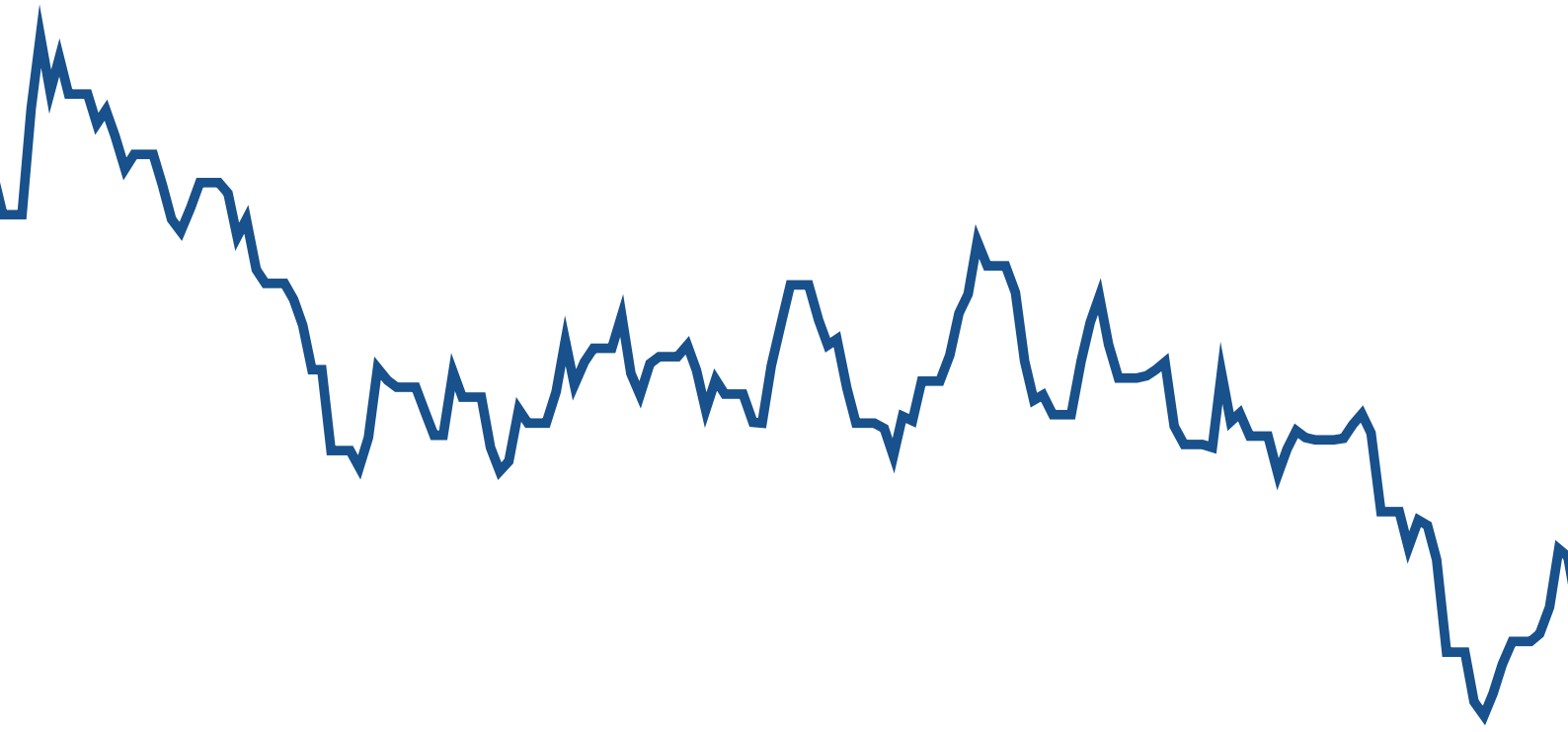
Mars 2025

# Trésorerie fédérale

# Rapport d'activité 2024



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Département fédéral des finances DFF
**Administration fédérale des finances AFF**

**Impressum**

Éditeur :
Administration fédérale des finances (AFF)

Mars 2025

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 2024. 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 2024** 11

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

**Présentation et analyse de la situation en matière de risques** 31

Risque de variation des taux d'intérêt 31

Risque de refinancement 34

Risque de change 34

Risque de contrepartie 35

**Perspectives** 37

# 102

## milliards

de dette sont gérés par la Trésorerie fédérale, dont 83 milliards représentent la dette en circulation sur le marché (créances comptables à court terme et emprunts).

# 0,62

## pour cent

telle est la rémunération des emprunts émis en 2024.

# 10,9

## ans

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

# Résumé


En 2024, les marchés des taux ont été fortement influencés par la politique monétaire des banques centrales. Favorisé par le recul des prix de l'énergie, le processus de désinflation mondiale s'est poursuivi. Les banques centrales ont ainsi pu assouplir leur politique monétaire et abaisser les taux directeurs. Parmi elles, la Banque nationale suisse (BNS) a été l'une des premières à entamer un cycle de réduction des taux. Entreprise en mars 2024, cette démarche a été rendue possible notamment par le franc fort, qui, en particulier au dernier trimestre de 2023, s'était fortement apprécié par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux et avait continué à faire baisser l'inflation. La Banque centrale européenne (BCE) a emboîté le pas à la BNS deux mois plus tard. Quant à la banque centrale américaine (Fed), c'est en septembre qu'elle a pu, pour la première fois, abaisser ses taux. L'année 2024 a vu encore la BNS abaisser son taux directeur trois fois. À la fin de l'an dernier, celui-ci était tombé à 0,5 %.

La volatilité des marchés des taux et la faiblesse des taux n'ont pas diminué l'attrait du marché suisse des capitaux. Porté par une activité d'émission record dans le segment domestique, le volume des emprunts en circulation a atteint un nouveau point culminant proche des 630 milliards. La Confédération a elle aussi participé à l'activité d'émission en lançant onze appels d'offres sur le marché des capitaux, pour un montant nominal de 4,8 milliards. Fin 2024, le volume des emprunts fédéraux en circulation avoisinait les 74 milliards, soit environ 1,7 milliard de plus qu'en 2023.

La faiblesse des taux a également permis à la Confédération de réduire sensiblement ses coûts de financement sur le marché des capitaux. En 2024, le rendement moyen pondéré par le volume des emprunts fédéraux émis s'est établi à 0,62 %, contre 1,20 % en 2023, si bien que les coûts induits par la levée de nouveaux fonds sur le marché des capitaux ont presque diminué de moitié. Les coûts de financement se sont également inscrits à la baisse en 2024 sur le marché monétaire : alors qu'il avoisinait encore 1,7 % en début d'année, le rendement des créances comptables à court terme (CCCT) s'est ensuite réduit au fil des abaissements du taux directeur par la BNS pour tomber à 0,35 % en fin d'année. En moyenne annuelle, le rendement des CCCT émises a été d'environ 1,1 % (2023 : 1,4 %).

En revanche, d'un point de vue relatif, les conditions de financement de la Confédération (mesurées par la différence entre le taux de rendement des emprunts fédéraux et le taux swap) se sont déteriorées : alors qu'en 2023, on avait encore enregistré certains spreads historiquement bas avoisinant les - 100 points de base, en 2024 il y a eu une hausse continue qui, en fin d'année, avait poussé certains spreads aux environs de - 10 points de base. Cette tendance (spread widening) s'est observée l'an dernier sur le marché primaire suisse, toutes notations et tous secteurs confondus. Elle est elle aussi sans doute étroitement liée à la politique monétaire des banques centrales. Malgré la baisse des taux, la Fed et la BCE ont encore réduit leur bilan et, ainsi, dopé l'offre d'emprunts d'État sur les marchés. En échange de leur disposition à absorber ce volume accru d'emprunts, les investisseurs ont demandé une prime plus élevée. En Suisse, malgré le fait que la BNS n'a pas acquis d'emprunts fédéraux pour étendre son bilan, l'élargissement des spreads constaté au niveau international n'a pas non plus épargné le marché de ces emprunts.

Outre la gestion de la dette, le placement des liquidités librement disponibles a été au centre des activités de la Trésorerie fédérale en 2024. Des liquidités ont ainsi été placées à court terme sur le marché des pensions de titres et auprès de la BNS sous forme de dépôts à terme. En tout, ce sont quelque 61 milliards qui ont été placés sur ce marché, à un taux moyen de 1,3 %. Par ailleurs, des opérations de dépôts à terme ont été conclues ponctuellement avec une sélection de contreparties. La gestion des ressources de trésorerie a permis à la Trésorerie fédérale de dégager des recettes proches des 250 millions.

En 2024, la Trésorerie fédérale a également franchi un pas important : comme elle l'avait annoncé, elle a converti les tranches propres en emprunts détenus pour compte propre. Elle obtenait ces tranches propres en se réservant une partie des emprunts fédéraux émis lors de certains appels d'offres. Au besoin, celles-ci pouvaient être vendues individuellement entre deux dates d'émission, et la dernière étape de la libération des emprunts être ainsi rattrapée. Les tranches propres ont désormais été entièrement libérées et converties en emprunts détenus pour compte propre. Ceux-ci offrent à la Trésorerie fédérale de nouvelles possibilités d'utilisation. Ils peuvent notamment servir de garantie (collateral) lors de la levée de fonds sur le marché des pensions de titres, ce qui permet de disposer d'un instrument de financement supplémentaire. En outre, la Trésorerie fédérale peut mettre les emprunts détenus pour compte propre à la disposition des acteurs du marché intéressés, contre un émolument, ce qui se répercute positivement sur la liquidité du négoce des emprunts fédéraux et donc, en définitive, sur les conditions de financement de la Confédération.

Enfin, la Trésorerie fédérale a publié, en 2024, le deuxième rapport sur l'allocation et l'impact du produit des emprunts fédéraux verts. Ce rapport indique comment les produits d'émission sont répartis entre les différents domaines de dépenses éligibles et met en évidence les effets favorables de ces dépenses sur l'environnement. L'emprunt fédéral vert arrivant à échéance en 2038 a été augmenté trois fois en 2024. Compte tenu des emprunts détenus pour compte propre, l'encours s'élève déjà à 2,7 milliards.

# 102

## milliards

de dette sont gérés par la Trésorerie fédérale, dont 83 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 :

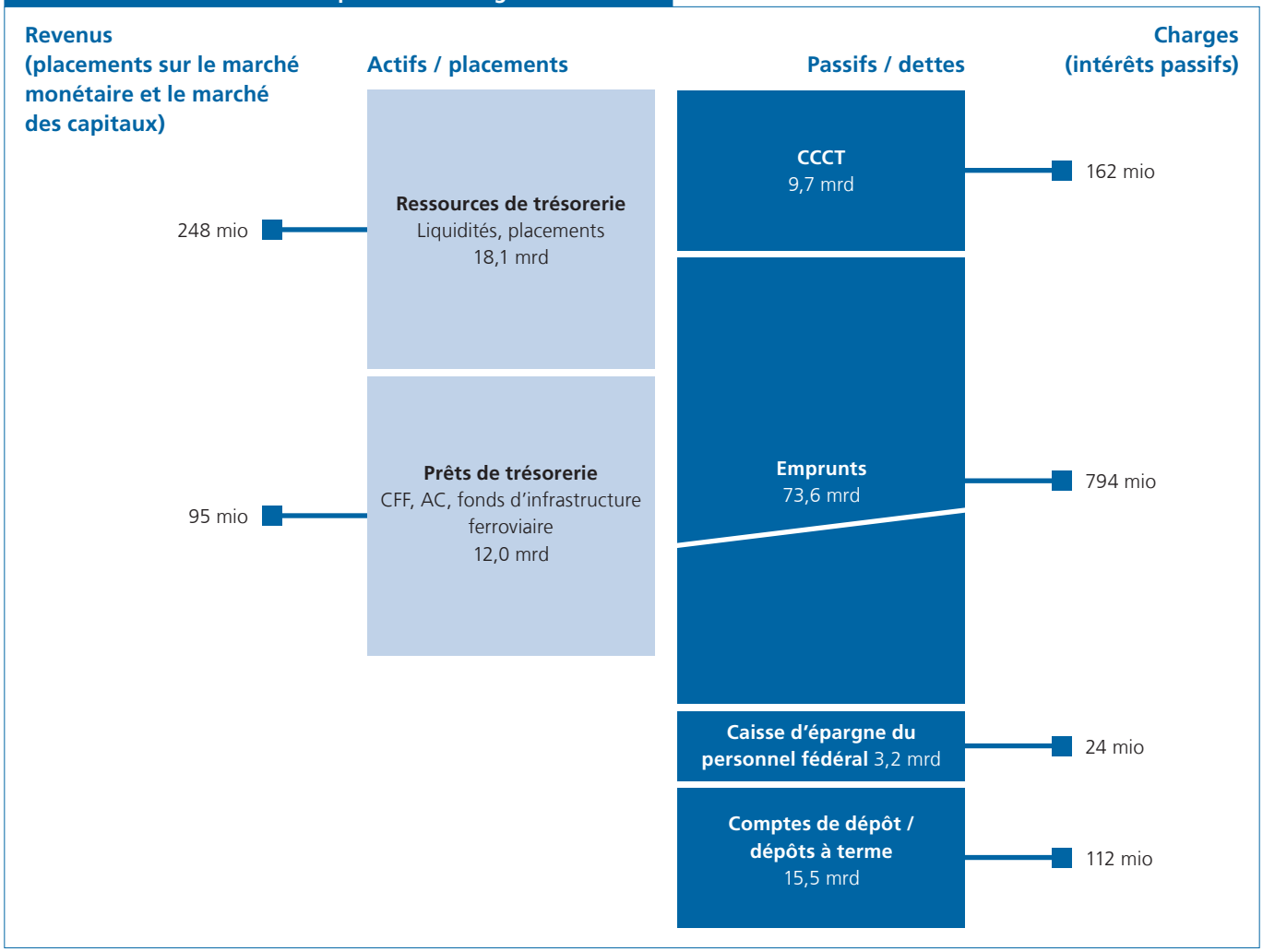
— *gestion de la dette* : couvrir les besoins de financement de la Confédération en acquérant des fonds sur le marché monétaire et le marché des capitaux à un coût aussi bas que possible et à un niveau de risque acceptable ;

— *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 ;

