AGENCE
FÉDÉRALE
DE LA DETTE

Rapport annuel
2022

TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS DE MONSIEUR VINCENT VAN PETEGHEM, VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES 3

Les grands chiffres de la Dette publique 4

1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

1.1. ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES TAUX D'INTÉRÊT 8

1.1.1. Évolution de l'économie 8
1.1.2. Évolution des taux d'intérêt 9

1.2. ÉVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS 11

1.2.1. Évolution au niveau des différents sous-secteurs 11
1.2.2. Recettes et dépenses 12
1.2.3. Dette 13
1.2.4. Evolution des charges d'intérêts sur la dette publique 15

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

2.1. BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT 17

2.2. Directives générales et maîtrise des risques 18

2.2.1. Risques de refinancement et de refixation des taux – Durée moyenne 18
2.2.2. Risque de crédit 19

2.3. CONSOLIDATION DES ACTIFS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES FÉDÉRALES 22

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1. OBLIGATIONS LINÉAIRES (OLO) 26

3.1.1. Marché primaire – Syndications 27
3.1.2. Marché primaire – Adjudications 32
3.1.3. Marché secondaire 37
3.1.4. Rachats par l'Agence 41
3.1.5. Titres scindés (strips) 42

3.2. CERTIFICATS DE TRÉSORERIE 43

3.2.1. Marché primaire 44
3.2.2. Marché secondaire 47

3.3. EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) ET SCHULDSCHEINE 51

3.4. EURO COMMERCIAL PAPER (ECP) 52

3.5. BONS D'ÉTAT 54

4 PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.1. LE RETOUR DES BONS D'ÉTAT 56

4.2. LA FIN DE L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF DE LA BCE 57

4.3. FLÉXIBILITÉ ET TRANSPARENCE DU PLAN DE FINANCEMENT 59

4.4. LA MAÎTRISE DE L'ORGANISATION DE L'AGENCE 60

ANNEXES

A. GARANTIES D'ÉTAT ACCORDÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES 62

B. ÉVOLUTION DU RATING DU ROYAUME DE BELGIQUE 63

C. DEALERS ET ÉTABLISSEMENTS PLACEURS 64

D. ORGANIGRAMME DE L'AGENCE FÉDÉRALE DE LA DETTE 65

E. COLOPHON 66

AVANT-PROPOS
DE MONSIEUR VINCENT VAN PETEGHEM, VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES

J'ai le plaisir de vous présenter le rapport annuel de l'Agence fédérale de la Dette pour l'année 2022. 2022 a été l'année où, pour la première fois depuis longtemps, la guerre a de nouveau éclaté sur le territoire européen, provoquant beaucoup d'incertitudes et de troubles. L'inflation, qui s'accélérait déjà à la fin de 2021, a fortement augmenté sous l'influence de la forte hausse des prix de l'énergie, et tant le gouvernement fédéral que les gouvernements régionaux sont intervenus pour soutenir les ménages et les entreprises.

Le déficit budgétaire belge s'est néanmoins amélioré de 1,6 point de pourcentage par rapport à 2021, s'établissant à 3,9% du PIB. La croissance économique a presque été divisée par deux, mais a tout de même atteint 3,2%, avec un maintien de l'emploi tout au long de l'année. Cette croissance, conjuguée à une inflation élevée, a permis au taux d'endettement de la Belgique de diminuer pour la deuxième année consécutive, de 4,0 points de pourcentage, pour s'établir à 105,1%.

En raison de l'inflation élevée, la Banque centrale européenne a relevé ses taux d'intérêt pour la première fois depuis juillet 2011. De plus, fin 2022, la BCE a annoncé une réduction progressive de son portefeuille d'actifs financiers, y compris les obligations d'État, d'ici début 2023. Il en a résulté une forte hausse des taux d'intérêt à court et à long terme sur le marché.

Ce 36ème Rapport sur la dette de l'Etat fédéral examine les opérations financières réalisées par l'Agence dans cet environnement difficile. L'Agence a émis des emprunts à long terme, notamment des OLO, pour un montant total de 44,24 milliards d'euros. L'émission de bons d'Etat pour un montant de 109 millions d'euros a constitué la dernière partie des émissions.

La durée de ces émissions s'est élevée à 16,51 années, ce qui est à nouveau particulièrement élevé. Certes, l'Agence a dû accepter des taux d'intérêt plus élevés compte tenu du contexte de marché, mais avec un taux d'intérêt moyen de seulement 1,696%, il a encore été possible de réaliser les émissions à des conditions très attractives. La charge d'intérêt sur la dette fédérale a ainsi atteint un nouveau minimum historique de 6,86 milliards d'euros, soit 1,24% du PIB.

Il convient également de souligner dans ce rapport la reprise des émissions de bons d'Etat, la flexibilité et la transparence du plan de financement, le premier rapport sur la gestion organisationnelle (contrôle interne) et la fin de l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne.

Je voudrais conclure cet avant-propos en adressant mes sincères remerciements et mes félicitations à l'Agence fédérale de la Dette. Une fois de plus, elle a fait preuve d'une très grande expertise et a rempli avec brio sa mission de gestion de la dette dans des circonstances difficiles.

