

RAPPORT ANNUEL 2002

**Service Public Fédéral Finances
Administration de la Trésorerie
30, avenue des Arts
1040 Bruxelles**

<http://treasury.fgov.be/interdette/>

TABLE DES MATIERES

Avant-propos du Ministre des Finances	5
Les grands chiffres de la dette fédérale 2001-2002	7
Partie I: Evolution économique, finances publiques et organisation des marchés financiers de la Belgique en 2002	9
1. Evolution économique en 2002	9
2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2002	11
3. Réforme des marchés secondaires	15
Partie II: Stratégie de financement du Trésor	17
1. Les besoins de financement du Trésor en 2002	17
2. Les moyens de financement du Trésor en 2002	19
3. Les grandes lignes de la stratégie	19
3.1. Objectifs de liquidité et de transparence	19
3.2. Gestion des risques et Directives Générales	25
Partie III: Données techniques	31
1. Le marché primaire de la dette de l'Etat fédéral en euro	31
1.1. La dette à moyen et long termes en euro	31
a. Les obligations linéaires	32
b. Les Bons d'Etat	45
c. Les "Bons du Trésor – Fonds de vieillissement"	47
1.2. La dette à court terme en euro	47
a. Les certificats de Trésorerie	47
b. Les "Belgian Treasury Bills" ("BTB") et le marché interbancaire en euro	50
2. Le marché secondaire de la dette de l'Etat fédéral en euro	52
2.1. Le marché secondaire des obligations linéaires	52
2.2. Le marché secondaire des certificats de Trésorerie	53
2.3. Le marché secondaire des Bons d'Etat	54
2.4. Le marché belge des opérations de cession-rétrocession ("repo")	54
3. L'amortissement de la dette directe en euro	57
4. La dette en monnaies étrangères	59
4.1. La dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	60
4.2. La dette à court terme en monnaies étrangères	61
5. La dette débudgétisée et la dette garantie	62
Partie IV: Les évolutions organisationnelles	65
Glossaire	67
Annexes: Tableaux statistiques, listes des dealers en valeurs du Trésor, établissements placeurs et organigramme du département de la dette de l'Etat fédéral	70

**AVANT-PROPOS DE DIDIER REYNDERS,
MINISTRE DES FINANCES**

L'année 2002 a débuté par un événement historique : l'introduction au 1er janvier des pièces et billets libellés en euros. Le passage du franc belge à la nouvelle unité monétaire s'est passé dans l'enthousiasme général. Les craintes qui avaient été émises par certains ne se sont pas réalisées ; au contraire, les avantages d'une monnaie commune à douze pays ont été très vite perçus non seulement par le monde économique et financier mais aussi par la plupart des citoyens.

Sur le plan macro-économique, le début de l'année avait aussi été encourageant et les prévisions tablaient sur un retour progressif de la croissance à un niveau plus soutenu. Malheureusement, ces espoirs ont été déçus ; une grande instabilité s'est installée qui a progressivement miné la confiance. La détérioration de la croissance jointe à l'incertitude grandissante liée à l'évolution de la situation géopolitique ont eu un impact négatif sur les économies ; cette situation n'a fait que s'aggraver dans la seconde moitié de l'année. Les pays de la zone euro n'ont pas échappé au climat général de morosité et plusieurs ont vu leurs finances publiques se détériorer de façon sensible.

Dans ce contexte, la situation de notre pays apparaît comme satisfaisante, surtout si on la compare avec la plupart des pays voisins. Les objectifs fixés dans le Pacte de Stabilité et de Croissance ont été largement atteints en Belgique avec des finances publiques 2002 en équilibre, voire en léger excédent. L'évolution à la baisse des charges de la dette publique fédérale y a contribué dans une mesure appréciable, et ceci sans accroître le niveau des risques encourus. Elles ont en 2002 diminué de près de 200 millions d'EUR et le taux d'intérêt moyen pondéré s'est de nouveau contracté.

Le rapport annuel de la dette publique fédérale, que j'ai le plaisir de présenter pour la quatrième fois, expose d'une manière synthétique et sous forme de graphiques la stratégie de financement du Trésor mise en œuvre en 2002 et les opérations réalisées par l'Agence de la dette. Il constitue un instrument précieux d'information et contribue à assurer la transparence de la gestion de la dette publique.

Il montre notamment que les bons résultats de 2002 ne sont pas fortuits ; ils sont le fruit de la réforme en profondeur de la gestion de la dette publique fédérale. La réduction structurelle du niveau de l'endettement de la Belgique est une réalité depuis plusieurs années. Grâce à des produits liquides et modernes, l'Agence de la dette belge a réussi à bien se positionner dans le marché et à y faire reconnaître son savoir-faire. Les conditions des financements obtenus par la Belgique n'ont cessé de s'améliorer par rapport aux emprunts de référence des autres souverains comme en témoigne le retrécissement spectaculaire du spread de l'OLO à 10 ans par rapport aux emprunts de même durée émis par l'Allemagne et la France. Le placement de la dette grâce à l'appui de l'ensemble des Primary dealers en valeurs du Trésor a continué de s'internationaliser, non seulement dans d'autres pays européens mais également dans des régions du monde comme l'Asie du Sud-Est, le Japon et le Canada.

De nouveaux projets sont à l'étude au sein de l'Agence de la dette en ce qui concerne des produits pouvant être émis pour répondre aux besoins d'investisseurs tout en offrant un coût de financement approprié pour l'Etat. La stimulation du marché secondaire des titres de la dette publique continue également de retenir l'attention. La réforme en cours de l'administration publique fédérale offre l'opportunité de développer des synergies au sein du département de la dette pour en augmenter l'efficacité et réduire les coûts de fonctionnement. Pour la fin de l'année, ce département réintégrera les locaux rénovés de l'Administration générale de la Trésorerie. Le personnel pourra bénéficier d'un environnement de travail plus agréable et disposer des techniques modernes en matière d'informatique et de bureautique.

Le chemin parcouru par notre pays depuis 1993 est impressionnant. Malgré une baisse du taux d'endettement de presque 40 points de pourcentage en une période de 10 ans, le niveau d'endettement de la Belgique reste encore nettement plus élevé que la moyenne européenne. Il ne convient donc pas de relâcher les efforts.

La poursuite de la réduction de la dette doit rester une priorité, pour dégager des ressources supplémentaires et ainsi pouvoir faire face aux grands défis de la société, notamment la diminution de la pression fiscale trop lourde qui pèse sur notre taux d'activité et les conséquences du vieillissement de la population. Grâce à l'expertise et au dévouement du personnel du Trésor en matière de gestion de la dette, d'une part, et à la poursuite d'une politique permettant de dégager d'une manière structurelle des excédents budgétaires, d'autre part, la Belgique pourra affronter les grands défis de demain et assurer aux prochaines générations un avenir serein.

Le Ministre des Finances,



Didier REYNDERS

Les grands chiffres de la dette fédérale (en milliards d'EUR ou en %, au 31 décembre)

	31/12/2002	31/12/2001
I. Encours des principaux instruments de la dette		
1. Encours brut de la dette fédérale	262.75	257.16
- Financements et placements du Trésor	2.29	1.50
- Titres en portefeuille	4.99	1.71
- Réserve pour placements	0.00	0.06
- Financement Fonds des Rentes	0.09	0.06
Encours net de la dette fédérale	255.38	253.83
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR :	257.29	250.08
- Obligations linéaires (OLO)	197.36	185.73
- Emprunts classiques	12.15	17.35
- Bons d'Etat	8.35	7.12
- Certificats de Trésorerie	27.00	26.95
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	1.09	0.00
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	0.35	0.70
- Emprunts privés interbancaires et divers	9.12	8.70
- Dette émise en ex-devises "zone euro"	0.76	2.21
- Dette émise en devises et swappées en EUR	1.11	1.32
- En % de la dette en EUR :		
- Obligations linéaires (OLO)	76.71%	74.27 %
- Emprunts classiques	4.72%	6.94 %
- Bons d'Etat	3.25%	2.85 %
- Certificats de Trésorerie	10.49%	10.77 %
- Autres	4.83%	5.17 %
B. Instruments en monnaies étrangères :	5.46	7.08
- Dette à long et moyen termes	3.59	5.00
- "Belgian Treasury Bills" en devises	1.87	2.08
- Autres dettes à court terme	0.00	0.00
II. Evolution de l'encours net de la dette de l'Etat fédéral sur l'année		
1. Evolution (en milliards d'EUR)	1.55	4.00
- Solde net à financer (SNF)	1.78	1.85
- Reprise de dettes	0.04	1.70
- Différences de change	-0.12	0.06
- Capitalisation d'intérêts	0.05	0.46
- Opérations avec le FMI	-0.23	- 0.55
- Divers	0.03	0.48
2. Evolution (en %)	+ 0.59%	+ 1.60%

	31/12/2002	31/12/2001
III. Caractéristiques de la dette de l'Etat fédéral		
1. Rating octroyé par les différentes agences de rating		
- rating pour le long terme (S&P/Moody's/Fitch)	AA+/Aa1/AA	AA+/Aa1/AA-
2. Répartition selon les monnaies		
- Dette en EUR	97.92%	97.25 %
- Dette en devises	2.08%	2.75 %
3. Répartition selon le terme		
- Long et moyen termes (> 1 an)	87.45%	87.38%
- Court terme	12.55%	12.62%
4. Répartition selon le taux		
- Taux fixe	83.77%	82.77 %
- Taux variable	16.23%	17.23 %
5. Duration effective de la dette en EUR	4.17	3.89
Duration effective de la dette en devises	0.45	0.60
6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	14.70	14.90
7. Taux d'intérêt moyen pondéré	5.48%	5.77%
8. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %	32.7%	33.9%

IV. Relation avec la dette de l'ensemble des pouvoirs publics¹

1. Encours de la dette fédérale	262.75	257.16
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales	11.80	12.21
3. Dette des Communautés et Régions, des pouvoirs locaux ainsi que de la Sécurité Sociale	28.86	29.56
4. Effet de consolidation	20.46	14.87
5. Certificats au profit du FMI	4.00	4.22
6. Autres corrections	3.22	3.84
7. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4-5-6)	275.74	276.00
8. PIB	261.72	254.28
9. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (7/8)	105.36%	108.54%

¹ selon les critères du Traité de Maastricht

PARTIE I

EVOLUTION ECONOMIQUE , FINANCES PUBLIQUES ET ORGANISATION DES MARCHES FINANCIERS DE LA BELGIQUE EN 2002

1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE EN 2002

Après une année 2001 décevante, la reprise de l'activité économique en 2002 en Belgique n'a en fin de compte pas atteint l'ampleur escomptée en dépit des signes encourageants qui s'étaient manifestés en début de période. De même que dans les autres économies avancées, elle a été fragilisée par la faiblesse des dépenses d'investissement et par le climat général d'incertitude lié à la chute des cours boursiers et aux tensions au Moyen-Orient.

Stagnation de la croissance en 2002

Ainsi, la croissance du PIB dans notre pays ne s'est élevée durant l'année sous revue qu'à 0.7% en moyenne, soit un rythme équivalent à celui de 2001, de 0.8%. Comme au cours de cette dernière année, les dépenses intérieures n'ont progressé que d'environ 0.5%. Alors que la consommation privée, principale composante de la demande intérieure, ne s'accroissait que de 0.6%, les investissements se sont inscrits en recul de 2.6%. Les exportations ont, quant à elles, décliné de 1%, mais, compte tenu du tassement plus important des importations (-1.5%), la contribution nette des exportations à la hausse du PIB est restée positive, atteignant 0.3%. Etant donné que, de surcroît, les termes de l'échange se sont améliorés, sous l'effet principalement de l'appréciation de l'euro, le surplus des opérations courantes de la balance des paiements s'est élargi sensiblement, de 4.4 à 5.7% du PIB.

Croissance du PIB de 0.7% en 2002

A l'instar de l'année précédente, l'inflation, mesurée par l'indice harmonisé des prix à la consommation, a diminué, mais d'une manière plus marquée, passant en moyenne de 2.4% en 2001 à 1.6% en 2002. Cette diminution résulte de la suppression dans certaines régions du pays de la redevance radiotélévision, de la baisse des prix des produits alimentaires, ainsi que de la baisse des prix à l'importation en raison du renforcement du cours de l'euro.

Inflation en baisse à +1.6%

Le marché du travail, quant à lui, a subi le contrecoup de la conjoncture économique peu porteuse. Le taux de chômage, tel que calculé par la Banque Nationale et mesuré par le pourcentage de demandeurs d'emploi par rapport à la population active, est passé de 6.7% en 2001 à 7.3% en 2002.

Augmentation du taux de chômage en 2002

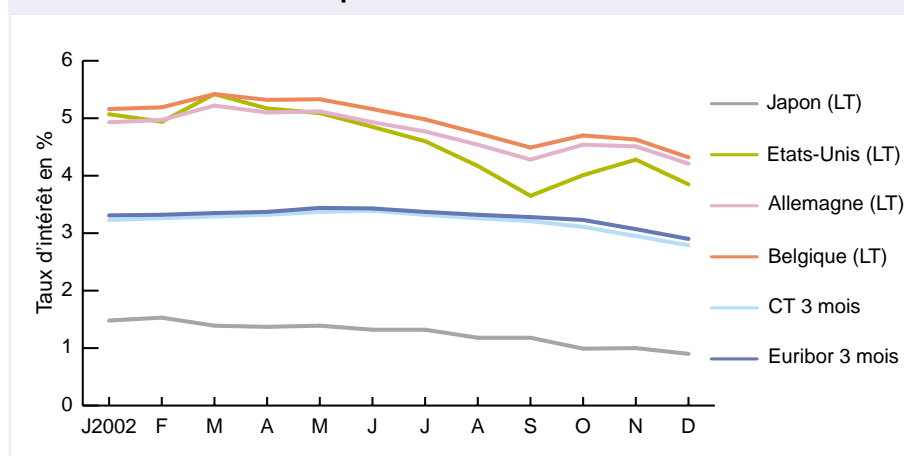
En ce qui concerne les taux d'intérêt en 2002 dans la zone euro, le segment du court terme a affiché un profil légèrement haussier dans le courant du premier semestre reflétant les attentes en matière de reprise économique et la persistance de pressions inflationnistes, pour ensuite diminuer jusqu'à la fin de l'année en raison des perspectives économiques moins optimistes. La baisse s'est poursuivie en décembre après la décision de la Banque Centrale Européenne de diminuer son taux de refinancement afin de réagir au fléchissement des tensions inflationnistes et de la croissance économique.

Taux d'intérêt à court et long termes en baisse

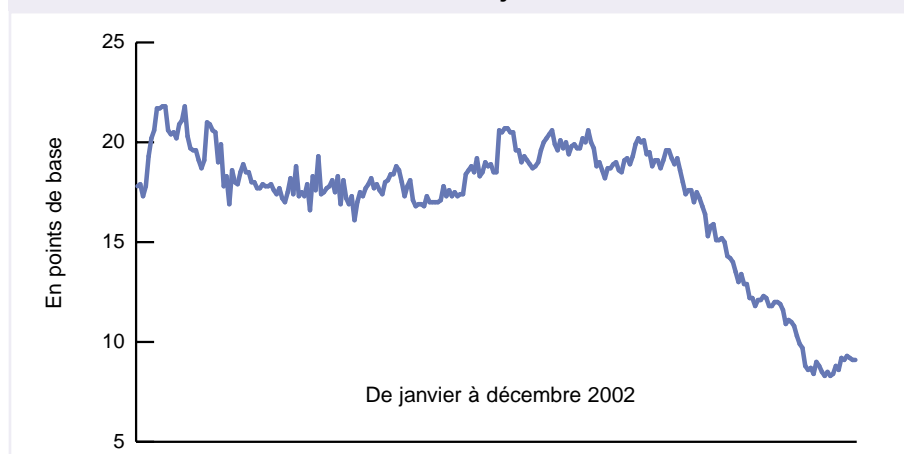
Les taux à long terme, quant à eux, ont suivi une évolution relativement similaire à celle des taux à court terme à cette différence près que la baisse s'est amorcée dès le second trimestre. Une légère remontée a été enregistrée en octobre en liaison notamment avec un rebond passager des cours boursiers, mais la tendance baissière s'est réamorcée les mois suivants.

En Belgique, les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sont passés, en moyenne, de 3.23% à 2.79% de janvier à décembre 2002.

Graphique 1: Moyennes des taux d'intérêt à 3 mois et moyennes des rendements des emprunts de référence à 10 ans en 2002



Graphique 2: Différentiel de taux entre les "Bunds" et les OLO à 10 ans sur une base journalière en 2002



Courbe ajustée tenant compte des différences d'échéance dans l'année.

Durant la même période, le rendement du "benchmark" OLO à 10 ans est passé de 5.16% à 4.32% et le spread moyen par rapport aux bunds de même maturité est passé, entre janvier et décembre, de 23 à 11 points de base. Il faut dire que dans la zone euro, c'est l'Allemagne qui, traditionnellement, paie les taux d'intérêt les plus bas sur ses emprunts d'Etat à 10 ans. Or, comme on le constate, le différentiel d'intérêt entre les titres allemands et belges a fortement diminué dans le courant de l'année 2002. Le différentiel est même plus bas encore si l'on tient compte des différences d'échéance dans l'année

entre les emprunts de référence allemands et belges. Il est, en effet, passé de 17.8 points de base au début de 2002 à 8.6 points de base à la fin de l'année. Le graphique 2 illustre l'évolution du différentiel de taux en 2002. La diminution s'est produite au quatrième trimestre 2002 et reflète clairement les effets positifs de la rigueur budgétaire belge.

Les charges d'intérêt sur la dette de l'Etat fédéral ont diminué en termes absolus en 2002 par rapport à 2001, revenant de 14.9 à 14.7 milliards d'EUR. Cette évolution résulte de la baisse continue, ces dernières années, du taux d'intérêt moyen pondéré de la dette de l'Etat fédéral. En termes de PIB, les charges d'intérêt ont poursuivi la tendance à la baisse entamée ces dernières années, ce qui, en combinaison avec le maintien du surplus primaire à un niveau élevé, a permis d'atteindre pour l'année 2002 l'objectif d'un budget en équilibre.

Charges d'intérêt en baisse en termes absolus et relatifs

2. EVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2002

2.1. L'application du programme de stabilité 2002-2005

Face à des perspectives budgétaires incertaines, le Gouvernement s'était engagé dans le programme de stabilité 2002-2005, adopté en novembre 2001, à réaliser au moins l'équilibre budgétaire en 2002, après deux années de léger surplus (+0.1% du PIB en 2000 et +0.2% en 2001, compte non tenu du produit de la vente des licences UMTS). Sur base des données disponibles en février 2003, le solde de financement de l'ensemble des administrations publiques pour 2002 devrait effectivement être proche de l'équilibre. Certaines indications permettaient même d'envisager un résultat un peu plus favorable encore. L'objectif fixé a donc été atteint.

Un budget en équilibre

Ce résultat fut obtenu bien que la croissance réelle en 2002 (+0.7%) ait été nettement plus faible que prévu lors de l'élaboration du budget 2002 initial (+1.3%).

Tableau 1: Objectifs et réalisations en matière de solde de financement (en % du PIB)

	2001 Réalizations (1)	2002 Objectifs (2)	2002 Estimations
Ensemble des pouvoirs publics			
Solde de financement	0.2	0.0	0.0
Surplus primaire	6.8	6.0	6.0 (3)
Entité I			
Solde de financement	-0.5	-0.3	-0.2
Surplus primaire	5.6	5.1	5.4
Entité II			
Solde de financement	0.7	0.3	0.2
Surplus primaire	1.2	0.9	0.7

(1) Hors produit des ventes des licences UMTS.

(2) Programme de stabilité 2002-2005, novembre 2001.

(3) Les écarts dans les ratios résultent de différences d'arrondissement.

Pour atteindre ce résultat, des ajustements ont été décidés par le Gouvernement lors d'un premier contrôle budgétaire effectué début 2002. La perspective de croissance a été dès ce moment revue à la baisse à 0.9%. L'estimation des recettes a dû être revue, non seulement en conséquence de la croissance défavorable, mais également pour tenir compte des résultats décevants des recettes en 2001. Pour respecter l'objectif maintenu d'équilibre, une surveillance stricte de l'évolution des dépenses primaires a été organisée en vertu du "principe de l'ancre". Grâce à cela, lors d'un second contrôle budgétaire effectué en juillet on a pu constater que l'exécution du budget se déroulait de manière conforme aux prévisions.

Evolution au niveau des sous-secteurs

Pour se conformer au Programme de stabilité 2002-2005, l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) devait en 2002 limiter son besoin de financement à 0.3% de PIB et atteindre un surplus primaire de 5.1% (voir tableau 1). Ces objectifs ont non seulement été atteints mais même dépassés, ce qui n'avait pas été le cas les années précédentes.

L'Entité II, quant à elle, n'a pas tout à fait atteint l'objectif d'un surplus de 0.3% qui lui était assigné dans le programme de stabilité, l'écart négatif n'étant cependant que de 0.1%.

Recettes et dépenses

Au cours de l'année 2002, la mise en application des mesures décidées dans le cadre de la réforme de l'impôt des personnes physiques s'est poursuivie. En outre, un certain nombre d'allègements fiscaux ont été mis en œuvre au niveau des Communautés et Régions (principalement en Région flamande). Néanmoins la pression fiscale globale, telle qu'évaluée sur base des comptes nationaux, n'aurait que marginalement fléchi en raison de divers ajustements et évolutions techniques.

La part des dépenses primaires dans le PIB a, par contre, augmenté, en raison, entre autres, du ralentissement économique et de l'accroissement des dépenses de chômage. Il s'en est suivi une certaine réduction de l'excédent primaire, compensée en partie par la baisse des charges d'intérêt.

Tableau 2: Recettes et dépenses de l'ensemble des pouvoirs publics (en % du PIB)

	2001 (a) Réalizations	2002 Estimations
Recettes (1)	47.8	47.8
Dépenses primaires (2)	40.8	41.8
Solde primaire (3 = 1-2)	7.0	6.0
Charges d'intérêt (4)	6.6	6.1
Solde de financement (5 = 3-4)	0.4	0.0

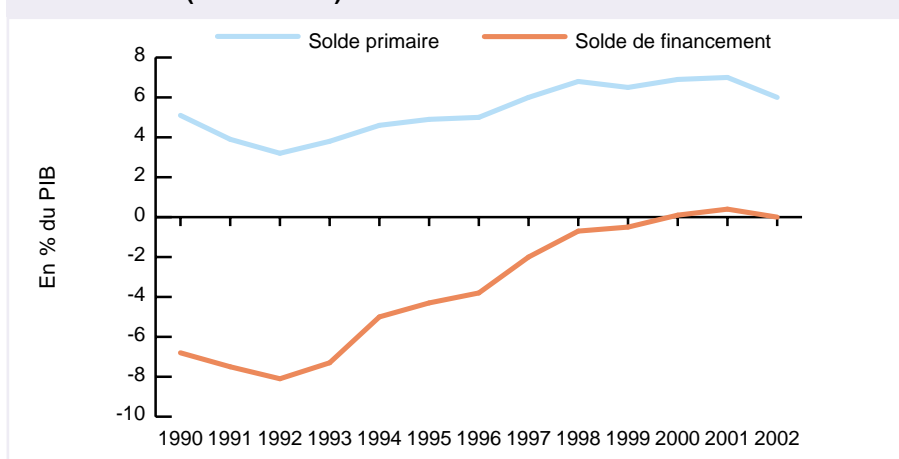
(a) y compris le produit des ventes des licences UMTS.

Au cours de l'année 2002, le poids des charges d'intérêt a été sensiblement réduit (-0.5% de PIB). Cette baisse importante est attribuable en grande partie à une forte décreue du taux d'intérêt implicite sur la dette (-0.5%) ramené ainsi à 5.7%. Au cours des trois années précédentes, ce taux avait eu tendance à stagner. La forte baisse enregistrée en 2002 a été facilitée par la détente de la politique monétaire et le glissement persistant des marchés boursiers qui, en rendant plus attrayant le marché obligataire, a accéléré la décreue des taux longs. Le refinancement de la dette à des conditions plus avantageuses en a été facilité.

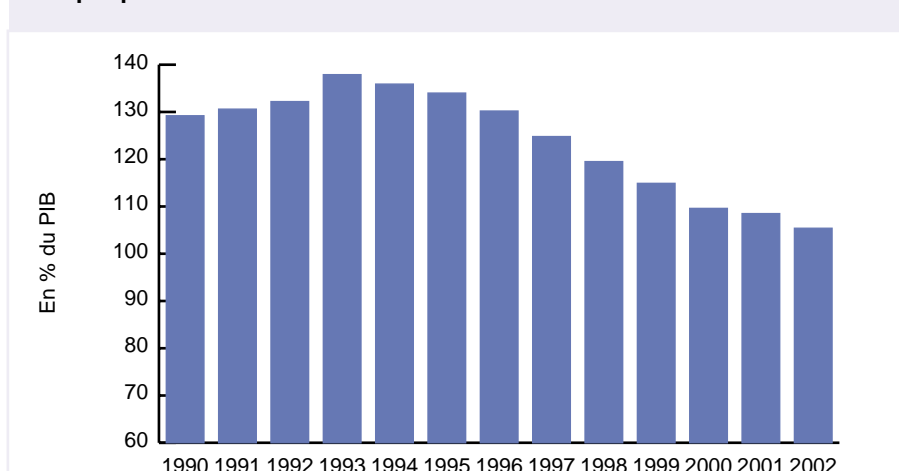
Taux d'intérêt implicite en forte baisse

La réduction du taux d'endettement peut être estimée à 3.2% du PIB, au lieu des 3.7% prévus dans le programme de stabilité. L'écart constaté est attribuable en totalité à la croissance économique plus faible que prévu. Le niveau de la dette publique s'établirait ainsi à fin 2002 à 105.4% du PIB. La dette publique avait atteint le niveau record de 137.9% du PIB en 1993; depuis ce taux diminue régulièrement.

Graphique 3: Evolution du solde primaire et du solde de financement (en % du PIB)



Graphique 4: Evolution du taux d'endettement de 1990 à 2002



La Belgique se situe en 2002, pour la deuxième année consécutive, dans le groupe des trois pays de l'Euro-zone qui ont atteint les objectifs de leur plan de stabilité. Elle fait également partie des quatre pays de l'Euro-zone qui ont atteint l'équilibre budgétaire ou sont en surplus. Enfin, elle fait partie des trois pays qui ont le plus amélioré leur solde de financement cycliquement corrigé, pour éliminer l'effet de la conjoncture, au cours de la période de 3 ans 1999-2002.

La décrue du taux d'endettement belge s'est poursuivie, tandis que le taux d'endettement moyen de l'Euro-zone aurait connu une légère hausse pour la première fois depuis 1996.

2.2. Le programme de stabilité 2003-2005

Le programme de stabilité 2003-2005 constitue une deuxième mise à jour du programme de stabilité 2001-2005, introduit fin 2000. Le cadre macro-économique qui avait servi de base à la construction de ce programme n'a pas été confirmé par les faits, et sur la période 2001-2003 la croissance cumulée du PIB pourrait être inférieure d'au moins 4 points de pour-cent aux hypothèses de départ. La modification du contexte économique a rendu nécessaire une adaptation des objectifs budgétaires.

Cependant, malgré le contexte macro-économique défavorable, le Gouvernement s'est attaché à la réalisation des objectifs du pacte de stabilité et de croissance, notamment la poursuite d'un budget en équilibre ou en surplus.

Tableau 3: Evolution budgétaire des différents sous secteurs des pouvoirs publics dans le programme de stabilité 2003-2005 (en % du PIB)

	2001(1) Réalizations	2002 Estimations	2003	2004 Objectifs	2005
Ensemble des pouvoirs publics					
Surplus primaire	6.9	6.1	5.5	5.6	5.6
Charges d'intérêt	6.5	6.1	5.6	5.3	5.1
Solde de financement	0.4	0.0	0.0	0.3	0.5
Entité I					
Surplus primaire	5.8	5.4	4.8	4.9	5.0
Charges d'intérêt	6.0	5.6	5.1	4.9	4.7
Solde de financement	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2
Entité II					
Surplus primaire	1.2	0.7	0.7	0.6	0.6
Charges d'intérêt	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Solde de financement	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2

(1) y compris le produit des ventes des licences UMTS.

Pour 2003, le Gouvernement a voulu garantir la préservation de finances publiques saines en présentant un budget en équilibre et néanmoins mettre en œuvre l'intégralité des mesures précédemment annoncées, et en particulier la réforme de l'impôt des personnes physiques. Il s'est engagé à ce que la marge de manœuvre qui apparaîtrait si la croissance était plus forte

que prévu soit prioritairement utilisée à l'amélioration du solde de financement.

Compte tenu des élections pour le parlement fédéral prévues en mai 2003, il appartiendra au prochain Gouvernement de tracer la trajectoire budgétaire au-delà de l'année 2003. Il existe cependant un assez large consensus autour de la nécessité de constituer un surplus budgétaire dans les années à venir, notamment afin de pouvoir absorber l'impact futur du vieillissement de la population sur les dépenses publiques. La constitution progressive de cette capacité de financement devrait s'effectuer en tenant compte du contexte conjoncturel. En se basant sur la perspective d'une reprise de la conjoncture dans le courant de l'année 2003 et d'une croissance du PIB légèrement supérieure à la croissance tendancielle au cours des années suivantes, le Gouvernement a prévu la constitution d'une capacité de financement de 0.5% du PIB en 2005, estimée souhaitable.

Equilibre et surplus budgétaires pour les années à venir

Au cours des années à venir, la part des recettes publiques dans le PIB devrait diminuer structurellement. La réforme de l'impôt des personnes physiques, en ce compris la suppression de la contribution complémentaire de crise, résultera en une diminution de la pression fiscale d'environ 1.3% du PIB entre 2001 et 2005. Par ailleurs, l'année 2003 marquera l'entrée en vigueur de la réforme de l'impôt des sociétés qui se veut budgétairement neutre.