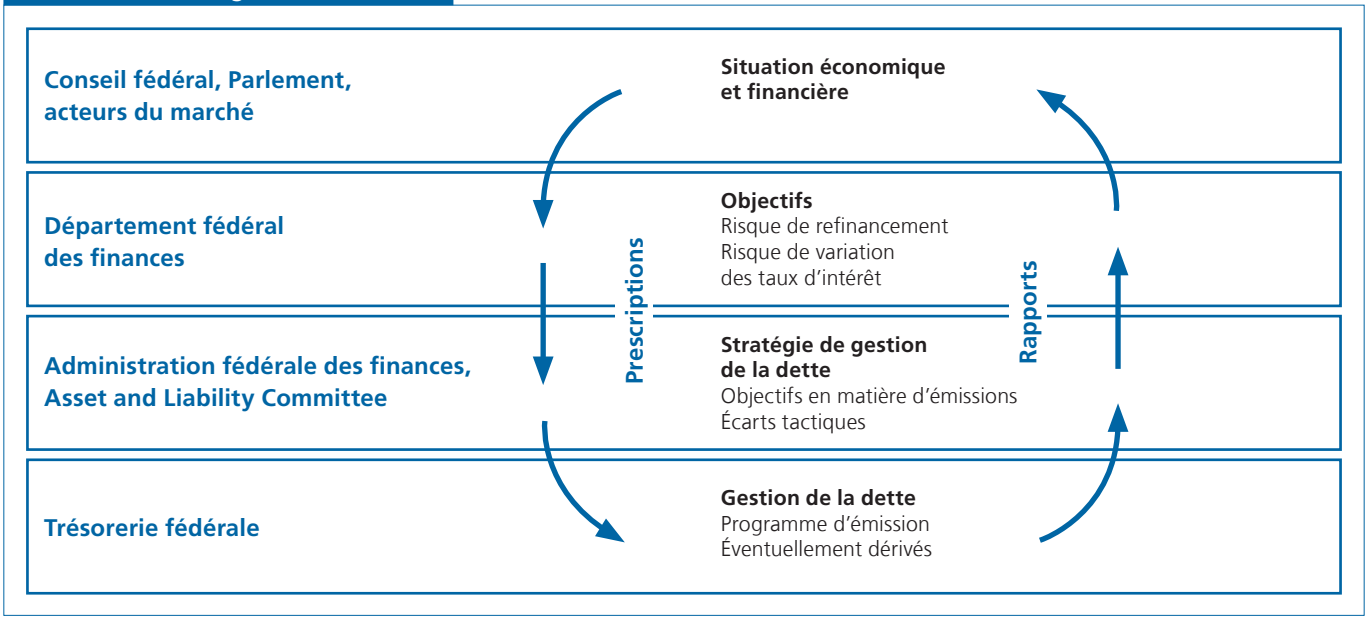
— *gestion des devises* : acquérir et gérer des devises de façon centralisée afin de garantir la sécurité en termes de planification.

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

**Le bilan de trésorerie et son impact sur le budget fédéral 2024**



**Gouvernance de la gestion de la dette**




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. Cette limite de risque 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 2023 | Situation 2024 |
|---|---|---|---|
| **Risque de refinancement** : l'AFF veille à ce que le risque de refinancement de la Confédération soit acceptable. | | | |
| Dette sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 1 an (% maximal) | 30 | 20 | 16 |
| Dette sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 5 ans (% maximal) | 60 | 38 | 35 |
| Dette sur le marché monétaire et le marché des capitaux, profil des échéances de moins de 10 ans (% maximal) | 85 | 59 | 56 |
| **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 | 387 | 403 |

**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.

# 0,62

pour cent

telle est la rémunération des emprunts émis en 2024.

# Activités de la Trésorerie en 2024

## ■ Évolution sur le marché suisse des capitaux

En 2024, l'économie mondiale a connu dans l'ensemble une croissance robuste, même si l'on a observé de fortes disparités entre les régions. Ainsi, alors que la croissance est restée soutenue aux États-Unis, la reprise n'a progressé que de façon hésitante dans la zone euro, en raison notamment des difficultés structurelles généralisées rencontrées par cette dernière et des incertitudes politiques prégnantes sur plusieurs marchés clés tels que l'Allemagne et la France. Par comparaison avec la zone euro, la Suisse a vu son économie évoluer de manière un peu plus dynamique, principalement sous l'impulsion de secteurs hautement spécialisés comme l'industrie chimique et l'industrie pharmaceutique. Néanmoins, la croissance modérée dans la zone euro a également eu des répercussions sur la Suisse, raison pour laquelle une croissance économique d'environ un pour cent est attendue pour 2024.

L'inflation est elle aussi demeurée au centre des préoccupations en 2024. Aux États-Unis et dans la zone euro, les taux d'inflation se sont rapprochés au cours de l'année de l'objectif de 2 %, ménageant ainsi aux banques centrales une marge de manœuvre qui leur a permis d'abaisser leurs taux directeurs à plusieurs reprises. Cependant, malgré ces évolutions positives, l'inflation sous-jacente demeure un problème tenace, laissant penser qu'il faudra peut-être encore un certain temps avant que les États-Unis et la zone euro parviennent à atteindre durablement les objectifs en matière d'inflation. En Suisse aussi, l'inflation a poursuivi sa forte décrue. Le taux moyen d'inflation est ainsi passé de 2,1 % en 2023 à 1,1 % en 2024. Face à la baisse de l'inflation, la Banque nationale suisse (BNS) a réduit son taux directeur en mars. De fait l'an dernier, chaque nouvelle évaluation de la situation a conduit la BNS à diminuer à nouveau son taux directeur, si bien que ce dernier s'établissait à 0,50 % à la fin du mois de décembre 2024, soit en recul de 125 points de base sur l'ensemble de l'année. Ces mesures de politique monétaire ont eu des effets directs sur les marchés obligataires. En Suisse, le recul de l'inflation et l'abaissement consécutif du taux directeur ont entraîné une nette diminution des rendements. À titre d'illustration, on peut citer le rendement des emprunts fédéraux à 10 ans, qui n'a cessé de baisser en 2024, passant de 0,6 % en début d'année à environ 0,3 % en fin d'année.

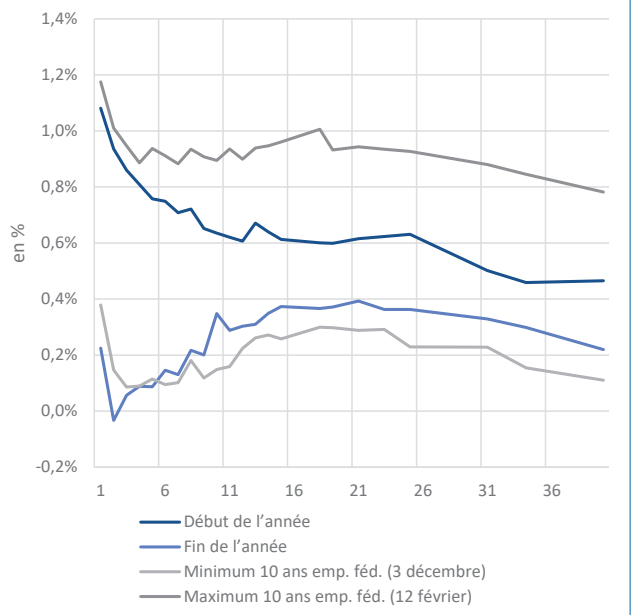
**En 2024, le rendement des emprunts fédéraux à 10 ans est tombé de 0,6 % à 0,3 %.**

Dans ce contexte, le marché primaire suisse s'est montré une nouvelle fois solide ; le volume d'émission total est supérieur à 82 milliards (ce volume comprend les emprunts fédéraux, mais ne tient pas compte de l'évolution enregistrée en 2024 dans le volume des titres détenus pour compte propre). C'est le segment domestique qui concentre le plus gros de ce volume, avec près de 64 milliards, un record ! On a observé une augmentation notable de l'activité d'émission, en particulier chez les émetteurs du secteur industriel et du secteur public. À l'inverse, l'année 2024 a été plutôt faible pour le segment étranger, dont le volume d'émission s'est établi aux alentours de 19 milliards, soit en recul de plus de 25 % par rapport à 2023.

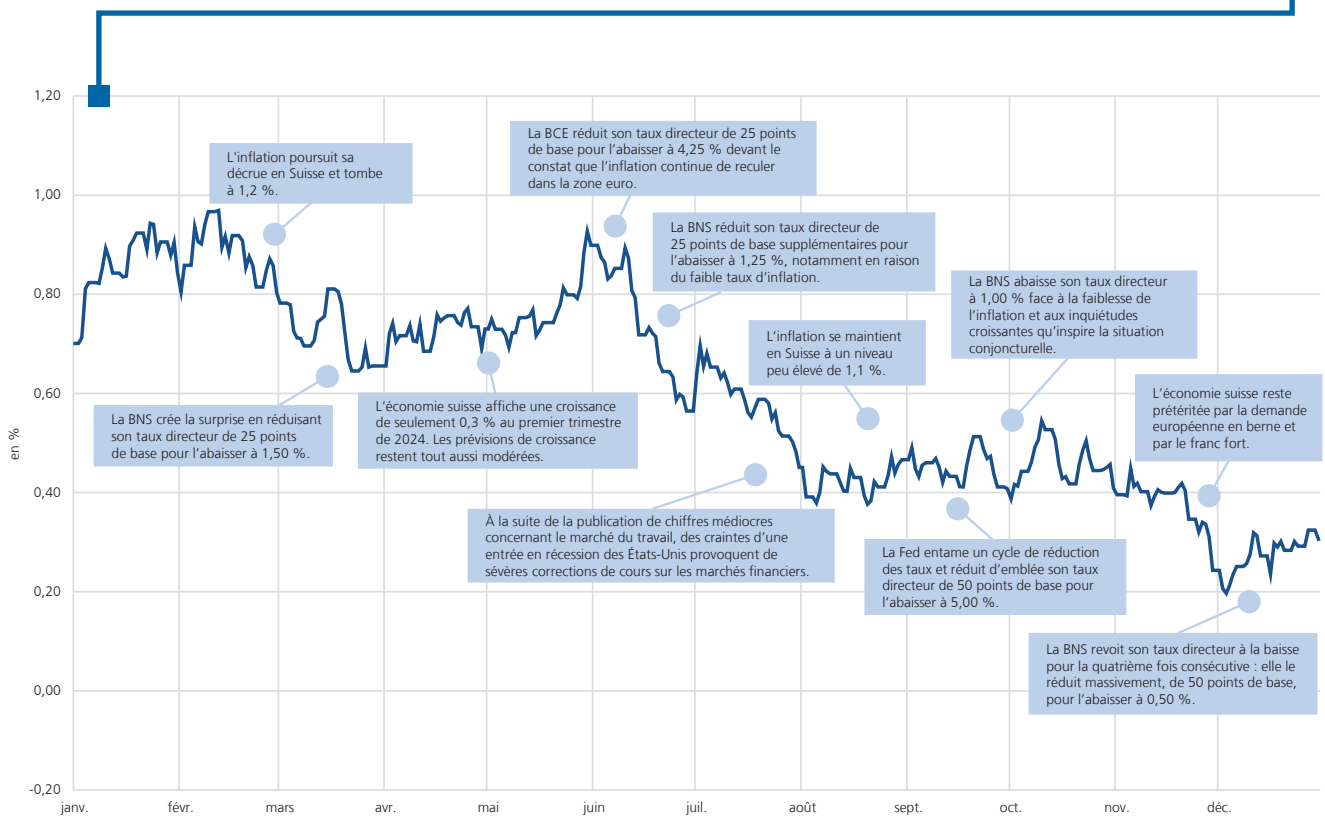
Parmi les évolutions observées sur le marché primaire suisse dont on a beaucoup parlé en 2024 figure l'élargissement des spreads (spread widening), qui a touché tous les secteurs et toutes les notations, et qui n'a pas non plus épargné les emprunts de la Confédération. Ainsi, le spread de l'emprunt fédéral à 10 ans a présenté un élargissement qui était de quelque - 50 points de base en début d'année, contre environ - 10 points de base en fin d'année. Un motif souvent évoqué pour expliquer cette évolution est la forte activité d'émission sur le marché primaire suisse : afin de pouvoir participer aux appels d'offres pour les nombreuses nouvelles émissions, beaucoup d'investisseurs se sont séparés de leurs positions les plus liquides, y compris d'emprunts fédéraux, avec pour résultat un élargissement constant des spreads. Ce phénomène n'est toutefois pas exclusivement suisse, car il s'est aussi vu, entre autres, en Allemagne, en Grande-Bretagne et aux États-Unis.

Il s'ensuit que ce phénomène a également constitué un enjeu majeur pour les gestionnaires de la dette publique ailleurs dans le monde. C'est essentiellement du côté de la politique monétaire et de la politique budgétaire que se trouvent les raisons qui pourraient l'expliquer. Face au revirement des taux d'intérêt, les principales banques centrales ont mis fin à leurs programmes d'assouplissement quantitatif (quantitative easing) et, par rapport à la direction qu'elles suivaient dans ce cadre, ont opéré un retour partiel en arrière. En Allemagne, cela a par exemple conduit à une augmentation du « free float » (part des titres en circulation) des obligations d'État, ce qui a accru leur disponibilité sur le marché. Parallèlement, de nombreuses banques centrales ont adopté une politique monétaire davantage axée sur les données économiques dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Cela a parfois entraîné de vives réactions du marché à la publication de nouvelles données économiques et a généralement accentué la volatilité des obligations d'État. Ces deux facteurs ont probablement contribué à l'élargissement des spreads. À cela s'ajoute le fait que beaucoup de pays qui sont des poids lourds économiques ont appliqué une politique budgétaire expansionniste qui a eu pour conséquence d'accroître l'offre d'emprunts d'État avec néanmoins un effet défavorable sur leur prix. L'on ne saurait cependant transposer directement cette analyse à la Suisse, d'autant moins que la BNS n'a pas pris de mesures d'assouplissement quantitatif concernant les emprunts fédéraux. Cela étant, il est évident qu'en Suisse aussi, les spreads ont connu le même phénomène d'élargissement qui s'est observé au niveau international.