Le Vice-Premier ministre et ministre des Finances,
Vincent VAN PETEGHEM

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE PUBLIQUE

(en milliards d'euros ou en %, à fin décembre)

I. ENCOURS DES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2021	2022
1. Encours brut de la dette fédérale	453,25	470,61
• Octroi de crédits du Trésor à des entités du secteur public	2,20	2,13
• Opérations de gestion du Trésor	0,54	1,04
• Titres en portefeuille (opérations de gestion)	4,75	3,53
• Titres en portefeuille (titres SACA[1])	0,00	0,00
• Placements à court termes SACA	0,02	0,02
• Réserve pour placements (BNB)	5,43	3,57
Encours net de la dette fédérale	440,31	460,32
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR (après swaps) :	453,25	470,61
• Obligations linéaires (OLO)	390,08	403,88
• Certificats de Trésorerie	30,10	33,74
• *Euro Medium Term Notes* (EMTN) en EUR	5,57	5,38
• *Schuldscheine*	1,93	1,93
• Bons d'Etat	0,08	0,17
• *Euro Commercial Paper* (ECP)	0,00	2,06
• Emprunts privés, interbancaires et divers	21,55	19,74
• EMTN émis en devises	3,14	3,17
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0,77	0,54
En % de la dette en EUR :		
• Obligations linéaires (OLO)	86,06 %	85,82 %
• Certificats de Trésorerie	6,64 %	7,17 %
• EMTN (EUR + devises)	1,93 %	1,82 %
• *Schuldscheine*	0,43 %	0,41 %
• Bons d'Etat	0,02 %	0,04 %
• Autres	4,92 %	4,74 %
B. Instruments en monnaies étrangères (non swappés en EUR)	0,00	0,00
• Dette à long et moyen termes	0,00	0,00
• *Euro Commercial Paper* (ECP)	0,00	0,00

II. EVOLUTION DE L'ENCOURS NET DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL SUR L'ANNEE	2021	2022
1. Evolution en milliards d'EUR	22,69	20,01
• Solde net à financer	22,48	20,08
• Différences de change	0,00	0,00
• Capitalisation d'intérêts	0,00	0,00
• Dette de certains organismes	0,58	-0,24

[1] SACA : Services administratifs à comptabilité autonome

• Reprises de dettes et d'actifs	0,00	0,00
• Octroi de crédits à des entités du secteur des administrations publiques	-0,40	0,07
• Divers	0,03	0,10
2. Evolution en %	5,43 %	4,54 %

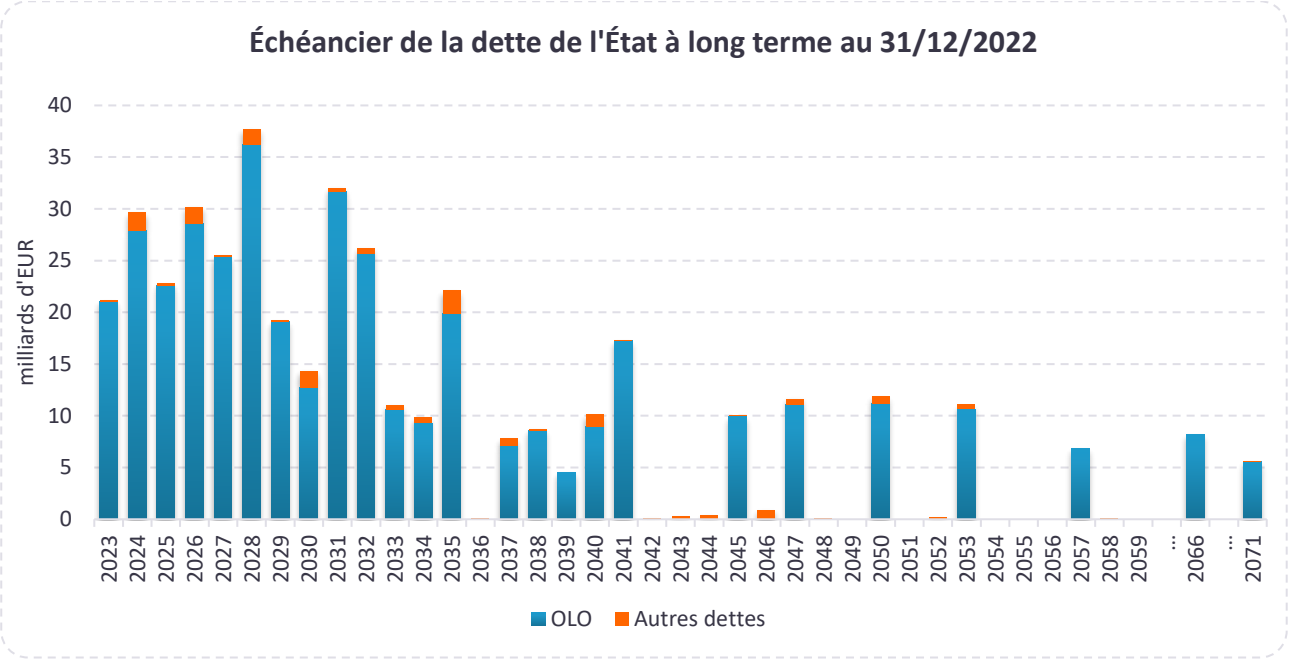
III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2021	2022
1. Rating octroyé par les agences de rating (long terme)		
• S&P	AA	AA
• Moody's	Aa3	Aa3
• Fitch	AA-	AA-
• DBRS	AA (élevé)	AA
2. Répartition selon les monnaies (après swaps)		
• Dette en EUR	100,00 %	100,00 %
• Dette en devises	0,00 %	0,00 %
3. Répartition selon le terme		
• Long et moyen termes (>1 an)	90,31 %	89,82 %
• Court terme	9,69 %	10,18 %
4. Répartition selon le taux		
• Taux fixe	89,85 %	89,35 %
• Taux variable	10,15 %	10,65 %
5. Duration effective de la dette en EUR (en années)	9,90	8,23
6. Durée moyenne pondérée de la dette en EUR (en années)	10,08	10,32
7. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral (en milliards d'euros)		
8. Taux d'intérêt moyen pondéré[2]	1,43 %	1,43 %