Dans l'hypothèse d'une reprise économique, la part des dépenses primaires dans le PIB diminuera également de façon tendancielle dans les prochaines années.

Dans les conditions conjoncturelles et budgétaires prévues dans cette actualisation du programme de stabilité, le taux d'endettement public poursuivra sa baisse, passant sous les 100% en 2004. Le seul impact des facteurs endogènes (solde primaire, charges d'intérêt, taux de croissance économique) amènerait ce taux à 93.6% du PIB en 2005.

3. LA REFORME DES MARCHES SECONDAIRES

Comme cela s'est fait dans d'autres pays, la Belgique a décidé de créer un nouveau cadre légal concernant la surveillance des marchés. La loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers organise, entre autres, un imposant rapprochement institutionnel entre les différentes autorités de surveillance de marché, dont elle réforme les organes. Elle contient aussi les bases d'une réorientation des compétences du Fonds des Rentes.

Rapprochement entre les autorités de surveillance du marché

En outre, l'article 14 de la loi du 2 août 2002 prévoit la possibilité de mettre en œuvre, par arrêté royal, un régime de contrôle spécifique pour les marchés de titres de la dette publique, étant donné que le marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de Trésorerie présente des caractéristiques spécifiques. Il s'agit en effet d'un marché décentralisé avec des transactions entre professionnels et basé sur les émissions d'un seul émetteur.

Régime spécifique pour les titres de la dette publique

L'esprit général de la loi et les caractéristiques propres au marché hors bourse permettent au Fonds des Rentes de continuer à exercer la plupart de ses compétences actuelles puisqu'il dispose de l'expérience nécessaire en

la matière. Il est également prévu que, conformément à l'article 14, §4 de la loi, le Roi prendra une réglementation spécifique concernant le contrôle du marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de Trésorerie. Des négociations entre le Fonds des Rentes et la Commission bancaire et financière (CBF) ont déjà eu lieu à ce sujet.

En ce qui concerne la fonction d'autorité de marché, le Fonds des Rentes reste l'organisateur du marché et reste donc compétent en ce qui concerne les règles de marché, la déclaration des transactions ainsi que la transparence. La CBF, quant à elle, contrôle le respect des règles de conduite et, conformément à la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations du marché (abus de marché), portera la responsabilité finale pour le contrôle du respect des règles visant à éviter la manipulation des marchés et des prescriptions afférentes au délit d'initié. En ces matières, la CBF fera probablement appel, autant que possible, à la collaboration du Fonds des Rentes. Un protocole entre la CBF et le Fonds des Rentes réglera les modalités de cette collaboration. Enfin, la compétence du Fonds des Rentes liée au contrôle de la conservation et de la gestion des titres dématérialisés de la dette publique est transférée à la CBF.

*

*

*

PARTIE II

STRATEGIE DE FINANCEMENT DU TRESOR

1. LES BESOINS DE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2002

Le montant des besoins bruts de financement s'est élevé en 2002 à 25.08 milliards d'EUR, soit 2.33 milliards (8.5%) en dessous du montant estimé en début d'année lors du contrôle budgétaire. Cet écart résulte de la combinaison des deux facteurs suivants: d'une part, le dépassement du solde net à financer prévu de 0.38 milliard d'EUR et, d'autre part, la diminution des dépenses de remboursement de la dette de 2.71 milliards d'EUR. Les réalisations moins élevées que prévu en matière de remboursements concernent essentiellement le préfinancement des échéances de remboursement des années 2003 et 2004.

Besoins de financement
en diminution

Le montant total de la dette à moyen et long termes échue en 2002 s'est élevé à 15.72 milliards d'EUR. Ce montant se répartit comme suit:

- Remboursement d'emprunts à moyen et long termes en euro à concurrence de 14.67 milliards d'EUR, dont un montant de 2.02 milliards par voie de rachats de dette (montant prévu: 4.19 milliards d'EUR) et un montant de 0.38 milliard d'EUR par voie d'opérations d'échange (montant prévu: 0.92 milliard d'EUR). Les remboursements des emprunts à échéance finale ont porté essentiellement sur deux lignes d'OLO (8.66 milliards d'EUR) et sur un emprunt classique (1.52 milliard d'EUR).
- Remboursement de la dette à moyen et long termes en devises pour 1.05 milliard d'EUR.

Le Trésor a également procédé en 2002 à des rachats dans le marché d'une OLO venant à échéance en 2003 et d'un emprunt classique venant à échéance en 2004 et ce, pour un montant global de 6.14 milliards d'EUR (montant prévu: 6.73 milliards). A ce montant s'ajoutent à concurrence de 0.62 milliard d'EUR, les rachats en bourse portant sur les emprunts classiques et réalisés via le Fonds des Rentes (montant prévu : 49.60 millions d'EUR). En outre, le Trésor a effectué des opérations d'échange sur un emprunt classique à échéance finale en 2003 pour un montant de 1.02 milliard d'EUR (montant initialement prévu: 2.22 milliards d'EUR).

Le montant total des besoins bruts de financement de 2002 comporte également, à concurrence de 49 millions d'EUR environ, les intérêts courus sur les titres amortis par voie d'échanges (lesquels sont capitalisés dans les OLO de remplacement). Il inclut également des remboursements anticipés, par exercice d'options "put", de bons d'Etat et des remboursements anticipés dans le cadre de la dématérialisation de certains emprunts d'Etat⁽¹⁾ pour un montant total de 69 millions d'EUR ainsi que des remboursements de certificats représentatifs de la participation de la Belgique à des organismes internationaux pour un montant de 124 millions d'EUR.

(1) Loi du 10/06/2001 relative à la dématérialisation de certains emprunts de l'Etat (M.B. du 30/06/2001) et des arrêtés royaux du 11/06/2001 relatif à la dématérialisation de l'emprunt "Dette 2 1/2 %" (M.B. du 30/06/2001), du 30/12/2001 relatif à la dématérialisation de l'emprunt "Dette 3 1/2 % 1937" (M.B. du 08/02/2002), du 18/12/2001 relatif à la dématérialisation de l'emprunt "Dette 4% unifiée, première série" (M.B. du 16/01/2002), du 30/04/2002 relatif à la dématérialisation de l'emprunt "Dette 4% unifiée, deuxième série" (M.B. du 10/07/2002) et du 03/10/2001 relatif à la dématérialisation de l'emprunt 4% de la Libération (M.B. du 31/10/2001).

Tableau 4: Le financement du Trésor en 2002 (milliards d'EUR)

	Réalisation au 31.12.2002	Budget 2002 (1)
<u>I. Solde brut à financer</u>	25.08	27.41
1) Besoins de financement 2002	17.50	17.12
Déficit budgétaire:	1.78	1.40
Dette venant à échéance en 2002	15.72	15.72
- Dette à moyen et long termes en EUR (2)	14.67	14.67
- Dette à moyen et long termes en devises	1.05	1.05
2) Préfinancement prévu (obligations à échéance en 2003 ou ultérieurement)	7.16	8.99
Rachats	6.14	6.77
Echanges (2)	1.02	2.22
Calls	0.00	0.00
3) Autres besoins de financement (3)	0.42	1.30
<u>II. Moyens de financement 2002</u>	28.55	29.14
1) Emissions à moyen et long termes en EUR	28.55	29.14
OLO	26.10	27.07
- Syndications	12.00	12.00
- Adjudications	12.77	11.79
- Echanges (y compris intérêts capitalisés)	1.33	3.28
Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	1.06	0.62
- Prévus au budget 2001	0.63	0.00
- Prévus au budget 2002	0.43	0.62
Bons d'Etat	1.30	1.00
Autres (4)	0.09	0.45
2) Emissions à moyen et long termes en devises	0.00	0.00
<u>III. Evolution nette de la dette à court terme en devises</u>	-0.16	-0.14
<u>IV. Evolution nette de la dette à court terme en EUR (5)</u>	-3.30	-1.58

(1) prévisions de mars 2002 (contrôle budgétaire)

(2) à l'exclusion des intérêts capitalisés lors des échanges

(3) y compris les intérêts capitalisés lors des échanges, les "puts" exercés sur les Bons d'Etat et les remboursements des certificats représentatifs de la participation de la Belgique à des organismes internationaux

(4) y compris les émissions des certificats représentatifs de la participation de la Belgique à des organismes internationaux

(5) encours brut de la dette à court terme en EUR au 01.01.2002: EUR 34.85 milliards

2. LES MOYENS DE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2002

Le montant total des émissions à moyen et long termes en 2002 s'est élevé à 28.55 milliards d'EUR, ce qui représente 98% du montant prévu en début d'année (29.14 milliards d'EUR).

Les émissions d'OLO ont totalisé 26.10 milliards d'EUR, environ 1 milliard d'EUR de moins que le montant prévu (27.07 milliards d'EUR), soit 12 milliards par syndication, 12.77 milliards par adjudication et 1.33 milliard via les opérations d'échange (montant prévu: 3.28 milliards). Les opérations d'échange ont porté uniquement sur deux emprunts classiques, à savoir les "Philippe XII" et "Philippe XV".

Les émissions (adjudications et syndications) se répartissent à raison de 46% pour l'OLO à 10 ans, 23% pour l'OLO à 5 ans, 23% pour l'OLO à 15 ans et 8% pour l'OLO FRN qui a son échéance finale en 2006.

Des bons d'Etat ont également été émis pour un montant total de 1.30 milliard d'EUR (1 milliard prévu). En outre, des bons du Trésor ont été émis pour le compte du Fonds de vieillissement à concurrence d'un montant de 1.06 milliard d'EUR (montant prévu: 0.62 milliard d'EUR). Les émissions de certificats représentatifs de la participation de la Belgique dans des organismes internationaux se sont élevées à 93 millions d'EUR.

Conformément aux Directives Générales, il n'y a pas eu de nouvelles émissions à moyen ou long termes en monnaies étrangères.

Poursuite de la réduction de l'endettement en devises

La dette à court terme, quant à elle, a diminué étant donné que les moyens de financement à moyen et long termes se sont avérés supérieurs aux besoins bruts de financement. Il s'agissait d'une diminution de 0.16 milliard d'EUR pour la dette en monnaies étrangères et de 3.30 milliards d'EUR pour la dette en EUR.

3. LES GRANDES LIGNES DE LA STRATEGIE

Le Trésor met tout en oeuvre pour bien positionner ses instruments de financement et poursuivre l'internationalisation de sa base d'investisseurs en déployant une stratégie cohérente axée sur la liquidité, la transparence et l'efficacité. La stratégie vise également à minimiser les coûts tout en respectant les contraintes de risques.

3.1. Objectifs de liquidité et de transparence

a. Liquidité

(1) Primary dealers

La présence d'une liquidité suffisante sur les marchés secondaires constitue un des objectifs prioritaires du Trésor. La liquidité a, en effet, un impact positif sur le "pricing" des instruments financiers et donc sur le coût financier de la dette.

Ce sont principalement les primary dealers qui assurent la liquidité sur les marchés secondaires conformément au contrat qui les lie au Trésor. Le groupe des primary dealers est resté inchangé en 2002 mais a fait l'objet de

légères adaptations pour l'année 2003. La liste complète des primary dealers est reprise en annexe 5 du présent rapport.

Le Trésor stimule également la participation active des primary dealers au marché primaire en leur offrant la possibilité d'acheter, après chaque adjudication, des titres au prix moyen pondéré de l'émission. En outre, ils constituent ses contreparties privilégiées dans le cadre des opérations effectuées sur les marchés financiers.

(2) Recognized dealers

Les recognized dealers ont pour mission spécifique de promouvoir les valeurs belges du Trésor, plus particulièrement sur certaines zones géographiques ou segments de marché. Le groupe de recognized dealers s'est élargi en décembre 2002, passant de 2 à 6 membres avec la désignation de 5 nouveaux recognized dealers. Cet élargissement a un double objectif: tout d'abord, la prospection de zones géographiques spécifiques ou segments de marché. Ensuite, le contrat qui lie les recognized dealers au Trésor prévoit que ceux-ci comptent comme contrepartie dans les opérations de gestion du Trésor. Etant donné que ces opérations continuent à augmenter, le Trésor a la faculté d'augmenter le nombre de ses contreparties en y impliquant de manière plus active les recognized dealers. La liste complète des recognized dealers est reprise en annexe du présent rapport.

(3) Instruments de la dette

Pour promouvoir la liquidité, il faut absolument concentrer le financement sur d'importantes émissions de référence et stimuler les transactions sur le marché secondaire. En 2002, le Trésor est resté fidèle à sa politique visant à ne rouvrir les lignes "benchmark" que pour les adjudications. En outre, en ce qui concerne le préfinancement des échéances finales, la préférence a été accordée aux rachats via MTS Belgium ou via des "reverse auctions" plutôt qu'aux opérations d'échange. Ces rachats ont ensuite été financés par l'émission d'emprunts de référence.

Depuis la reprise des certificats de Trésorerie sur la plate-forme électronique de trading "MTS Belgium" en avril 2001, la liquidité s'y est renforcée pour atteindre un turn-over journalier moyen de l'ordre de 300 millions d'EUR. Les primary dealers, quant à eux, respectent bien leur obligation de coter les certificats sur MTSB avec un spread "bid-offer" de maximum 4 points de base. Dans la pratique, on obtient un spread plus étroit dans une fourchette allant de 0.2 à 4 points de base.

En 2002, le montant moyen par ligne arrivant à échéance finale s'est élevé à 4.67 milliards d'EUR. Ce montant a répondu à l'objectif recherché par la réforme du calendrier d'émission en 2001, à savoir la création de lignes dotées d'encours plus importants afin d'assurer une liquidité suffisante sur le marché secondaire.

Outre l'importance des encours par ligne, la "repofacility" sur certificats de Trésorerie a également contribué de manière indirecte à la liquidité. La repofacility met en effet le primary dealer à l'abri d'un risque de non livraison et lui permet donc de coter de manière permanente des prix "bid" et "offer". En 2002, le Trésor a reçu et honoré huit demandes de recours à la

repofacility. Le montant total y afférent n'a atteint que 51.4 millions d'EUR et concernait 5 lignes différentes de certificats.

Afin d'assurer une liquidité suffisante dès le départ, le Trésor a émis, à l'instar des années précédentes, un nouvel emprunt de référence à 10 ans, à savoir l'OLO 38, au moyen d'une syndication à laquelle ont participé l'ensemble des primary et recognized dealers.

Obligations linéaires

La méthode de syndication utilisée a permis de récolter, dès la première émission, un montant de 5 milliards d'EUR, assurant de ce fait la liquidité nécessaire. Conformément à la stratégie de financement du Trésor, l'OLO 38 a ensuite été offerte à chaque adjudication d'obligations linéaires. L'encours de cette OLO a ainsi atteint un montant de 11.4 milliards d'EUR à la fin 2002.

Pour l'émission de sa nouvelle OLO à 15 ans (OLO 40) à la mi-2002, le Trésor a également eu recours à la technique de la syndication qui a permis de récolter un montant de 5 milliards d'EUR dès le lancement. Après réouverture de cette ligne pour l'adjudication du mois de septembre, l'encours s'est élevé à 5.66 milliards d'EUR à la fin 2002.

Le haut degré de liquidité des OLO sur le marché secondaire a été manifeste sur la plate-forme électronique MTS Belgium où le volume moyen journalier des transactions en OLO (à l'exception des "buy-backs") a poursuivi son augmentation en passant de 612.9 à 723.2 millions d'EUR. Comme pour les certificats de Trésorerie, la "repofacility" s'est également révélée très utile pour soutenir la liquidité sur le marché secondaire. Le Trésor a répondu à douze demandes de recours à la "repofacility" pour un montant total de 156.8 millions d'EUR.

(4) Rachats de dette

A partir de 2002, les anciennes lignes d'OLO n'ont plus été proposées aux échanges mais ont fait l'objet de rachats de gré à gré, une technique à laquelle le Trésor a commencé à avoir recours en 2001. Techniquement, ces opérations ont lieu via une "fenêtre" réservée aux "buy-backs" sur la plate-forme électronique MTS Belgium. Le Trésor peut y racheter des emprunts de gré à gré à des cours qu'il détermine ou il peut également accepter les offres des "primary dealers" aux prix qu'ils affichent sur la "fenêtre" prévue à cet effet.

Rachats sur MTS
Belgium

Le financement de ces rachats permet au Trésor d'émettre des montants plus importants durant les adjudications et donc de répondre au souci du marché de disposer de "benchmarks" plus conséquents.

Dans le courant de l'année 2002, le Trésor a organisé des "reverse auctions" à deux moments différents.

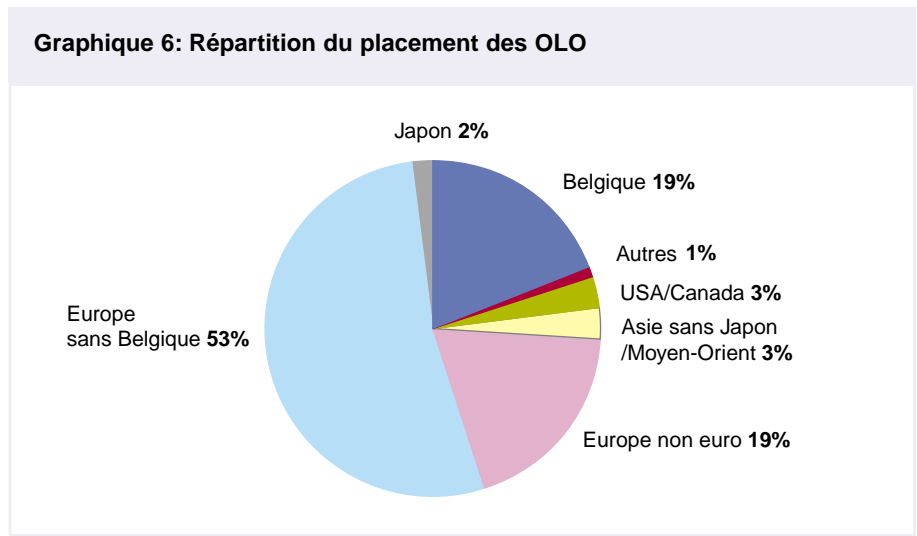
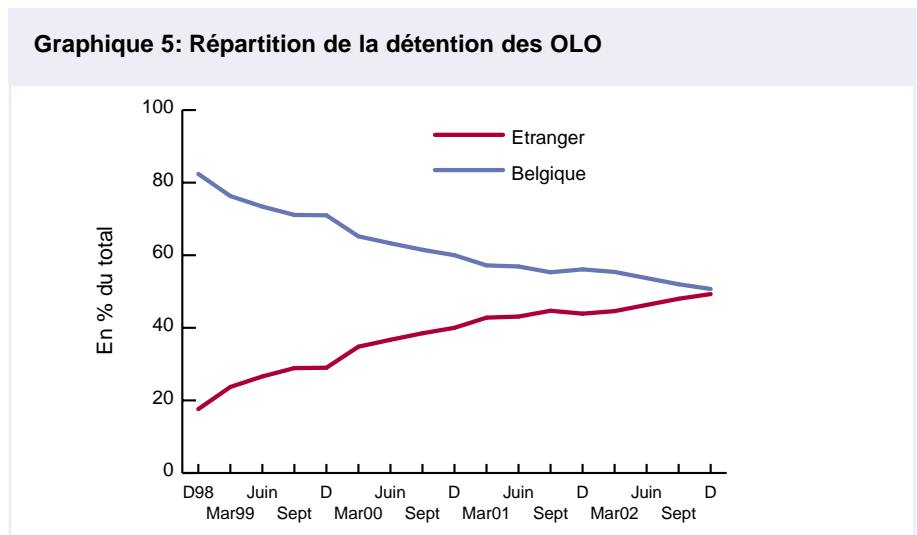
Il a eu recours à cette technique au mois de mars sur l'emprunt classique "Philippe XVII" ayant son échéance finale le 21 novembre 2004. Ce rachat s'est inscrit dans la stratégie du Trésor visant à alléger les importantes échéances de l'année 2004. Cette opération a été financée par un "floating rate note" qui répondait à une demande pointue des investisseurs pour du papier souverain à taux variable. Par cette émission, le Trésor a contribué à améliorer la liquidité du marché des "floating rate notes".

La deuxième "reverse auction" s'est déroulée au mois de décembre sur deux lignes d'OLO à long terme, à savoir l'OLO 12 avec échéance finale le 24 décembre 2012 et l'OLO 23 avec échéance finale le 28 mars 2015. L'objectif de cette "reverse auction" était de donner l'occasion au marché de vendre ces OLO d'une manière transparente et concurrentielle. En outre, cette opération s'inscrivait bien dans le cadre du programme de rachat mis en œuvre dès 2001 pour les OLO dotées d'une maturité résiduelle supérieure à 12 mois. Le financement de ce rachat a été effectué dans le cadre du programme de financement.

(5) Internationalisation et diversification de la détention de la dette de l'Etat fédéral

Part des OLO à l'étranger en hausse

La proportion des OLO détenues à l'étranger s'est encore accrue en 2002, passant de 43.9% au 31/12/2001 à 49.3% au 31/12/2002 ainsi que l'illustre le graphique suivant:



L'on notera que les pourcentages obtenus sont calculés sur l'encours total des OLO, y compris donc les anciennes souches émises en francs belges avant l'euro et qui sont très majoritairement détenues par des investisseurs belges. Si l'on considère seulement les émissions syndiquées depuis le 1/1/1999, soit depuis l'introduction de l'euro, on constate la répartition telle qu'illustrée dans le graphique 6.

Cette large diversification de la base d'investisseurs du Trésor doit être, pour une grande partie, mise au crédit de sa politique active de marketing auprès des investisseurs étrangers. En 2002, il a ainsi organisé 11 road-shows à l'étranger (Scandinavie, Irlande, Asie du Sud-Est, Canada, Japon, U.S.A., Allemagne et Autriche, France, Grande-Bretagne et Ecosse, Italie), permettant de rencontrer 128 investisseurs institutionnels établis dans 19 pays et représentés par 232 personnes, la plupart dans le cadre de visites individuelles ("one-to-one").

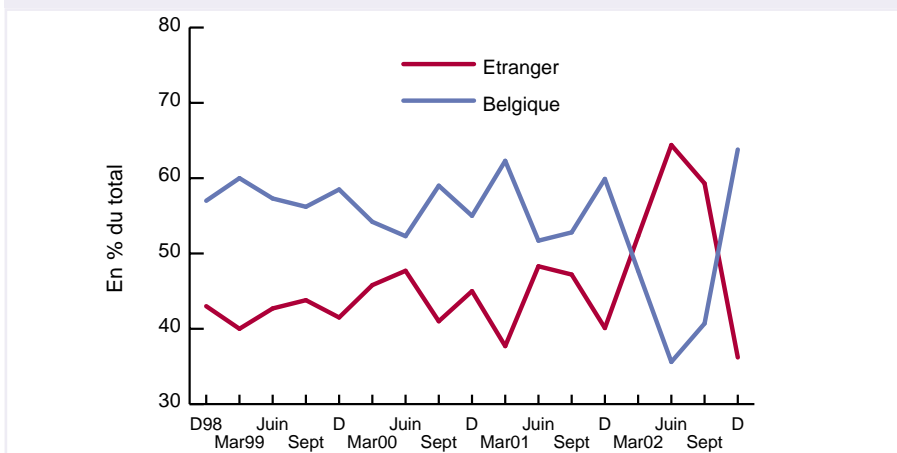
Marketing actif

Un "deal related road show" a également été organisé à l'occasion de l'émission syndiquée de l'OLO 40 (28/9/2017).

Les investisseurs belges n'en ont pas pour autant été oubliés: deux road-shows leur ont été consacrés qui visaient des investisseurs ressortissant spécifiquement du secteur des administrations publiques; quant au "deal related road-show", il a permis de rencontrer de nombreux autres investisseurs belges, tant lors de présentations de groupe que de rencontres individuelles.

L'impact direct du marketing sur la réduction du coût de financement du Trésor est difficile à mesurer. On peut néanmoins essayer de l'objectiver en voyant si les investisseurs qui ont fait une offre lors de l'émission syndiquée du nouvel emprunt de référence à 10 ans du Trésor (OLO 41), début janvier 2003, avaient fait dans le passé l'objet d'une démarche de marketing. On constate ainsi que 100% des offres émanant de l'Asie du Sud-Est (hors Japon) provenaient d'investisseurs visités par le Trésor; pour les autres pays, les pourcentages étaient respectivement de 47% pour l'Allemagne, 84% pour la Scandinavie, 62% pour l'Italie, 69% pour l'Espagne, 67% pour le Royaume-Uni et 78% pour la France.

Graphique 7: Répartition de la détention des certificats de Trésorerie



Plus grande variabilité dans la détention des certificats

En ce qui concerne les certificats de Trésorerie, la proportion de titres détenus à l'étranger est passée de 40.1% au 31/12/2001 à 36.2% au 31/12/2002. Compte tenu de la nature de ces titres, l'internationalisation de la base d'investisseurs varie dans de plus amples proportions que pour les OLO.

Ces résultats positifs confirment que la politique active de marketing du Trésor joue un rôle important dans l'internationalisation de la base d'investisseurs dans la dette belge et, partant, dans la réduction du coût de financement de l'Etat.

b. Transparence

L'émission des OLO et des certificats de Trésorerie, qui constituent les deux plus importants instruments de financement du Trésor, se déroule en général par adjudications concurrentielles qui sont le monopole des primary dealers et des recognized dealers en valeurs belges du Trésor.

Au début de chaque année calendrier, le Trésor publie un plan de financement global avec des projections sur les montants à émettre et les instruments de financement qui seront utilisés. En outre, le calendrier des adjudications est publié sur le site internet de la Trésorerie (<http://treasury.fgov.be/interdette/>).

Les opérations de "buy-back" se déroulent également dans une grande transparence puisque les prix cotés peuvent être consultés par l'ensemble des primary dealers sur MTSB et que le montant effectivement racheté est publié sur les pages de la Trésorerie auprès des systèmes Bloomberg, Reuters et Telerate.

(1) Certificats de Trésorerie

La réforme du calendrier d'émission des certificats de Trésorerie mise en œuvre en 2001 a été maintenue en 2002. Il s'agissait d'une part, de créer des lignes dotées de volumes plus importants et, d'autre part, d'ajuster les échéances des certificats sur les périodes d'importantes recettes fiscales. Au vu des résultats obtenus, ce double objectif a été atteint.

(2) Obligations linéaires

Un "benchmark" à 15 ans

En 2002, le Trésor a opté pour l'émission d'un "benchmark" à 15 ans plutôt qu'à 5 ans. Afin de satisfaire la demande des investisseurs et de respecter sa politique de transparence, le Trésor a toutefois annoncé lors du lancement de son emprunt à 15 ans que l'OLO 26 existante devenait le "benchmark" à 5 ans. En tant que "benchmark", l'OLO 26 a par conséquent été proposée aux adjudications et cotée sur MTS Belgium.

Dans le but de promouvoir la transparence, le Trésor communique également, quelques jours avant l'émission, une fourchette pour les montants à adjuger. De plus, avant chaque adjudication, le Trésor contacte ses primary dealers pour s'informer de leurs avis et de leurs recommandations concernant les conditions de marché et la prochaine adjudication.

Enfin, le Trésor fournit aux marchés une information actualisée via différents canaux. Il produit ainsi régulièrement des publications telles que le “Belgian Prime News”, le “Review Outlook” ou le présent rapport et dispose également d’un site internet. En outre, les résultats des émissions sont publiés sur Bloomberg, Reuters et Telerate ainsi que sur le site internet de la dette. Le Trésor diffuse également régulièrement des communiqués de presse sur son site internet.

3.2. Gestion des risques et Directives Générales

L’Agence de la dette assure le suivi en continu des différents risques auxquels la gestion de la dette de l’Etat est soumise et fait régulièrement rapport de la situation au Comité Stratégique de la Dette. La gestion de ces risques, à savoir le risque de change, le risque de refinancement et le risque de taux d’intérêt, se fait sur la base des normes que le Ministre des Finances établit dans les Directives Générales sur la Dette de l’Etat.

En ce qui concerne la gestion du risque de crédit, le Trésor se base sur des directives internes établies par le Comité Stratégique de la Dette.

a. Le risque de change

La proportion de la dette en monnaies étrangères dans la dette totale détermine, en grande partie, le risque de change auquel le Trésor est soumis. Cette proportion s’est sensiblement réduite ces dernières années de sorte que le risque de change a lui aussi fortement diminué.

Risque de change en diminution

A la fin 2001, la dette en monnaies étrangères s’élevait à 2.65% du total de l’encours. Les Directives Générales pour l’année 2002 prévoyaient à nouveau une diminution avec une proportion de référence pour la dette en devises fixée à 2%.

Cet objectif a été pratiquement réalisé puisque la proportion de la dette en devises s’élevait à 2.08% à fin 2002. La dette en CHF en occupait la part la plus importante (1.54%) suivie de la dette en JPY (0.43%) et en USD (0.11%). Le raffermissement du cours de change de l’EUR vis-à-vis du USD a en effet donné l’occasion au Trésor de rembourser la quasi-totalité de cette monnaie.

Tableau 5: Répartition de la dette par monnaie à la fin 2002

EUR	97.92%
CHF	1.54%
USD	0.11%
JPY	0.43%
Total non EUR	2.08%

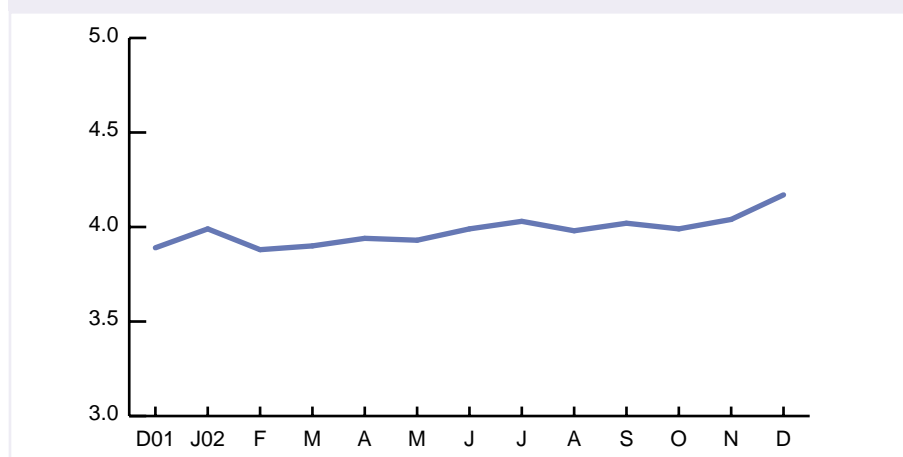
b. Le risque de taux d’intérêt et le risque de refinancement

Ces deux types de risques font l’objet d’un suivi sur la base des indicateurs suivants : la duration, la durée moyenne pondérée et le risque de fixation.