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

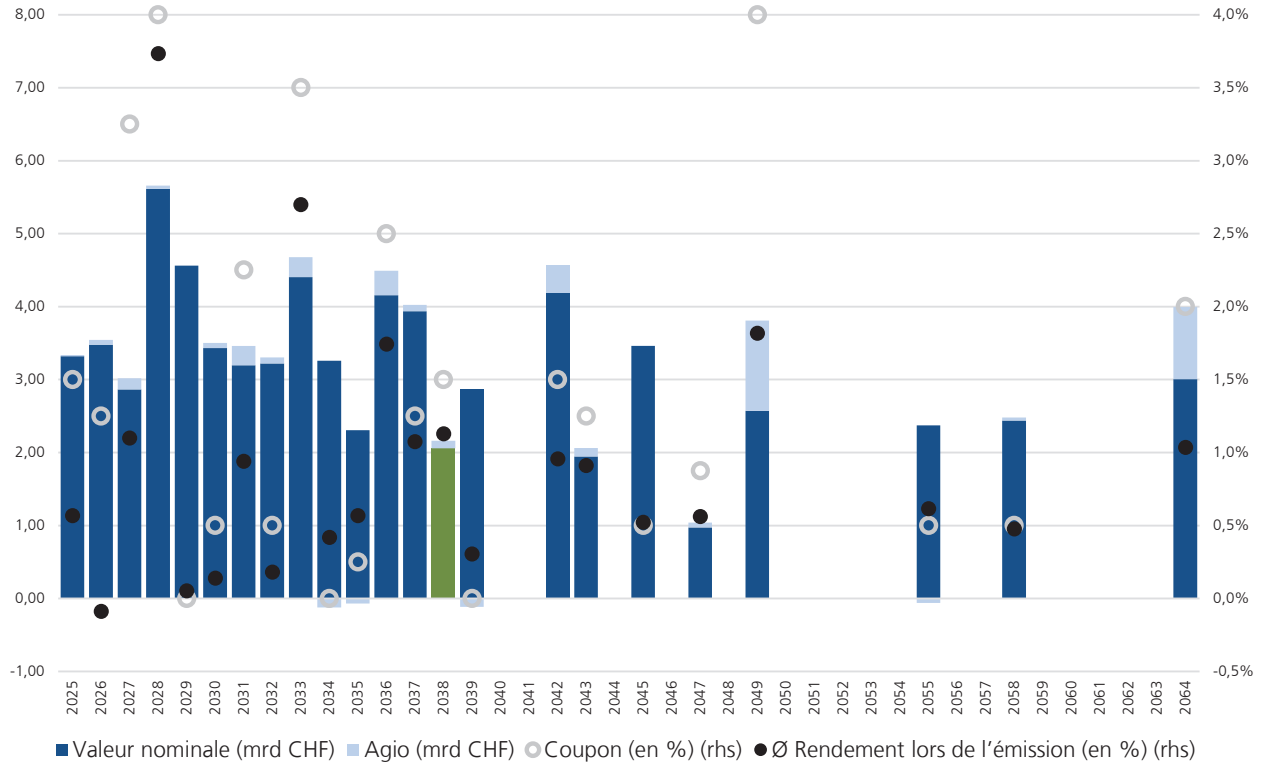



## Évolution des taux des emprunts d'État

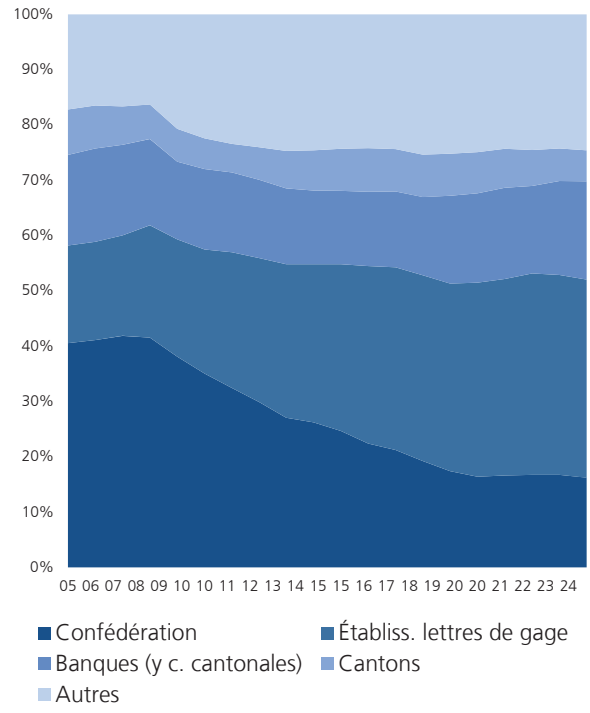



Données : Bloomberg

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

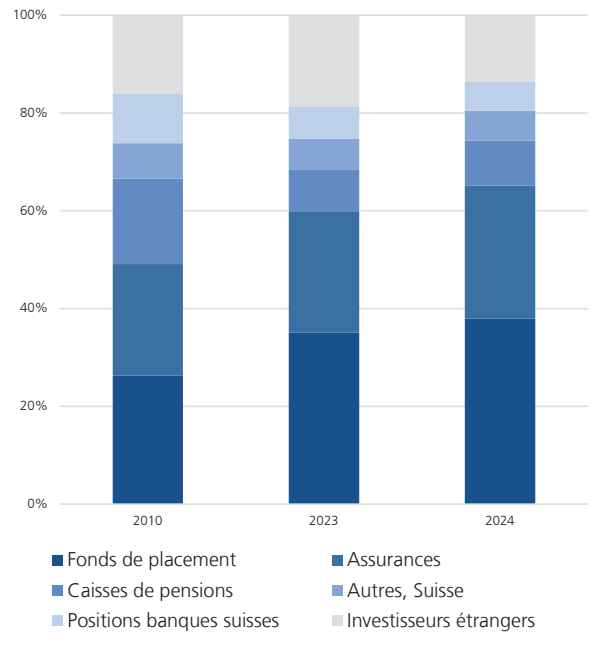



## Emprunts en circulation dans le segment domestique CHF




Données : SIX

## Base d'investisseurs des emprunts fédéraux




Données : BNS, calculs de l'administration

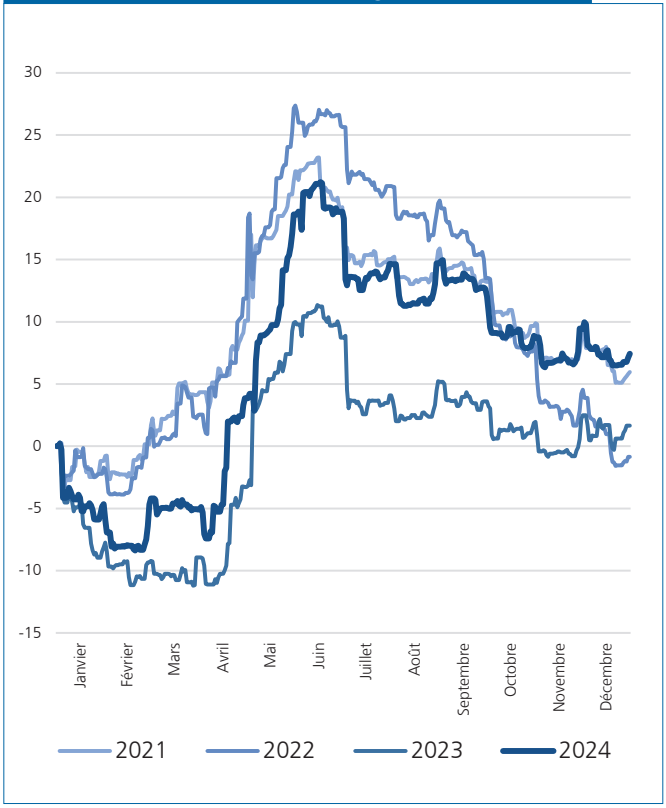
En 2024, comme l'année précédente, les plus grands émetteurs sur le marché suisse des emprunts ont été les établissements d'émission de lettres de gage (avec un volume d'émission total de quelque 21 milliards), suivis de la Confédération avec près de 5 milliards. La situation est analogue en ce qui concerne le volume des emprunts en circulation : la banque des lettres de gage figure en tête avec 95 milliards ; elle est suivie de près par la centrale de lettres de gage avec 83 milliards et la Confédération avec 74 milliards (titres pour compte propre vendus inclus).

## Besoins de financement et évolution des liquidités

Au début de 2024, la Confédération détenait un volant de liquidités de 15,6 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'Asset and Liability Committee (ALCO) et visant à encadrer l'évolution des moyens de trésorerie prévoyaient pour la fin de 2024 un niveau de liquidités relativement élevé et devant se situer entre 15 et 23 milliards. Ces importantes réserves de liquidités restent nécessaires pour 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.

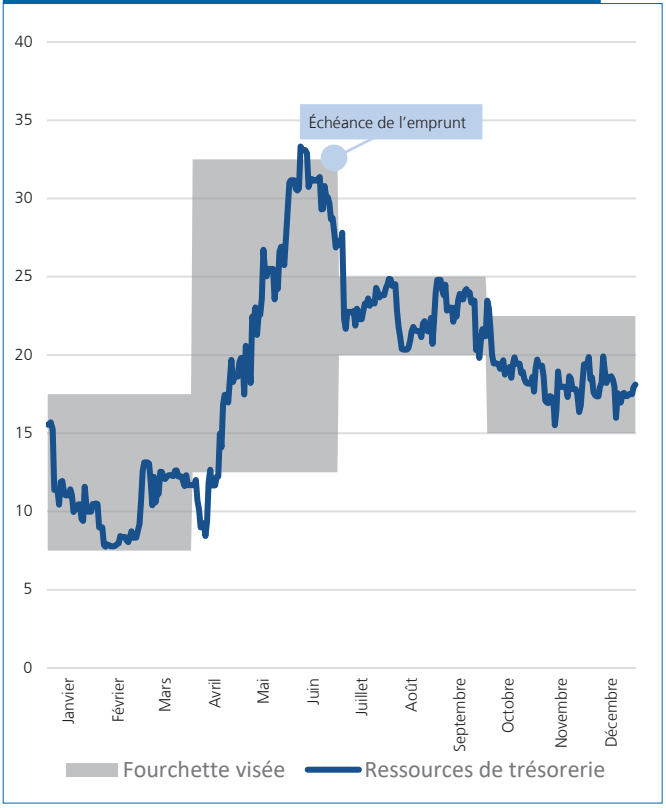
Afin de maintenir le volume des liquidités dans la fourchette souhaitée, l'Administration fédérale des finances (AFF) prévoyait d'émettre des emprunts sur le marché des capitaux pour un montant brut de 5 milliards dans le cadre du programme d'émission. Quant au volume des créances comptables à court terme (CCCT), il devait rester en 2024 dans une fourchette allant de 10 à 16 milliards. L'accroissement net de la dette à hauteur de 1,8 milliard visait principalement à couvrir les besoins de financement généraux de la Confédération.

**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 2024 en mrd**



Dans l'ensemble, les liquidités ont mieux évolué que ne le prévoyait la planification des moyens de trésorerie qui a servi de base pour le programme d'émission 2024. En conséquence, le volume des CCCT a été progressivement réduit de février jusqu'au début de l'été, puis maintenu à environ 10 milliards pour le restant de l'année, bien que la planification initiale prévoyait une augmentation graduelle à partir de la fin de l'été. Le volume d'émission d'emprunts obligataires, légèrement inférieur aux prévisions, a également contribué à atteindre le niveau de liquidité prévu.

**En 2024, l'évolution des liquidités s'est révélée meilleure que prévu.**

Avec le retour à un environnement de taux d'intérêt positifs en 2022, les schémas saisonniers de liquidité ont fortement changé. En particulier, pour l'impôt anticipé, les demandes de remboursement différées en raison du contexte de taux négatifs ont été rattrapées jusqu'en 2023. Cet effet de rattrapage n'a plus été observé en 2024.

## ■ 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. En 2024 également, la politique monétaire de la BNS est restée un sujet central. Après que le taux directeur de la BNS a atteint son point culminant en juin 2023, la Trésorerie fédérale a adapté sa stratégie de placements à court terme à l'évolution des conditions du marché et a poursuivi ses activités de placement, en continuant de s'attacher avant tout à exploiter au mieux les débouchés possibles sur les marchés compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt. 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 un an 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 2024, les dépôts à terme auprès de la BNS s'élevaient à 10,1 milliards, dont 1 milliard qu'il faut conserver en permanence auprès de la BNS pour couvrir les éventuels manques intrajournaliers de liquidités. En 2024, le volume des dépôts à terme a oscillé entre 2,6 et 28,25 milliards. À la fin de l'année, le montant des fonds placés s'élevait à 11,3 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. La Trésorerie fédérale est bien établie sur le marché des pensions de titres en francs suisses et peut compter sur un large cercle de contreparties. En 2024, on a dénombré 106 jours où l'on a conclu des opérations de pensions de titres, qui se sont réparties sur un total de 702 transactions. Les volumes négociés ont oscillé entre 35 millions et 2,2 milliards et ont atteint en moyenne journalière 570 millions. Sur un total de 702 transactions dénombrées, 83 % ont concerné des opérations overnight, ce qui témoigne de la nette prédominance des instruments de financement à court terme, 9 % ont concerné des opérations avec une échéance d'une semaine et 2 % ont concerné des opérations avec une échéance de deux semaines. Les opérations avec une échéance de plus de trois semaines ont généré 1 % seulement des transactions, et les opérations avec une échéance d'un mois 5 % des transactions. Cette répartition des transactions montre que la majeure partie d'entre elles correspondent à des échéances très courtes, et que les échéances plus longues ne revêtent qu'un caractère marginal. 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 points de base).

Par ailleurs, des opérations de dépôts à terme ont été conclues avec des contreparties sélectionnées avec soin (cantons et banques cantonales bénéficiant d'une garantie de l'État). Les montants concernés ont oscillé entre 50 et 400 millions de francs, et les échéances entre sept jours et cinq mois. Pour ce qui est des rendements moyens obtenus, ils ont été supérieurs de 12 à 25 points de base au taux OIS basé sur le SARON déterminant pour l'échéance correspondante.

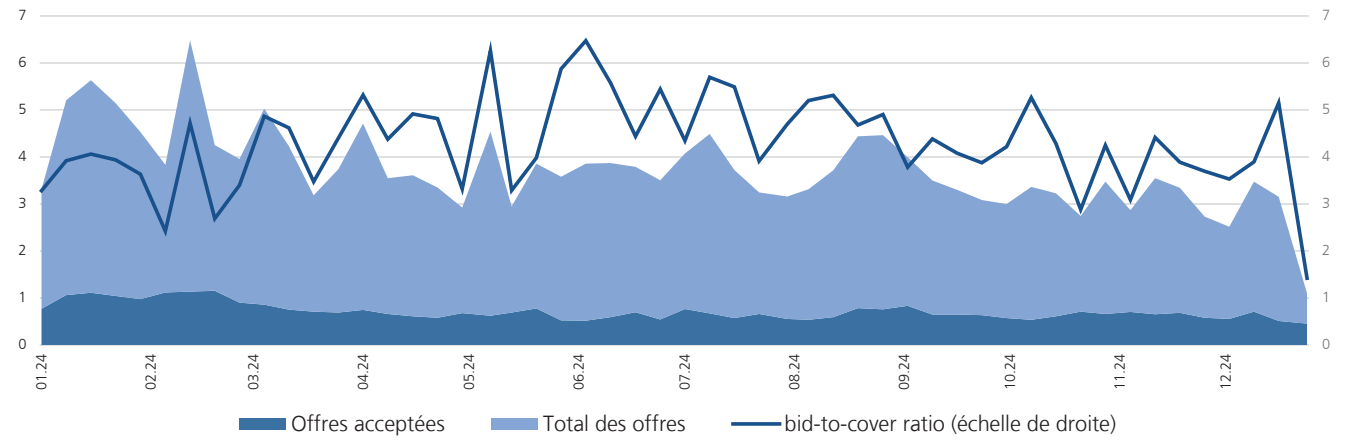
**Pensions de titres**
Les pensions de titres (repurchase agreements ou repos) sont des transactions financières dans lesquelles des garanties (par exemple des obligations) sont échangées contre des prêts pour une période déterminée. Elles consistent généralement en deux opérations, une opération au 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 journellement. La Trésorerie fédérale participe au marché des pensions de titres depuis le début de l'année 2019.

