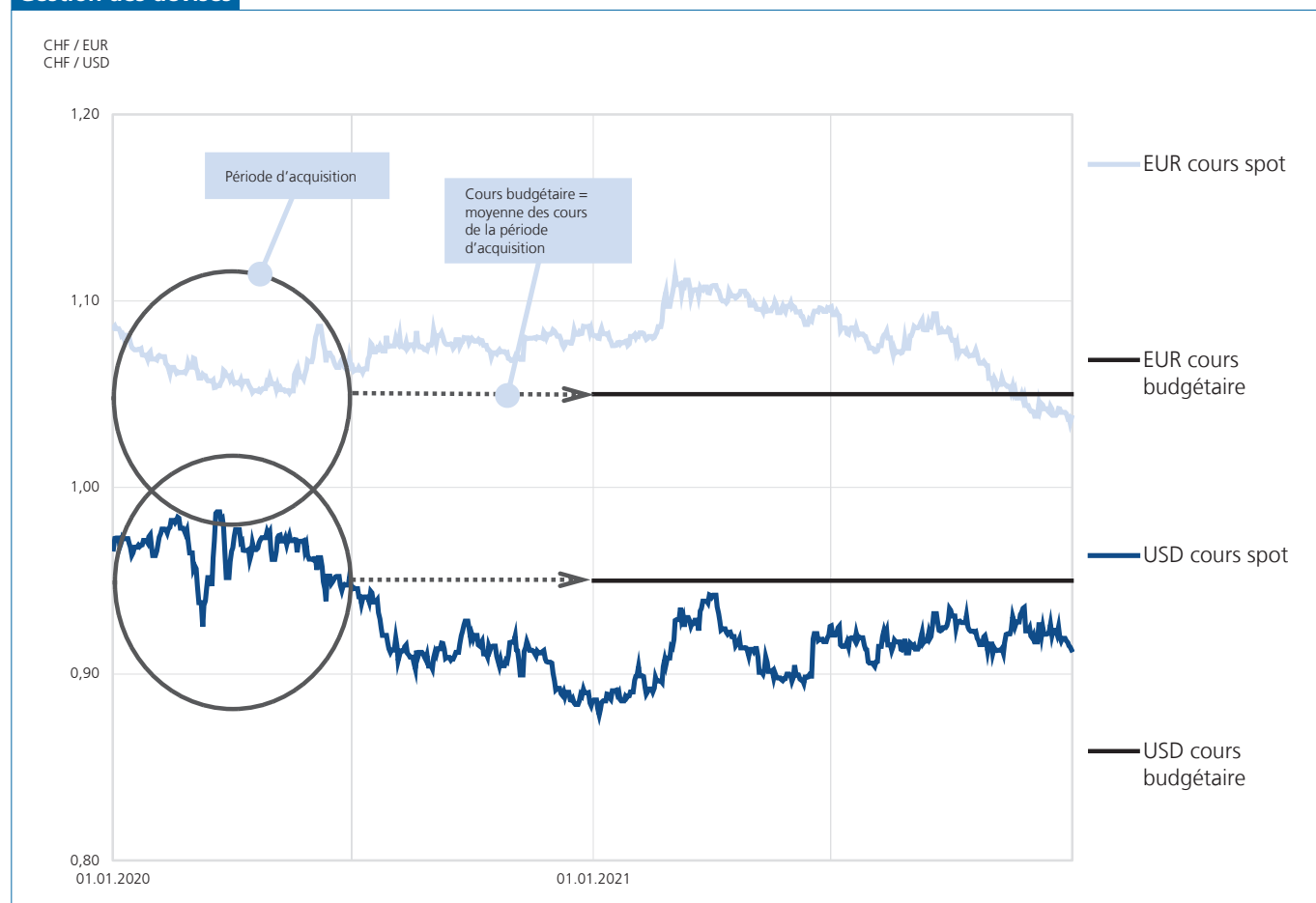
Les opérations spéciales sont des paiements en devises fixés à l'avance et étalés sur plusieurs années dans le cadre d'un crédit d'engagement. Tout comme les ressources budgétaires requises,

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.