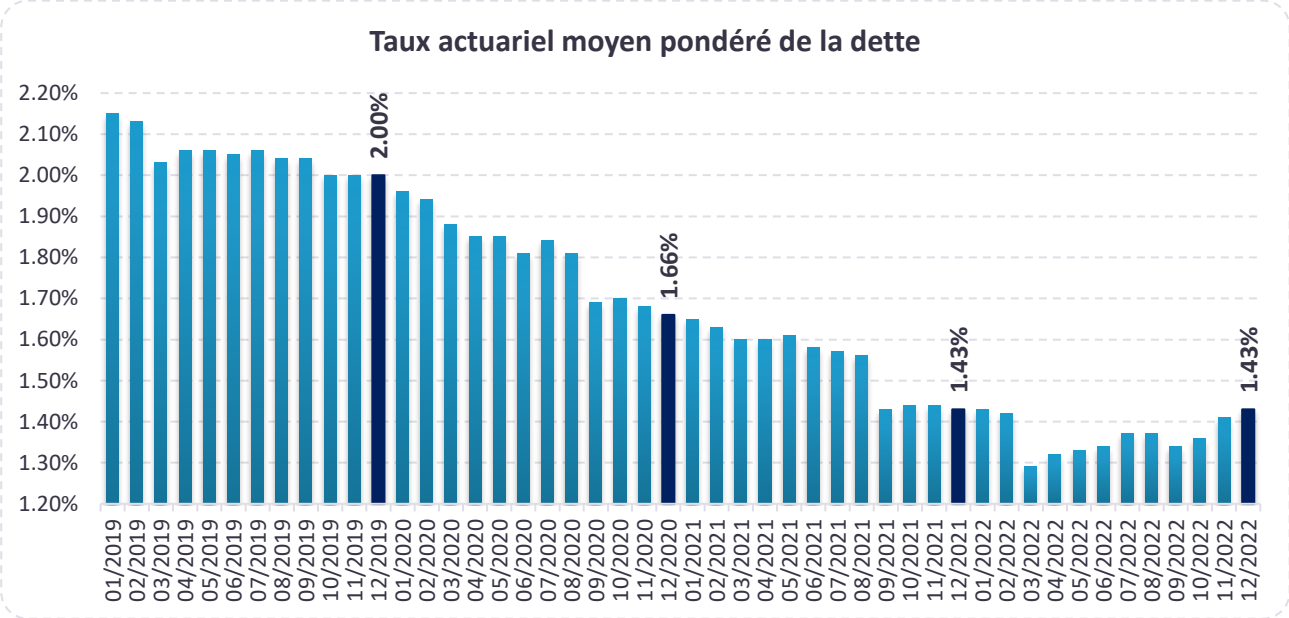
IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS	2021	2022
1. Encours de la dette fédérale	453,25	470,61
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales[3]	16,11	18,08
3. Dette des communautés et régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	112,42	123,02
4. Effet de consolidation	-35,18	-36,23
5. Autres corrections	1,84	2,16
Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3+4+5)	**548,45**	**577,64**
6. Produit intérieur brut (PIB)	502,52	549,46
Ratio d'endettement[4] de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3+4+5)/6	**109,1 %**	**105,1 %**

[2] Moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les instruments en euros de la dette à fin d'année.

[3] Dette représentée par les instruments financiers repris dans la définition au sens du Traité de Maastricht.

[4] Le ratio d'endettement est défini comme le rapport de la dette publique brute consolidée au produit intérieur brut, exprimé en points de pourcentage.


Échéancier de la dette de l'État à long terme au 31/12/2022
milliards d'EUR
40
35
30
25
20
15
10
5
0
2023 2024 2025 2026 2027 2028 2029 2030 2031 2032 2033 2034 2035 2036 2037 2038 2039 2040 2041 2042 2043 2044 2045 2046 2047 2048 2049 2050 2051 2052 2053 2054 2055 2056 2057 2058 2059 … 2066 … 2071
OLO
Autres dettes


Taux actuariel moyen pondéré de la dette
2.20%
2.10%
2.00%
1.90%
1.80%
1.70%
1.60%
1.50%
1.40%
1.30%
1.20%
2.00%
1.66%
1.43%
1.43%
01/2019 02/2019 03/2019 04/2019 05/2019 06/2019 07/2019 08/2019 09/2019 10/2019 11/2019 12/2019 01/2020 02/2020 03/2020 04/2020 05/2020 06/2020 07/2020 08/2020 09/2020 10/2020 11/2020 12/2020 01/2021 02/2021 03/2021 04/2021 05/2021 06/2021 07/2021 08/2021 09/2021 10/2021 11/2021 12/2021 01/2022 02/2022 03/2022 04/2022 05/2022 06/2022 07/2022 08/2022 09/2022 10/2022 11/2022 12/2022

1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

1.1. ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES TAUX D'INTÉRÊT

1.1.1. Évolution de l'économie

L'année 2022 a été marquée par une inflation très élevée qui a résulté essentiellement de la reprise économique après la pandémie de la COVID-19 et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie entraînant une hausse des coûts de l'énergie en général et du gaz en particulier.

Au niveau mondial, l'inflation résultant de plusieurs facteurs en fonction des pays, a généré un net recul de la croissance économique qui avait pourtant été robuste dans les premiers mois de l'année 2022. L'inflation a en effet pesé sur la demande (consommation des ménages et investissements privés) et sur l'offre (augmentation des coûts ayant un impact négatif sur la production de certaines entreprises à forte intensité énergétique).

Le ralentissement mondial a toutefois été limité avec des différences entre les régions et les pays. La croissance mondiale est en effet estimée à +3,4% en 2022 en diminution par rapport à 2021 (+6,2%).

Les Etats-Unis ont été les premiers à connaitre, après la pandémie de la COVID-19, une reprise économique favorisée entre autres par les mesures des pouvoirs publics pour soutenir la demande qui a, ensuite, alimenté l'inflation. Les Etats-Unis ont aussi été les premiers à connaitre ensuite un ralentissement de la croissance sous l'effet de de l'inflation persistante .

La Chine, de son côté, a souffert de la poursuite des mesures sanitaires contre le coronavirus tandis que l'économie russe était touchée par les sanctions économiques et financières à la suite de l'invasion de l'Ukraine.