## Prêts de trésorerie

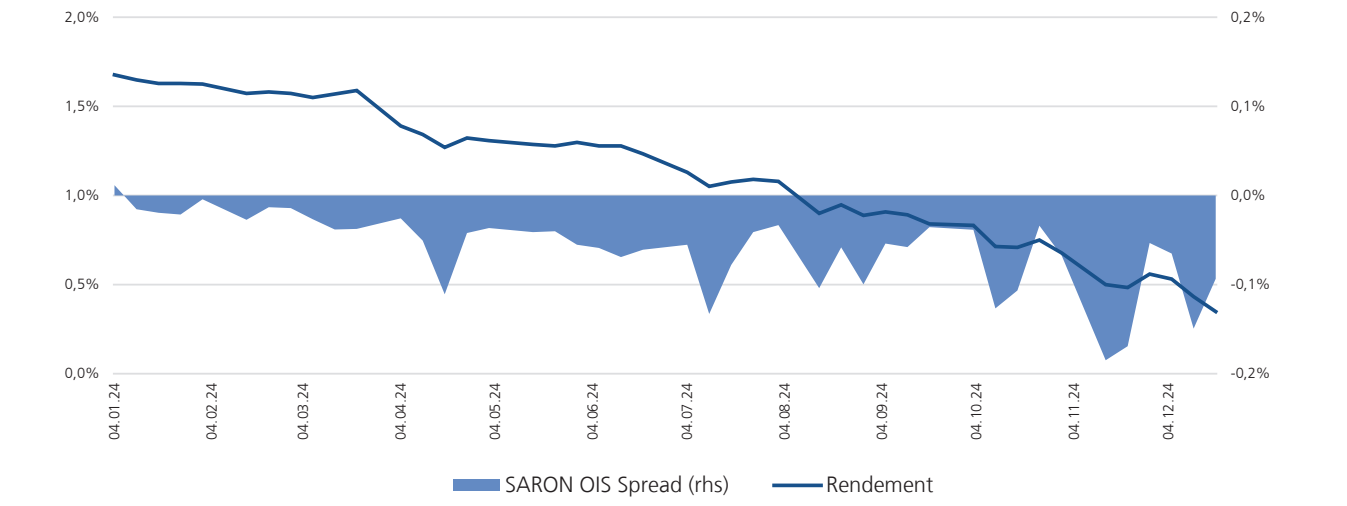
La Trésorerie fédérale peut rattacher des unités de l'administration fédérale décentralisée qui tiennent leur propre comptabilité à la trésorerie centrale pour la gestion de leurs liquidités. Ce principe s'applique également aux organisations qui, en vertu d'une base légale spéciale, peuvent placer des 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 de risque. En 2024, 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 6,5 à 7,6 milliards dans le cas des CFF et de 5,1 à 4,4 milliards dans le cas du FIF.  Ainsi, à la fin de l'année, des prêts de trésorerie d'un montant total de 12,0 milliards étaient en cours.

# Créances comptables à court terme

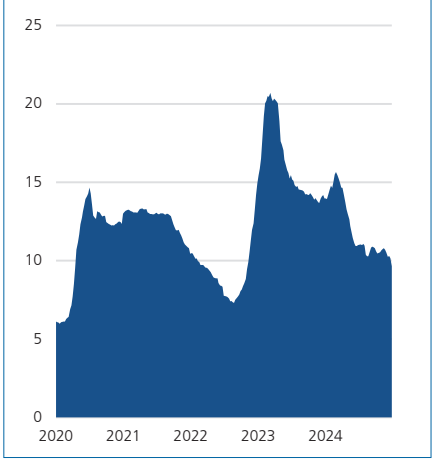
## Appels d'offres en mrd



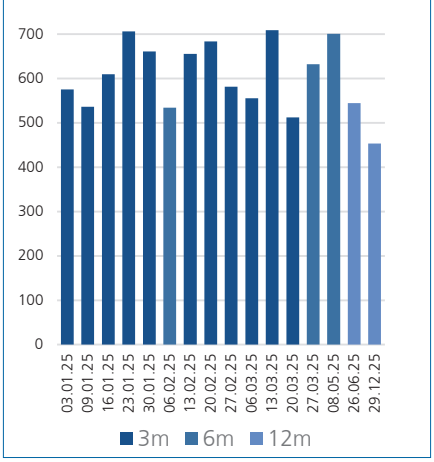

## Rendements en % (CCCT 3 mois)



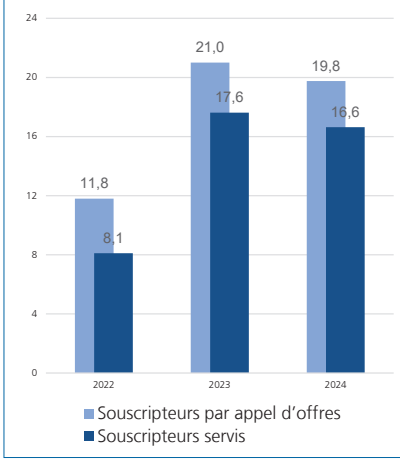

## Encours en mrd




## Profil d'échéances fin 2024 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. Selon le programme d'émission 2024, le volume des CCCT devait se maintenir durant l'année dans une fourchette allant de 10 à 16 milliards (fourchette 2023 : 12 à 18 milliards). Proche des 14 milliards en début d'année, le volume des CCCT en circulation était tombé à quelque 9,7 milliards en fin d'année.

L'évolution des émissions de CCCT s'est caractérisée en 2024 par une certaine stabilité et efficacité ainsi que par une nette focalisation sur les objectifs fixés. En application des prescriptions du programme de financement, la Trésorerie fédérale s'est attachée à réduire progressivement l'encours des engagements à court terme, qui est resté durant 2024, sauf en fin d'année, dans la fourchette définie allant de 10 à 16 milliards. Les entrées saisonnières de fonds, en particulier celles résultant de paiements d'impôts, ont exigé, d'une part, de lisser les pics de liquidités pour revenir à un volume conforme aux exigences en matière de liquidités et, d'autre part, d'adapter de manière flexible les volumes d'émission. La demande suscitée par les CCCT émises s'est maintenue à un niveau satisfaisant, même si le volume moyen des offres a légèrement diminué au fil de l'année. En dépit des ajustements modérés apportés, les mécanismes d'appel d'offres ont conservé leur efficacité, et le volume moyen émis était en adéquation avec les conditions du marché.

En 2024, les conditions de financement se sont beaucoup améliorées, notamment sous l'effet des mesures de politique monétaire prises par la BNS qui se sont traduites par plusieurs réductions des taux. Les rendements des CCCT ont ainsi affiché l'an dernier une claire tendance à la baisse. Alors qu'ils étaient encore proches de 1,7 % à la fin de 2023 et qu'ils se sont maintenus à un niveau relativement stable supérieur à 1,6 % durant les premiers mois de 2024, ils ont amorcé à partir de mars un recul progressif qui s'est accentué au cours de l'année. À la fin du mois de mars, les rendements ont chuté pour la première fois de manière massive pour tomber à 1,3 %. Au deuxième trimestre, ils oscillaient entre 1,39 % et 1,23 %. Un tournant marquant est survenu fin juin, lorsque le rendement des CCCT à un an est passé sous la barre des 1 %. Au second semestre, la tendance à la baisse s'est poursuivie ; les rendements étaient inférieurs à 0,9 % en août et à 0,8 % en septembre. L'évolution de la situation s'est révélée particulièrement frappante au quatrième trimestre : alors qu'ils avaient déjà chuté à 0,5 % en novembre, les rendements ont encore drastiquement diminué en décembre pour tomber à leur niveau le plus bas à la mi-décembre, à 0,35 %. En 2024, les rendements ont été en moyenne de 1,06 % (pondérés par le volume : 1,13 %). Les volumes d'émission moindres, conjugués à des taux d'intérêt plus faibles, ont beaucoup fait baisser les charges d'intérêts. L'an dernier, les charges d'intérêts générées par les CCCT se sont élevées à 162 millions, contre 214 millions en 2023. Les spreads avec les taux de référence (taux OIS basé sur le SARON) ont atteint en moyenne - 5,5 points de base dans une fourchette relativement large allant de - 18,5 points de base à + 0,4 point de base.De manière générale c'est au dernier trimestre de l'année que l'on a enregistré les spreads les plus négatifs, ce qui pointe vers une corrélation avec l'écart de taux de base entre devises (cross-currency basis spread).

**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.

En résumé, le programme de CCCT a une fois de plus démontré une flexibilité et une efficacité remarquables en 2024. Il a permis de bien gérer les fluctuations saisonnières de liquidités de façon à maintenir un volume conforme aux exigences en matière de liquidités. Il a également permis d'atteindre les objectifs de financement. Parmi les instruments employés par la Trésorerie fédérale, le programme de CCCT apporte donc une aide indispensable.

**Lorsque les taux directeurs et les volumes d'émission baissent, les charges d'intérêts diminuent elles aussi considérablement.**

## ■ Levées de fonds sur le marché des capitaux

Selon le programme d'émission publié au début du mois de décembre 2023, les besoins de financement de la Confédération pour 2024 s'élevaient à un montant nominal de 5 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 titres détenus pour compte propre en fonction de la situation. Ces fonds devaient permettre de couvrir les besoins de financement de la Confédération avoisinant les 4 milliards et correspondant au remboursement de l'emprunt arrivé à échéance en 2024 (3,2 milliards) ainsi qu'aux besoins généraux de financement de la Confédération. Les fonds levés devaient également servir à financer la réduction de l'encours des CCCT à hauteur d'un milliard.

En 2024, la Confédération a émis un total de 23 emprunts fédéraux lors de onze appels d'offres, pour un montant nominal de 4,8 milliards, dont 37 millions tirés de la vente de titres détenus pour compte propre. À la fin de l'année, le volume des emprunts fédéraux en circulation (titres détenus pour compte propre vendus inclus) représentait donc 73,6 milliards, soit environ 1,6 milliard de plus que l'année précédente (2023 : 72,0 milliards). Le rendement des emprunts fédéraux émis en 2024 s'est établi en moyenne à 0,62 % (2023 : 1,20 %), et la durée résiduelle moyenne à 16,8 ans (2023 : 15,1 ans).

**Le rendement moyen des emprunts fédéraux émis en 2024 s'est élevé à 0,62 %.**

**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.

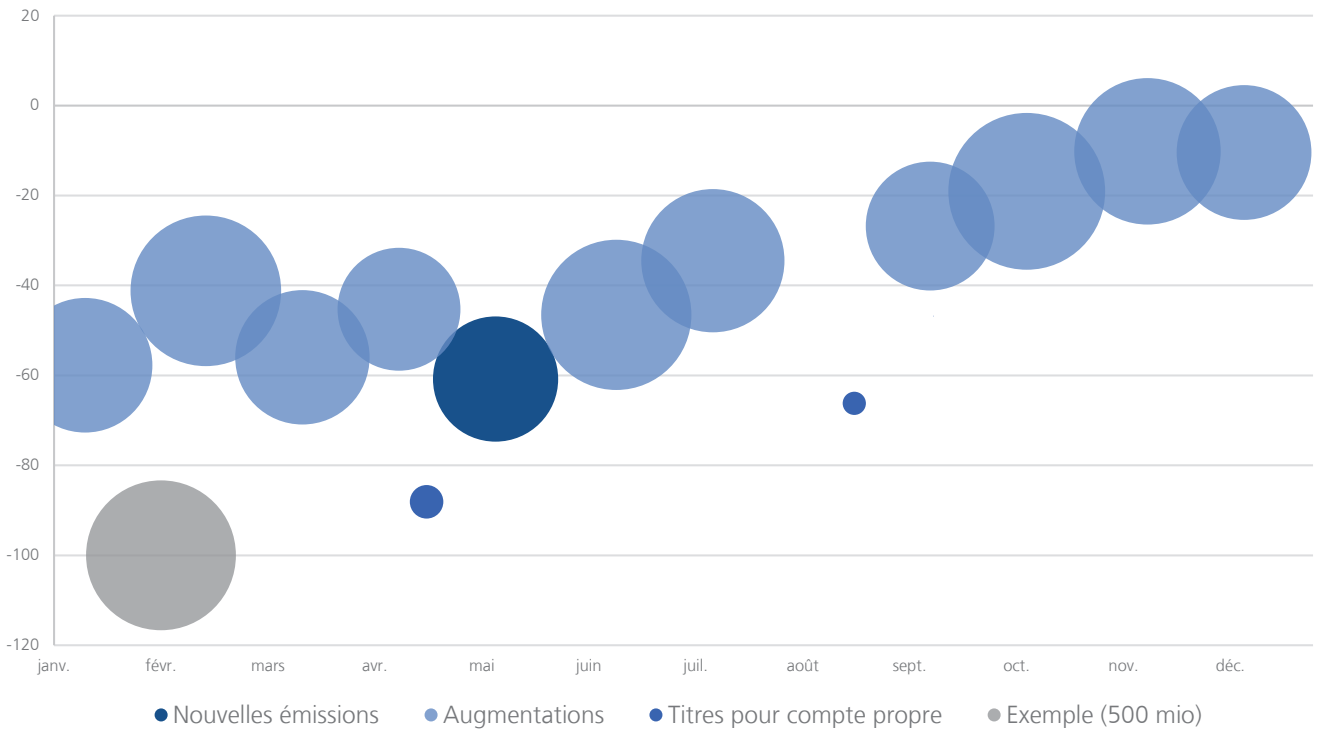
Les emprunts fédéraux sont cotés à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange. Depuis l'été 2022, ils sont émis sous la forme de titres intermédiés sur la base non plus de certificats globaux, mais de droits-valeurs. La Confédération détient un volume limité de titres appelés titres détenus pour compte propre. Lors des appels d'offres, la Confédération peut se réserver une partie de l'émission pour couvrir des besoins ultérieurs. Ces titres détenus pour compte propre peuvent être vendus 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 titres de ce type qui sont 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.