Au cours de l'année sous revue, cinq opérations spéciales d'un montant équivalant à environ 426 millions de francs (152 millions d'euros et 264 millions de dollars américains) ont été effectuées pour les domaines «Défense» et «Coopération au développement». À fin 2021, 35 opérations à terme destinées à couvrir les opérations spéciales étaient encore en cours pour un montant de 2,3 milliards de francs (euros, dollars américains, couronnes norvégiennes et couronnes suédoises).

Pour la période 2000 à 2021, 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 233 millions de francs (soit 1,9 % du volume couvert).

Gestion des devises



Données: Bloomberg

10,3

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 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 au moyen des émissions. La stratégie en matière d'endettement 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 représente des risques de taux d'intérêt et de refinancement élevés, de longues durées résiduelles réduisent ces risques.

Une projection des charges d'intérêts montre comment les intérêts passifs évoluent si l'on conserve la même stratégie d'émission pour divers scénarios d'évolution des taux d'intérêt. Elle tient compte de l'évolution de la dette prévue par le budget et le plan financier. Les courbes 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'analyse comporte une dimension prospective et une dimension rétrospective. 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 courbes de taux d'intérêt. La modélisation stochastique permet de calculer, pour des portefeuilles différents, la distribution aléatoire 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.

L'analyse rétrospective consiste à examiner des portefeuilles de dettes diversement constitués sous l'angle de l'évolution réelle des taux d'intérêt et à mettre ces données en rapport avec les intérêts passifs effectifs. On peut ainsi évaluer a posteriori la stratégie suivie en matière d'émissions et la comparer à d'autres stratégies. De plus, cette méthode permet d'analyser les divers portefeuilles au cours de sous-périodes typiques de l'évolution des taux d'intérêt (augmentation des taux, situation d'inversion de la courbe, etc.) et d'en tirer des enseignements pour la formulation de la stratégie.

En 2021, le procédé de calcul des risques de variation des taux d'intérêt a été développé plus avant et précisé sur le plan méthodologique. De plus, les courbes stochastiques ont été générées au moyen d'un nouveau modèle de taux d'intérêt qui se fonde sur l'évolution des taux d'intérêt selon le scénario de base. Dans la phase actuelle de taux d'intérêt bas, la méthode de calcul qui est développée plus avant produit des chiffres plus élevés par comparaison avec la méthode appliquée jusqu'alors.

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. Ces prévisions tablent, à court terme, sur des taux d'intérêt toujours très bas et des intérêts négatifs pour les échéances courtes. À moyen terme, le niveau des taux d'intérêt devrait se normaliser, c'est-à-dire augmenter de façon graduelle. Ce scénario prévoyant une hausse modérée des taux d'intérêt sert de point de départ et est complété par les scénarios quantiles 10 % et 90 %. Les scénarios extrêmes comprennent, d'une part, un maintien des taux à un bas niveau («taux stables») et, de l'autre, une hausse extrêmement forte et rapide de 4 points de pourcentage («choc des taux»).

Se fondant sur le scénario de base, la Trésorerie fédérale s'attend à ce que les intérêts passifs restent bas au cours des quatre prochaines années. Ils ne devraient augmenter rapidement qu'en cas de choc des taux. 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 l'année précédente, l'utilisation du budget prévu pour les risques a augmenté en moyenne annuelle de 68 millions de francs pour atteindre 411 millions. Cette évolution est due principalement au développement de la méthode de calcul et au nouveau modèle de taux d'intérêt.