Dans la zone euro, la reprise économique a été soutenue au premier semestre de l'année 2022 par une augmentation de la demande et une normalisation des chaînes de production du côté de l'offre. Par la suite, l'inflation découlant du choc des prix de l'énergie dû à l'invasion de l'Ukraine par la Russie a ralenti la croissance dans la zone euro, au contraire des Etats-Unis qui ont été moins touchés par les coûts de l'énergie étant donné leur indépendance énergétique. L'inflation dans la zone euro s'est élevée à 8,4% pour l'année 2022. L'économie de la zone euro affectée par cette inflation qui érodait le pouvoir d'achat des ménages et la consommation privée n'est toutefois pas tombée en récession ; la croissance du PIB est estimée à +3,4 % en 2022 contre 5,2% en 2021.

L'on notera qu'en dépit de l'inflation, le ralentissement mondial de l'économie reste limité grâce aux belles performances des marchés du travail dans les économies avancées ainsi qu'aux résultats de la consommation des ménages même si elle est en diminution dans certaines régions.

L'ajustement des politiques monétaires pour contrer l'inflation sans trop peser sur la demande a provoqué une réévaluation du prix des obligations tout en épargnant l'économie réelle. La politique monétaire américaine s'est attaquée plus rapidement à l'inflation qui résultait de facteurs de demande intérieure tandis que la Banque Centrale Européenne confrontée à une inflation résultant d'abord d'un choc d'offre a pris plus de temps avant de ressérer sa politique monétaire.

Avec une inflation estimée à 10,3%, la Belgique a elle aussi été touchée par l'augmentation des coûts mais sans que cela débouche sur une récession. La levée des mesures sanitaires liées au coronavirus en 2021 a en effet généré une nette reprise en 2022 principalement soutenue par les services marchands. Cette embellie a toutefois été ralentie au second semestre sous l'effet de l'invasion de l'Ukraine et des sanctions économiques et financières à l'encontre de la Russie ainsi que de l'augmentation des coûts de l'énergie et de certains intrants. Après un léger redressement en fin d'année, la croissance économique belge s'est finalement établie à 3,2%.

L'économie belge a été soutenue par la consommation des ménages qui a bénéficié du mécanisme d'indexation des salaires et par le marché du travail qui a eu un effet positif sur le pouvoir d'achat des ménages. La croissance de l'emploi est ainsi estimée en 2022 à 100 000 nouveaux emplois tandis que le taux de chômage a légèrement augmeté pour atteindre 5,8% en 2022 contre 5,7% en 2021.

L'investissement privé, par contre, a diminué en raison de l'augmentation des coûts qui a eu pour effet de postposer les projets d'investissement des entreprises.

Tout en étant positive, la contribution nette des exportations à la croissance du PIB a été, quant à elle, très modérée en 2022 (0,3%).

En termes de finances publiques, le déficit budgétaire de la Belgique a continué à diminuer en 2022 après le relâchement des mesures sanitaires contre le coronavirus. Il aurait pu reculer davantage en l'absence d'invasion russe de l'Ukraine qui a contraint les autorités publiques à soutenir les ménages et les entreprises en réaction au choc énergétique qui en a découlé. Le déficit public belge est ainsi passé de 5,5% à 3,9% du PIB entre 2021 et 2022. Le taux d'endettement de la Belgique, quant à lui, est passé de 109,1% à 105,1% du PIB entre ces mêmes périodes.

1.1.2. Évolution des taux d'intérêt

Après des années de politique monétaire accommodante visant à soutenir les économies en assurant des conditions de financement favorables, les banques centrales ont décidé en 2021 de resserrer leurs politiques monétaires en vue de lutter contre l'inflation qui se généralisait tout en veillant à ne pas trop peser sur la demande.

C'est la Réserve fédérale aux Etats-Unis qui a commencé ce processus de normalisation de la politique monétaire en diminuant ses achats d'actifs en novembre 2021 pour ensuite les supprimer. En mars 2022, la Réserve fédérale a commencé à relever la fourchette de son taux directeur qui est ainsi passée, après des hausses successives, de 0,00-0,25% à 4,25-4,50% à fin décembre 2022.

La Banque Centrale Européenne (BCE) a commencé ce processus de normalisation de sa politique monétaire un peu plus tard en annonçant à la fin 2021 la suppression progressive des achats d'actifs qu'elle menait dans le cadre sa politique d'assouplissement quantitatif. Quant à ses taux directeurs, la BCE a commencé à les relever en juillet 2022. Après plusieurs hausses successives, le taux de la facilité de dépôt est passé de -0,5% en juillet à 2% à fin décembre 2022.

Ces augmentations de taux réalisées dans le cadre de la politique monétaire ont généré des hausses de rendement des obligations souveraines. Ces rendements se sont caractérisés par un certain degré de volatilité tout au long de l'année découlant des incertitudes portant sur l'évolution de l'inflation et de l'économie en général. Les taux d'intérêt à long terme ont sensiblement augmenté tout au long de l'année, anticipant les augmentations des taux des banques centrales. Sous l'effet de craintes de récession, ils ont temporairement diminué en juillet et novembre .

Aux Etats-Unis, les rendements à 10 ans ont augmenté en 2022 pour passer de 1,52% en janvier à 3,90% en décembre.