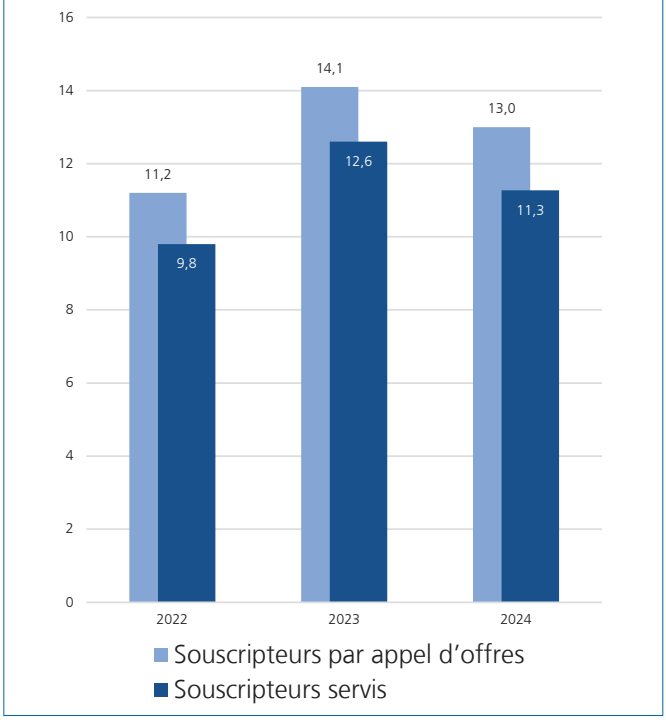
Les modalités d'émission des emprunts fédéraux verts introduits en 2022 sont les mêmes que pour les emprunts traditionnels. En conséquence, une fois que l'on a procédé à la première émission d'un emprunt vert, on peut l'augmenter régulièrement par le biais d'appels d'offres pour garantir la liquidité 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.

# Évolution du marché primaire des emprunts fédéraux

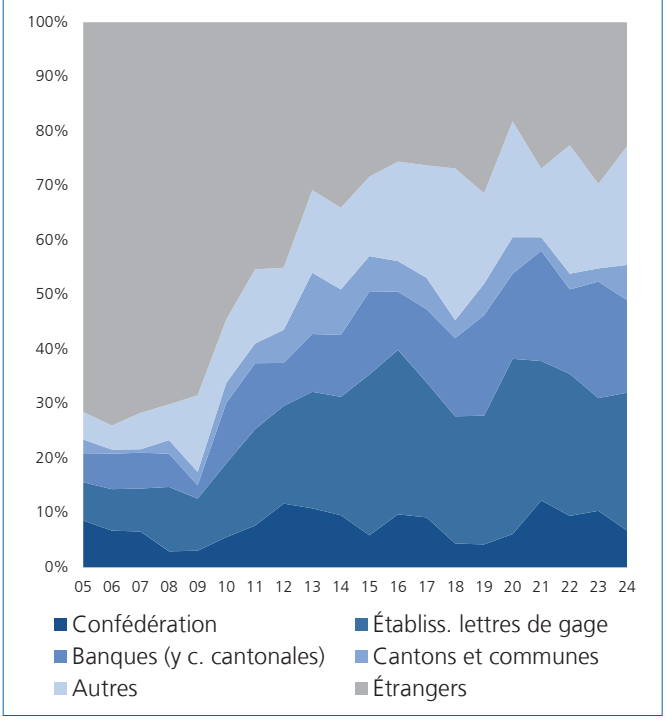
## Écart par rapport au swap lors des appels d'offres, pondéré par le volume (en pb)




## Nombre moyen de souscripteurs




## Part des emprunts fédéraux sur le marché primaire CHF



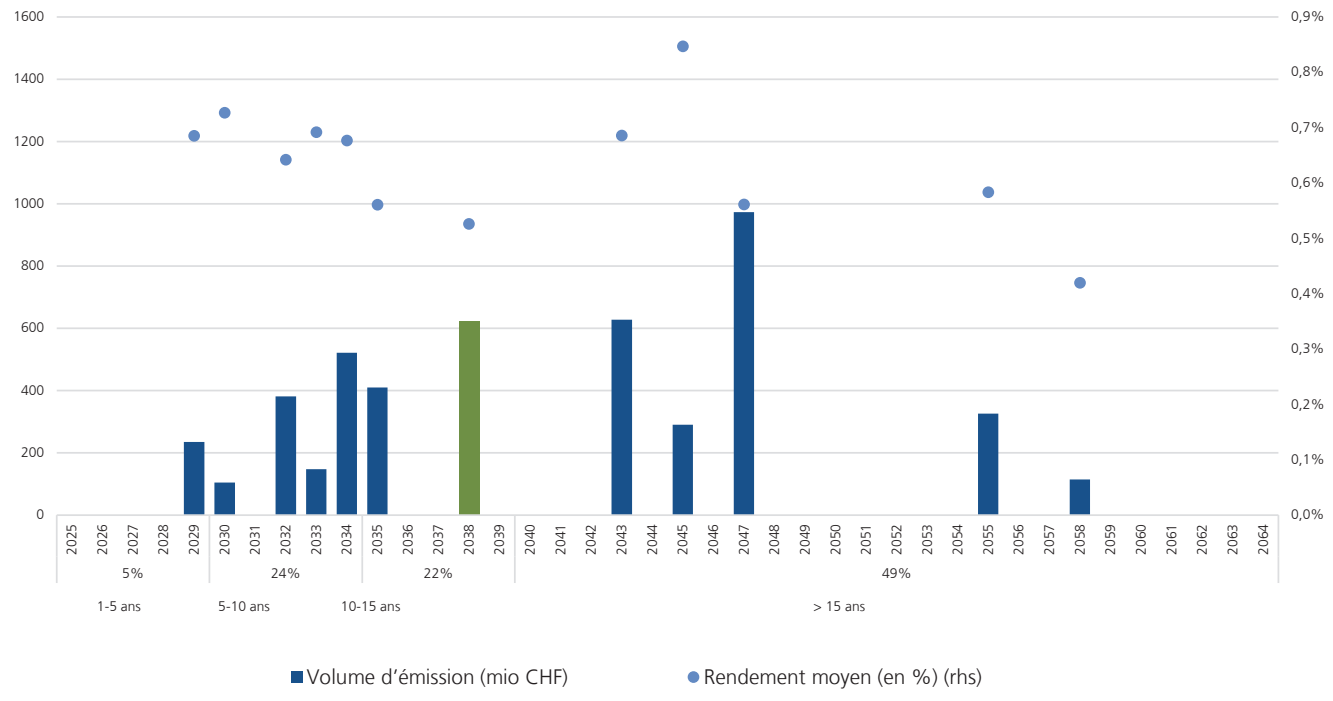

Données : BNS

# Appels d'offres d'emprunts 2024

## Résultats des appels d'offres

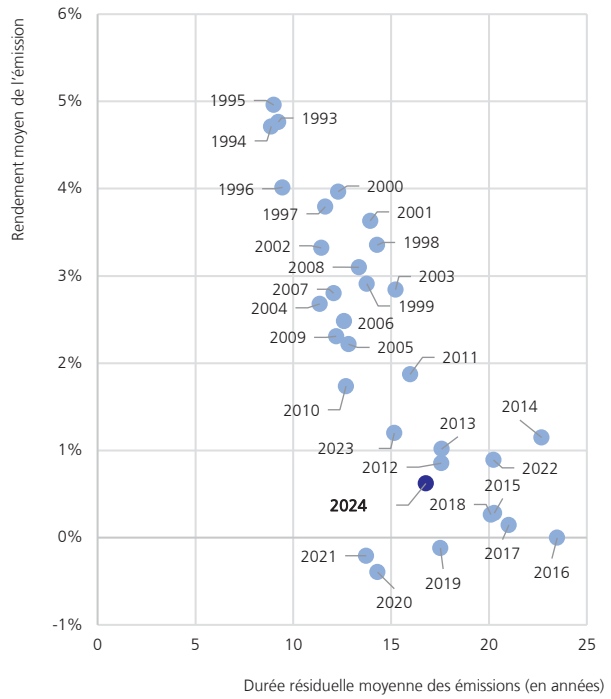
| Appel d'offres | Émission | Coupon | Échéance | Volume d'émission (mio CHF) | Total en cours (mio CHF) | Rendement | Spread to Swap | Bid-to-Cover |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10.01.2024 | Conf. 26.10.22 / 38 | 1,500 % | 26.10.2038 | 207,6 | 1 645,0 | 0,821 % | -55,6 | 1,5 |
| 10.01.2024 | Conf. 24.05.17 / 55 | 0,500 % | 24.05.2055 | 195,7 | 2 243,4 | 0,700 % | -60,0 | 1,3 |
| 14.02.2024 | Conf. 27.06.18 / 32 | 0,500 % | 27.06.2032 | 215,0 | 3 056,4 | 0,824 % | -33,6 | 1,7 |
| 14.02.2024 | Conf. 28.06.17 / 45 | 0,500 % | 28.06.2045 | 290,1 | 3 460,2 | 0,847 % | -46,8 | 2,4 |
| 13.03.2024 | Conf. 08.04.03 / 33 | 3,500 % | 08.04.2033 | 147,9 | 4 403,9 | 0,692 % | -49,9 | 2,7 |
| 13.03.2024 | Conf. 28.06.23 / 43 | 1,250 % | 28.06.2043 | 254,3 | 1 574,5 | 0,699 % | -59,5 | 2,4 |
| 10.04.2024 | Conf. 27.05.15 / 30 | 0,500 % | 27.05.2030 | 104,9 | 3 433,4 | 0,727 % | -33,1 | 1,1 |
| 10.04.2024 | Conf. 23.06.21 / 35 | 0,250 % | 23.06.2035 | 231,4 | 2 127,2 | 0,670 % | -50,8 | 2,0 |
| 08.05.2024 | Conf. 22.05.24 / 47 | 0,875 % | 22.05.2047 | 349,0 | 349,0 | 0,686 % | -60,8 | 2,4 |
| 12.06.2024 | Conf. 26.06.19 / 34 | 0,000 % | 26.06.2034 | 298,0 | 3 034,6 | 0,826 % | -43,6 | 2,1 |
| 12.06.2024 | Conf. 28.06.23 / 43 | 1,250 % | 28.06.2043 | 204,5 | 1 778,9 | 0,830 % | -50,8 | 1,7 |
| 10.07.2024 | Conf. 22.06.16 / 29 | 0,000 % | 22.06.2029 | 235,1 | 4 562,4 | 0,686 % | -22,4 | 2,2 |
| 10.07.2024 | Conf. 22.05.24 / 47 | 0,875 % | 22.05.2047 | 221,7 | 570,6 | 0,616 % | -47,3 | 2,0 |
| 11.09.2024 | Conf. 27.06.18 / 32 | 0,500 % | 27.06.2032 | 166,7 | 3 223,1 | 0,408 % | -21,9 | 1,2 |
| 11.09.2024 | Conf. 26.10.22 / 38 | 1,500 % | 26.10.2038 | 202,9 | 1 847,9 | 0,436 % | -30,8 | 1,4 |
| 09.10.2024 | Conf. 26.06.19 / 34 | 0,000 % | 26.06.2034 | 223,3 | 3 258,0 | 0,477 % | -16,4 | 1,1 |
| 09.10.2024 | Conf. 22.05.24 / 47 | 0,875 % | 22.05.2047 | 209,4 | 780,0 | 0,499 % | -21,0 | 1,2 |
| 09.10.2024 | Conf. 30.05.16 / 58 | 0,500 % | 30.05.2058 | 114,7 | 2 438,2 | 0,420 % | -20,7 | 1,6 |
| 13.11.2024 | Conf. 23.06.21 / 35 | 0,250 % | 23.06.2035 | 178,4 | 2 305,6 | 0,420 % | -9,4 | 1,4 |
| 13.11.2024 | Conf. 28.06.23 / 43 | 1,250 % | 28.06.2043 | 168,6 | 1 947,5 | 0,491 % | -10,4 | 1,2 |
| 13.11.2024 | Conf. 24.05.17 / 55 | 0,500 % | 24.05.2055 | 130,6 | 2 374,0 | 0,409 % | -10,9 | 1,6 |
| 11.12.2024 | Conf. 26.10.22 / 38 | 1,500 % | 26.10.2038 | 211,0 | 2 058,8 | 0,323 % | -9,9 | 1,8 |
| 11.12.2024 | Conf. 22.05.24 / 47 | 0,875 % | 22.05.2047 | 193,5 | 973,5 | 0,341 % | -11,0 | 1,6 |
| **Total** | | | | 4753,8 | | 0,622 % | -36,1 | 1,8 |

## Durées et rendements

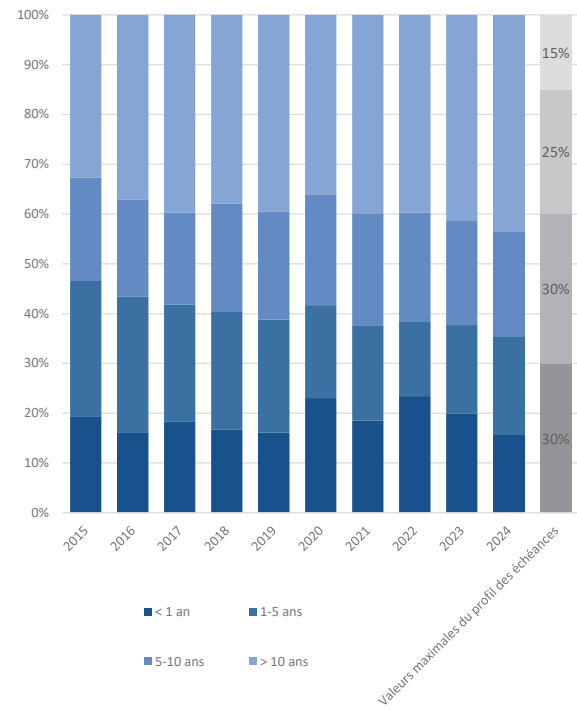


# Durée totale et durée résiduelle

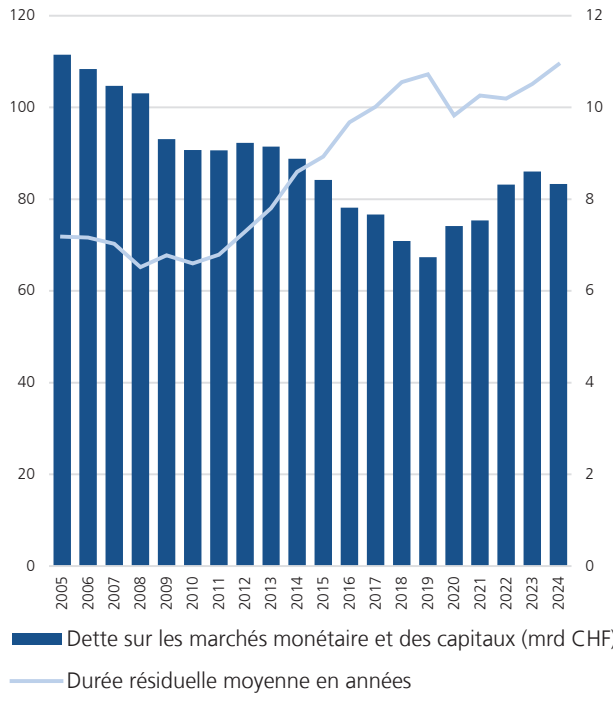
## Durée et rendement des emprunts fédéraux