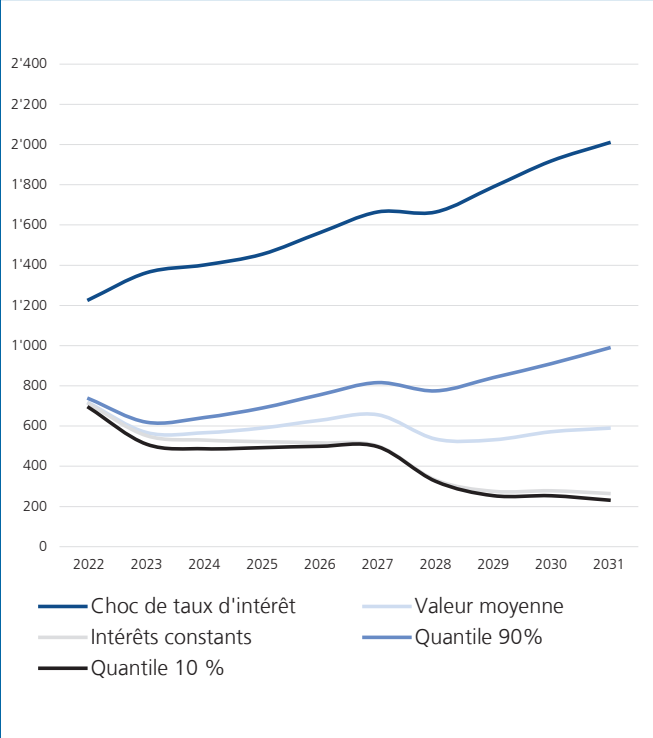
Étant donné que les taux d'intérêt se maintiennent à un bas niveau et ne devraient se normaliser qu'à moyen terme, l'ALCO a confirmé l'écart par rapport à la stratégie d'émission considérée comme optimale (durées moins longues). Dans le contexte actuel, même les longues durées peuvent être financées à des coûts relativement bas, voire en proposant des rendements négatifs.

Risque maximum autorisé en matière de variation des taux

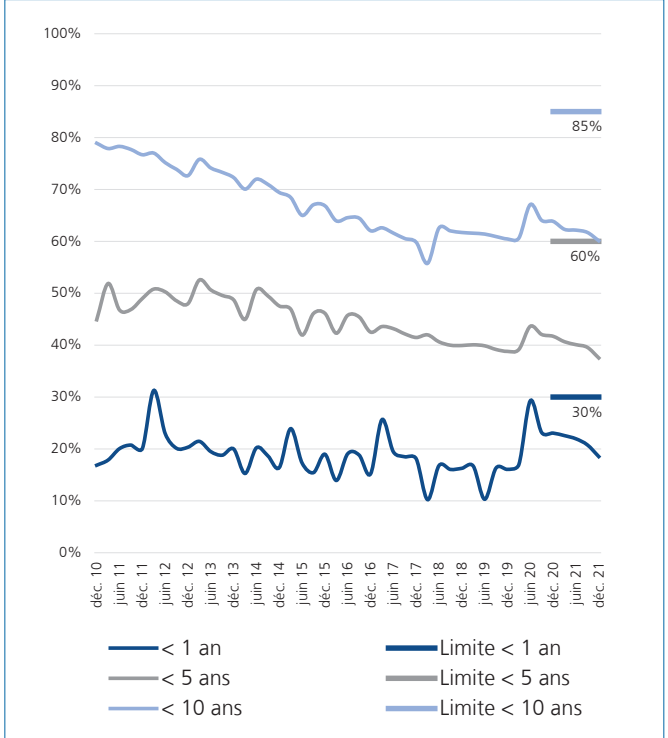
Le budget prévu pour les risques de variation des taux d'intérêt est de 500 millions de francs cumulés sur quatre ans. Ce chiffre tient compte de la propension au risque et de la tolérance au risque de la Confédération, c'est-à-dire de sa capacité à compenser une hausse des dépenses d'intérêts sans devoir 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 de francs (quantile 90 % moins valeur moyenne). Dans un cas défavorable, un tel risque peut se concrétiser en l'espace d'un an. Pour 2021, ce risque de taux d'intérêt a été évalué à 411 millions de francs en moyenne annuelle.