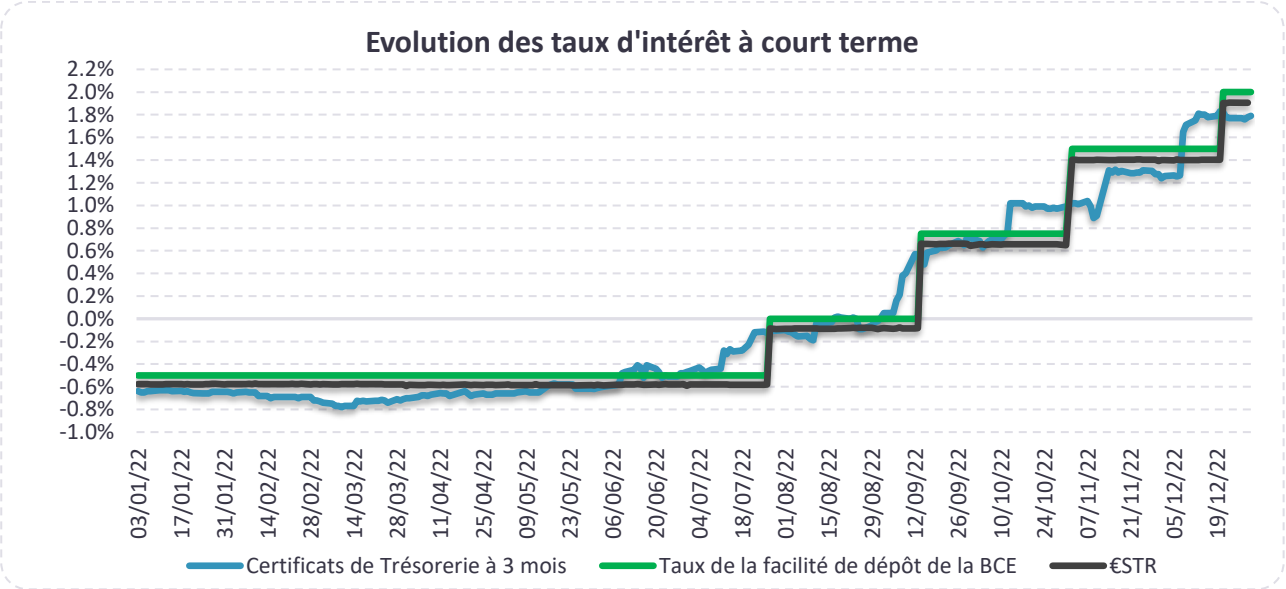
Dans la zone euro, l'évolution générale des taux d'intérêt des obligations d'Etat a suivi la même tendance haussière qu'aux Etats-Unis tout en restant pour la grande majorité des pays à des niveaux inférieurs.

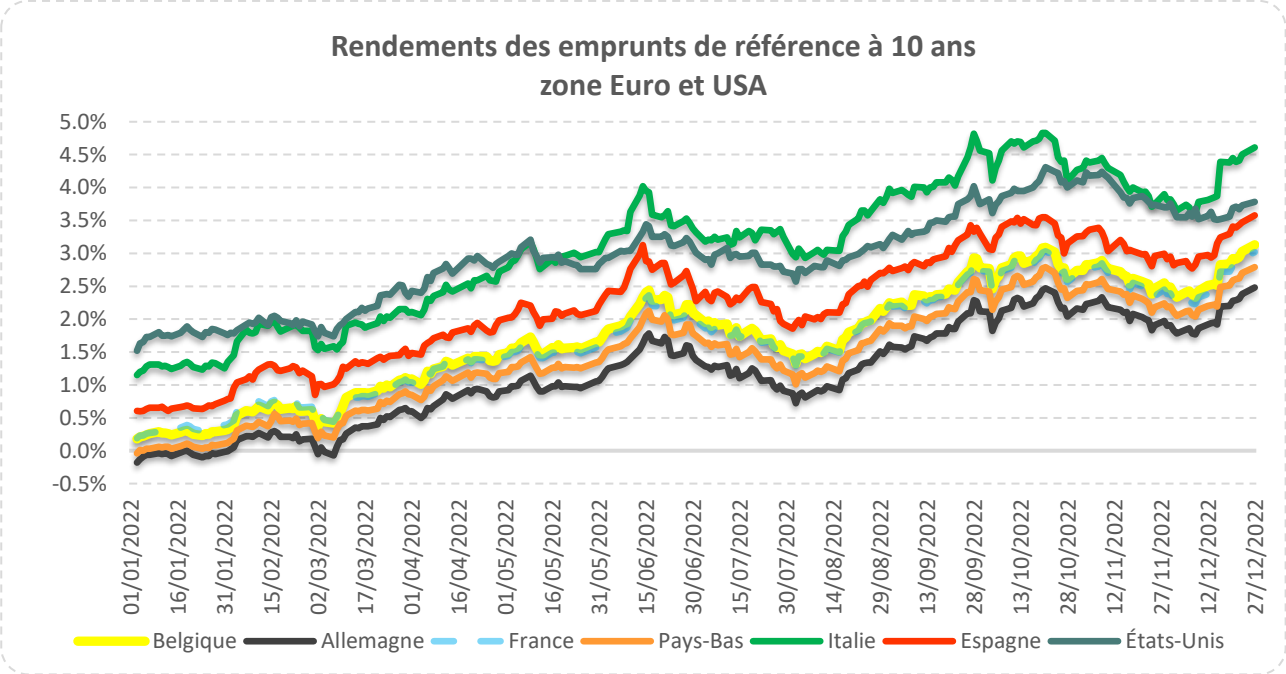
En Belgique, sur le plan du court terme, les taux sont restés en territoire négatif jusqu'au milieu du troisième trimestre. Le taux des certificats de Trésorerie à 3 mois est ainsi passé de -0,640% en janvier à -0,020% à fin août. Il a continué à augmenter, passant à 1,79% à fin décembre 2022.

Sur le long terme, les taux souverains belges ont suivi en 2022 une évolution similaire à ceux de la zone euro. Le taux de l'emprunt de référence OLO à 10 ans a augmenté pour passer de 0,18% au début du mois de janvier à 0,61% à la fin février. A partir du mois de mars, il a sensiblement augmenté pour atteindre à fin juin 2,10%. Il a

ensuite diminué en juillet pour remonter en fin d'année et passer de 1,47% à la fin août à 3,12% à la fin du mois de décembre 2022.

Enfin, le spread entre les emprunts de référence à 10 ans allemands et belges est passé de 36 points de base en début d'année à 64 points de base à la fin 2022.