Duration en EUR stable

La durée de la dette en EUR s'élevait, à la fin décembre 2002, à 4.17, s'inscrivant ainsi dans la fourchette de 3.60 à 4.20. Comme l'illustre le graphique 8, la durée sur la dette en EUR a affiché un profil stable au cours des onze premiers mois de l'année. Elle a augmenté en janvier à la suite de l'émission d'une nouvelle OLO syndiquée à 10 ans et a diminué en février en conséquence de la hausse de la courbe des taux. L'adjudication d'OLO du mois de mars a fait remonter la durée, mouvement qui fut toutefois en grande partie compensé par la hausse de la courbe des rendements dans le courant de ce mois. L'émission d'une nouvelle OLO syndiquée à 15 ans et la baisse sensible de la courbe des taux ont poussé la durée à la hausse à la fin juin 2002. Enfin, en décembre, la durée a fortement augmenté, d'une part, à la suite de la diminution de la courbe des taux et, d'autre part, au fait que le cash-flow en faveur du Trésor dans cette période a été utilisé pour racheter de la dette à court terme.

Graphique 8: Evolution de la durée de la dette en EUR de décembre 2001 à décembre 2002



Durée moyenne pondérée en baisse

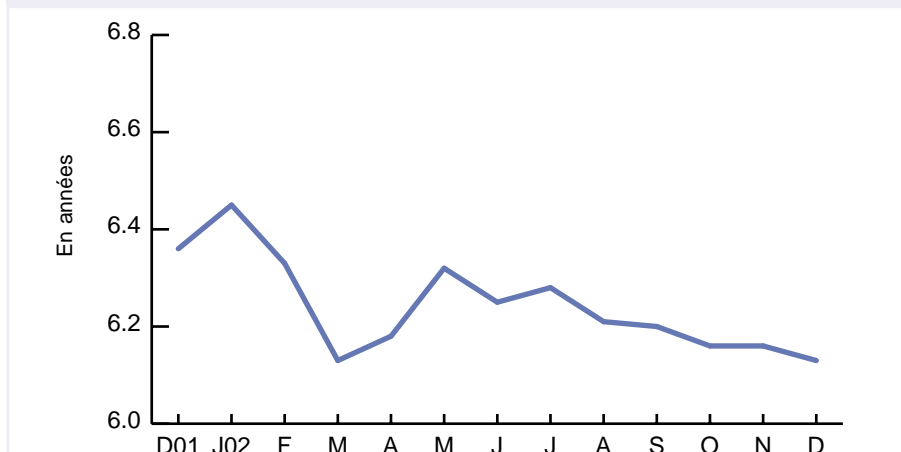
La durée moyenne pondérée constitue le deuxième indicateur utilisé dans le cadre de la gestion du risque de taux d'intérêt. Celle-ci a diminué pour passer de 6.36 années, à la fin 2001, à 6.13 années à fin 2002. Comme l'indique le graphique 9, la durée moyenne pondérée a sensiblement diminué en mars 2002 et ne s'est positionnée depuis lors qu'une seule fois dans les marges prédéfinies. Cette diminution est due à une correction technique réalisée dans le logiciel de gestion et qui portait sur les instruments à très long terme comme les certificats sans échéance finale émis au profit du FMI. Le Trésor a donc adapté en conséquence la valeur de référence ainsi que les marges minimales et maximales de fluctuation de sorte que, lors de la révision semestrielle, la nouvelle valeur de référence retenue était 6.20 années et les valeurs minimale et maximale 6.10 et 6.30 respectivement.

"Refixing risk"

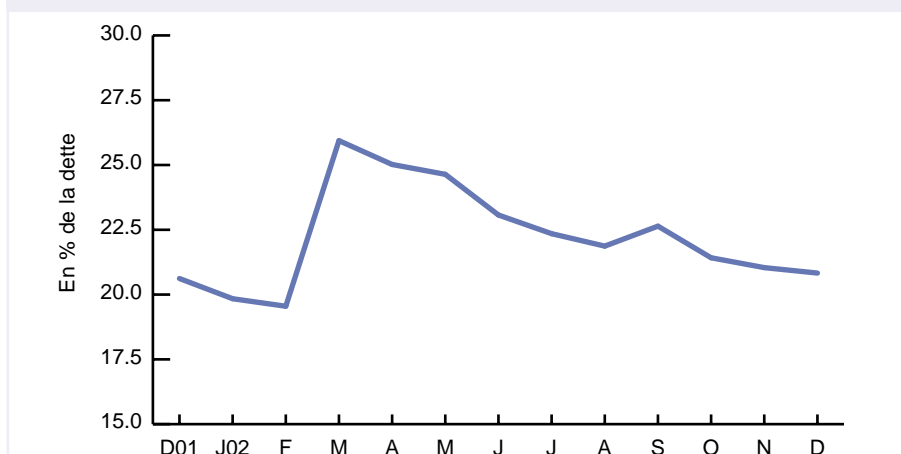
Le risque de fixation du taux d'intérêt de la dette ("refixing risk") est un nouvel indicateur que le Trésor utilise dans sa gestion du risque de taux d'intérêt et qui donne le pourcentage de la dette dont le coupon doit être refixé dans les douze mois. Le graphique 10 illustre la légère augmentation de ce risque au cours des douze mois de l'année écoulée. De 20.62% il est en effet passé à 20.83%, s'inscrivant ainsi encore en dessous de la marge maximale autorisée de 25%. L'augmentation sensible du risque de fixation du taux d'intérêt de la dette en mars 2002 est due au fait que l'OLO 6 et l'emprunt classique "Philippe XII", qui ont tous deux leur échéance finale en

mars 2003, ont eu un impact sur le risque de fixation dès le mois de mars 2002.

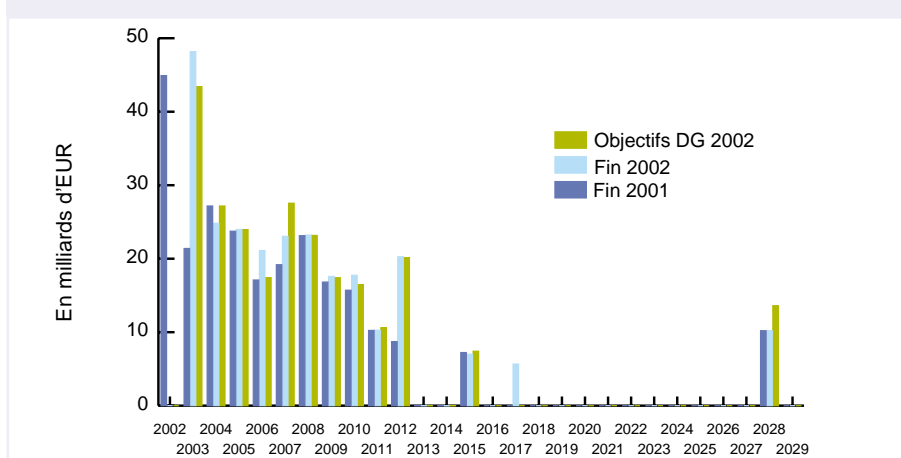
Graphique 9: Evolution de la durée moyenne pondérée de la dette en EUR de décembre 2001 à décembre 2002



Graphique 10: Evolution du risque de fixation du taux d'intérêt de la dette en EUR de décembre 2001 à décembre 2002



Graphique 11: Echancier de la dette en EUR



“Budget at risk”

La durée moyenne pondérée, dont on a déjà vu qu'elle respectait les marges prédéfinies après l'adaptation de la méthodologie de calcul, ainsi que l'échéancier de la dette permettent de suivre le risque de refinancement. L'échéancier donne toutefois une image plus précise du risque de refinancement futur. Le graphique 11 illustre l'évolution de l'échéancier de la dette en EUR et permet de comparer les résultats obtenus avec les objectifs pour 2002. Le Trésor s'était fixé comme objectif majeur de concentrer ses émissions primaires sur le segment du 10 ans et, dans une moindre mesure, sur celui du 5 et du 30 ans. La hausse prévue des volumes à échéance en 2003 concerne en fait la dette à court terme.

En 2002, la cellule “Risk Management” de l'Agence de la dette a mis au point une méthode de calcul qui permet d'estimer le dépassement potentiel du budget de la dette pour les charges d'intérêt. La méthode, appelée “Budget at Risk” a été développée, dans un premier temps, pour les instruments à court terme de la dette c'est-à-dire les certificats de Trésorerie à 3 mois, 6 mois et 12 mois. Elle consiste à valoriser des “caps” (option sur taux d'intérêt flottant) dont le prix d'exercice est le taux d'intérêt (à 3, 6 ou 12 mois) utilisé pour le calcul de la charge d'intérêt dans le budget.

Les caps sont utilisés comme instrument de valorisation et ne font donc pas l'objet de trading dans le marché. Une valorisation est effectuée tous les mois et un rapport est remis au Comité Stratégique.

Cette méthode de calcul permet de mesurer l'effet d'un dérapage des taux d'intérêt à court terme par rapport au budget de la dette. Elle sera étendue aux instruments à long terme en 2003.

c. Le risque de crédit

Le risque de crédit représente la perte que le Trésor encourrait si l'une (ou plusieurs) de ses contreparties ne respectai(en)t pas ses (leurs) obligations contractuelles de paiement ou de livraison. Le Comité Stratégique de la Dette détermine les règles de calcul du risque de crédit ainsi que les règles concernant l'attribution de limites de crédit aux contreparties.

L'Agence de la Dette a défini des méthodes¹ de calcul en fonction du type de transactions (placements, produits dérivés). Pour les produits dérivés, le calcul de l'exposition au risque de crédit est effectué sans appliquer le “netting”². En 2002, les opérations de cession-rétrocession ont été incluses dans le calcul du risque de crédit. Ces opérations sont conclues à très court terme et le calcul de l'exposition tient compte de la variation du prix du titre faisant l'objet de la cession-rétrocession.

L'attribution d'une limite de crédit à une contrepartie est fonction de la nature de la contrepartie, de son rating³ et de ses fonds propres. Lorsqu'un des éléments change, la cellule “Risk management” de l'Agence de la Dette ajuste la limite de crédit.

¹ Cfr. Rapport annuel de la Dette 2000, page 31.

² La compensation des dettes et créances pour une même contrepartie.

³ Ce rating est le rating le plus bas des ratings octroyés pour la dette à long terme par les 3 agences de rating Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings.

Le Trésor ne traite qu'avec des contreparties à rating élevé (minimum "A"). Au 31 décembre 2002, 9.3% de l'exposition de crédit était représentée par des placements et 90.7% par des produits dérivés. Il ressort du tableau 6 que pour les produits dérivés, 79.4% du risque de crédit se situait auprès de contreparties avec un rating de "AA" ou plus, contre 92% à fin 2001. Cette évolution s'explique par le fait que certaines contreparties ont subi une baisse de leur rating de "AA" à "A" et qu'il n'y a pas eu de nouvelles opérations avec des contreparties "AAA". Aucune contrepartie n'a subi une baisse de son rating en dessous du niveau minimum de "A". Le tableau 7 donne une ventilation plus détaillée par produit.

La cellule "Risk management" définit des maturités maximales pour les transactions en fonction du rating de la contrepartie et du type de transaction. Ces limites ne peuvent être dépassées. Le tableau 8 donne la ventilation de l'exposition de crédit pour les produits dérivés en fonction de la durée restant à courir au 31 décembre 2002.

Le Trésor ne conclut des opérations en produits dérivés qu'avec les contreparties avec lesquelles il a signé un contrat-cadre ISDA⁴.

Tableau 6: Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating à fin décembre 2002

Rating (*) contrepartie	Nombre de transactions	en %	Exposition totale (en EUR)	en %
AAA	23	8.5%	206 141 142	4.8%
AA	179	66.1%	3 233 821 927	74.6%
A	69	25.1%	893 081 524	20.6%
Total	271	100%	4 333 044 594	100%

(*) rating de la contrepartie ou de la maison-mère

Tableau 7: Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating et par produit à fin décembre 2002

Rating (*) contrepartie	Interest Rate Swaps (en EUR)	en %	Currency Swaps (en EUR)	en %	Autres (en EUR)	en %
AAA	46 560 743	1.3%	159 580 399	26.0%	0	0.0%
AA	2 893 412 976	79.4%	275 926 909	44.9%	64 482 042	89.1%
A	705 866 706	19.4%	179 322 252	29.2%	7 892 566	10.9%
Total	3 645 840 425	100%	614 829 561	100%	72 374 608	100%

⁴ International Swaps and Derivatives Association Inc.

L'Agence de la Dette dispose d'une base de données intégrée et d'un système informatique qui exécute un calcul journalier du risque de crédit et des limites de crédit. La cellule "Risk management" présente aux Comités Exécutif et Stratégique un rapport hebdomadaire sur le risque de crédit et une analyse détaillée sur une base mensuelle.

Tableau 8: Ventilation de l'exposition de crédit en fonction de la durée résiduelle à fin décembre 2002

	Total	Interest Rate Swap	Currency swap	Autres
< 1 an	8.6%	3.1%	30.6%	100.0%
1 à 5 ans	14.4%	10.8%	37.3%	
6 à 10 ans	39.4%	41.4%	32.1%	
> =10 ans	37.6%	44.7%		
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

*

*

*

PARTIE III

DONNEES TECHNIQUES

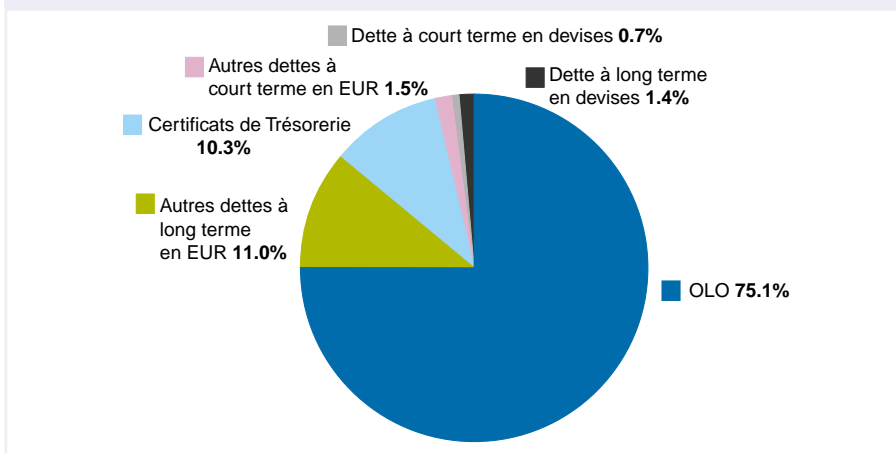
1. LE MARCHE PRIMAIRE DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL EN EURO

A la fin 2002, la dette de l'Etat s'élevait à 262.75 milliards d'EUR, ce qui représente une augmentation de 5.59 milliards d'EUR, soit une hausse de 2.2% par rapport à la fin de l'année 2001. La part des OLO, qui constituent l'instrument de financement le plus important du Trésor, a également augmenté puisqu'elle passe de 185.73 milliards d'EUR (72.2% du total) à la fin 2001 à 197.35 milliards d'EUR (75.1%) à la fin 2002.

Prépondérance
des OLO

La part des certificats de Trésorerie est restée relativement stable pour passer, entre la fin 2001 et la fin 2002, de 10.3% à 10.5% du total, correspondant à des encours de respectivement 26.9 et 27 milliards d'EUR.

Graphique 12: Encours de la dette de l'Etat fédéral à fin 2002



1.1. La dette à moyen et long termes en euro

La dette à long terme en euro a augmenté pour passer de 83.7% à la fin 2001 à 86.1% du total à la fin 2002. Comme les années précédentes, les OLO en ont constitué la part la plus importante. Elle a continué à augmenter et ce, au détriment des emprunts classiques. Rappelons qu'à partir de 1996, ceux-ci ont été remplacés par les bons d'Etat dont le volume ne représente qu'une fraction des anciens emprunts classiques étant donné qu'ils ne sont accessibles sur le marché primaire qu'aux personnes physiques essentiellement.

Notons que l'augmentation de l'encours des emprunts privés est due aux émissions de bons du Trésor pour le Fonds de vieillissement (voir plus loin).

Tableau 9: Encours en circulation sur la dette à long terme répartis par instrument (en EUR)

	Encours à fin 2002	Encours à fin 2001
Emprunts classiques	12 073 235 526	17 351 450 053
Obligations linéaires	197 355 477 609	185 727 419 471
Emprunts privés	2 227 985 286	1 408 437 618
Bons d'Etat	8 353 403 805	7 122 261 442
Emprunts spéciaux	72 288 897	80 536 637
Organismes internationaux	4 217 128 572	
Ex-devises eurozone à long terme	760 871 000	2 323 929 597
Devises L.T. swappées en EUR	1 112 559 190	1 216 074 040
Total dette à long terme	226 172 949 885	215 230 108 858

a. Les obligations linéaires (OLO)

Par rapport à l'année 2001, les volumes émis sur le marché primaire des OLO ont augmenté de 120 millions d'EUR et sont passés de 25.96 à 26.10 milliards d'EUR. Cette augmentation est relativement faible et est essentiellement due au niveau des émissions générées par les opérations d'échange qui se sont élevées à seulement 1.33 milliard d'EUR au lieu des 3.28 milliards prévus. Quant aux adjudications, elles ont permis de récolter des volumes plus importants que prévu, à savoir 12.77 milliards d'EUR au lieu de 11.79 milliards.

Tableau 10: Encours des OLO à fin décembre 2002 (en EUR)

OLO n°	Coupon	Maturité	Code	Encours	% Strips
6	9.00	28/03/2003	251	9 320 905 954.94	10.80%
14	7.25	29/04/2004	265	10 747 275 873.83	
20	7.75	15/10/2004	275	5 462 547 199.43	
19	6.50	31/03/2005	273	10 178 433 069.42	
34	4.75	28/09/2005	294	11 901 400 000.00	7.16%
39	FRN	24/04/2006	299	2 000 000 000.00	
24	7.00	15/05/2006	283	8 465 045 674.21	
37	4.75	28/09/2006	297	9 595 400 000.00	0.47%
26	6.25	28/03/2007	286	13 476 828 228.86	3.52%
9	8.50	01/10/2007	257	8 413 164 463.71	17.16%
28	5.75	28/03/2008	288	13 479 196 740.11	1.26%
16	7.50	29/07/2008	268	8 682 058 029.24	
32	3.75	28/03/2009	292	16 430 000 000.00	1.57%
35	5.75	28/09/2010	295	15 844 200 000.00	1.68%
36	5.00	28/09/2011	296	10 258 500 000.00	0.30%
38	5.00	28/09/2012	298	11 416 900 000.00	1.52%
12	8.00	24/12/2012	262	8 824 896 081.16	
23	8.00	28/03/2015	282	6 999 587 157.66	1.84%
40	5.50	28/09/2017	300	5 660 000 000.00	2.83%
31	5.50	28/03/2028	291	10 199 139 136.01	9.74%
Total				197 355 477 608.58	4.20%

Syndications,
adjudications et
échanges

Le montant total émis provient de 3 syndicats, 4 adjudications et 6 opérations d'échange.

Chaque année, le Trésor publie un calendrier d'émission à titre indicatif qui donne un aperçu des émissions d'OLO via adjudications ou échanges. Après la réforme du calendrier en 2000, le nombre d'adjudication est resté limité à 6. Dans la pratique, le calendrier d'émission de 2002 a été adapté afin d'y inclure deux syndicats. Les adjudications des mois de janvier et mai ont été remplacées par les syndicats des OLO 38 et 40 qui ont chacune rapporté 5 milliards d'EUR.

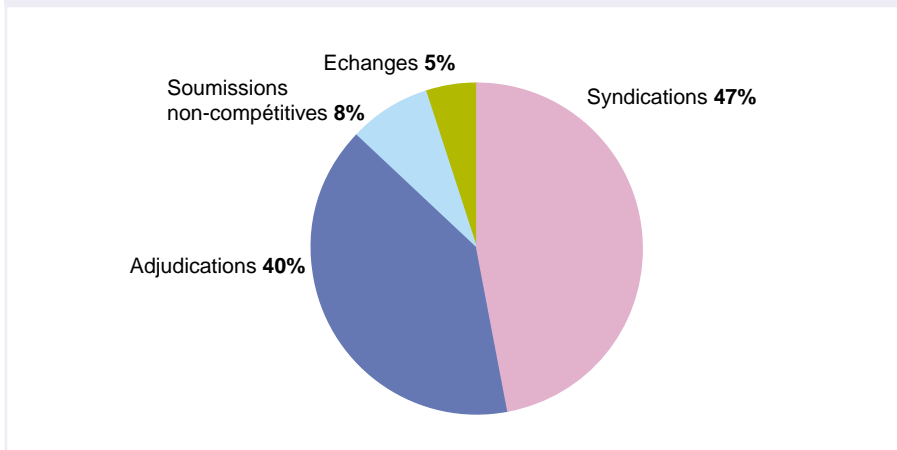
En ce qui concerne les échanges, leur nombre est passé de 12 à 6. Le Trésor les a, en effet, exclusivement réservés aux emprunts classiques arrivant à échéance finale dans les 12 mois et pour lesquels la décision avait déjà été prise de ne les offrir aux échanges que six fois dans l'année. Les OLO arrivant à échéance finale dans les 12 mois font l'objet, quant à elles, d'opérations de rachat.

Baisse des échanges

Tableau 11: Emissions d'OLO en 2002 (en milliers d'EUR)

Syndicats	12 000 000
Adjudications	10 562 000
Soumissions non compétitives	2 205 100
Echanges	1 333 900
Total	26 101 000

Graphique 13: Emissions d'OLO en 2002 réparties par type

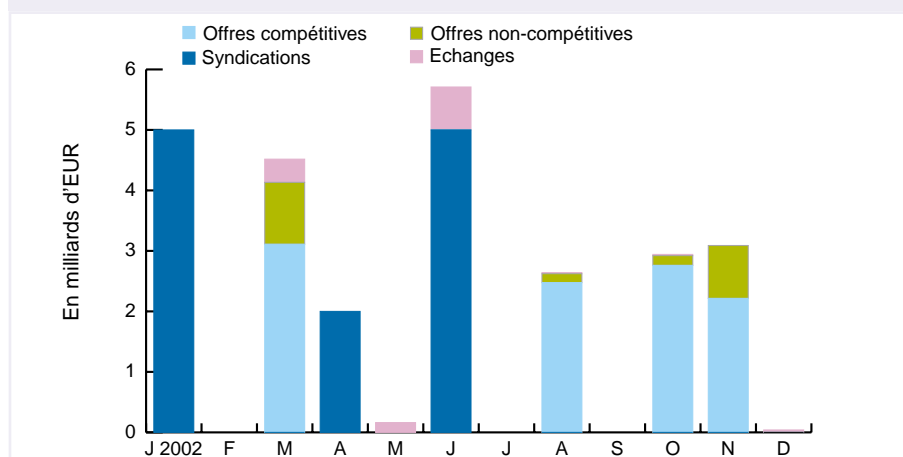


C'est traditionnellement en janvier que le Trésor émet son nouvel emprunt de référence à 10 ans, en l'occurrence, le "benchmark" OLO 38. A cet effet, il a à nouveau choisi la technique de la syndication plutôt que celle de l'adjudication. Les principales raisons sont l'obtention d'une liquidité immédiate dans des circonstances de marché favorables, un meilleur

Syndication à 10 ans sur l'OLO 38

contrôle des spreads grâce au processus du “book-building”¹, un meilleur contrôle de la diversification géographique et du type d’investisseurs. Le Trésor a constaté que, lors des syndications de 2001, le prix des nouvelles OLO se situait quelque 2 points de base en dessous du niveau habituel de la courbe des rendements OLO.

Graphique 14: Emissions d’OLO en 2002 réparties par type sur une base mensuelle



Une syndication assure en outre le placement direct de l’OLO auprès des investisseurs finaux tant sur le marché domestique qu’à l’étranger tandis qu’une adjudication n’implique qu’une faible participation directe des investisseurs. Enfin, une syndication constitue toujours un événement en soi dans l’eurozone et, pour ses précédentes syndications, le Trésor a élaboré une stratégie fort appréciée par le marché.

Pour la syndication de ce benchmark avec échéance le 28 septembre 2012, le Trésor a choisi comme “joint-lead managers”: Deutsche Bank, Fortis Banque et JP Morgan. Comme cela se fait traditionnellement, les autres primary dealers et recognized dealers y ont également participé respectivement en tant que “co-lead managers” et membres du “selling group”. Le montant total des ordres (9.6 milliards d’EUR) a largement dépassé celui de l’émission. Le coupon de l’OLO 38 a été fixé à 5% et le prix d’émission à 99.775%.

Le lancement de l’emprunt s’est effectué à 25 points de base au-dessus de l’emprunt de référence allemand à 10 ans (Bund 5% - 4 janvier 2012), ce qui constitue une nette amélioration par rapport à 2001 où le nouveau benchmark de l’époque était émis à un spread de 40 points de base. Le succès du placement de l’OLO 38 ressort également du rendement de 1 à 1.5 point de base en dessous de la courbe des rendements OLO interpolés ainsi que des bonnes performances sur le marché secondaire les semaines qui ont suivi l’émission. Les prix ont en effet été bien soutenus grâce au “market making” des primary dealers et à la demande continue en provenance des investisseurs.

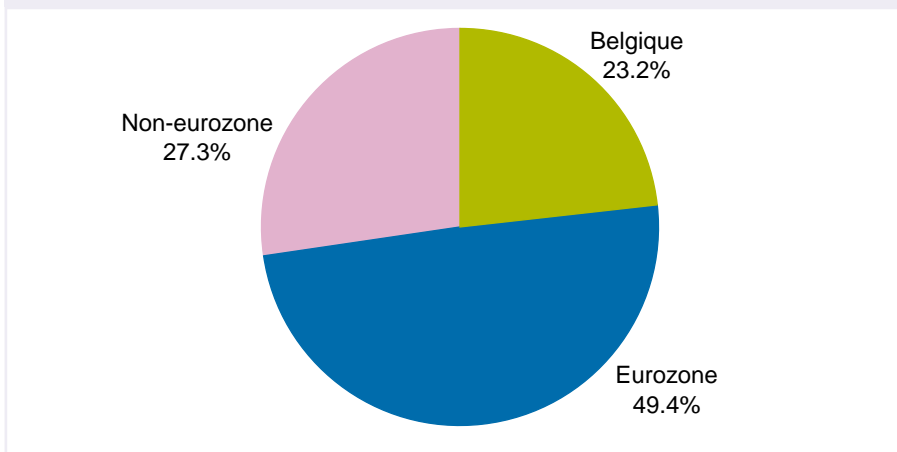
Succès du placement de l’OLO 38

¹ Dans une syndication, les “joint-lead managers”, les “co-lead managers” ainsi que le “selling group” font régulièrement rapport au Trésor sur les ordres qu’ils reçoivent en mentionnant le volume et les spreads auxquels les investisseurs souhaitent acheter. De cette façon, le Trésor peut mieux se faire une idée de la demande et du “pricing” des nouvelles OLO.

Comme en 2001, le Trésor a également eu recours à la technique de la “mixed pot syndication”² pour l’allocation des ordres. Le recours à cette technique a, en effet, permis d’améliorer la transparence, l’objectivité et l’efficacité du processus de “book building” et d’allocation. Un contrôle de qualité a été effectué sur une grosse partie des souscriptions, ce qui a permis d’éviter les doubles emplois de souscriptions en provenance d’investisseurs travaillant avec plusieurs “primary dealers”. Tout le processus s’est ainsi soldé par une meilleure allocation des ordres. En outre, le Trésor a pu mieux orienter le placement de ses emprunts tant d’un point de vue géographique que selon le type d’investisseurs.

Les obligations ont été placées pour plus de 76% à l’extérieur de la Belgique, 50% dans les autres pays de l’Union Européenne, près de 18% dans le reste de l’Europe et près de 8% en Asie et en Amérique. Le Trésor a constaté la présence d’un grand intérêt pour ce placement en Allemagne, en France et aux Pays-Bas.

Graphique 15: Placement international de l’OLO 38 via syndication

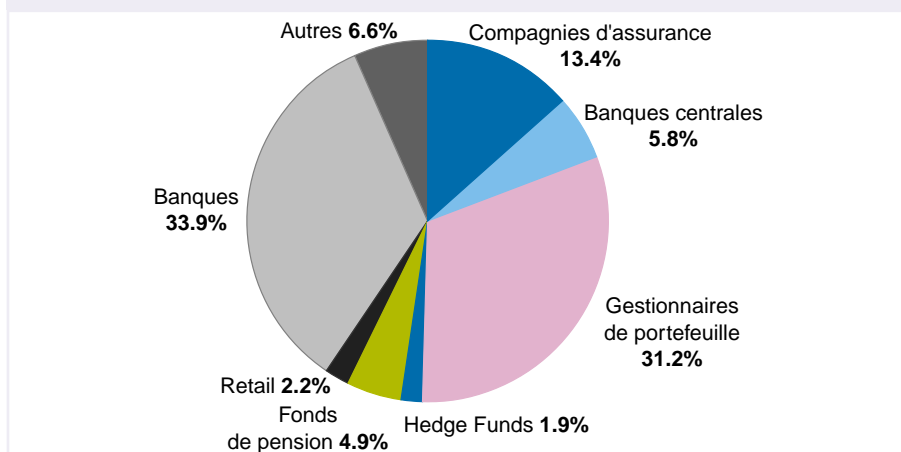


Pour ce qui est du type d’investisseurs, l’on notera qu’une partie importante a été placée auprès d’investisseurs finaux: 38% auprès de fonds et 13% auprès de compagnies d’assurance. Les banques, plus particulièrement les portefeuilles d’investissement et les comptes “trading”, ont pris 34% ce qui a contribué à la liquidité de la ligne d’OLO. Enfin, 6% des obligations ont été placées auprès de banques centrales.