L'utilisation du budget prévu pour les risques a nettement augmenté. Cet budget n'est toutefois pas épuisé.

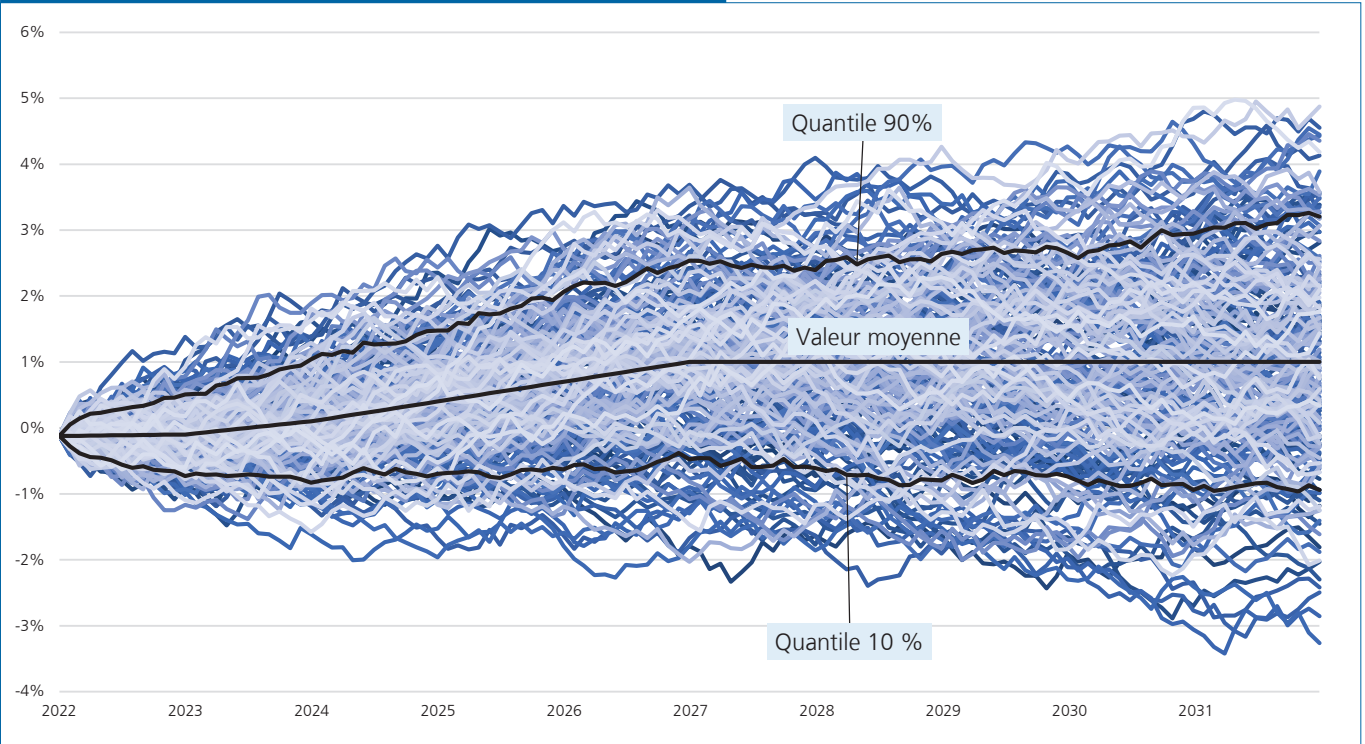
Projection des charges d'intérêts en mio



Répartition des échéances de la dette sur le marché



Simulation stochastique de courbes de taux (10 ans taux swap)



■ Risque de refinancement

Le profil des échéances de la dette contractée sur le marché et la notation de la Confédération sont d'importants indicateurs pour évaluer le risque de refinancement.