1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

1.2. ÉVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

Selon les chiffres publiés par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) le 20 avril 2023, le déficit de financement de l'ensemble des pouvoirs publics belges s'est élevé à 3,9% du PIB en 2022, soit 21,3 milliards d'euros. Le solde de financement net s'est amélioré par rapport à l'année précédente, où un déficit de 5,5% du PIB avait été enregistré. En termes absolus, l'amélioration se chiffre à 6,2 milliards d'euros.

Les recettes ont augmenté de 22,0 milliards d'euros tandis que les dépenses ont crû de 15,8 milliards d'euros. Par rapport à l'évolution nominale du PIB, la hausse des recettes et des dépenses est moindre de sorte que leurs ratios exprimés en pourcentage du PIB ont diminué (respectivement de 0,3 et 1,9 point de pourcentage du PIB).

L'amélioration du solde de financement est attribuable à la poursuite de la reprise de l'activité économique après la récession de 2020 et malgré la crise énergétique. Selon la première estimation des comptes annuels publiée le 20 avril 2023, le PIB nominal a augmenté de 9,3% en 2022 par rapport à 2021. En outre, les différents niveaux de pouvoir ont poursuivi le retrait progressif des mesures discrétionnaires de soutien adoptées dans le cadre de la pandémie. L'impact budgétaire favorable de ce dernier (9,4 milliards d'euros) a été plus important que l'impact des mesures de soutien introduites dans le cadre de la crise énergétique (-5,9 milliards d'euros).

Au moment de la publication des Programmes de stabilité 2021-2024 et 2022-2025, les perspectives de reprise économique étaient moins optimistes et entourées de grandes incertitudes tandis que les prévisions d'inflation se sont révélées inférieures aux réalisations. Le déficit de financement réalisé en 2022 a été moins élevé que prévu dans ces deux versions du Programme de stabilité (respectivement 4,5% et 5,2% du PIB).

La clause dérogatoire générale, activée en mars 2020 au niveau européen et en vigueur jusqu'en 2023 inclus, permet aux États membres de s'écarter temporairement des exigences du cadre budgétaire européen. Le solde structurel, établi comme indicateur d'ajustement budgétaire dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, n'a pas été considéré comme adapté dans ces circonstances et le critère des dépenses a été adapté et complété pour estimer l'orientation budgétaire. Ainsi, les mesures temporaires liées à la pandémie ont été exclues et les transferts importants en provenance du budget de l'UE ont été intégrés dans l'agrégat de dépenses concerné. En outre, les évolutions des dépenses primaires courantes et des investissements financés au niveau national ont été considérées.

La recommandation budgétaire européenne formulée à la Belgique pour 2022 consiste à préserver les investissements financés au niveau national, à utiliser la Facilité pour la reprise et la résilience et à mener une politique budgétaire prudente, notamment en limitant la croissance des dépenses courantes nettes dès que les conditions macroéconomiques le permettent tout en renforçant les investissements.

Dans ce contexte, le Programme de stabilité 2022 a prévu une trajectoire indicative incluant un effort structurel supplémentaire (avec une partie fixe et variable pour l'Entité I de respectivement 0,2 et 0,3 point de pourcentage du PIB) à réaliser en 2022, conformément à l'accord de gouvernement fédéral d'octobre 2020 et au projet de plan budgétaire pour 2022 d'octobre 2021.

1.2.1. Évolution au niveau des différents sous-secteurs

Les données de l'ICN, compilées sur la base du SEC 2010, montrent que le déficit de 3,9% du PIB en 2022 est composé d'un déficit de 2,9% du PIB pour l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et d'un déficit de 0,9% du PIB pour l'Entité II (Communautés et Régions et Pouvoirs locaux).

Les soldes des administrations locales et de sécurité sociale, qui affichaient un excédent en 2021, sont en 2022 respectivement à l'équilibre et en déficit de 0,3% du PIB. Le Pouvoir fédéral et les Communautés et Régions ont enregistré un déficit moins élevé qu'en 2021 à respectivement 2,7% et 0,9% du PIB.

La réalisation d'un déficit de financement des administrations de sécurité sociale est principalement due à l'ajustement des transferts en provenance du Pouvoir fédéral (dotation d'équilibre), notamment en vue de récupérer des trop-perçus des années précédentes.

En 2022, le solde de financement a été en déficit dans toutes les entités fédérées prises individuellement. En pourcentage du PIB et en chiffres absolus, le solde s'est néanmoins amélioré pour toutes les entités fédérées, à l'exception de la Communauté germanophone et des Commissions communautaires à Bruxelles. La détérioration en chiffres absolus du déficit de financement de la Communauté française a été plus que compensée par l'effet dénominateur du PIB.

Contrairement à l'Entité I et aux Pouvoirs locaux, les Communautés et Régions constituent le seul sous-secteur dont le ratio des recettes n'a pas diminué en 2022 tandis que le ratio des dépenses a diminué dans tous les sous-secteurs.

RÉALISATIONS EN MATIÈRE DE SOLDE DE FINANCEMENT (EN % DU PIB)[5]			
	2021	2022	
	Réalisations (SEC)	Estimations (SEC)	Programme de stabilité 2021-2024
Entité I	**-3,8**	**-2,9**	***-3,8***
- Pouvoir fédéral	-4,1	-2,7	-
- Sécurité sociale	0,3	-0,3	-
Entité II	**-1,7**	**-0,9**	***-1,3***
- Communautés et régions	-1,7	-0,9	-
- Administrations locales	0,0	-0,0	-
Ensemble des pouvoirs publics	**-5,5**	**-3,9**	***-5,2***

[5] Chiffres selon le SEC 2010. Ces chiffres ne tiennent pas compte des avances fédérales en matière de centimes additionnels régionaux, mais sont basés sur les centimes additionnels effectivement enrôlés.