² Dans le cas d’une “mixed pot syndication” comme dans celui d’une “pot syndication” normale, le Trésor bénéficie d’une transparence absolue pour ce qui est de l’identité de l’acheteur. Il y a toutefois deux différences avec la “pot syndication” normale qui font que le contrôle sur l’allocation n’est pas total:

- a) la présence d’une “blind retention” réservée aux “co-lead managers” ainsi qu’au “selling group”. L’allocation des OLO leur est garantie pour cette partie sans qu’il faille communiquer l’identité de l’acheteur aux “joint-lead managers”. Les “co-lead managers” et le “selling group” sont respectivement les primary dealers qui n’ont pas obtenu le mandat de “joint-lead manager” et les recognized dealers. La “blind retention” leur est accordée par le Trésor en contrepartie de leurs efforts en matière de placement d’OLO et de certificats de Trésorerie au cours de l’année précédente.
- b) en vue de respecter la confidentialité, les “joint-lead managers” ne doivent pas divulguer l’identité de certains de leurs clients (“X-accounts”) mais cette possibilité reste limitée en termes de volumes.

Graphique 16: Répartition de l'OLO 38 par type d'investisseurs



Syndication à 15 ans sur l'OLO 40

L'adjudication du mois de mai a été annulée en raison d'une nouvelle syndication qui, cette fois, concernait une émission à 15 ans (OLO 40) avec comme "joint-lead managers" ABN AMRO, Goldman Sachs, ING-BBL et Morgan Stanley. Le coupon a été fixé à 5.5% et l'échéance finale au 28 septembre 2017. Lors de l'émission, le rendement se situait 14 points de base au-dessus des obligations françaises (OAT) dotées d'une maturité similaire. Le lancement de cette OLO à 15 ans répondait à la fois à la demande des investisseurs et aux intérêts du Trésor dans le cadre de sa gestion stratégique de la dette.

Depuis quelques mois en effet, des investisseurs comme les sociétés d'assurance et les fonds de pension, manifestaient un intérêt croissant pour des actifs dotés d'une maturité supérieure à 10 ans. Le franc succès remporté par des émissions sur le segment le plus long de la courbe des rendements chez d'autres émetteurs souverains tels la Grèce, l'Italie ou l'Espagne, a confirmé cette tendance.

Cette émission a également répondu aux besoins stratégiques des gestionnaires de la dette dans la mesure où le Trésor a créé un benchmark liquide sur la courbe des rendements OLO, contribuant ainsi à l'obtention d'une courbe liquide jusqu'en 2017. En outre, cette émission a permis au Trésor de répondre à son souci d'obtenir un profil optimal pour l'échéancier de ses dettes. En effet, avant le lancement de l'OLO 40, d'une part, il n'y avait pas encore d'échéances pour l'année 2017 et, d'autre part, une émission à plus court terme aurait trop alourdi l'échéancier actuel.

Comme pour les émissions précédentes, le Trésor a également choisi pour le lancement de cette nouvelle OLO à 15 ans la technique de la syndication plutôt que celle de l'adjudication afin d'obtenir dès le lancement une liquidité et une diversification suffisantes. Le montant total des offres a dépassé de près de trois fois le montant d'émission initialement prévu de sorte que le Trésor a décidé d'augmenter celui-ci et de le faire passer de 3 à 5 milliards d'EUR.

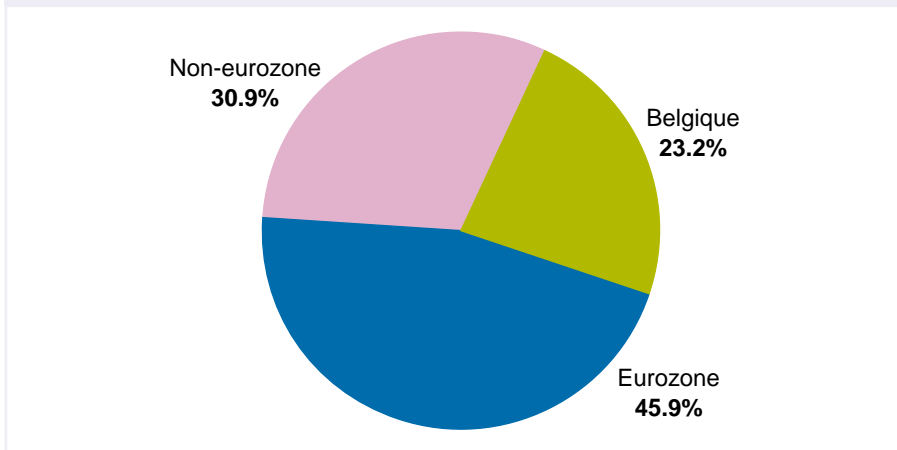
Cette OLO a été placée auprès d'investisseurs de haut rang et de qualité, parmi lesquels on trouve 44% de gestionnaires de portefeuille, 24% de fonds de pension et de compagnies d'assurance ainsi que 23% de banques.

Lors de l'allocation des offres, on a accordé une attention particulière à la répartition géographique: 77% du montant a été placé à l'extérieur de la Belgique, dont 46% dans l'Eurozone sans la Belgique, près de 21% dans les autres pays européens, près de 5% aux Etats-Unis, 3% en Asie et 3% dans le reste du monde. A l'inverse des fois précédentes, le Trésor n'a toutefois pas eu recours à la technique de la "mixed pot syndication" mais bien de la structure traditionnelle "pot".

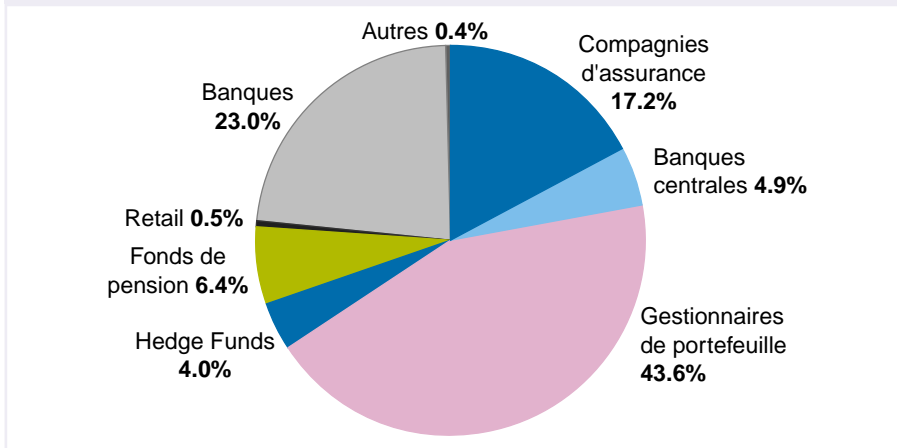
Pour appuyer l'élaboration de l'"order book" pour l'OLO 40, le Trésor a mené une campagne de marketing active en collaboration avec les "joint-lead managers". Cette campagne a débuté avec un road-show à Bruxelles et a été suivie de présentations individuelles auprès d'investisseurs établis en Belgique, au Danemark, en Allemagne, en Finlande, en France, en Italie, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

Le Trésor a introduit une innovation dans cette syndication, à savoir la désignation d'un "Duration Manager" dont la mission consiste à limiter la volatilité au moment du pricing. Cette fonction a été confiée à l'un des quatre "Joint-Lead Managers".

Graphique 17: Placement international de l'OLO 40 via syndication



Graphique 18: Répartition de l'OLO 40 par type d'investisseurs



Syndication d'une OLO à taux flottant ou "Floating Rate Note" (OLO-FRN 39)

Outre l'émission de deux nouveaux "benchmarks", le Trésor a également émis via syndication une OLO-FRN pour un montant de 2 milliards d'EUR. Cette émission a financé l'adjudication à l'envers ("reverse auction") du 18 mars 2002 effectuée sur l'emprunt classique "Philippe XVII" – 7% avec échéance finale le 21 novembre 2004. Cette "reverse auction" a été un franc succès pour le Trésor qui a pu racheter pour un montant de 2.3 milliards d'EUR.

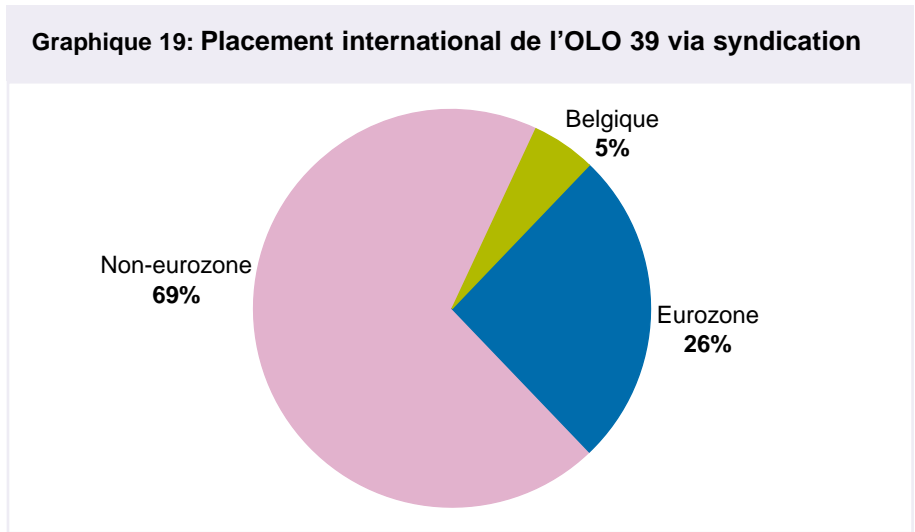
L'émission de ce FRN, qui est un instrument de financement à taux flottant, n'était pas prévue dans le plan de financement de 2002. Mais étant donné l'ampleur des rachats, le Trésor a décidé de financer celui-ci à part et de ne pas augmenter le programme d'émission prévu. En effet, une augmentation non préalablement annoncée de l'offre d'OLO peut avoir un impact négatif provisoire sur le prix des benchmarks OLO dans la mesure où les investisseurs accordent une importance toute particulière à la prédictibilité de l'offre.

Au moment de la syndication, l'offre de FRN en euros émis par des émetteurs souverains était très limitée avec pour résultat une forte demande pour des titres à court terme de grande qualité. En outre, l'OLO-FRN 33 arrivant à échéance finale le 22 avril, la probabilité était forte qu'un certain nombre d'investisseurs ayant acquis l'OLO-FRN 33 seraient intéressés par un nouveau FRN.

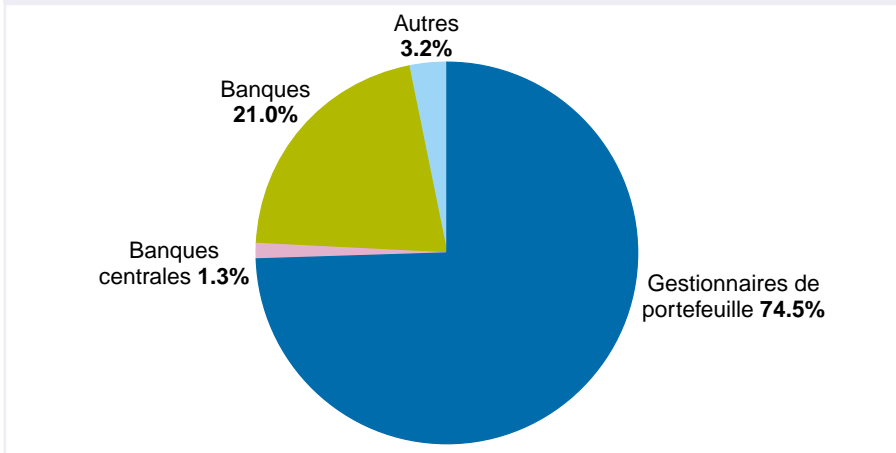
La maturité standard d'un FRN est de 3 ou 5 ans mais étant donné que les années 2005 et 2007 étaient déjà assez chargées en matière de remboursement, le Trésor a opté pour une durée de 4 ans (échéance 2006).

L'OLO 39 a été placée par l'intermédiaire de deux "joint-lead managers": Barclays Capital et Salomon Smith Barney. L'allocation des ordres s'est effectuée selon la technique traditionnelle de la "pot syndication". Le coupon, quant à lui, a été fixé à Euribor 3 mois moins 10 points de base.

Les "notes" ont été placées à plus de 94% en dehors de la Belgique: 26% dans la zone euro sans la Belgique, 65% dans les autres pays d'Europe dont la majeure partie au Royaume-Uni, 3% aux Etats-Unis et 0.4% en Asie. En ce qui concerne la répartition par type d'investisseurs, plus de 74% ont été placés auprès de gestionnaires de fonds, 21% auprès de banques et 1.3% auprès de banques centrales.



Graphique 20: Répartition de l'OLO 39 par type d'investisseurs

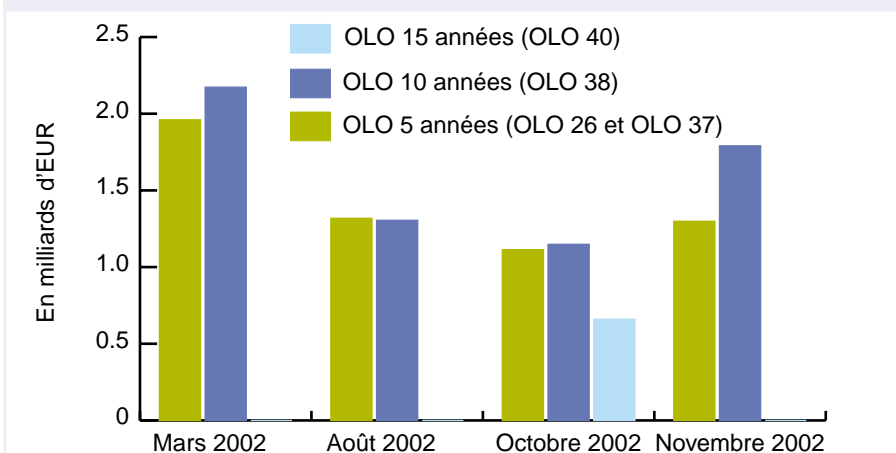


A chacune des quatre adjudications d'OLO, le Trésor a proposé une ligne de "benchmark" OLO à 5 ans (OLO 37 ou OLO 26) et à 10 ans (OLO 38) et l'on notera que les primary dealers ont continué à être consultés quant au choix des lignes à adjudger. Après la syndication du mois de mai, l'OLO 40 n'a été proposée qu'une seule fois, à savoir lors de l'adjudication du mois d'octobre.

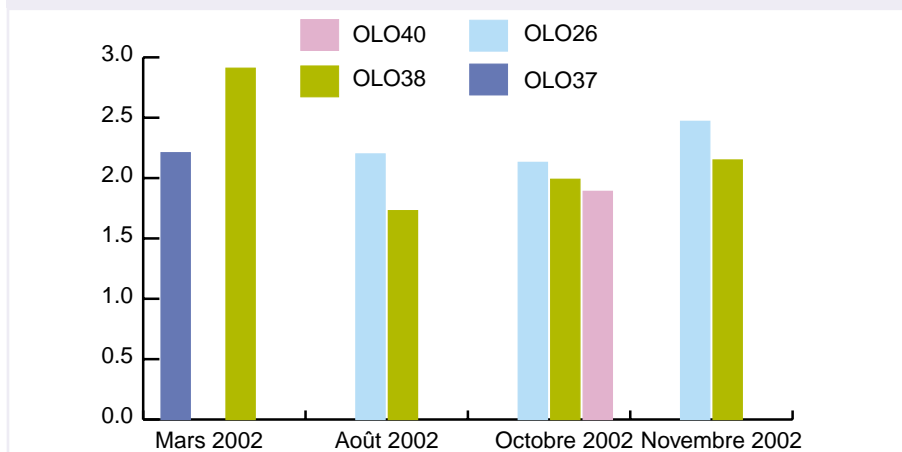
Adjudications
compétitives

Le ratio "bid to cover" moyen des quatre adjudications de l'année s'est élevé à 2.19, ce qui correspond à un niveau inférieur aux années précédentes (2.45 en 2000 et 2.89 en 2001). Ceci est sans doute dû au fait que le montant moyen émis lors du tour compétitif a été plus élevé que l'année précédente (2.64 milliards en 2002 contre 2.29 milliards d'euros en 2001). Cette augmentation résulte d'une modification de la stratégie du Trésor qui a mis l'accent sur les "buy-backs" au détriment des opérations d'échange. Pour financer ces "buy-backs", le Trésor a donc dû augmenter les montants alloués lors des adjudications d'OLO.

Graphique 21: Répartition des émissions à 5, 10 et 15 ans lors des adjudications d'OLO en 2002



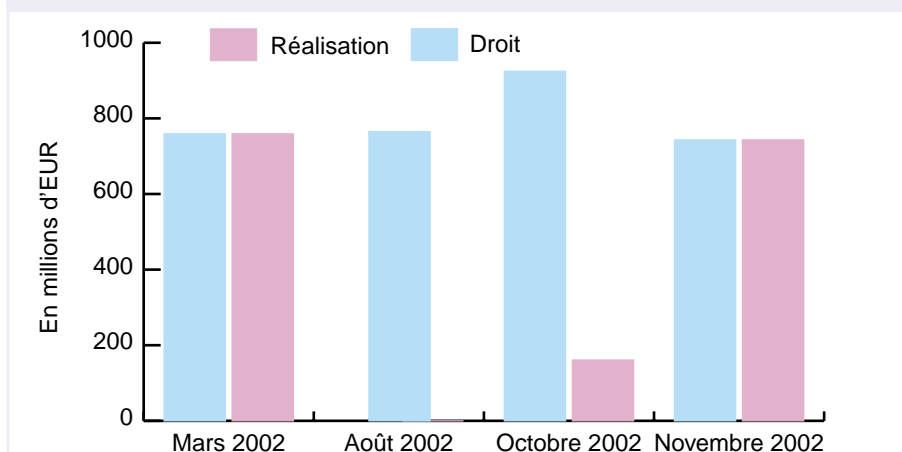
Graphique 22: Ratio "bid to cover" lors des adjudications d'OLO en 2002



Soumissions non compétitives

En contrepartie de leur participation active aux marchés primaires et secondaires de la dette publique, les primary dealers bénéficient du droit de prendre part à des soumissions non compétitives. Ils peuvent ainsi, à concurrence d'un pourcentage déterminé de leurs offres acceptées, acheter des titres au prix moyen pondéré de l'adjudication. Ce droit aux soumissions non compétitives s'est élevé, pour l'ensemble des primary dealers, à 3.19 milliards d'EUR dont 52.11% ont été effectivement exercés (contre 63.13% en 2001). L'exercice de ce droit dépend exclusivement des conditions du marché au moment de la tenue du tour non compétitif. La nette diminution des taux d'intérêt lors des adjudications des mois de mars et novembre a eu pour conséquence que les primary dealers ont exercé leur droit à 100%.

Graphique 23: Droit aux souscriptions non compétitives et réalisation par ligne et par mois pour les OLO en 2002



Opérations d'échange

Dans le cadre du refinancement des emprunts classiques arrivant à échéance finale dans les 12 mois, le Trésor a effectué une série d'opérations d'échange à prix prédéterminés.

Rappelons aussi qu'en 2001, le Trésor avait décidé de ne plus offrir d'emprunts de référence ("benchmark"), à l'exception toutefois de l'OLO 31 (échéance finale en 2028), lors des opérations d'échange d'anciennes lignes d'OLO et d'emprunts classiques arrivant à échéance finale endéans les 12

mois. L'objectif recherché était de créer un effet de raréfaction auprès de ces emprunts et par conséquent d'en soutenir le cours. En n'offrant des "benchmark" qu'aux adjudications, le Trésor poursuivait un objectif de raréfaction de ces emprunts et par conséquent un meilleur soutien de leur cours.

Le Trésor a poursuivi cette stratégie en 2002 en organisant six opérations d'échange sur deux emprunts classiques.

La première opération d'échange de 2002 n'était pas prévue dans le calendrier publié avant le début de l'année. Elle a été organisée dans l'objectif de rouvrir la plupart des lignes d'OLO pour l'échange contre l'emprunt classique "Philippe XV" arrivant à échéance finale le 14 mars 2002. En rouvrant ces lignes, le Trésor voulait informer le marché que les lignes d'OLO concernées entraient dans le champ d'application du projet de directive européenne en matière de fiscalité sur l'épargne. Les emprunts obligataires émis avant le 1er mars 2001 ne sont en principe pas soumis à la directive. Les nouvelles tranches de ces emprunts émises entre le 1er mars 2001 et le 1er mars 2002 ne sont pas non plus soumises à la directive grâce à une "clause du grand-père". Par contre, une tranche émise après le 1er mars 2002 sur un emprunt existant tombe dans le champ de la directive de sorte que la fongibilité n'est plus assurée entre la nouvelle tranche et l'emprunt existant. Cependant, le projet de directive prévoyait dans le même temps la possibilité pour les autorités d'inclure totalement dans son champ d'application les emprunts existants émis avant le 1er mars 2001 dont les nouvelles tranches sont émises après ou le 1er mars 2002, en procédant à une réouverture de ces lignes. Plusieurs Etats-membres de l'Union européenne, dont la Belgique, ont ainsi convenu d'avoir recours à cette possibilité en émettant, après le 1er mars 2002, une nouvelle tranche des emprunts concernés et ce, afin d'en assurer une fongibilité parfaite. Les nouvelles lignes d'OLO émises après le premier mars 2001 tombaient automatiquement dans le champ de la directive européenne et n'ont, par conséquent, pas dû être proposées aux opérations d'échange.

[Directive européenne sur la fiscalité de l'épargne](#)

Pour l'emprunt classique "Philippe XII" - 6.5% avec échéance finale le 15 mars 2003, le Trésor a prévu six opérations d'échange: cinq en 2002 et une en 2003. Comme il le fait traditionnellement, le Trésor a proposé par adjudication huit lignes d'OLO avec des maturités s'échelonnant de 2005 à 2028. Celles-ci ont été choisies après concertation avec les primary dealers.

Les opérations d'échange portant sur les deux emprunts classiques arrivant à échéance finale dans l'année ont permis d'émettre de nouvelles OLO pour un montant de 1.33 milliard d'EUR (soit 5.11% du montant total émis) contre 7.42 milliards d'EUR (soit 28.56% du total) en 2001. Cette diminution résulte bien évidemment du choix du Trésor de réserver les OLO échéant dans les 12 mois aux opérations de "buy-back" exclusivement.

Le montant moyen des opérations d'échange a été de 222 millions d'EUR contre 603 millions en 2001. Un plafond a été atteint en juin où un montant de près de 710 millions d'EUR a été échangé. Les montants échangés lors des trois dernières opérations d'échange n'ont jamais atteint le niveau de 50 millions d'EUR étant donné les conditions de marché défavorables en vigueur prévalant lors des échanges.

D'une manière générale, l'intérêt des primary dealers s'est essentiellement focalisé sur les lignes d'OLO échéant en 2005 (17.12%), 2010 (27.29%) et 2015 (18.86%).

Graphique 24: Impact des opérations d'échange sur l'encours de l'emprunt classique "Philippe XII"

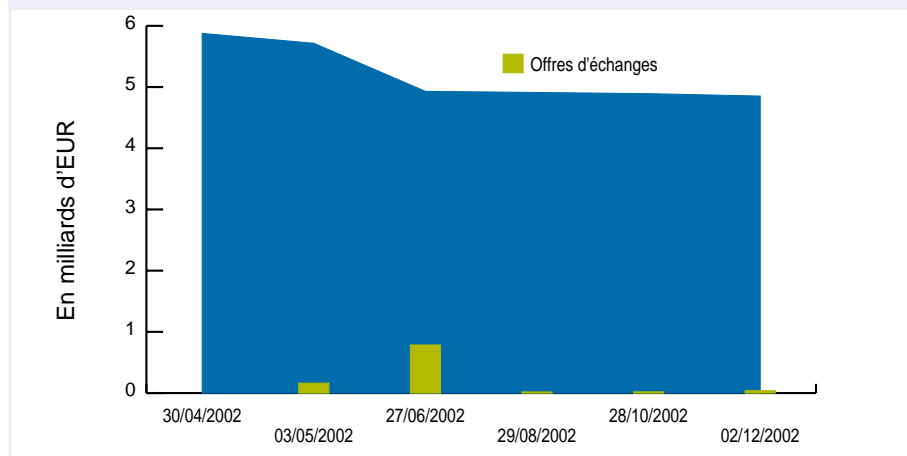


Tableau 12: Réduction des encours à échéance en 2002 et 2003 (en millions d'EUR)

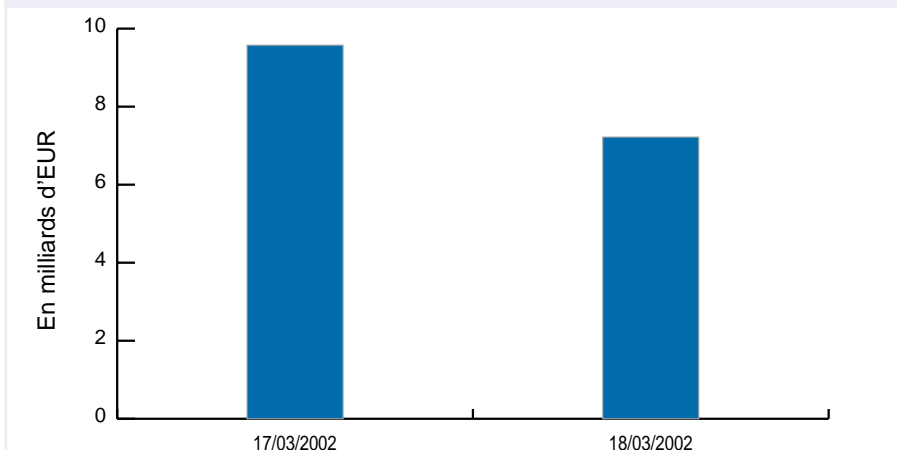
Emprunts à échéance	Encours au 31-12-01	Montant échangé	Montant racheté	Pourc. échangé	Pourc. racheté	Encours à l'échéance finale
Emprunts à échéance en 2002						
OLO 10 BE259 25/06/02	8 687.9		2 024	0.00%	23.30%	6 663.9
OLO 33 BE293 - FRN 22/04/02	2 000			0.00%	0.00%	2 000
PH 15 BE280 - 14/03/02	1 898.2	376.9		19.85%	0.00%	1 521.3
Emprunts à échéance en 2003						
OLO 6 BE251 - 28/03/03	12 625.8		3 305	0.00%	26.18%	
PH 12/PH 13 BE271- 14/03/03	5 877.2	1 024.2		17.43%	0.00%	
Emprunts à échéance en 2004						
PH 17 BE284 - 21/11/04	9 576.0		2 355.1	0.00%	24.59%	

Rachats via les adjudications à l'envers ("reverse auctions")

Dans le courant de l'année sous revue, le Trésor a organisé deux "reverse auctions". La première s'est déroulée le 18 mars et portait sur l'emprunt classique "Philippe XVII" - 7% avec échéance finale le 21 novembre 2004. Lors de cette adjudication à l'envers, le Trésor a racheté 2.35 milliards d'EUR ramenant ainsi l'encours de l'emprunt à 7.22 milliards d'EUR.

La deuxième "reverse auction" s'est tenue le 2 décembre et a permis de racheter 780 millions d'EUR sur l'OLO 12 (échéance finale le 24 décembre 2012) et 480 millions d'EUR sur l'OLO 23 (échéance finale le 28 mars 2015). L'on notera que l'encours de l'OLO 12 est resté inchangé étant donné que le Trésor a décidé de garder les 780 millions d'EUR en portefeuille en vue des "repos".

Graphique 25: Impact de l'adjudication à l'envers sur l'encours de l'emprunt classique "Philippe XVII"

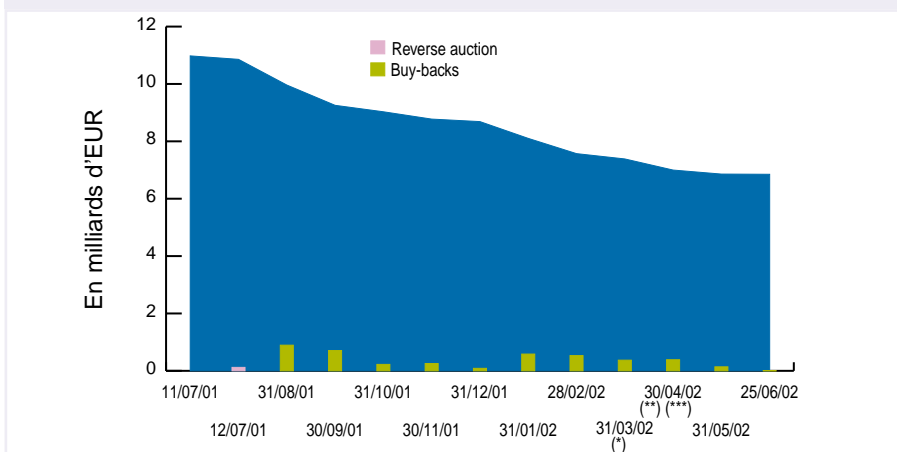


Depuis le mois de juillet 2001, le Trésor a eu recours à la plate-forme MTS Belgium pour effectuer ses opérations de rachat ("buy-backs"). Cette plate-forme a en effet l'avantage d'offrir liquidité, efficacité et "pricing" transparent. Le rachat s'y effectue sur un segment à part (Belgian Buy-Backs – BBB) où seuls ont accès les primary dealers et le Trésor. Ce dernier ne dispose que de la possibilité d'afficher des prix à l'achat (minimum 4 heures par jour) mais peut également accepter les prix à la vente affichés par les primary dealers sur ce segment. En outre, le Trésor pouvait racheter l'OLO par téléphone mais n'a pas eu recours à cette option jusqu'à la fin de l'année sous revue.