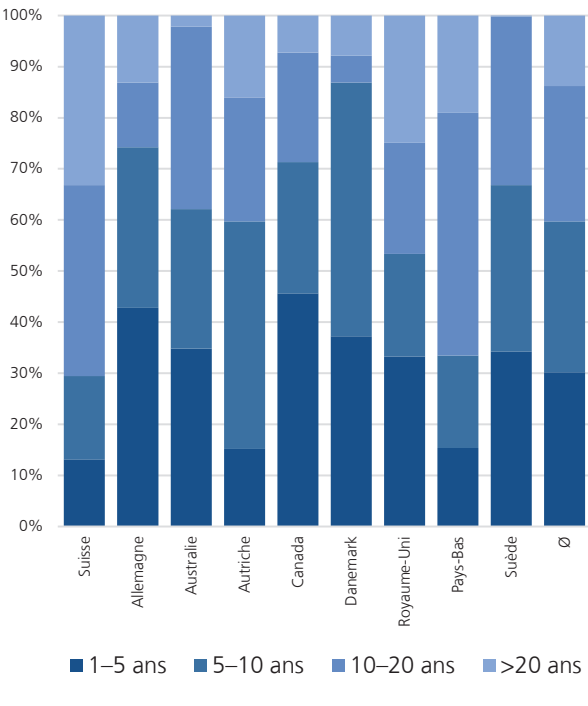

## Profil des échéances de la dette fédérale sur le marché




## Durée résiduelle de la dette fédérale sur le marché

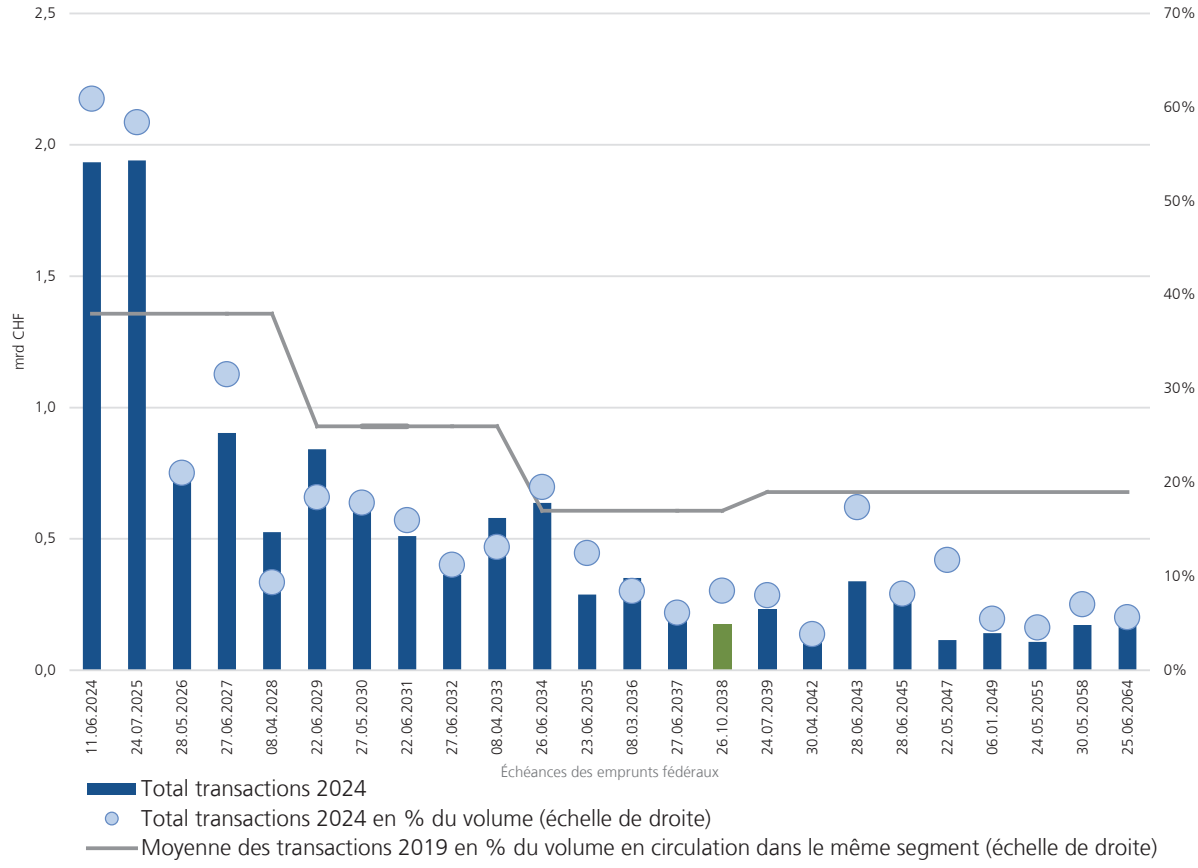



## Durée des emprunts d'État (émis en 2024)

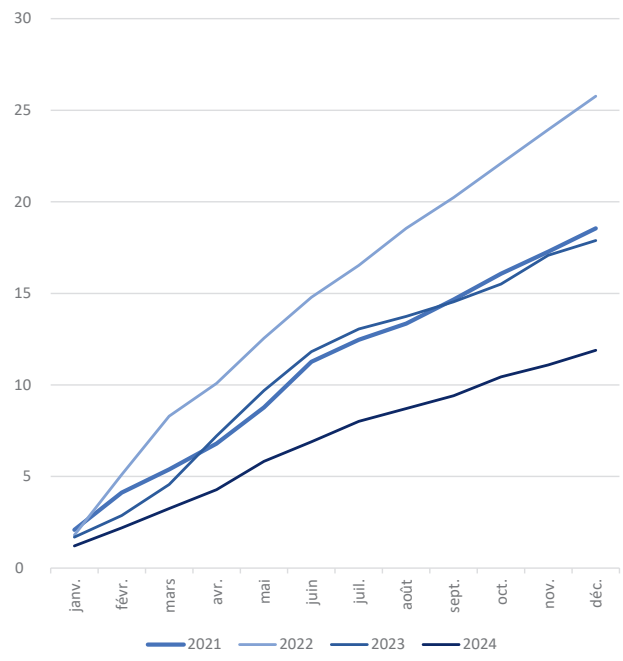


# Évolution du marché secondaire des emprunts fédéraux

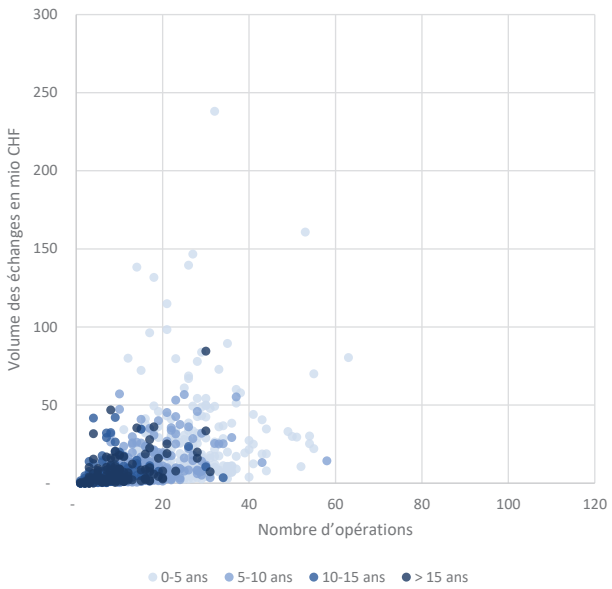
## Volume des emprunts fédéraux sur le marché secondaire




## 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 doit 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 titres détenus pour compte propre peuvent être acquis 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 2024, la Trésorerie fédérale a organisé onze appels d'offres. Les deux dates d'émission facultatives (octobre et décembre) ont été confirmées. Lors de huit de ces appels d'offres, deux emprunts ont été proposés à l'émission à chaque fois, tandis qu'à deux dates ce sont trois obligations qui ont été proposées à chaque fois. Par ailleurs, en mai un nouvel emprunt qui arrivera à échéance en 2047 a été proposé. Afin de focaliser l'attention sur celui-ci, la Trésorerie fédérale n'a pas émis d'autres emprunts à cette date. Au total, ce sont donc 23 emprunts qui ont été émis, pour un montant nominal de 4,8 milliards (2023 : 8,3 milliards). Le rendement moyen pondéré par le volume des emprunts proposés s'est établi à 0,62 % (2023 : 1,20 %). Alors qu'en 2023, les taux d'intérêt globalement plus élevés s'étaient traduits par un disagio de quelque 0,1 milliard, en 2024, une prime d'émission (agio) d'environ 0,2 milliard a pu être réalisée. on a pu encaisser des primes (agios) avoisinant les 0,2 milliard. Ce retournement de situation s'explique par le fait que les rendements sur le marché des capitaux se sont inscrits en forte baisse en 2024.

Les différentes échéances des emprunts émis en 2024 selon le système des appels d'offres se situaient entre les années 2029 et 2058. Tous les segments de maturité ou presque 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 titres détenus pour compte propre, était de 16,8 ans (2023 : 15,1 ans). Cette durée moyenne résiduelle des émissions, plutôt longue, montre que le plus grand volume a été émis sous forme d'obligations à long terme. Ainsi, près de 2,3 milliards, soit près de 50 % des émissions, concernaient des obligations avec une durée supérieure à 15 ans, tandis qu'environ 1 milliard, soit près de 22 %, concernaient des obligations affichant une durée de 10 à 15 ans.

La stratégie d'émission définie comme optimale pour la Trésorerie fédérale fixe la durée résiduelle moyenne 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 2024 à 16,8 ans, l'objectif visé a été manqué de peu. Cette situation tient à plusieurs facteurs. D'une part, la demande d'emprunts fédéraux à court terme s'est avérée relativement faible en 2024, ce qui pourrait s'expliquer par le fait qu'il y avait dans ce segment pour les investisseurs d'autres alternatives aux emprunts de la Confédération où le rendement était plus élevé avec un niveau de solvabilité également très bonne. D'autre part, comme en 2023, la courbe des taux des emprunts fédéraux était largement inversée. Il s'ensuit que les rendements des emprunts avec des échéances plus

longues se sont maintenus à des niveaux analogues, voire parfois inférieurs, aux niveaux des rendements offerts pour les emprunts avec des échéances plus courtes. Financièrement, il était donc moins avantageux d'émettre des emprunts avec des échéances plus courtes faute de compensation par des coûts moindres du risque accru en matière de variation des taux. Qui plus est, comme l'année précédente, ce sont les emprunts émis sur le segment du long terme qui ont suscité la plus forte demande de la part des investisseurs en 2024. Par ailleurs, compte tenu de la durée résiduelle moyenne des emprunts émis par le biais d'appels d'offres l'an dernier, la durée résiduelle moyenne était, en 2024 aussi, nettement supérieure à la moyenne en comparaison internationale.

### Augmentation des coûts de financement relatifs

En 2024 par rapport à 2023, les coûts de financement relatifs de la Confédération (mesurés selon la différence entre le taux de rendement et le taux swap) ont augmenté, une augmentation qui s'est fait sentir tout particulièrement au second semestre. À ce moment-là en effet, le spread pondéré par le volume n'était plus que de - 20 points de base, alors qu'il avoisinait encore les - 51 points de base au premier semestre. Cet élargissement du spread a été observé l'année dernière sur le marché primaire suisse, indépendamment des notations et des secteurs. Il s'explique probablement, d'une part, par l'activité d'émission soutenue sur le marché primaire suisse et, d'autre part, par les développements intervenus sur le plan international en matière de politique monétaire et de politique budgétaire. Ainsi, la fin des programmes d'assouplissement quantitatif dans plusieurs pays a entraîné une augmentation des emprunts d'État en circulation sur les marchés (« free float »)et, partant, une augmentation de l'offre, si bien que les spreads se sont élargis. Par ailleurs, les déficits publics élevés dans nombre de pays et, par conséquent, les volumes importants de nouvelles émissions poussent encore davantage à la hausse l'offre d'emprunts d'État. Malgré le fait que la BNS n'a jamais pris de mesures d'assouplissement quantitatif concernant les emprunts fédéraux, ceux-ci n'ont probablement pas été épargnés par l'élargissement des spreads observé dans le monde. En moyenne annuelle, le spread pondéré par le volume s'est établi aux alentours de - 36 points de base (2023 : - 63 points de base).

Pour ce qui est de la structure des détenteurs des emprunts fédéraux, le pourcentage d'investisseurs étrangers a diminué par rapport à l'année précédente pour tomber à 14 % (2023 : 19 %). Ce sont toujours les investisseurs suisses qui détiennent la majeure partie des emprunts fédéraux (86 %, contre 81 % en 2023). Les positions propres des banques suisses se sont établies à environ 6 %, donc au même niveau qu'en 2023. Toujours par rapport à 2023, le nombre moyen de participants aux appels d'offres ainsi que le nombre de contreparties servies sont en léger recul, ce qui lié, notamment, à la baisse des besoins de financement et au plus faible volume d'émission qui en a résulté en 2024. Le bid-to-cover ratio (rapport entre les offres et le volume adjugé) s'est inscrit à 1,8, soit à peu près au même niveau que les années précédentes.