1.2.2. Recettes et dépenses

Recettes

Les recettes totales des pouvoirs publics ont diminué de 0,3 point de pourcentage du PIB, pour atteindre 49,7% du PIB. En chiffres absolus, les recettes ont augmenté de 22,0 milliards d'euros (+8,8%), mais comme elles ont moins progressé que le PIB, les recettes ont diminué en termes relatifs par rapport au PIB.

Cette diminution est intégralement attribuable à la baisse du ratio des recettes fiscales et parafiscales (-0,3 point de pourcentage du PIB) tandis que le ratio des autres recettes est quasi stable.

La diminution du ratio des recettes fiscales et parafiscales résulte de la baisse du ratio des impôts indirects (-0,8 point de pourcentage du PIB). Cela s'explique notamment par les mesures de baisse des taux de TVA et des droits d'accises sur le gaz naturel, l'électricité, l'essence et le gasoil utilisé comme carburant qui ont été adoptées dans le cadre de la crise énergétique. À l'inverse, les recettes des impôts directs ont augmenté de 0,6 point de pourcentage du PIB, principalement sous l'effet de la fiscalité directe des ménages en raison des bonnes performances du marché du travail et de l'indexation avec retardement des barèmes fiscaux par rapport à l'indexation des salaires. Les recettes des impôts directs sur les sociétés ont encore légèrement progressé (+0,1 point de pourcentage du PIB).

Parmi les autres recettes, les transferts courants et en capital reçus au titre de la Facilité européenne pour la reprise et la résilience ont été imputés conformément aux recommandations d'Eurostat pour couvrir à hauteur de 76% les dépenses éligibles enregistrées en 2022, soit 617,8 millions d'euros. Cette couverture partielle est due à la révision à la baisse en juin 2022 de

l'enveloppe totale attribuée à la Belgique pour la période 2021-2026 (de 5,9 à 4,5 milliards d'euros).

Dépenses

Les **dépenses primaires** ont reflué en 2022 (-1,7 point du PIB) pour s'établir à 52,0% du PIB. La baisse des dépenses primaires est principalement le résultat de la reprise de l'activité économique et de la réduction des mesures discrétionnaires prises par les différents gouvernements pour faire face à la crise du coronavirus. Au total, ces mesures ont diminué de 1,9 point de pourcentage du PIB pour représenter 0,5% du PIB en 2022.

Les dépenses en prestations sociales ont diminué de 0,5 point de pourcentage du PIB. Les prestations sociales en espèces ont diminué (-0,7 point de pourcentage du PIB) suite à la baisse des dépenses de chômage temporaire pour les salariés et du droit passerelle pour les indépendants. Les prestations sociales en nature ont augmenté sous l'effet du tarif social normal et élargi octroyé à certains ménages pour l'électricité et le gaz naturel.

Les subventions aux entreprises (notamment aux hôpitaux et aux professions médicales) ainsi que les transferts courants aux indépendants et aux entreprises (indemnités compensatoires et primes de nuisance) s'inscrivent en recul. Dans le même temps, les transferts aux ménages ont augmenté en raison de l'introduction de chèques « énergie » et du forfait de base pour l'électricité et le gaz naturel. Au total, les subventions et transferts courants ont reculé de 0,9 point de pourcentage du PIB.

Les transferts en capital ont diminué par rapport à 2021 (-0,3 point de pourcentage du PIB), année durant laquelle des aides octroyées par la Région wallonne pour indemniser les victimes des inondations de juillet 2021 ont été imputées (de l'ordre de 1,0 milliard d'euros).

Si l'on ajoute les charges d'intérêts qui représentent 1,5% du PIB en 2022, les dépenses totales s'élèvent à 53,5% du PIB.

La combinaison des dépenses primaires et des recettes en pourcentage du PIB a donné lieu à un déficit primaire de 2,4% du PIB en 2022, contre 3,8% du PIB en 2021. En ajoutant les charges d'intérêts, le déficit de financement s'élève ainsi à 3,9% du PIB en 2022.

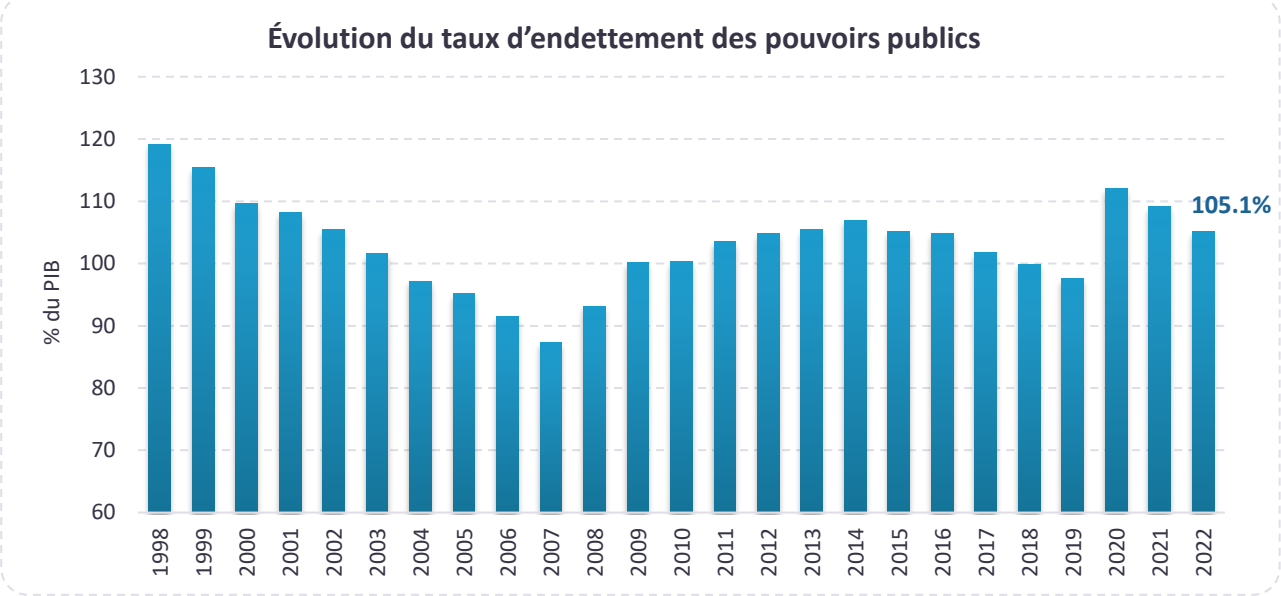
RECETTES ET DÉPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)		
	Réalisations 2021	Estimations 2022
Recettes totales	**49,9**	**49,7**
Recettes fiscales et parafiscales	43,1	42,8
Autres	6,9	6,9
Dépenses totales	**55,4**	**53,5**
Dépenses primaires	53,7	52,0
Charges d'intérêts	1,7	1,5
p.m. Mesures coronavirus	*2,4*	*0,5*
p.m. Mesures énergie	*0,1*	*1,1*