Rachats via "buy-backs"

Les "buy-backs" sur OLO se sont élevés à 2.2 milliards d'EUR en 2002 (contre 2.17 milliards d'EUR en 2001), ce qui a eu pour conséquence de ramener l'encours à l'échéance à 6.85 milliards d'EUR. En mars et en avril, un montant total de 312.5 millions d'EUR a été maintenu en portefeuille en vue des opérations de "repo" mais finalement remboursé le 30 avril 2002.

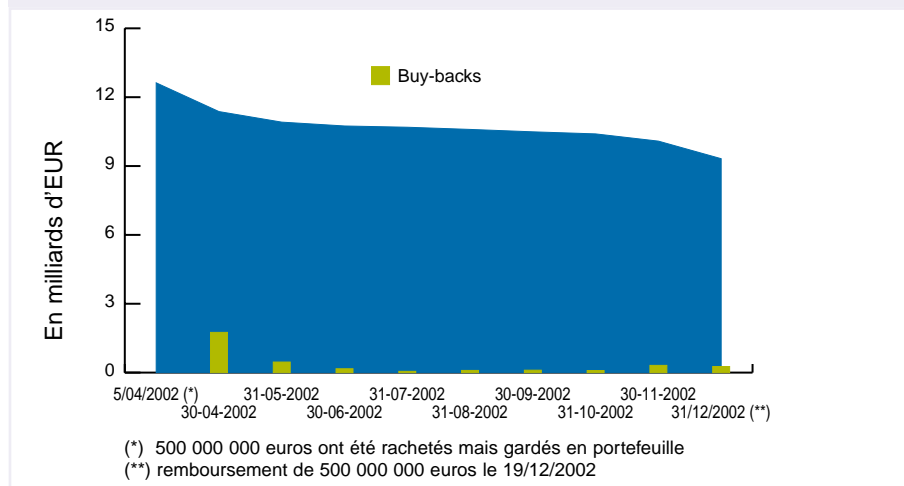
Graphique 26: Impact de la "reverse auction" et des "buy-backs" sur l'encours de l'OLO 10



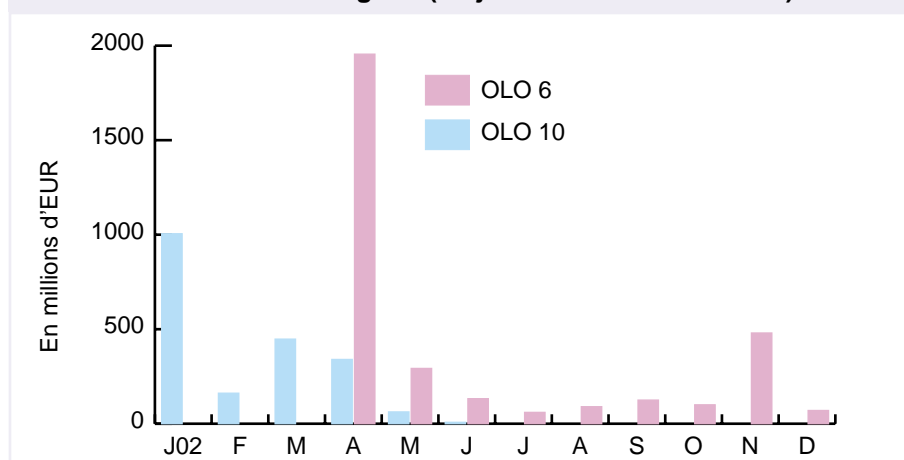
(*) 187 500 euros ont été rachetés mais gardés en portefeuille
 (**) 125 000 euros ont été rachetés mais gardés en portefeuille
 (***) 312 500 euros gardés en portefeuille ont été amortis le 16/04/2002

L'OLO 10 a été remplacée en portefeuille par l'OLO 6 (échéance finale le 28 mars 2003) au moment où l'on a commencé les rachats sur cette dernière OLO et ce dans le cadre de la stratégie du Trésor visant à commencer les "buy-backs" sur les lignes d'OLO échéant dans les 12 mois. L'encours de l'OLO 6 est passé de 12.6 milliards à 9.3 milliards d'EUR, soit une diminution de 3.3 milliards d'EUR (26.18% du total). En avril, le Trésor a gardé 500

Graphique 27: Impact des "buy-backs" sur l'encours de l'OLO 6



Graphique 28: Programme de rachats ("buy-backs") via MTS Belgium (de janvier à décembre 2002)



millions d'EUR en portefeuille pour les "repos". Ce montant a été remboursé en décembre et remplacé par l'OLO 12 rachetée pour 780 millions d'EUR via une adjudication à l'envers.

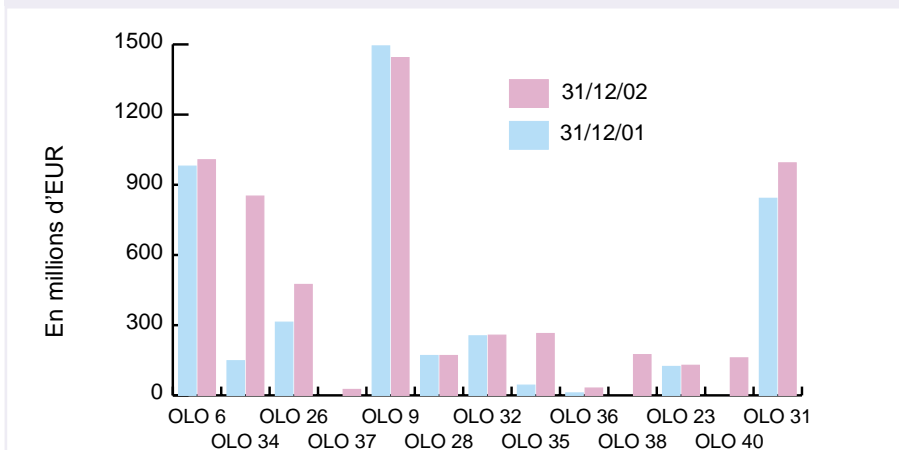
Les deux nouveaux "benchmarks", à savoir les OLO 38 et 40, ont été lancés avec la possibilité d'être strippés et les premières demandes de stripping sont parvenues à la Trésorerie quelques mois plus tard. A la fin de l'année sous revue, les montants strippés s'élevaient à 184 et 165.25 millions d'EUR pour les OLO 38 et 40 respectivement. L'OLO 37 qui a été lancée en 2001 et qui n'avait pas fait l'objet de demande de stripping durant cette année affichait, à la fin 2002, un modeste montant strippé de 25.2 millions d'EUR.

Le montant total strippé a augmenté par rapport à 2001 en passant de 1.6 milliard à 6 milliards d'EUR, soit 4.2% de l'encours total des treize lignes

Les strips

strippables. De ces treize lignes, six ont leur échéance d'intérêt en mars, six en septembre et une en octobre. Même si le montant strippé (4.2%) paraît peu élevé, il faut noter que le marché belge des strips sur OLO est le troisième plus important dans l'eurozone après la France et l'Espagne.

Graphique 29: Encours des strips sur les OLO en 2002



En 2002, les activités de stripping se sont concentrées sur l'OLO 34 (échéant en septembre 2005), l'OLO 35 (septembre 2010) et l'OLO 38 (septembre 2012). Comme l'illustre le graphique ci-dessous, c'est encore l'OLO 9 qui a affiché les volumes de strips les plus élevés.

b. Les Bons d'Etat

Outre les obligations linéaires, l'Etat belge émet, depuis juin 1996, des bons d'Etat. Ce sont des emprunts à long terme, à revenu fixe et coupons annuels. Ils sont placés par l'intermédiaire "d'Etablissements placeurs" agréés par le Ministre des Finances après une procédure de sélection (voir liste en annexe). Depuis la mi-1999, les bons d'Etat sont exclusivement émis en euros.

Produit "retail"

Ce produit "retail" est destiné essentiellement aux personnes physiques belges ainsi qu'à d'autres investisseurs qui sont :

- les fondations;
- certains établissements publics;
- les associations sans but lucratif;
- les fabriques d'église ou établissements classés dans la catégorie "temporel du culte";
- les associations étrangères similaires aux précédentes.

En 2002, le Trésor a, comme chaque année, procédé à quatre émissions de bons d'Etat.

Le tableau 14 résume les conditions et le résultat de ces émissions.

Les bons d'Etat ont été émis au pair de leur valeur nominale en mars, en juin et en décembre. Par contre, le prix d'émission des bons d'Etat du 4 septembre a été fixé à 99.50 % de la valeur nominale. Le Trésor s'est adapté ainsi à la hausse des taux sur le marché obligataire intervenue entre la date de fixation du coupon et la date de lancement de la campagne d'émission. Le rendement actuariel de ces bons a ainsi été porté de 3.85 à 3.96 % pour le bon d'Etat 5/7 et de 4.20 à 4.28 % pour le bon d'Etat à 8 ans.

Tableau 13: Emissions des Bons d'Etat en 2002

Emission de:	Libellé	Code	Taux facial	Taux actuariel brut	Montant émis en EUR
Mars 2002	Bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans 4 mars 2002-2007-2009	946/73	4.40 %	4.40 %	299 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 mars 2002-2010	947/74	4.70 %	4.70 %	161 500 000
Juin 2002	Bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans 4 juin 2002-2007-2009	948/75	4.60 %	4.60 %	216 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 juin 2002-2010	949/76	4.95 %	4.95 %	180 000 000
Sept. 2002	Bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans 4 sept. 2002-2007-2009	950/77	3.85 %	3.96 %	112 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 septembre 2002-2010	951/78	4.20 %	4.28 %	117 500 000
Déc. 2002	Bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans 4 déc. 2002-2007-2009	944/71	3.65 %	3.65 %	99 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 décembre 2002-2010	953/80	4.05 %	4.05 %	133 000 000
Total:					1 298 000 000

Inscription au Service des Grands-Livres

Par ailleurs, l'on notera que depuis l'émission du 4 juin 2002, il est possible de souscrire des bons d'Etat sous la forme d'une inscription nominative directement auprès du Service des Grands-Livres, département de la Trésorerie. Auparavant, les souscriptions nominatives ne pouvaient se faire qu'indirectement par l'intermédiaire d'une banque. Une inscription nominative est une mention figurant dans un registre spécial, appelé "grand-livre", et qui établit l'identité du créancier ainsi que le montant de sa créance. Cette mention constitue le titre du créancier inscrit. Un grand-livre représente l'ensemble des créanciers inscrits pour un emprunt déterminé.

Ce département assure ainsi le service financier de l'emprunt, c'est-à-dire le paiement de la rente à l'échéance d'intérêt et le paiement du capital à l'échéance intermédiaire ou finale.

Une inscription nominative est possible non seulement en cas de souscription aux bons d'Etat mais aussi en cas d'achat sur le marché secondaire¹

¹ Une inscription nominative peut être prise de cette manière pour le bon d'Etat et aussi pour les obligations linéaires, les emprunts classiques (achats sur le marché secondaire) et les certificats de Trésorerie.

Enfin, le Service des Grands-Livres s'adresse à tous: investisseur particulier ou professionnel, épargnant résident ou épargnant non-résident, exonéré de précompte mobilier ou non.

c. Les “Bons du Trésor – Fonds de vieillissement”

Pour faire face aux besoins spécifiques du Fonds de vieillissement, le Trésor peut émettre des “bons du Trésor - Fonds de vieillissement”. Ces titres non négociables offrent au Fonds de vieillissement la souplesse nécessaire pour effectuer ses placements et assurent une transparence parfaite vis-à-vis des marchés. Ils prennent la forme d'une inscription nominative dans un grand-livre de la dette de l'Etat.

Au terme de l'année 2002, le Fonds de vieillissement avait placé en “bons du Trésor - Fonds de vieillissement” un montant total de 1 055 816 269.75 d'EUR.

Pour rappel, le Fonds de vieillissement a été créé en 2001 afin de remédier aux conséquences budgétaires du vieillissement de la population. L'objectif du Fonds est de constituer des réserves qui permettront de financer durant la période 2010-2030 les dépenses supplémentaires des différents régimes légaux des pensions. Les revenus du Fonds se composent de surplus budgétaires, d'excédents de la sécurité sociale, de recettes non fiscales et des produits des placements.

1.2. La dette à court terme en euro

A fin décembre 2002, la dette à court terme s'élevait à 33 milliards d'EUR. Les certificats de Trésorerie représentaient 82% de ce montant. Les certificats demeurent en effet le principal instrument financier dont le Trésor dispose pour combler les décalages temporaires entre les dépenses et les recettes de l'Etat.

a. Les certificats de Trésorerie

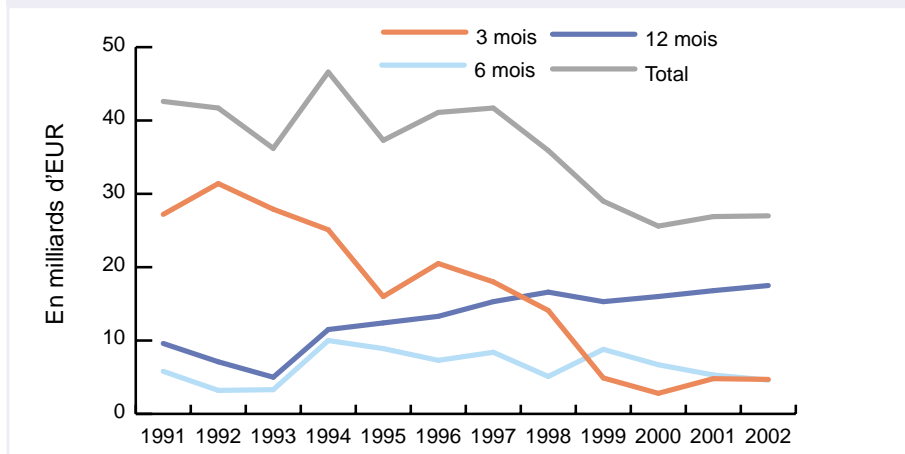
Les encours des certificats ont varié entre 27 et 31 milliards d'EUR avec une moyenne de 29.3 milliards d'EUR. L'on notera que le calendrier d'émission des certificats pour l'année 2002 a tenu compte, dès sa publication, des traditionnelles positions de caisse positives du Trésor en fin d'année et ne prévoyait donc pas d'adjudications de certificats pour la fin du mois de décembre.

Rappelons que, comme l'année précédente, deux lignes sont systématiquement proposées aux adjudications: soit une ligne à 3 et 6 mois, soit une ligne à 3 et 12 mois, le Trésor émettant une nouvelle ligne à 12 mois et l'alimentant par la suite lors des émissions à 3 et 6 mois au fur et à mesure de l'année, assurant ainsi la fongibilité des trois termes.

Les investisseurs ont continué à manifester de l'intérêt pour les adjudications de certificats comme il ressort entre autres du ratio “bid to cover”, à savoir le rapport entre les offres et les montants retenus aux adjudications. La moyenne de ce ratio s'est élevée à 9.76 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par les investisseurs de 4.3 milliards d'EUR, à 6.06 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 2.9 milliards d'EUR et enfin à 3.89 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2.2 milliards d'EUR. Le niveau moins élevé du “bid to cover” pour le segment du 12 mois traduit la volonté du Trésor d'assurer, dès l'ouverture, une masse critique

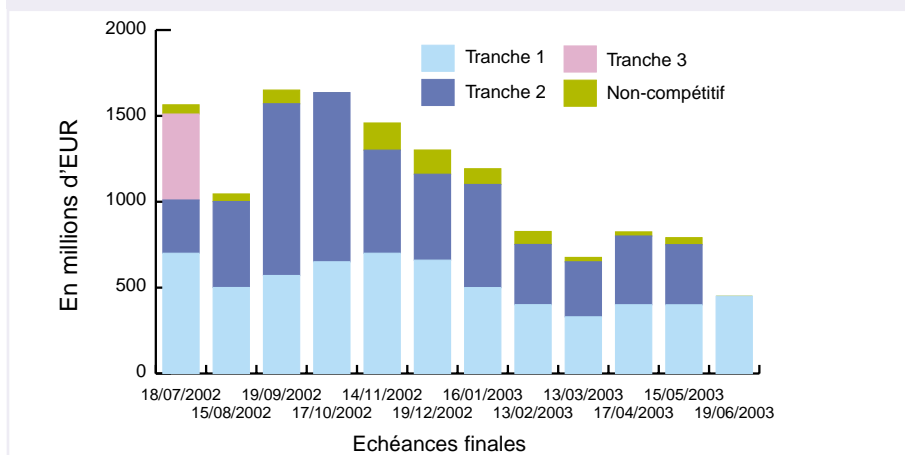
Les adjudications
compétitives

Graphique 30: Encours des certificats de Trésorerie de fin 1991 à fin 2002



suffisante pour ce segment. Inversement, le niveau plus élevé du ratio “bid to cover” pour le segment du 3 mois résulte d'une part, de la priorité accordée par le Trésor à la création d'une nouvelle ligne à 12 mois plutôt qu'à l'alimentation d'une ligne existante à 3 mois et, d'autre part, à l'importance des offres des investisseurs pour ce “benchmark” du segment à court terme. L'évolution des ratios “bid to cover”, en augmentation par rapport à l'année précédente, reflète l'augmentation des montants offerts par les investisseurs lors des adjudications. Etant donné l'existence d'une demande suffisante de papier, le Trésor a pu continuer à tenir compte de différentes variables telles que le prix, la maturité et la liquidité des lignes. Ainsi, lors des émissions à 12 mois, le Trésor a adjugé des montants suffisamment importants afin d'assurer la liquidité des lignes dès leur ouverture.

Graphique 31: Emissions sur le segment du 6 mois en 2002



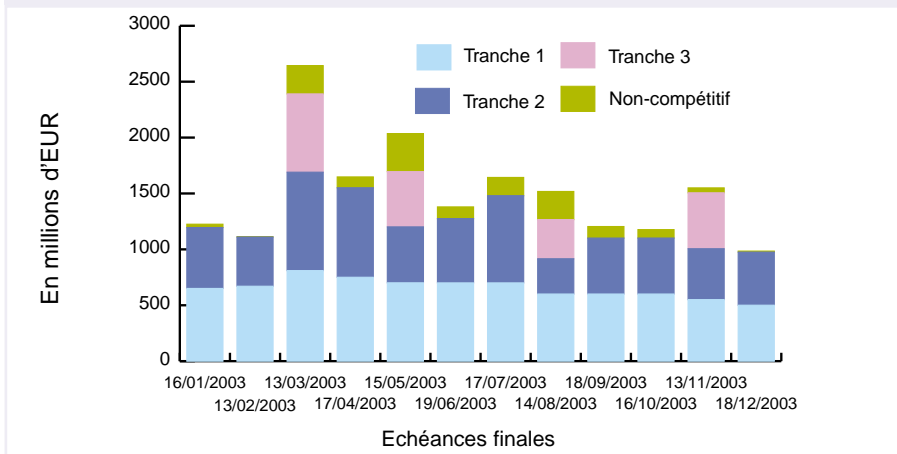
Liquidité des lignes de certificats dès le départ

Le volume d'une nouvelle ligne à 12 mois après la première adjudication a oscillé entre 500 et 810 millions d'EUR. En outre, les émissions moyennes sur les segments du 3, 6 et 12 mois se sont élevées en 2002 à 476.2, 528.4 et 594.5 millions d'EUR respectivement.

Le fonctionnement efficace du marché des certificats de Trésorerie et l'intérêt manifesté par les investisseurs se reflètent également par la présence, lors des adjudications, d'un écart de moins de 2 points de base en moyenne entre

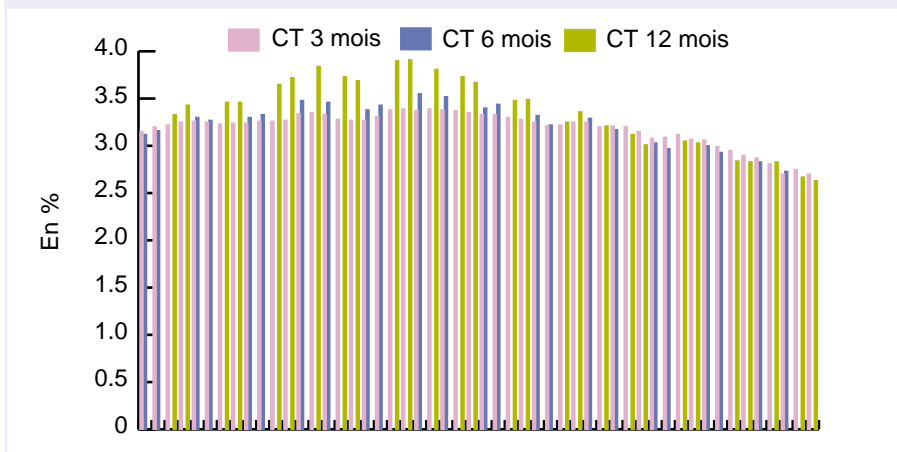
le taux limite et le taux offert le moins élevé, sauf lorsque le Trésor a augmenté ses émissions dans le segment du 12 mois. Malgré cette dispersion minimale des taux acceptés, quelque 50% des participants, en moyenne, ont vu leurs offres acceptées lors des adjudications. Pour les lignes à 3 mois, en moyenne 6 participants ont été servis et 8 pour les lignes à 6 et 12 mois.

Graphique 32: Emissions sur le segment du 12 mois en 2002



Le graphique 34 illustre l'évolution du spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor au moment des émissions des lignes à 3, 6 et 12 mois.

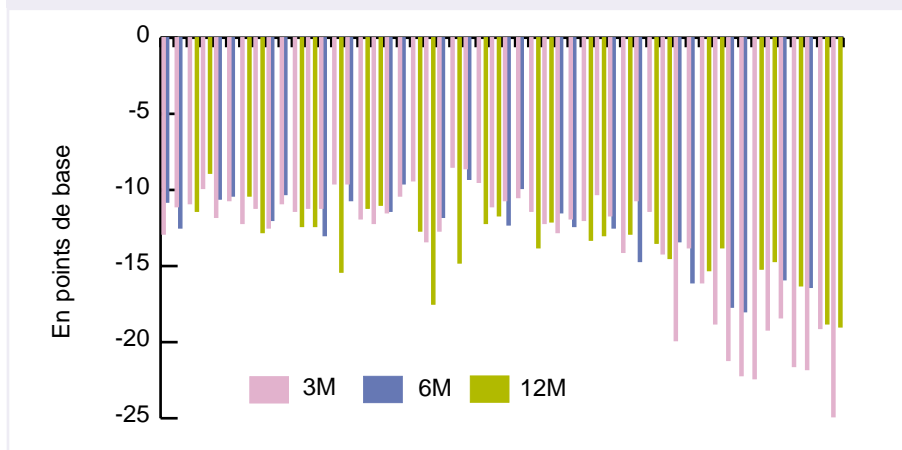
Graphique 33: Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 3, 6 et 12 mois en 2002



Les spreads pour les trois maturités par rapport à l'Euribor n'ont pas affiché de pics notables, à l'exception de ceux enregistrés essentiellement pour les adjudications à 3 et 6 mois à la fin de l'année. L'augmentation de ces spreads doit être attribuée à la combinaison de deux facteurs: d'une part, l'intérêt des investisseurs pour du papier souverain et, d'autre part, la réduction de l'offre de papier résultant de surplus de caisse pour le Trésor. Ainsi, la moyenne des spreads par rapport à l'Euribor s'est élevée en 2002 à -13.45, -12.63 et -13.61 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement, et ce à l'avantage du Trésor.

[Différentiels de taux à court terme](#)

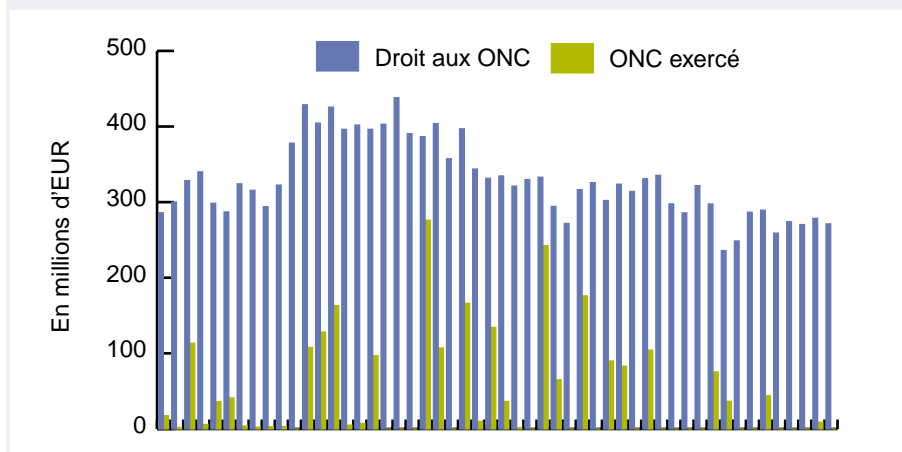
Graphique 34: Spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor à 3, 6 et 12 mois en 2002



Les soumissions non compétitives

En 2002, les primary dealers ont fait usage à concurrence de 14% seulement de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication, reflétant ainsi l'aspect opportuniste de la participation au tour non compétitif. Il convient de souligner que l'intérêt des investisseurs pour les offres non compétitives dépend en effet très fortement des conditions du marché et que les soumissions sont soit importantes (50 à 80% de leur droit de participation) soit quasiment nulles.

Graphique 35: Droit et exercice du droit aux soumissions non compétitives de certificats en 2002



b. Les "Belgian Treasury Bills" ("BTB") et le marché interbancaire en euro

A l'instar de leur équivalent en monnaies étrangères, les "Belgian Treasury Bills" (BTB) en euro sont émis au robinet via le même réseau de "dealers" (voir en annexe). Il y a toutefois des différences notoires entre les émissions en euro et celles en monnaies étrangères.

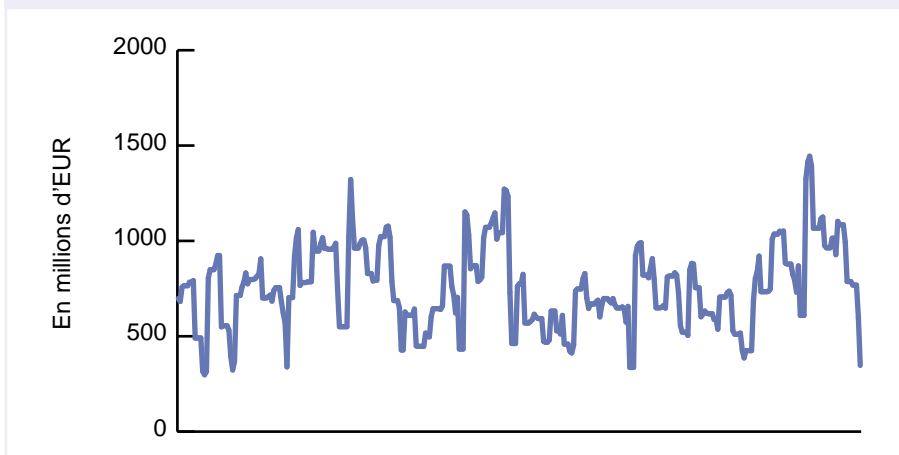
Les "BTB" en euro

Le programme BTB constitue le principal instrument de financement dans le cadre de la gestion de la dette en monnaies étrangères à court terme. Le programme BTB en euro, quant à lui, a pour objet d'éponger les déficits en

papier souverain à très court terme en faisant le pont entre les opérations interbancaires du Trésor (qui sont le plus souvent réalisées pour des maturités inférieures à une semaine) et les certificats de Trésorerie (émis avec une maturité minimale de 3 mois). La durée moyenne pondérée des "BTB" s'est ainsi élevée à 15 jours.

Ce programme convient particulièrement bien pour la gestion des surplus de liquidité des institutions publiques belges qui se réalise dans le cadre de la consolidation des actifs financiers du secteur public pour le calcul du ratio d'endettement conformément aux critères de Maastricht.

Graphique 36: Encours des "BTB" émis en EUR en 2002



Les montants en circulation en 2002, quant à eux, ont varié dans une fourchette de 400 millions à 1.4 milliard d'EUR, ce qui est relativement modeste en comparaison de l'encours des certificats de Trésorerie (quelque 30 milliards d'EUR). Les grands écarts dans les montants en cours dépendent de la présence ou non de gros investisseurs sur le marché du "commercial paper".

En tout, 1187 émissions ont été effectuées en 2002 avec un montant moyen émis de 15 millions d'euros.

Enfin, le Trésor peut également intervenir en tant que dealer BTB, ce qui s'est produit à cinq reprises dans le courant de l'année 2002.

Quant aux opérations interbancaires, elles constituent l'instrument de réglage fin qui permet de solder la position de caisse journalière du Trésor. Le montant moyen de ces emprunts a été de 91 millions d'EUR en 2002. Du côté des placements effectués par le Trésor sur le marché interbancaire, le montant moyen a été de 231 millions d'EUR. En moyenne mensuelle, 143 opérations ont été conclues sur le marché interbancaire en 2002. L'on notera que l'encours des emprunts interbancaires a augmenté en fin d'année principalement en raison des emprunts conclus avec des entreprises publiques dans le cadre de la consolidation des actifs financiers du secteur public et ce, pour le calcul du ratio d'endettement conformément aux critères de Maastricht.