Le profil actuel indique dans l'ensemble un risque de refinancement modéré. Par rapport à l'année précédente, la part de la dette qui doit être refinancée à <1 an, < 5 ans et < 10 ans s'est contractée de 4 à 5 points de pourcentage. La part de la dette à refinancer chaque année, qui était de 24 %, a diminué de 19 points de pourcentage et se situait à la fin de 2021 toujours nettement en dessous de la limite autorisée de 30 %. En 2021, la durée résiduelle moyenne du portefeuille de dettes est passée de 9,8 à 10,3 ans. Cette légère augmentation résulte de l'évolution du volume de la dette sur le marché monétaire et le marché des capitaux: les CCCT se sont réduites de 13 milliards à 10,4 milliards de francs, tandis que le volume des emprunts a gonflé de 61,1 milliards à 64,9 milliards. Cependant, 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.

Les principales agences de notation donnent la note maximale à la solvabilité de la Confédération. Même lorsque la situation sur le marché était défavorable, la Confédération a pu 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 assurés 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.

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 fédérales ne soient pas exposés à ces risques.

Les risques de refinancement sont en baisse.

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 valeur au niveau des positions existantes en monnaies étrangères qui ne sont pas affectées.

La couverture du risque de change augmente la précision du budget

En 2021, 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. D'autre part, l'échéance exacte des obligations de paiement s'est fréquemment avérée incertaine.

■ Risque de contrepartie

À la Confédération, les risques de contrepartie sont principalement liés aux placements à court terme (ressources de trésorerie) et à des valeurs de remplacement positives pour les 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 des 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 2021, les limites ont toujours été respectées.

À la fin de 2021, les ressources de trésorerie s'élevaient à 12,6 milliards de francs. La quasi-intégralité de ces ressources est placée auprès de la BNS (à 0 %, y compris le compte de virement à la BNS) et n'est donc exposée à aucun risque.

Les valeurs de remplacement positives pour les dérivés sur devises et sur taux d'intérêt ont diminué l'année dernière, passant de 32 millions à 22 millions de francs à fin décembre 2021. Les opérations sur dérivés à long terme (instruments de couverture du risque de change et du risque de taux) sont effectuées avec des contreparties sélectionnées qui ont conclu avec l'AFF des clauses de soutien des garanties pour les produits dérivés (Credit Support Annex), mais aussi avec des banques cantonales bénéficiant d'une garantie de l'État.

La Confédération n'est pas exposée à des risques de contrepartie notables

Perspectives

L'année 2021 a marqué le retour de l'inflation après des années de craintes déflationnistes. Celle-ci, d'abord qualifiée de phénomène temporaire poussé par l'augmentation des prix de l'énergie, les difficultés d'approvisionnement et les effets de base, semble s'installer, particulièrement aux États-Unis et en Europe. Il apparaît donc de plus en plus probable que les principales banques centrales resserrent leur politique monétaire ultra-expansionniste et que l'on assiste à moyen terme à une certaine normalisation des taux d'intérêt. La banque centrale américaine a commencé à diminuer ses achats d'emprunts en vue de réduire son bilan. Un premier relèvement des taux devrait intervenir déjà à la fin du mois de mars, et les marchés s'attendent à voir d'autres hausses se produire dans le courant de l'année. Dans la zone euro également, l'inflation a clairement grimpé. À la différence du grand argentier américain, la Banque centrale européenne ne voit pas encore de nécessité de ressermer la vis des taux; ceux-ci ne devraient connaître leur première augmentation que plus tard dans l'année, voire l'année prochaine. Et dans plus longtemps encore en Suisse. Dans notre pays, les prix ont nettement moins augmenté que chez nos voisins; le franc fort continuera de freiner l'inflation. On ne saurait en conséquence déjà parler d'un véritable revirement des taux. Il semble toutefois que les taux en francs à long terme soient en passe de redevenir positifs.