La demande moyenne par emprunt émis a avoisiné les 371 millions en 2024, ce qui correspond à une réduction de près de 30 % par rapport à l'année précédente (2023 : 533 millions). Le volume moyen adjugé s'est donc lui aussi réduit pour tomber aux environs de 207 millions (2023 : 338 millions). Cette évolution n'est guère surprenante sachant que le volume d'émission était en forte baisse par rapport à 2023. À l'aune du nombre de transactions déclarées par l'intermédiaire de SIX, l'activité de négoce d'emprunts fédéraux sur le marché secondaire a diminué. En 2024 en effet, le volume a chuté aux alentours de 12,4 milliards (2023 : 18 milliards). Cela étant, comme les transactions effectuées sur le marché secondaire ne sont pas toutes déclarées via SIX, il n'est pas possible de faire un suivi fiable de l'évolution du volume du marché secondaire.

### Vente de titres détenus pour compte propre

En comparaison avec 2023, les ventes de titres détenus pour compte propre se sont inscrites en nette baisse en 2024. Au total, deux transactions ont permis de vendre des titres pour compte propre pour un montant nominal de 37 millions (2023 : 200 millions). Les titres vendus avaient des échéances fixées à 2049 et à 2064, mettant ainsi l'accent sur des échéances qui se situent donc dans la partie longue de la courbe des taux. Le rendement moyen pondéré par le volume était de 0,43 % et la durée résiduelle moyenne de 40,1 ans (2023 : 1,16 %, 16,4 ans).

Comme les années précédentes, la Trésorerie fédérale n'a donc fait en 2024 qu'un usage plutôt sporadique de la vente de titres détenus 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 et qu'elle a, en conséquence, estimé durant l'année qu'elle était en bonne voie pour atteindre l'objectif en matière d'émission, fixé à 5 milliards. Bien qu'elle ait moins eu recours à cet instrument ces dernières années, la Trésorerie fédérale continuera à l'avenir de vendre des titres détenus pour compte propre aux conditions du marché aux contreparties, si celles-ci le demandent, entre deux dates d'émission. À condition toutefois que les besoins de financement de la Confédération soient avérés.

**Emprunts fédéraux désormais détenus pour compte propre**

La Trésorerie fédérale a converti les dernières tranches propres en titres détenus pour compte propre à la fin du mois d'août 2024. Ces titres correspondent à des emprunts libérés, ce qui n'était pas le cas des tranches, et se prêtent à d'autres utilisations. L'aspect du financement figure au premier plan : la Confédération peut se servir des titres détenus pour compte propre comme garantie (collateral) lorsqu'elle lève des fonds sur le marché des pensions de titres, ce qui lui permet de disposer d'un instrument supplémentaire pour gérer ses besoins en liquidités à court terme. De plus, elle peut mettre des emprunts fédéraux détenus pour compte propre à la disposition des acteurs du marché suisse des pensions de titres, ce qui contribue à accroître la liquidité du négoce des emprunts fédéraux. Enfin, la Confédération a toujours la possibilité de placer des emprunts fédéraux auprès d'acteurs du marché en dehors du calendrier d'émission régulier. Une différence réside dans le fait que la libération de tranches propres est une transaction qui s'effectuait sur le marché primaire, tandis que la vente d'emprunts fédéraux détenus pour compte propre se fait sur le marché secondaire.

### 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 2024, 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 2024 est paru le deuxième 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 peut être téléchargé sur le site Internet de l'AFF.

## ■ Gestion des devises

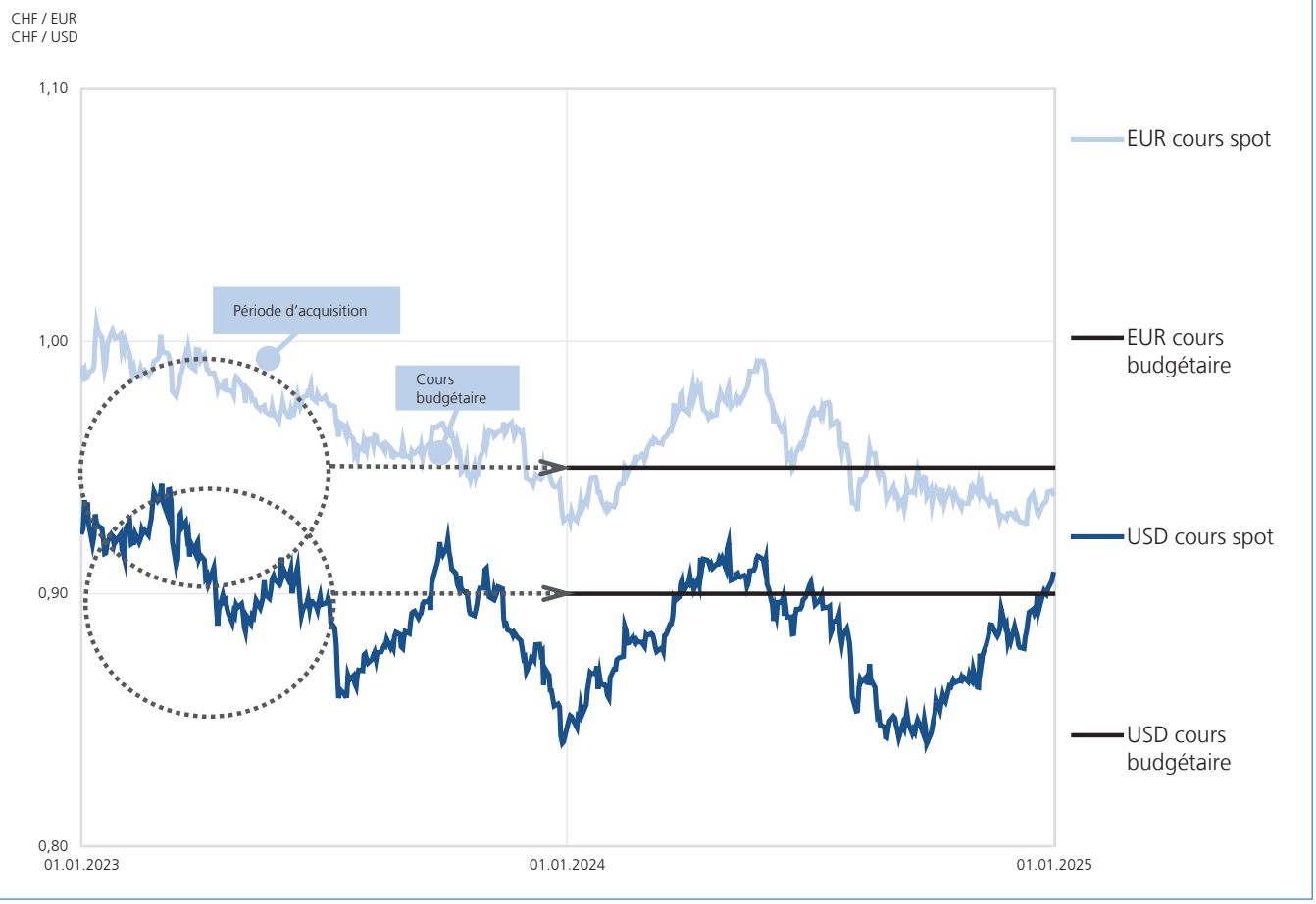
Depuis 1998, l'acquisition et la couverture systématique des besoins en devises de l'administration fédérale sont assurées de manière centralisée par la Trésorerie fédérale. L'AFF estime qu'il n'est généralement pas possible de prévoir l'évolution du cours des devises. C'est pourquoi la Trésorerie fédérale 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 2024, un total de 691 millions d'euros et de 869 millions de dollars américains ont été achetés à terme en 2023. Sur cette base le cours budgétaire pour l'année 2024 a ainsi été fixé à 0,95 franc pour un euro et à 0,90 franc pour un dollar. La phase de couverture a débuté en février 2023 et le cours au comptant (spot) de l'euro est alors monté jusqu'à atteindre presque son plus haut niveau annuel de 1,01 franc. L'euro s'est ensuite continuellement déprécié au fil de l'année. À l'issue de la phase de couverture (juillet), le cours de l'euro s'établissait à 0,96 franc. Il n'était plus que de 0,93 franc en fin d'année. Avec un cours moyen au comptant de 0,95 franc pour un euro constaté sur l'ensemble de l'année 2024, l'euro se situait

**Gestion des devises**




Données : : Bloomberg

à peu près au cours budgétaire fixé en 2023 et au cours d'acquisition atteint la même année. Rétrospectivement, la couverture a entraîné des coûts d'opportunité de près de 3 millions de francs. Pendant la phase de couverture, le dollar est monté pour atteindre lui aussi en février presque son plus haut niveau annuel de 0,94 franc. Il s'est toutefois ensuite fortement déprécié jusqu'à tomber à 0,86 franc en juillet, avant de remonter pour s'échanger à 0,92 franc au début du mois d'octobre. Par la suite, le dollar s'est en revanche de nouveau fortement déprécié. En fin d'année, il avait chuté à 0,84 franc, son niveau le plus bas. À 0,88 franc pour un dollar, le cours moyen au comptant en 2024 a été certes inférieur au cours budgétaire, mais légèrement supérieur au cours d'acquisition moyen. La couverture a ainsi généré des gains d'opportunité de 4 millions de francs.

Les montants libellés en euros que les unités administratives avaient prévus en 2023 lors du processus budgétaire ont été dépassés d'environ 11 % en 2024. Les paiements en dollars américains ont en revanche été inférieurs d'approximativement 8 % à ce qui avait été budgétisé. 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 35 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 avoisinant les 264 millions de francs, soit 0,75 % du volume couvert.

À la fin de 2023, il a été décidé de couvrir non plus 100 %, mais 90 % des montants libellés en euros et en dollars prévus lors du processus budgétaire. Cette mesure vise à éviter les surcouvertures. Il s'ensuit qu'en 2024, ce sont 537 millions d'euros et 816 millions de dollars américains qui ont été achetés à terme pour l'exercice budgétaire 2025, ce qui correspond à 90 % des montants libellés en devises qui ont été prévus lors du processus d'établissement du budget. Le cours budgétaire a été fixé à 0,95 franc pour un euro et à 0,85 franc pour un dollar.

**Pour l'exercice budgétaire 2025, un total de 537 millions d'euros et de 816 millions de dollars américains ont été achetés à terme.**

### 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 2024, une opération spéciale libellée en dollars américains d'un montant équivalant à environ 133 millions de francs a été effectuée pour le Département fédéral des affaires étrangères. À la fin de 2024, 22 opérations spéciales étaient encore en cours pour un montant de 7,5 milliards de francs (dollars américains, euros et couronnes suédoises) ; ce montant est inférieur à celui de l'année précédente (approximativement 8,3 milliards de francs).

# 10,9

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'Asset and Liability Committee (ALCO) définit l'activité d'émission et, partant, la durée des nouvelles opérations. Ainsi que le prévoit la directive applicable, la durée résiduelle moyenne des nouveaux emprunts émis est fixée à douze ans et la part des CCCT dans le volume de la dette contractée sur le marché monétaire et le marché des capitaux à 15 %.

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 notamment 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 d'intérêt**
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 d'intérêt de 4 points de pourcentage (« explosion des taux »). De plus, les effets d'un scénario dans lequel les taux d'intérêt se maintiennent à leur niveau actuel (« intérêts constants ») sont également évalués.

Les intérêts passifs correspondent à des dépenses sur lesquelles ni le Conseil fédéral ni le Parlement ne peuvent exercer une 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, dans le cas du scénario d'explosion 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 2023, l'utilisation du budget prévu pour les risques a augmenté en moyenne annuelle de 16 millions pour atteindre 403 millions.

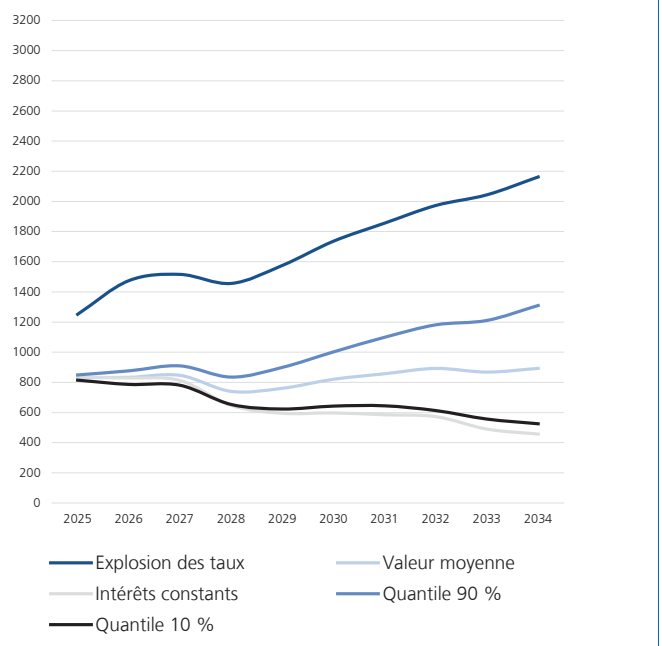
Comme en 2023, les taux ont présenté en 2024 sur le marché monétaire et le marché des capitaux une courbe souvent inversée. En conséquence, la Trésorerie fédérale a eu tendance à privilégier les emprunts avec des échéances plus longues. La durée résiduelle moyenne des nouveaux emprunts émis s'est établie à 16,8 ans, de sorte que l'objectif fixé à 12 ans n'a pas pu être atteint. En revanche, la part des CCCT dans le volume de la dette contractée sur le marché monétaire et le marché des capitaux est tombée à 11,6 % et, donc, en deçà de l'objectif correspondant, qui est de 15 %. Le fait que la durée résiduelle des nouveaux emprunts émis est plus longue et la part des CCCT plus faible par rapport aux objectifs fixés est globalement le reflet d'un comportement moins risqué de la part de la Trésorerie fédérale.

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

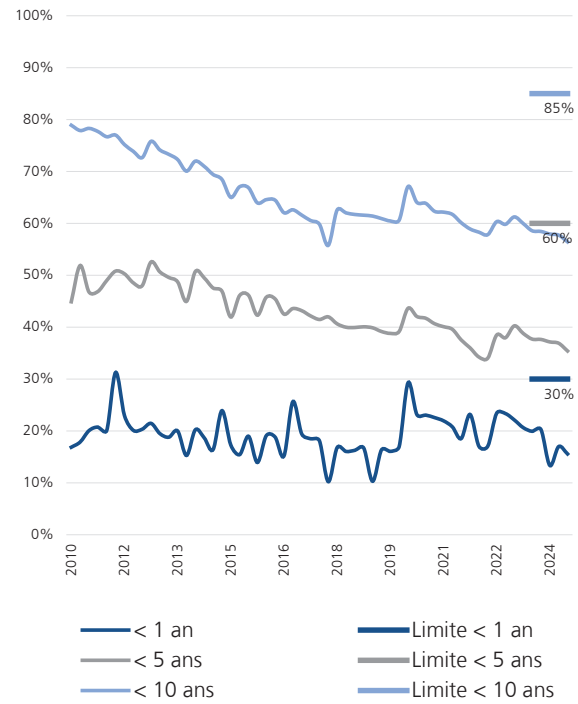
Le budget prévu pour les risques de variation des taux d'intérêt est de 500 millions cumulés sur quatre ans. Ce chiffre tient compte de la propension au risque et de la tolérance au risque de la Confédération, c'est-à-dire de sa capacité à compenser une hausse des dépenses d'intérêts sans devoir prendre 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 2024, ce risque de taux d'intérêt a été évalué à 403 millions (moyenne sur les quatre trimestres).