[Le marché interbancaire](#)

Depuis l'émergence d'une monnaie commune, le Trésor réalise des opérations de gestion de liquidité également avec d'autres Etats dans la zone

euro lorsque leur position de trésorerie est complémentaire. Ainsi, dans le courant de l'année 2002, le Trésor a réalisé 78 opérations (emprunts/placements) auprès d'autres Etats européens pour un montant de 36.6 milliards d'EUR (contre 11 milliards en 2001) et pour des maturités s'échelonnant de 1 jour à 2 semaines. L'augmentation des volumes traités résulte de l'élargissement des contreparties qui sont passées de 2 en 2001 à 5 en 2002.

2. LE MARCHE SECONDAIRE DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL EN EUR

L'un des objectifs principaux du Trésor est de pouvoir disposer d'un marché secondaire efficace pour ses produits financiers, ce qui a un impact favorable sur les prix d'émission des nouveaux emprunts.

Importance des plates-formes électroniques

Les plates-formes électroniques, comme MTS Belgium, Belgian Buy-Backs et EuroMTS, contribuent largement à l'obtention de marchés secondaires efficaces. Leur succès est tel que l'on peut répartir les marchés secondaires entre ceux qui se font via plates-formes électroniques et les autres. Sur les plates-formes MTS, il y a d'une part, des transactions conclues entre les participants MTS, à savoir les "market makers" et les "market takers" et, d'autre part, des transactions conclues dans le cadre du "position keeping" des comptes "trading" de ces participants. Sur la plate-forme nationale MTS Belgium, la plupart des "market makers" (16 sur 22) sont des primary dealers.

Sur le marché secondaire non électronique, les "market makers" et les "market takers" mentionnés plus haut peuvent conclure, en tout anonymat, des transactions achats-ventes puisque ce marché est moins transparent. En outre, la distribution des titres se fait des institutions financières, éventuellement via des courtiers, vers les investisseurs et vice versa.

En fonction des instruments financiers négociés, le marché secondaire peut être divisé en deux compartiments: d'une part, les opérations "outright" (les opérations d'achat et de vente prises séparément) et, d'autre part, les "sell and buy-backs" et les opérations de cession-rétrocession (aussi appelées les opérations "repo").

La participation du Trésor a pris de l'importance dans ce dernier compartiment depuis qu'il intervient sur le marché des opérations "repo" sur MTS Belgium. L'objectif du Trésor est ainsi d'augmenter la transparence de ces opérations. Jusqu'alors, les activités du Trésor sur le marché "repo" se limitaient à la conclusion d'opérations par l'intermédiaire de courtiers.

Une participation active du Trésor impliquait que celui-ci puisse conclure non seulement des opérations "repo" mais également des opérations "reverse repo". Dans le passé, le Trésor ne pouvait conclure lui-même ces opérations, ne possédant pas d'obligations en portefeuille. En 2002, le Trésor s'est constitué un portefeuille de titres en rachetant, sur MTS Belgium, par "buy-backs" et "reverse auctions" certaines de ses obligations.

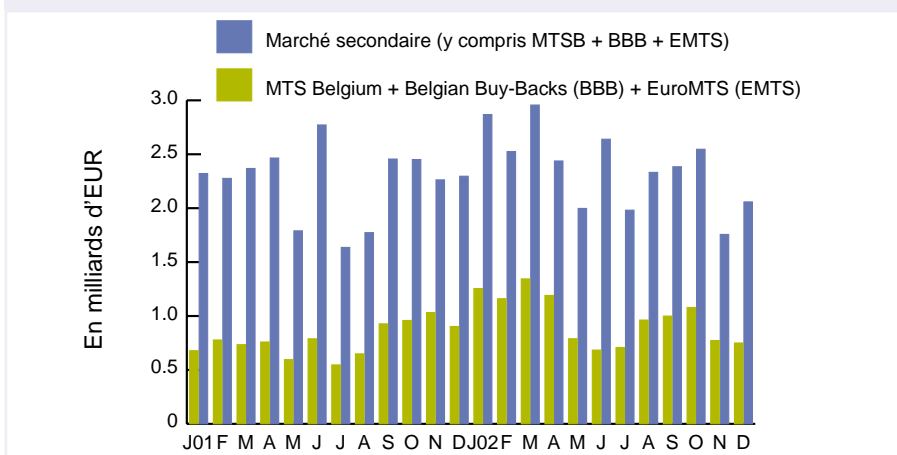
2.1. Le marché secondaire des obligations linéaires

L'augmentation qui s'était produite en 2001 concernant le volume des transactions "outright" achats et ventes en OLO sur le marché secondaire s'est poursuivie en 2002, quoique dans une moindre mesure, comme l'illustrent les données publiées par la Banque Nationale de Belgique. Les

données publiées pour les mois de novembre et décembre sont provisoires étant donné que les corrections pour les “sell and buy-backs”¹ ne constituent qu’une estimation pour ces mois.

Le volume moyen journalier des transactions a légèrement augmenté de 0.1 milliard d’EUR pour passer à 2.3 milliards d’EUR. Un pic a été atteint au mois de mars avec un volume moyen journalier de près de 3 milliards d’EUR en transactions “outright” sur OLO. En termes de volumes, c’est le mois de janvier qui a enregistré le montant le plus élevé avec un total de 63.1 milliards d’EUR suivi par le mois de mars (59.1 milliards d’EUR). Pour le mois de janvier, l’explication est naturellement donnée par la syndication qui s’y est tenue.

Graphique 37: Moyennes journalières par mois des volumes négociés en OLO en 2002



La croissance continue du marché secondaire a essentiellement été stimulée par l’existence des plates-formes MTS. Le volume moyen journalier y a augmenté de près de 200 millions d’EUR pour passer de 779 millions en 2001 à 974 millions d’EUR en 2002. Pendant cinq mois de l’année, le volume moyen journalier sur ces plates-formes a dépassé le seuil du milliard d’EUR, avec un montant record en mars de 1.3 milliard d’EUR de transactions. L’importance des plates-formes MTS sur les marchés secondaires n’a cessé de croître pour passer de 35% en 2001 à 41% en 2002 en termes de volumes négociés.

Hausse du “turn-over” sur les OLO grâce aux plates-formes électroniques

La part moyenne des primary dealers dans les volumes de transactions sur le marché secondaire des OLO s’est élevée à 56.51% en 2002 contre 54.07% en 2001. Ces chiffres illustrent ainsi la forte présence des non-primary dealers dans le fonctionnement du marché secondaire des OLO.

2.2. Le marché secondaire des certificats de Trésorerie

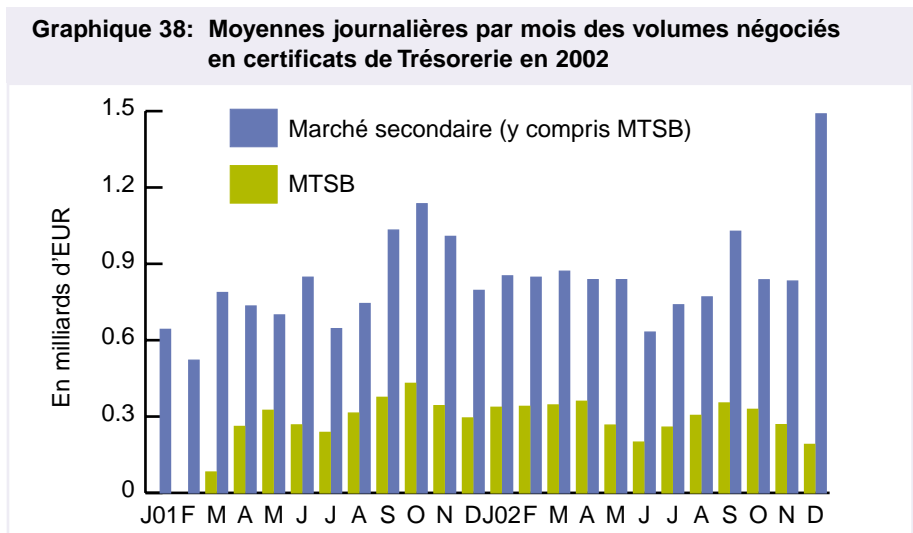
Comme pour les OLO, le marché secondaire des certificats de Trésorerie peut être divisé en deux compartiments: d’une part, celui des transactions “outright” et d’autre part, celui des “sell and buy-backs” et des opérations “repo”.

La cotation des certificats de Trésorerie sur MTS Belgium qui a commencé le 2 avril 2001 a continué de stimuler sensiblement l’activité sur le marché

¹ Sell-buy-backs: opérations de vente et de rachat. Les statistiques portant sur les transactions “outright” doivent être épurées de ces “buy-backs” qui appartiennent à la catégorie “repo”.

Marché secondaire des certificats stimulé par MTSB

secondaire en 2002. Le volume moyen journalier des transactions “outright” (y compris MTS Belgium) en certificats a augmenté pour passer de 799 millions en 2001 à 881 millions d’EUR en 2002. A deux reprises, il a dépassé le cap du milliard d’EUR avec 1.02 et 1.4 milliard d’EUR en septembre et décembre respectivement. Ce dernier chiffre constitue d’ailleurs un record jamais atteint en 4 années.



Les moyennes journalières des transactions enregistrées sur MTS Belgium au cours des mois de 2002 ont fluctué dans une fourchette de 190.5 à 360 millions d’EUR avec une moyenne journalière pour l’année de 295 millions d’EUR. La part de marché détenue par MTS Belgium a augmenté pour passer de 32.5% en 2001 à 34% en 2002.

Par ailleurs, la part des primary dealers dans les volumes négociés en certificats de Trésorerie a augmenté pour passer de 68% en 2001 à 69.75% en 2002. Ceci confirme, dans une moindre mesure que pour les OLO, la présence des non-primary dealers sur le marché secondaire “outright” des certificats.

2.3. Le marché secondaire des Bons d’Etat

Les bons d’Etat sont cotés sur le marché du fixing d’Euronext Brussels. Ils offrent de ce fait une liquidité permanente. Ils peuvent y être achetés et vendus à tout moment.

A chaque émission, le Fonds des Rentes souscrit à des bons d’Etat afin de se constituer un portefeuille de titres lui permettant de servir de contrepartie tant à l’achat qu’à la vente sur le marché secondaire.

Le volume global des transactions relatives aux bons d’Etat opérées sur ce marché est en constante augmentation: de 15% en 1997, 22% en 1998, 31% en 1999, 40% en 2000 et 46% en 2001, il est passé à 55% en 2002.

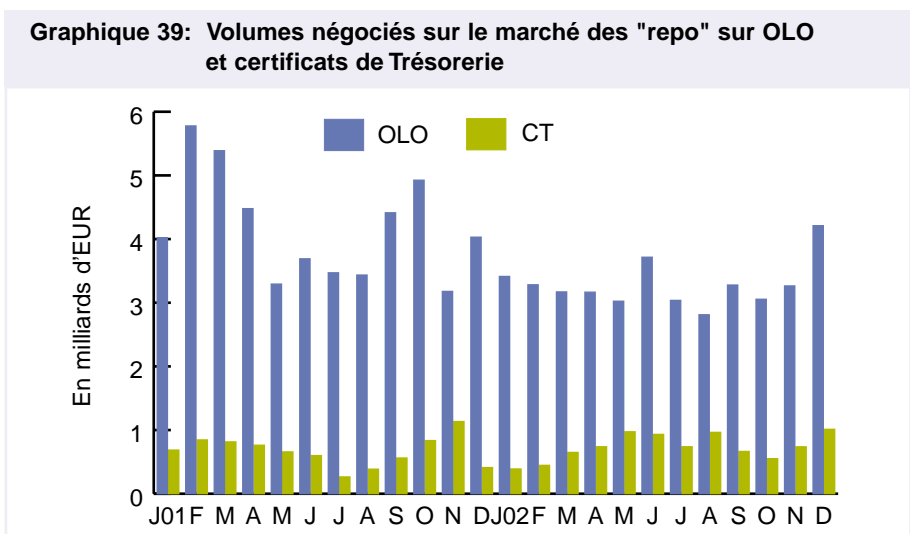
2.4. Le marché belge des opérations de cession-rétrocession (“repo”)

Le Trésor, on le sait, accorde une importance toute particulière au bon fonctionnement des marchés secondaires de ses produits financiers et, à cet égard, le marché des “repo” en constitue l’un des principaux piliers. Quand

une contrepartie est trop "court" dans un titre déterminé, elle peut se couvrir temporairement en concluant une opération de "repo". En outre, cette faculté de céder ou d'obtenir temporairement des titres à des prix "cash market" peut avoir un impact positif sur le "pricing" au niveau du marché primaire. La conclusion d'un "repo" permet également d'investir dans des titres de la dette publique pour une maturité différente de la structure standard et ce, sans encourir de risques de cours.

Il est à noter que le marché belge des "repo" est l'un des plus performants de toute la zone euro.

Le graphique ci-après présente les volumes relatifs aux opérations de "repo" sur les OLO et les certificats de Trésorerie. Il s'agit des volumes liquidés via le système de clearing de la Banque Nationale de Belgique.



La tendance observée en 2001, à savoir un ralentissement dans l'activité sur les "repo" sur OLO combiné à une croissance de l'activité sur "repo" sur certificats de Trésorerie, s'est poursuivie en 2002.

Baisse de l'activité "repo" sur OLO et hausse de l'activité "repo" sur certificats

Le volume moyen journalier des "repo" sur OLO a ainsi diminué pour passer de 4.2 à 3.3 milliards d'EUR tandis que la moyenne mensuelle passait de 88 à 69.5 milliards d'EUR. Par contre, le volume moyen journalier des "repo" sur certificats de Trésorerie a augmenté et est passé de 663 à 733 millions d'EUR, la moyenne mensuelle passant de 14 à 15.5 milliards d'EUR.

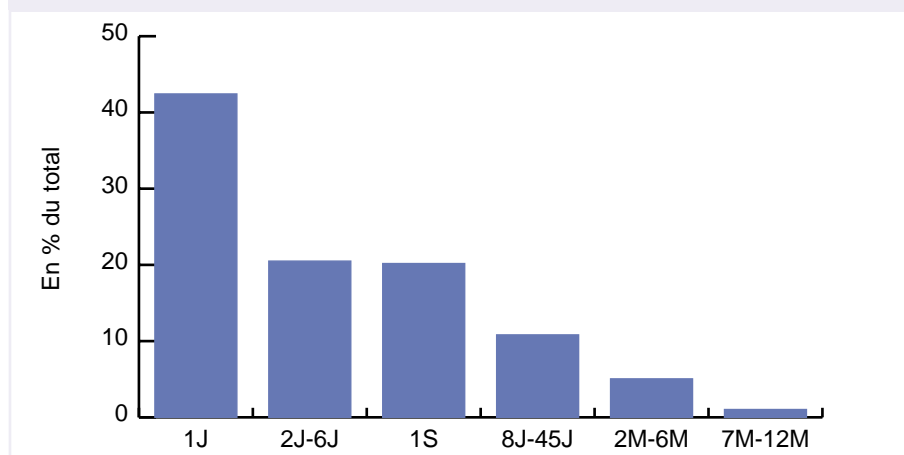
Trois facteurs peuvent expliquer la diminution observée ces dernières années sur les "repo" sur OLO. Premièrement, les banques belges ont eu tendance à garder leurs titres publics belges en portefeuille afin de les utiliser comme "collateral" dans le cadre de "l'Intraday" auprès du Clearing de la BNB ainsi que pour les opérations de "repo" de la Banque Centrale Européenne. Ensuite, un certain nombre de dealers ont participé à un autre système centralisé de contreparties comme par exemple "LCH repoclear" et ces dealers ne communiquaient que les soldes nets de l'ensemble de leurs transactions au système de liquidation de la BNB. Enfin, les volumes de transactions négociés sur Euroclear et Clearstream ne sont pas repris dans les statistiques de la Banque Nationale. Ainsi, l'internationalisation des contreparties et le type de compensation (netting) utilisé par les systèmes de liquidation rendent plus difficile, tant pour le Trésor belge que pour les autres

pays membres de l'Union Européenne, l'obtention de données relatives à l'activité sur les marchés secondaires.

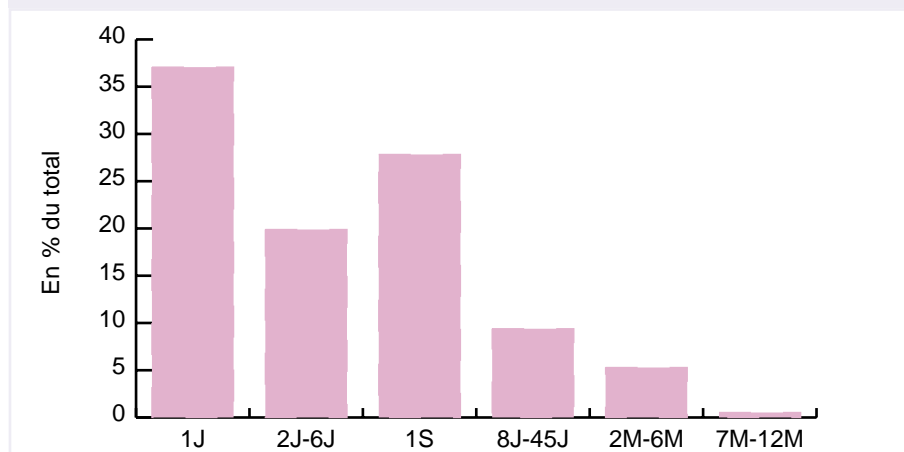
Maturités "repo" courtes

Comme pour les années précédentes, les maturités des opérations de "repo" sur OLO, certificats de Trésorerie, emprunts classiques et strips se sont concentrées sur le segment du très court terme et ce, tant sur le plan du nombre que sur celui du volume. En tout, plus de 83% des opérations de "repo" ont été conclues avec une maturité maximale d'une semaine. Ceci s'explique par le fait que le marché "repo" sur titres publics belges est "cash driven" et que les contreparties font donc largement appel aux opérations de "repo" sur titres publics belges en vue de leurs besoins de liquidités. De cette manière, ils obtiennent, via une mise en gage, un financement plus intéressant que via le marché interbancaire dans lequel aucun cautionnement n'est exigé. En outre, le recours aux opérations de "repo" sur titres publics permet aux dealers de préserver leurs lignes de crédit.

Graphique 40: Part des volumes négociés en "repo" ventilée par maturité en 2002

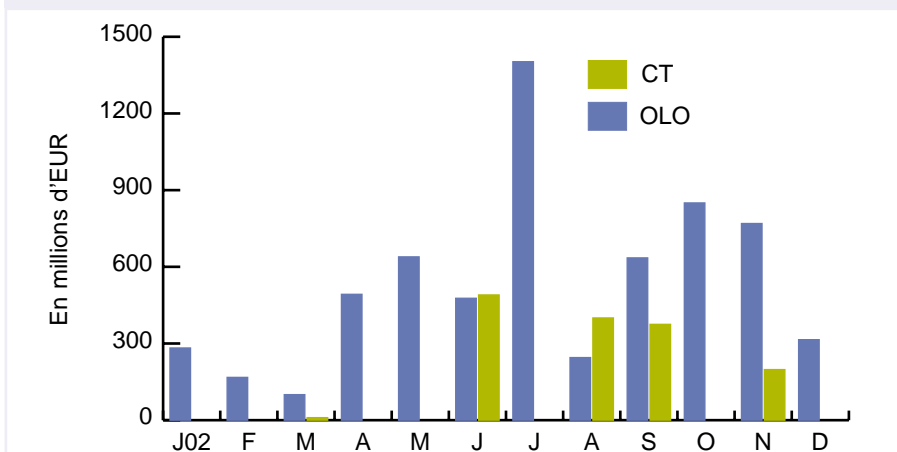


Graphique 41: Part du nombre de transactions "repo" ventilée par maturité en 2002



L'on notera que les transactions "repo" peuvent également être conclues via plates-formes électroniques, en l'occurrence via Brokertec et, dans une moindre mesure, EuroMTS.

Graphique 42: Volumes négociés sur le marché “repo” via EuroMTS en 2002



3. L'AMORTISSEMENT DE LA DETTE DIRECTE EN EURO

Le tableau 14 présente les rachats et remboursements effectués par la Caisse d'Amortissement en 2001 et 2002.

a. Rachats et échanges

Dans le courant de l'année 2002, un montant nominal de 9.6 milliards d'EUR a été remboursé soit via rachats ou échanges, ce qui représente une légère diminution par rapport à 2001.

Les rachats en bourse du Fonds des Rentes ont presque totalement disparu et ont été en quelque sorte remplacés par les rachats effectués par l'Agence de la Dette. Le montant nominal remboursé via les rachats de l'Agence se sont élevés à 8.2 milliards d'EUR.

Les rachats ont porté sur les codes PH 284, OLO 251 et OLO 259:

- pour EUR 2 355 100 000 sur le code PH 284 (1995/1998/2001/2004, tx var.);
- pour EUR 2 805 000 000 sur l'OLO 251 (9%, 28 mars 1992/2003);
- pour EUR 1 711 500 000 sur l'OLO 259 (8.75%, 25 juin 1992/2002).

En 2002, l'Agence de la dette a également procédé à des rachats sur les OLO 259, 251, 282 et 262. Les titres rachetés sur les trois premières lignes d'OLO ont été gardés un certain temps en portefeuille et ont ensuite été amortis. Ensuite, l'Agence a décidé de liquider ce portefeuille. Pour les codes OLO 259, OLO 251 et OLO 282, les montants amortis ont ainsi augmenté de:

- EUR 312 500 000 pour le code OLO 259 8.75%, 25 juin 1992/2002;
- EUR 500 000 000 pour le code OLO 251 9%, 28 mars 1992/2003;
- EUR 480 000 000 pour le code OLO 282 8%, 28 mars 1995/2015.

Le montant nominal total amorti en obligations linéaires a augmenté de 154% par rapport à l'année 2001.

Les emprunts classiques code 280 (8% 1995/2002) et code 271 (E.R. 1994/1997/2000/2003) ont fait l'objet d'opérations d'échange dans le courant

de 2002 pour un montant nominal total de EUR 1 401 099 549.9, soit une diminution de 44% par rapport à 2001.

Il n'y a pas eu d'échanges sur les obligations linéaires pendant l'année sous revue.

Ces opérations ont été comptabilisées en dépenses pour EUR 8 951 558 660.97 et en dépenses engagées pour 1 069 739 908.21 (transfert OLO 251 et OLO 282 de décembre et échange de l'emprunt Philippe 271 de décembre).

Tableau 14: Activités effectives de la Caisse d'Amortissement

2002	2002			
	NOMINAL		COMPTABILISE	
	BEF	EUR	BEF	EUR
Rachats				
Rachats Fonds des Rentes	25 000 000	619 733.81	26 435 233	655 312.31
Rachats PH 284 (agence)	95 004 498 490	2 355 100 000.00	102 847 989 030	2 549 535 051.64
Rachats OLO 259	69 041 738 850	1 711 500 000.00	74 278 152 233	1 841 307 297.05
Transfert OLO 259	12 606 218 750	312 500 000.00	13 593 078 467	336 963 613.36
Rachats OLO 251	113 153 419 500	2 805 000 000.00	120 074 654 231	2 976 572 927.33
Transfert OLO 251	20 169 950 000	500 000 000.00	0	0.00 (*)
Transfert OLO 282	19 363 152 000	480 000 000.00	0	0.00 (*)
Adj. d'Echange Empr.CL (280.271)	56 520 215 729	1 401 099 549.90	50 284 672 035	1 246 524 459.28 (*)
Adj. d'Echange OLO	0	0.00	0	0.00
Total	385 884 193 319	9 565 819 283.71	361 104 981 229	8 951 558 660.97
titres amortis par Rach/Ech/Transf.				
Remboursements				
Tirages	438 289 550	10 864 914.13	486 463 800	12 059 122.61
Remb. Anticipés	27 673 248 394	686 001 908.64	27 679 657 318	686 160 781.69
Remb. Finaux	398 086 600 305	9 868 309 051.46	398 086 600 306	9 868 309 051.50
(RembAnt + Remb Fin)				
Total Remboursements	426 198 138 249	10 565 175 874.23	426 252 721 424	10 566 528 955.80
titres Remb déposés chez Cais.Etat				
titres amortis par TIR/REMB				
				1 069 739 908.21

(*) dépense engagée = transfert OLO 251 & 282 et adj. d'échange de décembre 2002 =

2001	2001			
	NOMINAL		COMPTABILISE	
	BEF	EUR	BEF	EUR
Rachats				
Rachats Fonds des Rentes	3 237 840 000	80 263 957.03	3 564 203 650	88 354 300.58
Rachats PH 284 (agence)	0	0.00	0	0.00
Rachats OLO 259	92 414 676 910	2 290 900 000.00	97 573 871 746	2 418 793 099.29
Transfert OLO 259	0	0.00	0	0.00
Rachats OLO 251	0	0.00	0	0.00
Transfert OLO 251	0	0.00	0	0.00
Transfert OLO 282	0	0.00	0	0.00
Adj. d'Echange Empr.CL (280.271)	100 274 031 027	2 485 728 299.45	100 274 031 027	2 485 728 299.45
Adj. d'Echange OLO	191 587 198 755	4 749 322 600.08	226 433 443 764	5 613 138 450.12
Total	387 513 746 692	9 606 214 856.56	427 845 550 187	10 606 014 149.44
titres amortis par Rach/Ech/Transf.				
Remboursements				
Tirages	346 706 400	8 594 627.16	389 074 338	9 644 900.90
Remb. Anticipés	3 188 726 101	79 046 455.27	3 189 824 881	79 073 693.32
Remb. Finaux	437 990 001 863	10 857 488 537.73	444 337 965 831	11 014 850 454.04
(Remb. Ant + Remb Fin)				
Total Remboursements	441 525 434 364	10 945 129 620.16	447 916 865 050	11 103 569 048.26
titres Remb déposés chez Cais.Etat				
titres amortis par TIR/REMB				

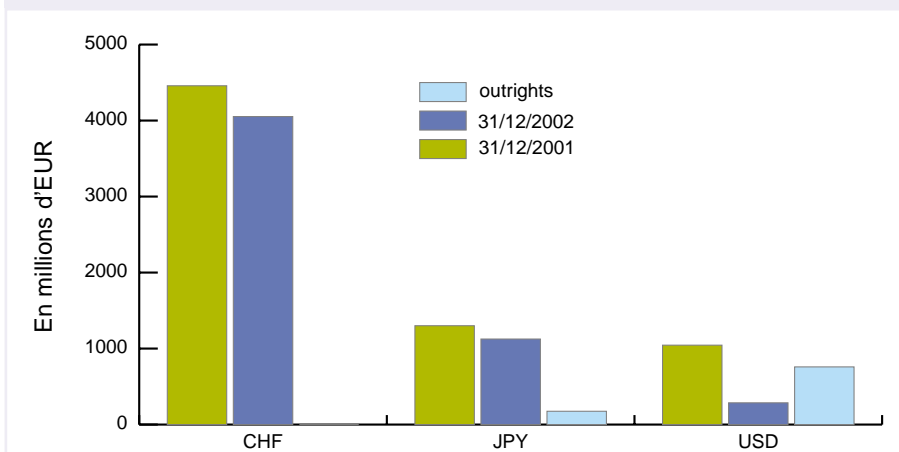
b. Remboursements

Les opérations de remboursement ont augmenté de quelque 3% en 2002. Durant l'année sous revue, trois emprunts ont atteint leur échéance finale. Il s'agit de l'emprunt Philippe 280 (8%, 1995/2002 14 mars 2002), de l'OLO 293 (FRN 22 avril 2002) et de l'OLO 259 (8.75%, 25 juin 2002).

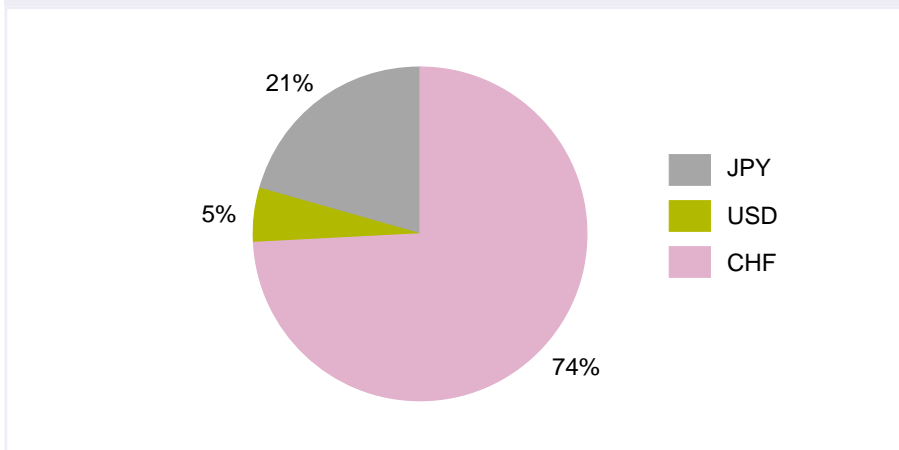
4. LA DETTE EN MONNAIES ETRANGERES

A la fin décembre 2002, la dette totale en monnaies étrangères s'élevait à l'équivalent de 5.5 milliards d'EUR. A l'instar des années précédentes, la part de cette dette a donc poursuivi un mouvement baissier en passant de 2.75% de la dette totale en 2001 à 2.08% à fin 2002. Bien que la dette à court terme en USD et en JPY ait été complètement refinancée en EUR en 2002, la diminution a été moins prononcée qu'en 2001 étant donné que très peu d'emprunts de la dette à court terme en CHF ont été convertis en EUR. Vu la force persistante du CHF, le Trésor n'a pas trouvé les conditions de marché favorables pour démanteler sa dette en devises.

Graphique 43: Diminution de la dette en monnaies étrangères en 2002



Graphique 44: Répartition de la dette en monnaies étrangères à fin 2002



Les graphiques 43 et 44 présentent la diminution de la dette par monnaie ainsi que la composition de l'encours (converti en EUR au cours de change du 31 décembre 2002).

Il ressort ainsi très clairement du graphique 44 qu'à la fin 2002, près de 75% de la dette en devises était libellée en CHF.