Non seulement il est possible d'envisager une normalisation des taux d'intérêt, mais la pandémie de COVID-19 touche aussi à sa fin. Elle promet toutefois de grever les finances fédérales cette année également, malgré la probable levée progressive d'un grand nombre de mesures extraordinaires. Selon la planification actuelle, ce sont en 2022 près de 8 milliards de francs qui devront être levés sur le marché monétaire et le marché des capitaux. Ce besoin de financement s'explique principalement par l'arrivée à échéance d'un emprunt d'environ 3,5 milliards, par le déficit de financement attendu pour la Confédération et par les fonds requis pour rembourser aux cantons les aides pour les cas de rigueur. Conformément au programme d'émission publié en décembre, il est prévu en 2022 d'émettre des emprunts pour un montant nominal de 6 milliards, si bien que la dette de la Confédération sur le marché des capitaux augmentera de nouveau légèrement (+ 2,5 milliards). Comme à l'accoutumée, les appels d'offres pour les emprunts auront lieu chaque mois, sauf en août; les dates d'octobre et de décembre sont optionnelles. Les besoins de financement de la Confédération restant entourés de grandes incertitudes, une certaine flexibilité sera de mise s'agissant du volume des CCCT, qui sera maintenu dans une fourchette allant de 8 à 14 milliards.

Pendant l'année sous revue, l'introduction du nouveau logiciel de gestion de trésorerie a pu être menée à bien. Les dernières optimisations seront mises en œuvre en 2022 encore, ce qui permettra de poser un jalon essentiel dans la numérisation de la Trésorerie fédérale. Bon nombre des étapes manuelles sont aujourd'hui automatisées, et les différents systèmes comme le logiciel de gestion de trésorerie, la plateforme d'appels d'offres, la plateforme d'informations financières (Bloomberg) et le logiciel de gestion des garanties (Collateral) sont mieux intégrés. Il est ainsi possible de traiter et de contrôler plus efficacement les opérations et de diminuer les risques opérationnels.

Deux grands projets occuperont le devant de la scène en 2022. D'une part, la Trésorerie fédérale doit préparer l'acquisition de devises destinées à l'achat du nouvel avion de combat et du système de défense sol-air. Cet achat représente un financement de quelque 8 milliards de francs; les paiements s'effectueront en dollars américains sur une période d'environ neuf ans. Il s'agit pour la Trésorerie fédérale d'examiner comment l'on pourra acquérir et garantir ce volume de devises étrangères exceptionnellement élevé pour les finances fédérales. Le but est de réaliser les transactions en ménageant le plus possible le marché et les ressources.

D'autre part, la préparation du premier emprunt vert de la Confédération est hautement prioritaire. Le Conseil fédéral souhaite que la place financière suisse soit numéro un sur le plan international en matière de services financiers durables. En novembre 2021, il a donc décidé de créer une base qui permettra d'émettre des emprunts fédéraux verts. Un groupe de travail interdépartemental est chargé d'élaborer, sous la conduite de l'AFF, un cadre conforme aux principes applicables aux obligations vertes (Green Bond Principles) de l'International Capital Market Association et aux objectifs de la Suisse en matière de politique climatique et environnementale. Parallèlement à ces efforts, les finances fédérales sont systématiquement passées au peigne fin à la recherche de dépenses qualifiées de vertes. Il s'agit principalement de dépenses qui œuvrent à la protection du climat et à la préservation des ressources naturelles. Entrent ainsi en ligne de compte, notamment, les dépenses qui favorisent les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, les transports publics ou les bâtiments respectueux de l'environnement, ou encore qui contribuent à l'agriculture durable et au maintien de la biodiversité. Le Conseil fédéral se prononcera sur le cadre et prendra une décision définitive quant à l'émission d'un premier emprunt fédéral vert dans le courant de l'année. L'année 2022 s'annonce elle aussi exaltante et riche en défis!