**Le budget prévu pour les risques n'est pas entièrement épuisé, même si son utilisation a augmenté.**

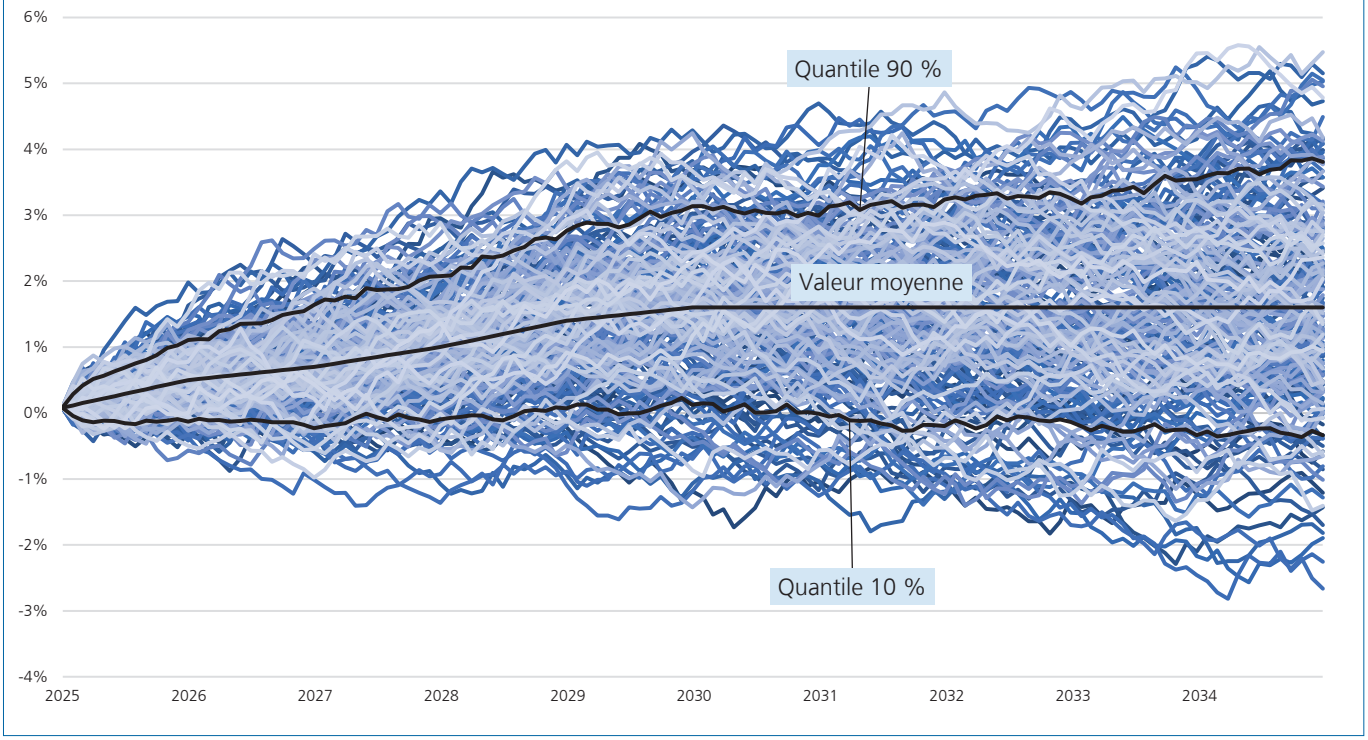
## Projection des charges d'intérêts en mio




## 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. En 2024, la part de la dette qui doit être refinancée à < 1 an, < 5 ans et < 10 ans a diminué de 3 à 4 points de pourcentage. Cette baisse résulte directement de la réduction qui s'est opérée en 2024 dans le volume de CCCT, lequel s'est amoindri de 4,3 milliards. Par rapport à l'année précédente, la part de la dette à refinancer à < 1 an s'est contractée de 4 points de pourcentage pour s'établir fin 2024 à 16 % du volume de la dette fédérale sur le marché. Elle demeure par conséquent nettement en dessous de la limite autorisée de 30 %. En ce qui concerne les parts de la dette qui doivent être refinancées à < 5 ans et à < 10 ans, elles ont diminué en comparaison avec 2023 pour tomber respectivement à 35 % et 56 % de la dette sur le marché et se situent 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 des objectifs prévus par cette convention.

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

La durée résiduelle moyenne du portefeuille de dettes a augmenté par rapport à 2023, sachant qu'elle est passée de 10,5 à 10,9 ans. Cet allongement résulte principalement de la diminution du volume de CCCT, qui est passé de 14,0 à 9,7 milliards. Pour ce qui est des emprunts, leur durée résiduelle s'est légèrement raccourcie (12,3 ans contre 12,5 ans).

Les principales agences de notation donnent la note maximale à la solvabilité de la Confédération. Même si la situation sur le marché était défavorable, la Confédération parviendrait 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.

**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.

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.

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

Depuis la fin de 2023, les volumes d'euros et de dollars américains prévus par les unités administratives lors du processus budgétaire ne sont plus couverts à 100 %, mais seulement à 90 %, l'objectif étant d'éviter les surcouvertures.

En 2024, on a enregistré des écarts d'environ 10 % entre les montants libellés en euros et en dollars américains que les unités administratives avaient prévus lors de l'établissement du budget et les besoins effectifs. Le volume effectif d'euros s'est ainsi révélé supérieur de quelque 11 % et le volume effectif de dollars américains inférieur d'approximativement 8 % à ce qui avait été budgété. Des comparaisons régulières effectuées entre les valeurs budgétisées et les valeurs effectives permettent d'analyser les écarts en cours d'année et, le cas échéant, de les limiter en procédant aux transactions adéquates.

La Trésorerie fédérale a couvert les besoins en devises découlant des deux grosses opérations spéciales effectuées dans le domaine de la défense (avions de combat F-35A et système de défense sol-air Patriot) au moyen de contrats à terme (forwards) de courte durée. Ceux-ci sont ensuite reconduits via des opérations de swap sur devises jusqu'aux différentes échéances de paiement. Le risque lié au taux d'intérêt qui en résulte (risque de variations de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la Suisse) est régulièrement évalué. Ce risque a légèrement augmenté en 2024.

### 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 instruments 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 2024, les limites ont toujours été respectées.

À la fin de 2024, les fonds de trésorerie s'élevaient à 18,1 milliards. Ces fonds sont en grande partie placés auprès de la BNS (sous forme de dépôts à terme ou sur le compte de virement à la BNS) et ne sont donc exposés à aucun risque. Par ailleurs, des fonds d'un total de 1,65 milliard sont placés auprès de banques cantonales et d'administrations cantonales des finances.

Les valeurs de remplacement positives découlant des instruments dérivés sur devises et sur taux d'intérêt ont progressé l'année dernière, passant de 0,6 million à 296,9 millions à la fin de décembre 2024. L'an dernier, le taux de change franc-dollar américain a augmenté de 0,84175 à 0,90625 franc, de sorte que le coût de la couverture du risque de change a lui aussi fortement augmenté. En particulier, les opérations de couverture liées au règlement d'achats d'armes réalisés dans le cadre du programme Air2030 (avions de combat F-35A et missiles de défense Patriot) présentent une valeur de remplacement positive élevée. 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.

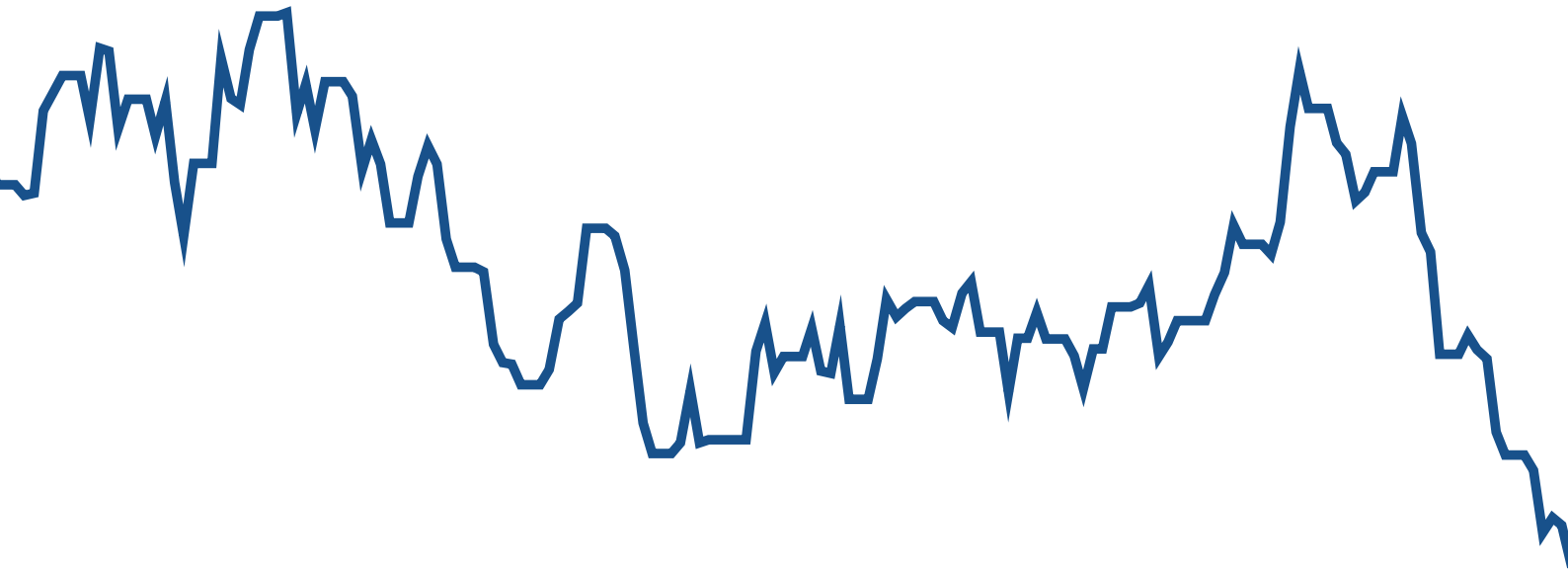
**Les risques de contrepartie de la Confédération sont minimisés par des échanges de garanties avec compensation des marges sur une base quotidienne.**

# Perspectives

Les perspectives des marchés des taux pour 2025 sont entourées de grandes incertitudes. En particulier, la réorientation de la politique économique et commerciale américaine après le changement de gouvernement intervenu en janvier 2025 pourrait mettre l'économie internationale face à plusieurs défis. Aux États-Unis mêmes, les rendements des emprunts d'État sont déjà à la hausse dans l'expectative d'un creusement des déficits budgétaires et d'un resserrement de la politique commerciale. Parallèlement, l'économie continue d'enregistrer une croissance robuste. Aussi les attentes que nourrissaient les marchés de voir la Fed abaisser rapidement son taux directeur se sont-elles évaporées. De fait, à l'issue de sa première réunion de 2025, la Fed a interrompu son processus de normalisation de la politique monétaire.

La situation se présente différemment en Europe. L'économie allemande, en particulier, souffre de la conjoncture industrielle actuelle et se développe faiblement. Selon les derniers chiffres des indicateurs, l'économie européenne a même connu un coup d'arrêt à la fin de 2024 alors que l'inflation sous-jacente dans la zone euro reste supérieure à la cible de la BCE. Dans ce contexte d'inflation accrue et de croissance atone, la BCE a récemment décidé d'abaisser une nouvelle fois son taux directeur. Deux espaces économiques qui comptent parmi les principaux partenaires commerciaux de la Suisse appliquent donc des politiques monétaires qui sont de plus en plus éloignées l'une de l'autre.

Pour ce qui est de la Suisse, les marchés s'attendent actuellement à ce que la BNS réduise une nouvelle fois son taux directeur de 25 points de base. Il pourrait donc y avoir un retour des taux en territoire négatif. La concrétisation, ou non, de ce scénario dépendra non seulement de l'évolution de l'inflation, mais aussi, entre autres, de la différence de taux entre la zone euro et la Suisse. Si la BCE devait abaisser encore davantage son taux directeur, la BNS pourrait lui emboîter le pas pour contrer une appréciation du franc suisse et parer aux risques déflationnistes.

Outre la politique monétaire, c'est aussi la politique budgétaire qui promet de susciter l'attention en Suisse en 2025. En effet, à la fin du mois de janvier 2025, le Conseil fédéral a adopté le projet destiné à la consultation concernant le programme d'allégement budgétaire 2027. Les mesures qu'il propose permettront d'alléger les finances fédérales de 2,7 milliards de francs en 2027 et de 3,6 milliards en 2028, et d'en rétablir ainsi l'équilibre. Faute de mesures, la Confédération risque d'enregistrer à moyen terme des déficits structurels qui pourraient atteindre 3 milliards, vu que les dépenses augmentent beaucoup plus rapidement que les recettes. C'est pourquoi le programme d'allégement budgétaire se concentre, pour plus de 90 %, sur les dépenses. Les quelque 300 millions de recettes supplémentaires prévues proviennent, pour l'essentiel, de la suppression ou de la réduction d'exonérations fiscales et d'allégements fiscaux. L'administration fédérale participera elle aussi à l'assainissement des finances à hauteur de 300 millions, en opérant notamment des économies dans le domaine du personnel. Si rien n'est fait, les exigences constitutionnelles du frein à l'endettement ne pourront plus être respectées.

À l'issue d'intenses discussions menées dans le cadre du débat budgétaire, le Parlement est parvenu à adopter un budget pour 2025 conforme aux exigences du frein à l'endettement. En tenant compte du budget extraordinaire, le budget 2025 prévoit au total un déficit de financement de 800 millions. Celui-ci sera financé principalement par une hausse de la dette sur le marché des capitaux. Conformément au programme d'émission publié à la fin du mois de novembre 2024, il est prévu en 2025 d'émettre des emprunts pour un montant nominal de 4 milliards, si bien que la dette de la Confédération sur le marché des capitaux augmentera de nouveau légèrement (+ 0,7 milliard). 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 facultatives. 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. Les appels d'offres pour les CCCT se feront à un rythme hebdomadaire.