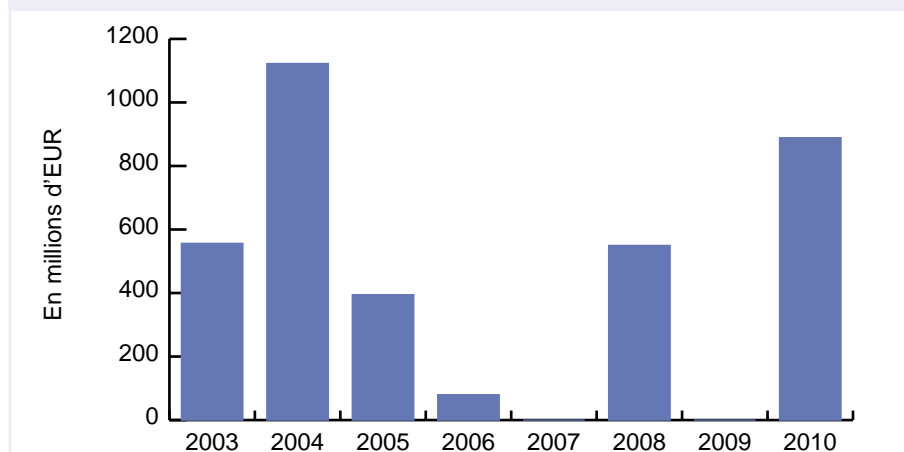
4.1. La dette à moyen et long termes en monnaies étrangères

Pas d'émission à long terme en devises

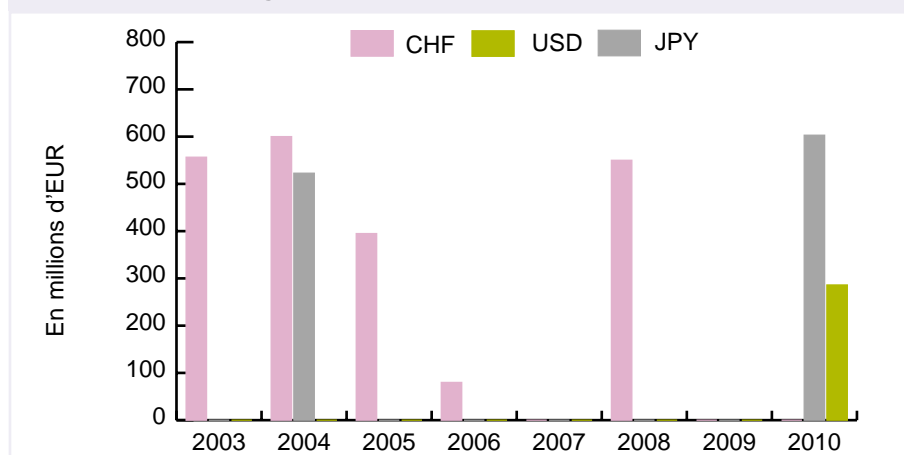
A la fin décembre 2002, le segment à long terme de la dette en monnaies étrangères s'élevait à l'équivalent de 3.6 milliards d'EUR. Tout comme pour les années précédentes, aucune émission à plus d'un an n'a été réalisée en 2002. Les emprunts à long terme en USD et en JPY arrivant à échéance finale en 2002 ont été refinancés par des emprunts en EUR. Les emprunts à long terme en CHF arrivant à échéance finale ont été refinancés par des emprunts à court terme en CHF.

Les graphiques ci-après présentent l'échéancier de la dette en monnaies étrangères dans son ensemble et par monnaie à la fin décembre 2002. Il est à noter que cet échéancier a seulement une valeur indicative puisqu'il peut toujours faire l'objet de modifications à la suite des opérations de gestion du Trésor.

Graphique 45: Echancier de la dette à long terme en monnaies étrangères à la fin décembre 2002



Graphique 46: Echancier de la dette à long terme en monnaies étrangères à la fin décembre 2002 (répartition par monnaie)



4.2. La dette à court terme en monnaies étrangères

A la fin 2002, la dette à court terme en monnaies étrangères s'élevait à l'équivalent de 1.9 milliard d'EUR, soit 0.71% du total de la dette publique fédérale.

L'encours de cette dette a suivi, comme les années précédentes, une évolution erratique due d'une part, au refinancement à court terme d'emprunts à long terme en CHF arrivant à échéance finale et, d'autre part, à la conversion en EUR d'emprunts en JPY et en USD.

Dans le courant de la fin de l'année, une part de la dette en CHF (pour une contrevaletur de 772 millions d'EUR) a été swappée en EUR, et ce, dans le cadre d'une utilisation efficace des surplus en EUR de fin d'année. Au début de 2003, le même montant a été repris dans la dette à court terme en CHF.

Enfin, pour le financement de sa dette à court terme, le Trésor a eu recours au marché interbancaire ainsi qu'à son programme BTB.

a. Les "Belgian Treasury Bills" (BTB)

A l'instar des années précédentes, le refinancement de la dette à court terme en devises a principalement été réalisé au moyen des émissions de BTB.

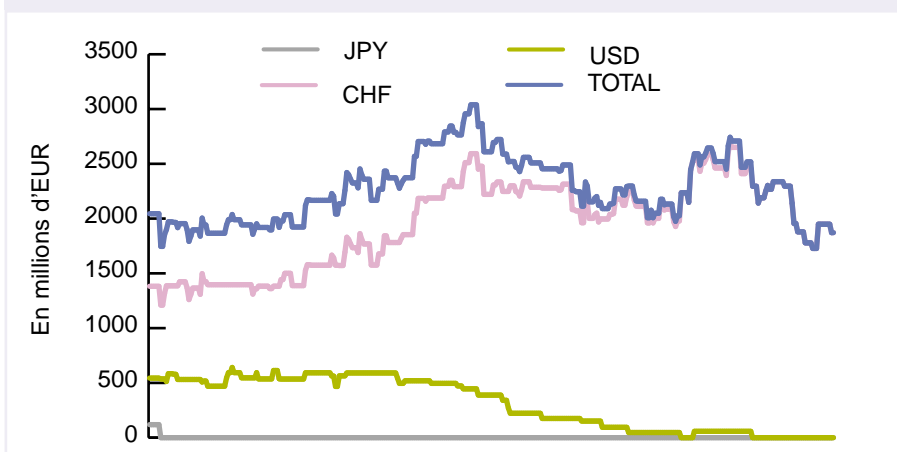
Les encours des émissions de BTB ont varié dans une fourchette de 1.7 à 3.1 milliards d'EUR. Il s'agit d'une fourchette optimale pour le bon fonctionnement du programme puisque l'on considère généralement la contrevaletur de 2 milliards d'USD comme un seuil minimal.

BTB: principal instrument du court terme en devises

La durée moyenne pondérée des BTB en monnaies étrangères s'est élevée à 3 mois. Comme dans le passé, le Trésor a continué à faire preuve d'une grande souplesse dans le choix des maturités. L'un des avantages les plus importants d'un programme de papier commercial réside, en effet, dans sa qualité "tailor made", c'est-à-dire, taillé sur mesure pour l'investisseur.

Comme dans le courant du deuxième semestre de l'année 2001, le Trésor a émis, pendant les dix premiers mois de l'année 2002, à un spread de 6 à 8 points de base en dessous du LIBOR, alors que Libor moins 12 points de base constitue la référence habituelle. Ce spread reflétait les évolutions défavorables

Graphique 47: Encours des BTB en monnaies étrangères en 2002



prévalant sur le marché ECP pour les émetteurs souverains. A la fin septembre, les spreads se sont toutefois améliorés et à partir du mois de novembre, le Trésor a de nouveau atteint le niveau de référence de LIBOR -12.

Etant donné ces évolutions défavorables, le Trésor a fait preuve d'une certaine souplesse dans le choix des montants à émettre. Quand des conditions avantageuses se présentaient, c'est-à-dire un meilleur spread vis-à-vis du Libor, le Trésor a parfois émis pour des volumes supérieurs au montant habituel de 50 millions d'équivalent USD.

L'on notera enfin que le Trésor n'a eu recours qu'à une reprise à la possibilité d'agir en sa capacité de dealer BTB dans le marché.

b. Le marché interbancaire

Interbancaire minoritaire

Comme à l'accoutumée, le Trésor a tenté d'éviter au maximum d'avoir recours au marché interbancaire assez coûteux. En tout, 200 opérations ont été conclues sur le marché interbancaire avec une maturité de l'ordre de 2 jours à une semaine. Les emprunts interbancaires ont servi à financer de petits soldes restés ouverts après l'émission de "BTB" ou à placer les recettes d'émissions de "BTB" en fonction des besoins de trésorerie.

Le Trésor a eu également parfois recours au marché interbancaire lorsqu'il ne pouvait obtenir de meilleures conditions ailleurs.

5. LA DETTE DEBUDGETISEE ET LA DETTE GARANTIE

5.1. La dette débudgétisée

Les emprunts privés conclus dans le cadre de l'assainissement financier de l'OCCH et de l'INCA sont tous arrivés à échéance finale. L'encours de la dette débudgétisée a toutefois légèrement augmenté. Ceci est essentiellement dû à la mission que la Société Fédérale d'Investissement a reçue par l'Arrêté Royal du 21 janvier 2002, à savoir contribuer pour le compte de l'Etat au financement du plan d'accompagnement social de la SABENA. A cet effet, la société a émis deux emprunts d'une maturité d'un an, l'un en début d'année pour un montant de 40 millions d'EUR, l'autre en décembre pour 20 millions d'EUR. En outre, divers prélèvements ont été réalisés par la Régie des Bâtiments, ce qui a fait augmenter l'encours de sa dette de 7% pour la porter à 277.74 millions d'EUR.

Tableau 15: Evolution de la dette débudgétisée (en milliards d'EUR)

1997	1998	1999	2000	2001	2002
1.72	1.65	1.53	1.20	0.88	0.89

5.2. La dette garantie

A la suite de la faillite de la Sabena en novembre 2001, l'Etat a dû rembourser anticipativement le 25 mars 2002 un montant de 4.7 milliards de BEF restant en circulation sur un emprunt bénéficiant de la garantie de l'Etat (1990-2007). Au total, l'Etat a versé une somme de 41.96 millions d'EUR répartie en 41.12 millions d'EUR de capital et 0.84 million d'EUR de charges d'intérêt.

Sabena

Dans le cadre de l'article 9 de la loi du 17 mars 1997 relative au financement du projet TGV, la Financière TGV a conclu un emprunt de 35 millions d'USD et l'a swappé en EUR.

Financière TGV

Par ailleurs, l'encours de la dette totale de la Financière TGV sous la garantie de l'Etat est descendu au-dessous du niveau de 1.86 milliard d'EUR, seuil au-dessous duquel la garantie est gratuite. Cependant, comme la prime de 0.25% est calculée prorata temporis sur la partie des emprunts qui dépassent 1.86 milliard d'EUR, la Financière TGV a dû payer, pour l'année 2002, une prime de 2029.15 EUR, ce qui représente une diminution de 98% par rapport à 2001. L'encours des billets de trésorerie a, quant à lui, diminué pour passer de 262.73 millions d'EUR à 173.53 millions d'EUR.

En matière de gestion des risques, la société a restructuré un certain nombre de swaps flottants.

Le FADELS a conclu des emprunts de refinancement pour un montant total de 650 millions d'EUR. L'encours total de la dette a diminué de quelque 250 millions d'EUR pour être ramené à 4.33 milliards d'EUR. Cette dette est reprise dans l'encours de la dette de l'ensemble des pouvoirs publics selon l'optique du traité de Maastricht.

FADELS

Tableau 16: Encours de la dette garantie (en milliards d'EUR)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
En EUR	18.30	17.19	17.54	16.55	12.79	11.30
En devises	4.57	4.35	1.07	0.45	0.47	0.39
Total	22.87	21.54	18.61	17.00	13.26	11.69

*

*

*

PARTIE IV

LES EVOLUTIONS ORGANISATIONNELLES

Sur le plan de l'organisation interne, l'année 2002 s'est caractérisée par les éléments suivants.

1. Tendances induites

L'année 2002 a connu des évolutions importantes, tant au niveau national qu'international, sur le plan de l'organisation des entreprises qui concernaient directement ou indirectement la gestion des risques financiers et opérationnels. Il s'agit des discussions relatives aux futures normes de "Bâle II" pour la gestion opérationnelle au sein des entreprises financières, de l'introduction du "Sarbanes-Oxley Act" concernant un "reporting" fiable des entreprises ainsi que l'entrée en vigueur de la législation belge sur la "gouvernance d'entreprise". L'Administration de la Trésorerie a suivi ces évolutions.

A ces évolutions se sont ajoutées deux autres tendances, à savoir, d'une part, un mouvement de rationalisation au sein de l'Autorité Fédérale basé sur le plan Copernic et, d'autre part, la recherche de sécurité matérielle et la continuité des services essentiels du pays.

2. Adaptations organiques internes

Voici les orientations fondamentales qui ont été suivies durant l'année sous revue:

- renforcement de la gestion des risques financiers par l'introduction de nouveaux instruments visant à objectiver le contrôle de la gestion;
- intégration d'applications informatiques concernant la gestion de la dette au niveau d'une banque centralisée de données à partir de l'Agence vers les services périphériques de la Trésorerie; mise à l'étude d'une forme d'intégration et/ou d'échange électronique de données avec la Banque Nationale de Belgique;
- activation d'un "reporting" électronique des opérations réalisées par les primary et les recognised dealers pour l'autorité de marché (Fonds des Rentes) en vue d'une meilleure transparence et d'une meilleure gestion des marchés;
- préparation de la transformation du "Ministère des Finances" en "Service Public Fédéral Finances" et la désignation du président en tant que responsable des services exécutifs.

3. Sécurité et plans de continuité

La sécurité des activités financières cruciales a constitué une préoccupation majeure durant l'année 2002 s'inscrivant en quelque sorte dans la poursuite de la problématique informatique du passage à l'an 2000.

L'Agence de la Dette a mis au point un plan de continuité pour les activités cruciales relatives à la gestion de la dette à appliquer en cas d'incidents touchant les installations, les équipements, la manutention et l'approvisionnement en électricité.

Un site d'urgence a été créé en dehors des murs de l'Administration de la Trésorerie avec la collaboration logistique des instances financières du pays. Ce site permet de récupérer rapidement l'ensemble des données nécessaires à la reprise des activités de gestion de la dette et de la trésorerie de l'Autorité Fédérale. Ce site fait l'objet d'adaptations et d'améliorations permanentes ainsi que de tests opérationnels et techniques sur une base périodique.

4. Gestion opérationnelle

Les services exécutifs de la gestion de la dette restent sous le contrôle et l'autorité de l'Administration de la Trésorerie. Celle-ci a mis au point une activité d'audit interne spécialisé qui apporte des services d'assurance et de conseil.

*

*

*

GLOSSAIRE

Les définitions reprises dans ce glossaire sont destinées à permettre au lecteur une meilleure compréhension des termes utilisés dans ce Rapport Annuel sur la Dette fédérale de l'Etat ou d'autres termes qu'il trouverait dans les rapports précédents ou dans la littérature relative à la gestion de la dette publique belge. Elles ne poursuivent aucun but scientifique.

Adjudication

Procédure concurrentielle utilisée par le Trésor pour l'émission des obligations linéaires et des certificats de Trésorerie. Ces adjudications sont exclusivement réservées aux primary dealers et recognized dealers en valeurs du Trésor.

Belgian Treasury Bills

Programme de billets de trésorerie émis en euros ou dans la monnaie d'un Etat membre de l'OCDE et placés par des "dealers" spécialement désignés à cette fin par le Trésor.

Besoins nets de financement (BNF)

Solde des recettes et dépenses de l'ensemble des pouvoirs publics (c'est-à-dire pouvoir fédéral, régions et communautés, sécurité sociale et pouvoirs locaux) établi suivant la méthodologie des comptes nationaux SEC. Ce solde comprend ainsi notamment les dettes débudgétisées mais exclut les octrois de crédits et les prises de participation. Il diffère des déficits financiers des pouvoirs publics - dont une partie est constituée par le solde net à financer du Trésor - en raison notamment de décalages dans la datation de l'enregistrement des opérations entre les deux optiques ou d'imperfections dans le recensement des données.

Buy-back

Rachat d'emprunts (essentiellement des obligations linéaires) effectué par le Trésor via la plate-forme électronique MTS Belgium. Ces opérations se font à un prix déterminé sur un segment à part de la plate-forme ("Belgian Buy-backs" - BBB) où seuls ont accès le Trésor et les primary dealers. Le Trésor y affiche des prix à l'achat. Il peut accepter les prix à la vente affichés sur ce segment par les primary dealers.

Certificats de Trésorerie

Titres à court terme en euros émis par le Trésor par voie d'adjudications compétitives. Ils existent en trois maturités standard à l'émission: 3, 6 et 12 mois.

Clearing (Système de Clearing)

Appellation du système de compensation de titres et de liquidation fiscale organisé par la Banque Nationale de Belgique. L'on notera que ce système n'assure pas de réel "clearing" des titres faute d'existence d'une contrepartie centrale.

Dette consolidée

Dette à long terme (de plus de 1 an) dont le produit des émissions est versé au Budget des Voies et Moyens. Cette dette peut donner lieu à des amortissements contractuels réalisés au moyen de dotations annuelles inscrites au budget de la dette fédérale de l'Etat.

Dettes débudgétisées

Ensemble des emprunts à charge de l'Etat qui ne sont pas repris dans la situation officielle de la dette publique. Ces emprunts sont émis par des organismes publics autonomes ou par des pouvoirs locaux en lieu et place du pouvoir central en vue de préfinancer des dépenses publiques qui incombent au budget de ce dernier.

Dettes flottantes

Dettes à court terme. Seuls les intérêts à payer sur cette dette font l'objet d'une inscription de crédits au budget de la dette publique, le produit des émissions à court terme et leur remboursement étant comptabilisés dans un compte de trésorerie.

Dettes garanties par l'Etat

Ensemble des emprunts émis par des organismes ou institutions relevant du secteur public pour couvrir leurs propres besoins de financement et bénéficiant de la garantie de l'Etat fédéral. L'Etat ne supporte de charges financières qu'en cas de défaut de paiement de l'émetteur.

Dettes des pouvoirs locaux

Dettes des Régions et Communautés, provinces, communes, intercommunales et d'institutions diverses telles que les C.P.A.S., fabriques d'Eglise...

EuroMTS

Société de droit privé exploitant une plate-forme électronique de "trading" sur laquelle sont traités divers titres représentatifs de la dette d'Etats souverains de la zone euro ou d'autres émetteurs privés importants.

Fonds des Rentes

Etablissement public autonome dont les compétences sont les suivantes :

- régulation du marché secondaire des fonds publics, principalement en faveur des particuliers;
- autorité de marché du marché secondaire hors bourse réglementé des OLO, des certificats de Trésorerie et des titres scindés;
- surveillance et contrôle des établissements qui détiennent pour compte de tiers des titres dématérialisés de la dette publique;
- contribution à la gestion de la dette publique.

FX-Swap

Un Fx-Swap est un achat ou une vente au comptant de devises, couplé à une opération simultanée et inverse à terme. Il s'agit donc d'une transaction qui combine une opération au comptant à une opération à terme conclues en même temps avec la même contrepartie et pour le même montant principal.

Grands-Livres de la dette publique

Registres dans lesquels sont inscrits des titres nominatifs d'emprunts de l'Etat et les transferts de propriété de ces titres. Un double des Grands-Livres se trouve à la Cour des Comptes.

Loi contenant le Budget des Voies et Moyens

Loi qui autorise l'Exécutif à recouvrer l'impôt, percevoir des recettes non fiscales et financer par l'emprunt la partie des besoins de financement du Trésor qui reste non couverte par l'impôt et les recettes non fiscales pour l'année budgétaire.

Marchés primaires

Marchés sur lesquels sont émis de nouveaux emprunts via différentes techniques choisies par l'émetteur et déterminées dans les conventions d'emprunt.

Marchés secondaires

Marchés où s'effectuent des transactions relatives aux instruments financiers en circulation. Il existe deux marchés réglementés pour les titres de la dette du pouvoir fédéral:

1. le marché boursier des rentes ("Euronext Bruxelles") sur lequel sont cotés notamment les OLO et les emprunts classiques de l'Etat ou de certains pouvoirs locaux;
2. le marché secondaire hors-bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de Trésorerie réglementé par l'arrêté royal du 22 décembre 1995 (M.B. 3 janvier 1996).

Enfin, les transactions sur ces titres peuvent également être réalisées hors de tout marché réglementé moyennant l'autorisation explicite de l'investisseur.

MTS Belgium

Société de droit privé assurant la gestion d'une plate-forme électronique de "trading" sur laquelle sont cotées les obligations linéaires et les certificats de Trésorerie. Les Primary Dealers sont tenus d'être membres de cette société.

Obligations Linéaires (OLO)

Titres dématérialisés émis à moyen et long termes par le Trésor en tranches successives pour former une même ligne dont les titres sont fongibles.

Offres d'échange

Offres aux termes desquelles un ancien emprunt (OLO ou emprunt classique) peut être échangé contre des titres d'autres OLO de diverses maturités résiduelles.

Primary Dealers

Intermédiaires financiers liés au Trésor par un cahier des charges en vue d'animer le marché primaire des obligations linéaires et des certificats de Trésorerie, de favoriser le stripping des OLO, d'assurer la liquidité de ces titres sur le marché secondaire ainsi que de promouvoir la dette belge.

Recognized Dealers

Intermédiaires financiers liés au Trésor par un cahier des charges. Ils se distinguent des Primary Dealers par le fait qu'ils ont moins de droits et d'obligations étant donné que leur mission essentielle est de promouvoir la dette belge à l'étranger.

Reverse auction

Egalement appelée "adjudication à l'envers", ce type de rachats est généralement effectué par le Trésor pour avertir le marché de son intention de racheter dans une ligne déterminée. Les prix sont déterminés par le marché jusqu'à une certaine limite fixée par le Trésor.

Solde net à financer (S.N.F.)

Somme du solde des opérations courantes et de capital, et des opérations de trésorerie (hors amortissement de la dette). En théorie, le solde net à financer correspond à l'accroissement de la dette publique. En pratique, un certain nombre de facteurs techniques expliquent la différence entre le solde net à financer et la variation nominale de la dette fédérale de l'Etat.

*

* *

Adjudications des OLO en 2002 (en millions d'EUR)

Date d'adju.	Date valeur	Range		Echéance finale	ISIN BE0000	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accept. (Comp)	Exerc. Non comp	Total accept.	Bid to cover	Prix moy. pond.	Taux moy. pond.	Bid Max/Min	Stop price	Adjudicataires	% prix au stop price
17/01/02	24/01/02			28/09/12	298076 OLO 38	0.0		5 000.0		5 000.0		99.775					
					SYNDICATION			5 000.0		5 000.0							
25/03/02	28/03/02	2 700	3 200	28/09/06	297060 OLO 37	7 612.4	3 541.0	1 600.2	360.0	1 960.2	2.21	99.007	4.994	98.85/99.04	98.98	13	35.3850
				28/09/12	298076 OLO 38	5 000.0	4 390.0	1 510.0	663.1	2 173.1	2.91	96.232	5.483	96.10/96.29	96.21	10	100.0000
					AUCTION		7 931.0	3 110.2	1 023.1	4 133.3							
16/04/02	22/04/02			24/04/06	299082 OLO 39	0.0		2 000.0		2 000.0		99.924					
					SYNDICATION			2 000.0		2 000.0							
29/05/02	05/06/02			28/09/17	300096 OLO 40	0.0		5 000.0		5 000.0		99.434					
					SYNDICATION			5 000.0		5 000.0							
29/07/02	01/08/02	2 200	2 700	28/03/07	286923 OLO 26	9 746.8	2 682.0	1 221.0	97.0	1 318.0	2.20	107.810	4.353	107.70/107.83	107.80	12	100.0000
				28/09/12	298076 OLO 38	7 173.1	2 165.0	1 255.0	50.0	1 305.0	1.73	100.240	4.969	100.08/100.29	100.21	10	100.0000
					AUCTION		4 847.0	2 476.0	147.0	2 623.0							
30/09/02	03/10/02	2 300	2 800	28/03/07	286923 OLO 26	11 064.8	2 135.0	1 000.6	112.8	1 113.4	2.13	110.233	3.722	110.10/110.25	110.22	13	38.0430
				28/09/12	298076 OLO 38	8 478.1	2 187.0	1 100.2	48.1	1 148.3	1.99	103.949	4.500	103.80/103.97	103.93	9	79.7370
				28/09/17	300096 OLO 40	5 000.0	1 245.0	660.0	0.0	660.0	1.89	107.068	4.826	106.90/107.13	107.02	10	100.0000
					AUCTION		5 567.0	2 760.8	160.9	2 921.7							
25/11/02	28/11/02	2 000	2 500	28/03/07	286923 OLO 26	12 178.2	2 200.0	890.0	399.6	1 289.6	2.47	109.522	3.816	109.35/109.57	109.50	8	100.0000
				28/09/12	298076 OLO 38	9 626.4	2 855.0	1 325.0	453.5	1 778.5	2.15	102.526	4.672	102.35/102.58	102.51	10	100.0000
					AUCTION		5 055.0	2 215.0	853.1	3 068.1							

Offres d'échange en 2002 (en milliers d'EUR)

Date valeur	Emprunts offerts à l'échange		OLO émises lors des échanges																	Montant total émis
	Code	Montant échangé	9.00% 28/03/03 code 251 - OLO 6	7.25% 29/04/04 code 265 - OLO 14	7.75% 15/10/04 code 275 - OLO 20	6.50 % 31/03/05 code 273 - OLO 19	4.75% 28/09/05 code 294 - OLO 34	7.00 % 15/05/06 code 283 - OLO 24	4.75% 28/09/06 code 297 - OLO 37	6.25 % 28/03/07 code 286 - OLO 26	8.50 % 01/10/07 code 257 - OLO 9	5.75 % 28/03/08 code 288 - OLO 28	7.50 % 29/07/08 code 268 - OLO 16	3.75 % 28/03/09 code 292 - OLO 32	5.75 % 28/09/10 code 295 - OLO 35	5.00% 28/09/11 code 296 - OLO 36	8.00 % 24/12/12 code 262 - OLO 12	8.00 % 28/03/15 code 282 - OLO 23	5.50 % 28/03/28 code 291 - OLO 31	
11/03/2002	EC 280	376 893.30	100	100	15 100	100	146 100	100		100	106 900	40 100	20 100	2 100	37 100	15 100	100	100	100	383 400
03/05/2002	EC 271	161 755.50					2 000	60 000		15 000		15 000		30 000	30 000	10 000		0		162 000
27/06/2002	EC 271	785 347.75					20 000	0	11 700		0		5 000		296 500		125 000	251 500		709 700
29/08/2002	EC 271	18 107.80					200		11 100		0		0	0	200	7 100	0	0		18 600
31/10/2002	EC 271	19 815.20					20 000		0		0		0	0	200	0		0	0	20 200
05/12/2002	EC 271	39 180.00					40 000	0	0		0	0		0		0			0	40 000
TOTAL		1 401 099.55	100	100	15 100	100	228 300	60 100	22 800	15 100	106 900	55 100	25 100	32 100	364 000	32 200	125 100	251 600	100	1 333 900

EC= Emprunt classique
OLO= Obligation linéaire

REPARTITION MENSUELLE DES COMPOSANTES DE LA DETTE FLOTTANTE

ENCOURS MENSUELS FIN DE MOIS EN 2002 (en millions d'EUR)

Mois	MT (1)	CCP (2)	ORG INT (3)	Interbancaire + divers (4)	Certificats de Trésorerie (5)				Bons du Trésor en EUR	Opérations (6) de gestion de trésorerie	Total de la Dette Flottante (7)
					3 mois	6 mois	12 mois	Total			
J2001	5.6	871.0	4828.9	401.8	3615.9	6442.7	15318.1	25376.7	157.6	2805.1	28836.5
F	5.6	462.2	4948.4	617.8	4715.8	6002.8	16101.9	26820.5	368.7	1481.9	31741.3
M	5.6	739.3	4948.3	2084.7	7004.7	6416.9	15570.8	28992.4	255.6	500.3	36525.6
A	5.6	1069.2	4994.0	804.9	7015.3	6025.3	16133.6	29174.2	219.3	2354.4	33912.8
M	5.6	1501.0	4899.8	493.3	6949.8	7155.1	16090.2	30195.1	143.9	2883.4	34355.3
J	5.6	506.2	4900.3	661.1	5216.9	8514.9	15612.5	29344.3	245.3	2635.6	33027.2
J	5.6	500.8	4682.5	578.9	5025.3	7358.8	16349.4	28733.5	553.1	4065.5	30988.9
A	5.6	761.4	4751.1	373.1	5802.7	7405.8	16159.8	29368.3	716.4	6305.5	29670.4
S	5.6	583.6	4330.0	634.9	6735.6	6374.8	16060.6	29171.0	347.5	5875.9	29196.7
O	5.6	636.2	4427.7	597.9	6494.4	5959.2	15998.3	28451.9	590	4529.6	30179.7
N	3.7	442.3	4472.0	515.8	6805.2	6200.4	16092.1	29097.7	994.5	4199.6	31326.4
D	3.7	675.4	4472.0	2058.7	4827.6	5316.7	16802.3	26946.6	698.1	3332	31522.5
J2002		1097.6		1007.7	5485.4	5930.5	15773.6	27189.5	369.1	6278.3	23385.6
F		497.2		1078.4	5726	6164.7	15638.3	27529.0	339.6	3891.4	25552.8
M		663.6		4028.6	6732.7	6745.6	15002.2	28480.5	550	3443.8	30278.9
A		1235.4		1535.9	6802.4	6269.4	16206.2	29278.0	427.8	2718.5	29758.6
M		636.2		2285.5	7452.9	7708.6	16376.2	31537.7	432.9	2630	32262.3
J		743.5		3689.6	6861.6	7983.3	16610.5	31455.4	462	3181.6	33168.9
J		641.2		2575.3	5905.9	7489.6	16938	30333.5	452.6	2533.6	31469.0
A		735.3		1064.8	6060.3	7929.9	16780.5	30770.7	336.4	3733.3	29173.9
S		254.2		4018.3	6408	6657.8	17315.2	30381.0	504.6	2619.9	32538.2
O		193.7		1030.2	6378.3	6177.7	17272.6	29828.6	424.6	3690.8	27786.3
N		179.7		1029.7	5931	5523.6	16786.9	28241.5	609.3	4621	25439.2
D		237.2		3527.1	4791.5	4688.3	17523.6	27003.4	347.1	7368.3	23746.5

- (1) certificats à moyen terme émis par le Trésor
(2) avoirs des particuliers auprès des CCP
(3) bons du trésor en portefeuille des organismes internationaux (émis sans intérêts)
(4) emprunts et placements faits sur le marché interbancaire
(5) certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91.
Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor, c.à.d. déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé.
(6) opérations réalisées afin d'équilibrer la trésorerie journalière.
Surplus de trésorerie relevant de recettes fiscales ou d'émissions de certificats de Trésorerie
(7) total de la dette flottante (6) déduit

NB: En raison des arrondis, les totaux peuvent légèrement différer des sommes reprises dans les situations mensuelles de la Dette Publique.

Date d'adju.	Date valeur	Range Min Max	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp	Total accepté	Bid to cover	Taux moy. pond.	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
2/01/02	4/01/02	1 300 1 500		14/03/02	557235	3	4 650.2	3 096.0	600.1	0.0	600.1	5.16	3.15	-12.90	3.14/3.19	3.15	7	41.9150
				18/07/02	561278	6	1 313.6	2 500.0	700.2	17.5	717.7	3.57	3.12	-10.80	3.10/3.16	3.12	5	64.9350
8/01/02	10/01/02	900 1 100		18/04/02	558241	3	2 390.6	3 800.0	650.3	2.0	652.3	5.84	3.20	-11.10	3.19/3.23	3.20	12	31.6980
				18/07/02	561278	6	2 031.3	3 325.0	310.0	0.0	310.0	10.73	3.16	-12.50	3.16/3.22	3.17	4	100.0000
15/01/02	17/01/02	900 1 100	5 162.3	18/04/02	558241	3	3 042.9	4 505.0	350.2	83.8	434.0	12.86	3.22	-10.90	3.21/3.26	3.22	5	23.5290
				16/01/03	567333	12	0.0	2 750.0	650.3	29.6	679.9	4.23	3.33	-11.40	3.32/3.37	3.34	10	44.3610
22/01/02	24/01/02	900 1 100		18/04/02	558241	3	3 476.9	4 500.0	450.2	6.0	456.2	10.00	3.25	-9.90	3.24/3.31	3.25	4	35.8970
				16/01/03	567333	12	679.9	1 620.0	545.0	0.0	545.0	2.97	3.43	-8.90	3.41/3.47	3.43	6	100.0000
29/01/02	31/01/02	900 1 100		18/04/02	558241	3	3 933.1	3 950.0	425.0	0.0	425.0	9.29	3.26	-11.80	3.25/3.32	3.26	4	100.0000
				18/07/02	561278	6	2 341.3	2 275.0	500.5	36.2	536.7	4.55	3.30	-10.60	3.28/3.35	3.30	9	78.1250
5/02/02	7/02/02	900 1 100		16/05/02	559256	3	2 350.2	3 190.0	500.2	176.6	676.8	6.38	3.25	-10.70	3.25/3.29	3.25	6	55.5560
				15/08/02	562284	6	1 254.4	2 885.0	500.7	41.1	541.8	5.76	3.27	-10.40	3.27/3.31	3.28	12	17.3080
12/02/02	14/02/02	900 1 100	3 914.3	16/05/02	559256	3	3 027.0	3 890.0	250.0	3.9	253.9	15.56	3.23	-12.20	3.22/3.29	3.24	1	100.0000
				13/02/03	568349	12	0.0	2 215.0	670.0	0.0	670.0	3.31	3.46	-10.40	3.45/3.52	3.47	5	100.0000
19/02/02	21/02/02	900 1 100		16/05/02	559256	3	3 280.9	3 571.0	550.4	1.0	551.4	6.49	3.24	-11.20	3.23/3.27	3.24	6	49.4510
				13/02/03	568349	12	670.0	1 535.0	440.6	1.4	442.0	3.48	3.46	-12.80	3.46/3.49	3.47	12	37.0690
26/02/02	28/02/02	900 1 100		16/05/02	559256	3	3 832.3	4 300.0	600.0	0.0	600.0	7.17	3.24	-12.50	3.24/3.30	3.25	9	20.0000
				15/08/02	562284	6	1 796.2	4 525.0	500.7	2.9	503.6	9.04	3.30	-12.00	3.30/3.35	3.31	9	18.6050
5/03/02	7/03/02	900 1 100		13/06/02	560262	3	2 122.2	3 525.0	531.0	0.0	531.0	6.64	3.26	-10.90	3.25/3.29	3.26	13	33.6100
				19/09/02	563290	6	1 090.0	2 835.0	570.6	3.3	573.9	4.97	3.33	-10.30	3.32/3.36	3.33	10	37.7270
12/03/02	14/03/02	1 300 1 500	5 250.3	13/06/02	560262	3	2 653.2	3 995.0	690.3	0.0	690.3	5.79	3.26	-11.40	3.25/3.29	3.26	12	46.7860
				13/03/03	569354	12	0.0	1 705.0	810.0	0.0	810.0	2.10	3.65	-12.40	3.64/3.68	3.65	8	100.0000
19/03/02	21/03/02	1 500 1 800		13/06/02	560262	3	3 343.5	3 980.0	870.6	2.2	872.8	4.57	3.27	-11.20	3.26/3.33	3.28	11	31.8520
				13/03/03	569354	12	810.0	2 315.0	880.1	105.5	985.6	2.63	3.72	-12.40	3.71/3.76	3.74	14	27.0000
26/03/02	28/03/02	1 500 1 800		13/06/02	560262	3	4 216.3	3 750.0	590.4	51.9	642.3	6.35	3.34	-11.20	3.34/3.38	3.35	11	16.5710
				19/09/02	563290	6	1 663.9	2 095.0	1 000.0	76.3	1 076.3	2.10	3.48	-13.00	3.48/3.51	3.49	11	40.0000
2/04/02	4/04/02	1 000 1 200		18/07/02	561278	3	2 878.0	3 225.0	430.6	0.0	430.6	7.49	3.35	-9.60	3.35/3.39	3.36	9	19.6080
				13/03/03	569354	12	1 795.6	2 245.0	700.4	0.0	700.4	3.21	3.84	-15.40	3.82/3.87	3.84	8	47.0590
9/04/02	11/04/02	1 000 1 200		18/07/02	561278	3	3 324.0	5 220.0	450.7	5.1	455.8	11.58	3.33	-9.60	3.32/3.35	3.33	15	10.8430
				17/10/02	564306	6	1 223.0	2 610.0	650.5	0.0	650.5	4.01	3.46	-10.70	3.45/3.49	3.47	12	13.3330
16/04/02	18/04/02	1 300 1 500	4 358.1	18/07/02	561278	3	3 779.8	6 770.0	580.0	52.3	632.3	11.67	3.28	-11.90	3.28/3.35	3.29	1	56.0000
				17/04/03	570360	12	0.0	2 535.0	750.3	5.1	755.4	3.38	3.73	-11.20	3.72/3.78	3.74	10	49.3830
23/04/02	25/04/02	1 300 1 500		18/07/02	561278	3	4 412.1	5 995.0	500.0	5.0	505.0	11.99	3.27	-12.20	3.26/3.32	3.27	3	70.0000
				17/04/03	570360	12	755.4	2 865.0	800.7	91.8	892.5	3.58	3.69	-11.00	3.66/3.72	3.69	10	46.4570
30/04/02	3/05/02	1 300 1 500		18/07/02	561278	3	4 917.1	4 499.1	519.1	0.0	519.1	8.67	3.27	-11.50	3.27/3.32	3.27	6	100.0000
				17/10/02	564306	6	1 873.5	2 285.0	985.0	0.0	985.0	2.32	3.38	-11.40	3.35/3.41	3.38	9	100.0000

Date d'adju.	Date valeur	Range		Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp	Total accepté	Bid to cover	Taux moy. pond.	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
7/05/02	9/05/02	1 300	1 500		15/08/02	562284	3	2 299.8	5 980.0	600.4	0.0	600.4	9.96	3.31	-10.40	3.30/3.35	3.31	8	28.4620
					14/11/02	565311	6	1 551.4	3 120.0	700.3	25.5	725.8	4.46	3.43	-9.60	3.41/3.47	3.43	6	92.4530
14/05/02	16/05/02	1 100	1 300	4 432.3	15/08/02	562284	3	2 900.2	4 290.0	400.2	0.0	400.2	10.72	3.38	-9.40	3.38/3.42	3.38	3	34.7830
					15/05/03	571376	12	0.0	2 055.0	700.6	0.0	700.6	2.93	3.90	-12.70	3.87/3.94	3.91	11	44.6150
21/05/02	23/05/02	1 100	1 300		15/08/02	562284	3	3 300.4	4 918.0	600.0	117.8	717.8	8.20	3.39	-13.40	3.39/3.44	3.39	2	100.0000
					15/05/03	571376	12	700.6	2 655.0	500.4	340.3	840.7	5.31	3.91	-17.50	3.89/3.96	3.93	8	4.6150
28/05/02	30/05/02	1 100	1 300		15/08/02	562284	3	4 018.2	4 290.5	500.3	0.0	500.3	8.58	3.37	-12.70	3.35/3.41	3.37	6	56.0650
					14/11/02	565311	6	2 277.2	3 650.0	600.2	132.6	732.8	6.08	3.55	-11.80	3.54/3.60	3.55	10	34.1880
4/06/02	6/06/02	1 100	1 300		19/09/02	563290	3	2 740.2	4 700.0	620.3	0.0	620.3	7.58	3.39	-8.50	3.38/3.44	3.39	6	23.8710
					15/05/03	571376	12	1 541.3	1 845.0	494.3	0.0	494.3	3.73	3.81	-14.80	3.81/3.86	3.82	8	37.5380
11/06/02	13/06/02	1 100	1 300	4 858.6	19/09/02	563290	3	3 360.5	4 535.0	440.5	87.0	527.5	10.30	3.38	-8.60	3.37/3.42	3.38	7	61.4170
					19/12/02	566327	6	732.6	3 060.0	660.0	104.7	764.7	4.64	3.52	-9.30	3.50/3.56	3.52	7	100.0000
18/06/02	20/06/02	1 100	1 300		19/09/02	563290	3	3 888.0	4 280.0	455.0	0.0	455.0	9.41	3.37	-9.50	3.37/3.40	3.37	2	100.0000
					19/06/03	572382	12	0.0	2 200.0	700.0	10.0	710.0	3.14	3.73	-12.20	3.72/3.77	3.73	4	100.0000
25/06/02	27/06/02	900	1 100		19/09/02	563290	3	4 343.0	6 200.0	500.1	39.7	539.8	12.40	3.35	-11.10	3.35/3.39	3.35	5	62.5000
					19/06/03	572382	12	710.0	2 725.0	575.0	94.7	669.7	4.74	3.67	-11.70	3.66/3.71	3.68	5	100.0000
2/07/02	4/07/02	900	1 100		17/10/02	564306	3	2 858.5	3 675.0	400.2	0.0	400.2	9.18	3.33	-10.70	3.32/3.37	3.33	8	23.4380
					19/12/02	566327	6	1 497.3	2 175.0	500.2	36.3	536.5	4.35	3.40	-12.30	3.39/3.44	3.40	7	46.6670
9/07/02	11/07/02	900	1 100		17/10/02	564306	3	3 258.7	3 825.0	490.6	0.0	490.6	7.80	3.33	-10.50	3.33/3.38	3.34	10	23.4150
					16/01/03	567333	6	1 224.9	2 825.0	500.3	26.5	526.8	5.65	3.44	-9.90	3.43/3.48	3.45	15	18.7770
16/07/02	18/07/02	900	1 100	5 436.2	17/10/02	564306	3	3 749.3	3 904.0	400.3	0.0	400.3	9.75	3.30	-11.40	3.30/3.34	3.30	6	30.7690
					17/07/03	573398	12	0.0	1 725.0	700.0	0.0	700.0	2.46	3.48	-13.80	3.47/3.52	3.48	6	83.2000
23/07/02	25/07/02	900	1 100		17/10/02	564306	3	4 149.6	5 585.0	225.0	79.2	304.2	24.82	3.28	-12.20	3.28/3.33	3.28	3	100.0000
					17/07/03	573398	12	700.0	3 060.0	780.0	163.2	943.2	3.92	3.49	-12.10	3.49/3.52	3.49	9	100.0000
30/07/02	1/08/02	900	1 100		17/10/02	564306	3	4 453.8	4 803.7	400.4	0.0	400.4	12.00	3.25	-12.80	3.25/3.30	3.25	7	62.1410
					16/01/03	567333	6	1 751.7	2 975.0	600.4	65.0	665.4	4.96	3.32	-11.50	3.31/3.36	3.32	13	38.0950
6/08/02	8/08/02	900	1 100		14/11/02	565311	3	3 010.0	2 740.0	500.2	0.0	500.2	5.48	3.21	-11.90	3.21/3.27	3.21	3	71.4290
					13/02/03	568349	6	1 112.0	2 395.0	400.7	0.0	400.7	5.98	3.22	-12.40	3.21/3.27	3.23	13	24.3090
13/08/02	15/08/02	900	1 100	4 518.5	14/11/02	565311	3	3 510.2	3 910.0	350.3	7.7	358.0	11.16	3.22	-12.00	3.22/3.27	3.23	8	20.7320
					14/08/03	574404	12	0.0	2 490.0	600.4	168.3	768.7	4.15	3.25	-13.30	3.24/3.29	3.26	14	14.2860
20/08/02	22/08/02	800	1 000		14/11/02	565311	3	3 868.2	4 400.0	500.2	0.0	500.2	8.80	3.25	-10.30	3.25/3.29	3.25	4	76.9230
					14/08/03	574404	12	768.7	1 790.0	315.4	0.0	315.4	5.68	3.36	-13.00	3.36/3.40	3.37	8	34.4440

Date d'adju.	Date valeur	Range		Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp	Total accepté	Bid to cover	Taux moy. pond.	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
		Min	Max																
27/08/02	29/08/02	800	1 000		14/11/02	565311	3	4 368.4	6 460.8	600.1	14.3	614.4	10.77	3.25	-11.70	3.24/3.28	3.25	8	77.1910
					13/02/03	568349	6	1 512.7	2 490.0	350.6	75.5	426.1	7.10	3.29	-12.50	3.28/3.31	3.29	9	35.8210
3/09/02	5/09/02	800	1 000		19/12/02	566327	3	2 033.8	4 750.0	600.3	0.0	600.3	7.91	3.20	-14.10	3.20/3.24	3.21	7	26.6670
					14/08/03	574404	12	1 084.1	2 200.0	350.6	83.0	433.6	6.27	3.21	-12.90	3.20/3.24	3.21	10	30.1200
10/09/02	12/09/02	800	1 000		19/12/02	566327	3	2 634.1	5 275.0	590.4	0.0	590.4	8.93	3.21	-10.70	3.21/3.25	3.22	10	20.3510
					13/03/03	569354	6	2 643.8	2 900.0	330.0	25.5	355.5	8.79	3.17	-14.70	3.17/3.22	3.17	2	100.0000
17/09/02	19/09/02	1 000	1 200	4 882.8	19/12/02	566327	3	3 224.5	4 550.0	600.3	1.0	601.3	7.58	3.20	-11.40	3.20/3.25	3.21	7	9.5240
					18/09/03	575419	12	0.0	2 595.0	600.5	103.2	703.7	4.32	3.12	-13.50	3.11/3.16	3.13	10	25.2630
24/09/02	26/09/02	1 000	1 200		19/12/02	566327	3	3 825.8	4 250.0	700.0	0.0	700.0	6.07	3.15	-14.20	3.15/3.19	3.16	11	20.0000
					18/09/03	575419	12	703.7	2 045.0	500.4	0.0	500.4	4.09	3.01	-14.50	3.00/3.05	3.01	7	50.7250
1/10/02	3/10/02	800	1 000		16/01/03	567333	3	2 417.1	2 310.0	500.4	0.0	500.4	4.62	3.08	-19.90	3.08/3.13	3.09	5	42.1050
					13/03/03	569354	6	2 999.3	2 880.0	320.3	0.0	320.3	8.99	3.03	-13.40	3.02/3.09	3.03	7	23.1580
8/10/02	10/10/02	800	1 000		16/01/03	567333	3	2 917.5	4 395.0	400.8	0.0	400.8	10.97	3.09	-13.80	3.09/3.12	3.09	13	25.7230
					17/04/03	570360	6	1 647.9	3 340.0	400.3	0.0	400.3	8.34	2.97	-16.10	2.96/3.02	2.97	6	42.9450
15/10/02	17/10/02	800	1 000	4 854.2	16/01/03	567333	3	3 318.3	5 800.0	300.1	0.0	300.1	19.33	3.12	-16.10	3.12/3.17	3.13	6	6.8970
					16/10/03	576425	12	0.0	1 825.0	600.4	0.0	600.4	3.04	3.05	-15.30	3.04/3.09	3.06	8	48.9130
22/10/02	24/10/02	800	1 000		16/01/03	567333	3	3 618.4	5 195.0	300.4	0.0	300.4	17.29	3.07	-18.80	3.06/3.12	3.07	7	21.0530
					16/10/03	576425	12	600.4	2 750.0	500.7	75.4	576.1	5.49	3.03	-13.80	3.02/3.06	3.03	11	33.0430
29/10/02	31/10/02	800	1 000		16/01/03	567333	3	3 918.8	4 975.0	450.4	12.6	463.0	11.05	3.06	-21.20	3.05/3.11	3.07	8	8.9290
					17/04/03	570360	6	2 048.2	3 155.0	400.3	24.0	424.3	7.88	3.00	-17.70	3.00/3.03	3.00	6	56.7380
5/11/02	7/11/02	800	1 000		13/02/03	568349	3	1 938.8	3 440.0	420.2	0.0	420.2	8.19	2.99	-22.20	2.98/3.03	2.99	5	42.3530
					15/05/03	571376	6	2 035.6	3 160.0	400.0	15.3	415.3	7.90	2.93	-18.00	2.93/2.98	2.93	1	80.0000
12/11/02	14/11/02	800	1 000	4 982.8	13/02/03	568349	3	2 359.0	3 740.0	250.1	0.0	250.1	14.95	2.95	-22.40	2.95/3.00	2.95	2	45.4550
					13/11/03	577431	12	0.0	2 025.0	550.5	0.0	550.5	3.68	2.84	-15.20	2.84/2.88	2.85	9	17.1230
19/11/02	21/11/02	800	1 000		13/02/03	568349	3	2 609.1	3 872.9	400.3	0.0	400.3	9.67	2.90	-19.20	2.90/2.96	2.90	5	47.4550
					13/11/03	577431	12	550.5	1 780.0	455.0	44.0	499.0	3.91	2.83	-14.70	2.83/2.87	2.83	3	100.0000
26/11/02	28/11/02	800	1 000		13/02/03	568349	3	3 009.4	3 212.0	450.3	0.0	450.3	7.13	2.87	-18.40	2.86/2.94	2.87	5	42.8570
					15/05/03	571376	6	2 450.9	2 700.0	350.2	25.4	375.6	7.71	2.83	-15.90	2.83/2.88	2.83	3	56.4520
3/12/02	5/12/02	800	1 000		13/03/03	569354	3	3 319.6	4 100.0	300.1	0.0	300.1	13.66	2.81	-21.60	2.81/2.88	2.81	3	46.1540
					13/11/03	577431	12	1 049.5	1 845.0	500.3	0.0	500.3	3.69	2.83	-16.30	2.82/2.87	2.84	5	42.1050
10/12/02	12/12/02	800	1 000		13/03/03	569354	3	3 619.7	3 650.0	350.0	0.0	350.0	10.43	2.70	-21.80	2.70/2.81	2.70	1	70.0000
					19/06/03	572382	6	1 379.7	2 470.0	450.0	0.0	450.0	5.49	2.73	-16.40	2.73/2.78	2.74	4	25.0000
17/12/02	19/12/02	800	1 000	4 525.8	13/03/03	569354	3	3 969.7	3 280.0	300.1	65.5	365.6	10.93	2.75	-19.10	2.75/2.81	2.75	5	35.2940
					18/12/03	578447	12	0.0	2 385.0	500.3	8.9	509.2	4.77	2.67	-18.80	2.65/2.71	2.68	6	17.9310
23/12/02	27/12/02	800	1 000		13/03/03	569354	3	4 335.3	2 800.0	325.0	0.0	325.0	8.62	2.70	-24.90	2.70/2.79	2.71	1	15.0000
					18/12/03	578447	12	509.2	2 250.0	475.2	0.0	475.2	4.73	2.63	-19.00	2.61/2.69	2.65	4	60.6060

LISTE DES DEALERS EN VALEURS DU TRESOR DE BELGIQUE

PRIMARY DEALERS

ABN AMRO Bank NV
250 Bishopsgate
GB - London EC2M 4AA

BARCLAYS CAPITAL
5 The North Colonnade - Canary Wharf
GB - London E14 4BB

BNP PARIBAS
10 Harewood Avenue
GB - London NW1 6AA

CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ
9, Quai du Président Paul Doumer
F - 92920 Paris-la-Défense

DEUTSCHE BANK
Grosse Gallusstrasse 10-14
D - 60272 Frankfurt-am-Main

DEXIA GROUP
Boulevard Pachéco, 44
B - 1000 Bruxelles

FORTIS BANK/BANQUE
Montagne du Parc 3
B - 1000 Bruxelles

GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL
Peterborough Court - 133 Fleet Street
GB - London EC4A 2BB

HSBC – CCF
103, avenue des Champs-Elysees
F - 75008 Paris

ING - BBL
Avenue Marnix, 24
B - 1000 Bruxelles

JP MORGAN SECURITIES LTD LONDON
125 London Wall
GB - London EC2Y 5AJ

KBC Bank NV
Havenlaan 12
B - 1080 Brussel

MORGAN STANLEY AND CO INT.
20 Cabot Square - Canary Wharf
GB - London E14 4QA

SCHRODER SALOMON SMITH BARNEY
Citigroup Centre, 33 Canada Square
Canary Wharf
GB - London E14 5LB

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
17, Cours Valmy - Tour Société Générale
F - 92987 Paris-La Défense

UBS LTD
100 Liverpool street
GB - London EC2M 2RH

RECOGNIZED DEALERS

IMI SAN PAOLO
Corso Matteotti, 6
I - MILANO - 20121

CAIXA GERAL DE DEPOSITOS
Avenida João XXI, 63
P - 1000-300 LISBOA

CREDIT SUISSE FIRST BOSTON
One Cabot Square
GB - London E14 4QJ

LEHMAN BROTHERS
One Broadgate
GB - London EC2M 7HA

NOMURA INTERNATIONAL PLC
Nomura House
1 St Martin's-le-Grand
GB - London EC1A 4NP

NORDEA BANK
Christiansbro
3 Strandgade
PO Box 850
DK - 0900 Copenhagen C

BTB DEALERS

CITIBANK
33 Canada Square
Canary Wharf
GB - London E14 5LB

DEUTSCHE BANK AG LONDON
6 Bishopsgate
GB - London EC2N 4DA

DEXIA GROUP
Boulevard Pachéco, 44
B - 1000 Bruxelles

FORTIS BANK/BANQUE
Montagne du Parc, 3
B - 1000 Bruxelles

GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL
Peterborough Court
133 Fleet Street
GB - London EC4A 2BB

KBC BANK NV
Havenlaan 12
B - 1080 Brussel

UBS LTD
100 Liverpool street
GB - London EC2M 2RH

ETABLISSEMENTS PLACEURS

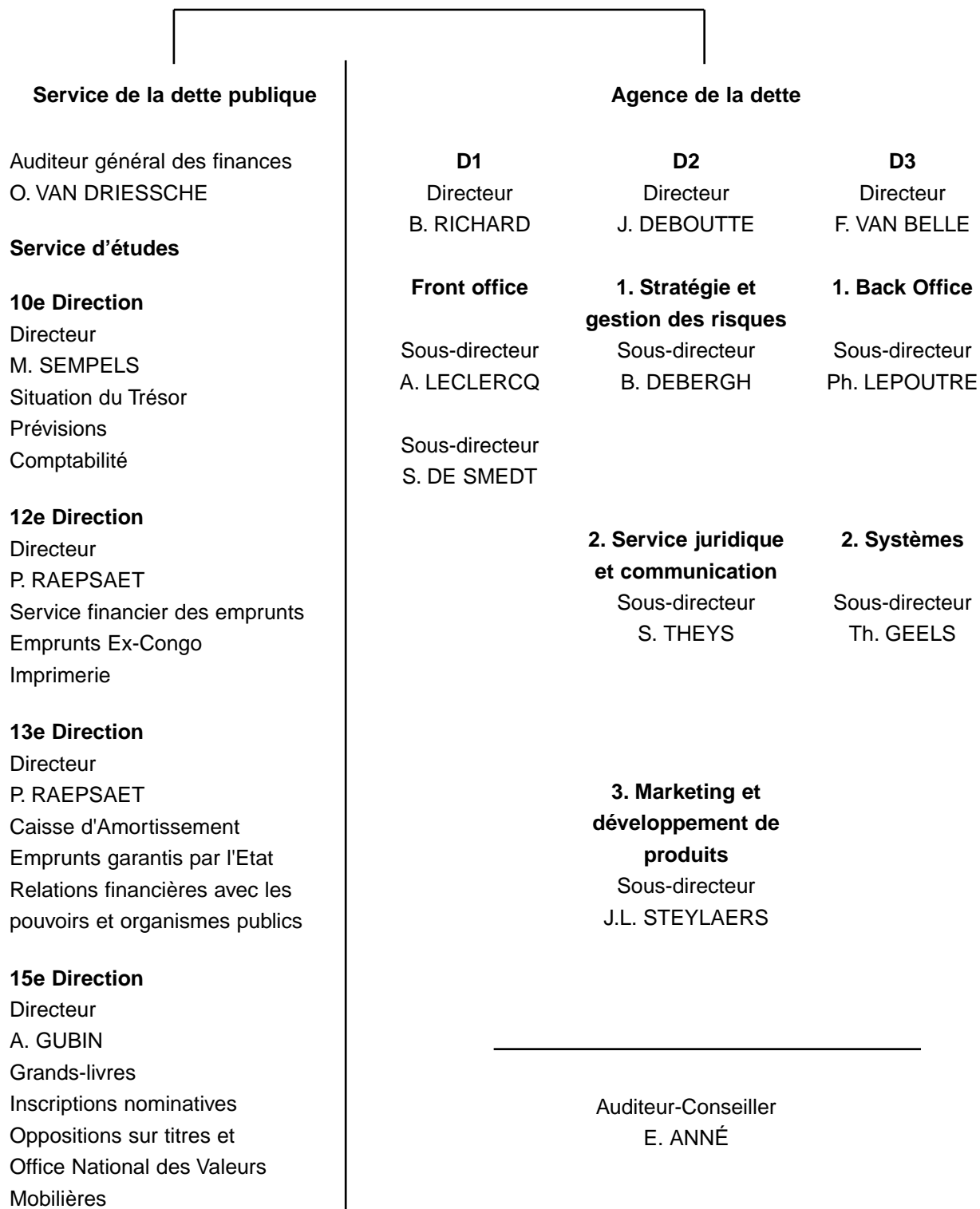
AXA BANQUE BELGIUM	Grote Steenweg, 214 Boulevard du Souverain, 23	2600 (BERCHEM) ANTWERPEN 1170 BRUXELLES
BBL ING	Avenue Marnix, 24	1000 BRUXELLES
CPH BANQUE	Rue Perdue, 7	7500 TOURNAI
CRÉDIT AGRICOLE	Bld Sylvain Dupuis, 251	1070 BRUXELLES
BANQUE DEGROOF	Rue de l'Industrie, 44	1040 BRUXELLES
DEUTSCHE BANK	Avenue Marnix, 13-17	1000 BRUXELLES
BANQUE DEXIA	Boulevard Pachéco, 44	1000 BRUXELLES
DE BUCK ET CIE, BANQUIERS DE PATRIMOINE	Kouter, 27	9000 GENT
DIERICKX, LEYS ET CIE, BANQUE DE TITRES	Kasteelpleinstraat, 44	2000 ANTWERPEN
BANQUE FORTIS	Montagne du Parc, 3	1000 BRUXELLES
BANQUE KBC	Avenue du Port, 2	1080 BRUXELLES
LELEUX ASSOCIATED BROKERS	Rue du Bois sauvage, 17	1000 BRUXELLES
BANQUE NAGELMAECKERS 1747	Avenue de l'Astronomie, 23	1210 BRUXELLES 1
BANQUE DE LA POSTE	Rue des Colonies, 56	1000 BRUXELLES
OOSTVLAAMS BEROEPSKREDIET	Dr A.Rubbensstraat, 45	9240 ZELE
VAN DE PUT ET CIE, BANQUE DE TITRES	Mechelsesteenweg, 203	2018 ANTWERPEN
WESTKREDIET	Markt, 2	8790 WAREGEM1
WEST-VLAAMSE BANK	Adriaan Willaertstraat, 9	8000 BRUGGE

Administration de la Trésorerie

ORGANIGRAMME

Jean-Pierre ARNOLDI, Administrateur général
Hiliana COESSENS, Directeur général

Département de la Dette



Imprimé au Service Public Fédéral - Finances - Trésorerie
Imprimerie de la Dette Publique
30, Avenue des Arts - 1040 Bruxelles

Avril 2003

Pour tout renseignement complémentaire:
Service d'études de la Dette à l'adresse ci-dessus indiquée.
(D. DELETRAIN Tél.: 02 - 233 73 96 - Fax: 02 - 233 71 14)