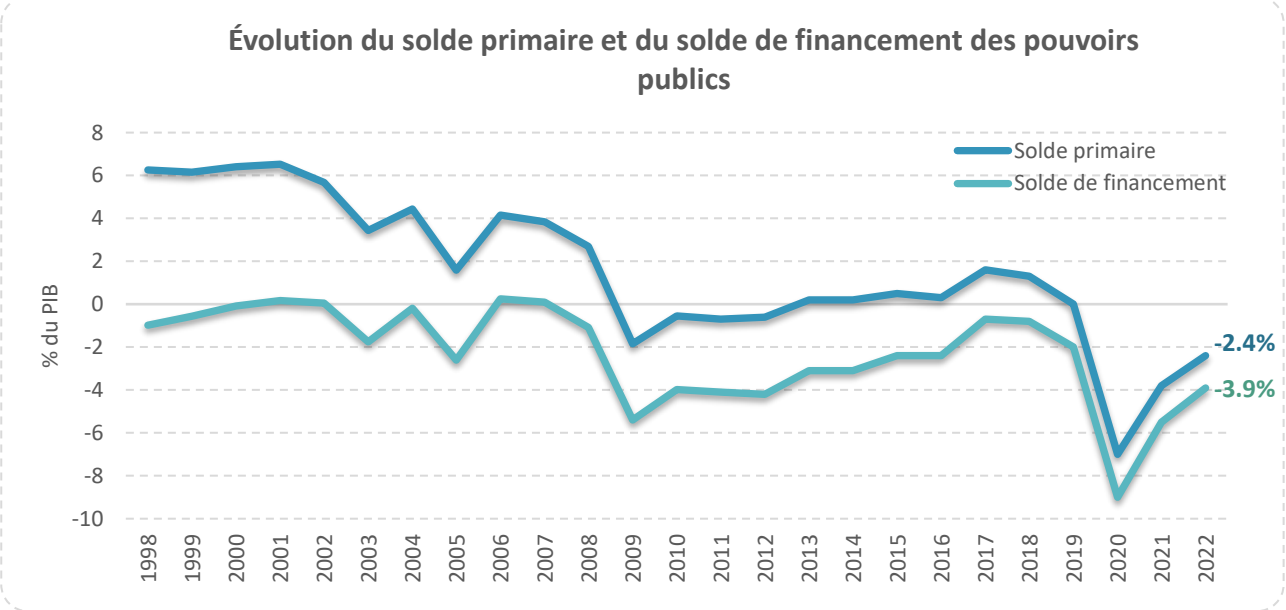
Les **charges d'intérêts** se sont encore allégées de 0,2 point de pourcentage du PIB, à 1,5% du PIB en 2022. Outre l'effet du dénominateur (croissance nominale du PIB) qui contribue à réduire le ratio des charges d'intérêts, une baisse en valeur absolue de 0,1 milliard d'euros a été enregistrée. Cette dernière résulte de la diminution du taux d'intérêt implicite qui a plus que compensé l'effet de la hausse de l'encours de la dette. Le taux d'intérêt du marché des obligations d'État belges à 10 ans a augmenté à 1,7% en moyenne annuelle en 2022, après des niveaux historiquement négatifs en 2020-2021. La hausse du taux d'intérêt implicite a cependant lieu avec un certain décalage, car les titres à long terme ont encore été refinancés en 2022 à un taux du marché inférieur à celui auquel ils ont été émis.

1.2.3. Dette

Le ratio d'endettement des pouvoirs publics (définition de Maastricht), dont près de 80% est logé dans l'Entité I, a diminué de 4,0 points de pourcentage du PIB pour atteindre 105,1% du PIB à la fin de 2022. Il s'agit d'un repli pour la deuxième année consécutive après une hausse exceptionnelle de 14,4 points de pourcentage du PIB en 2020.

L'encours de la dette publique consolidée ayant augmenté de 29,2 milliards d'euros (+5,3%), la diminution du ratio d'endettement est intégralement attribuable à l'effet du dénominateur (croissance nominale du PIB). Les facteurs endogènes ont eu un effet baissier sur le ratio d'endettement. Ainsi, l'incidence du besoin de financement primaire en pourcentage du PIB (+2,4% du PIB) a été plus que compensée par l'effet de la dynamique autonome favorable de la dette (-7,8% du PIB). La dynamique intérêt-croissance est très négative en 2022 sous l'effet d'une croissance réelle du PIB relativement soutenue, d'une forte inflation et de la poursuite de la baisse du taux d'intérêt implicite de l'encours de la dette. Les facteurs exogènes (ajustements stock-flux) ont eu un effet haussier sur le ratio d'endettement (+1,5% du PIB). Il s'agit de l'acquisition nette d'actifs financiers et d'ajustements positifs qui ont été quelque peu modérés par des écarts statistiques négatifs.





1. ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

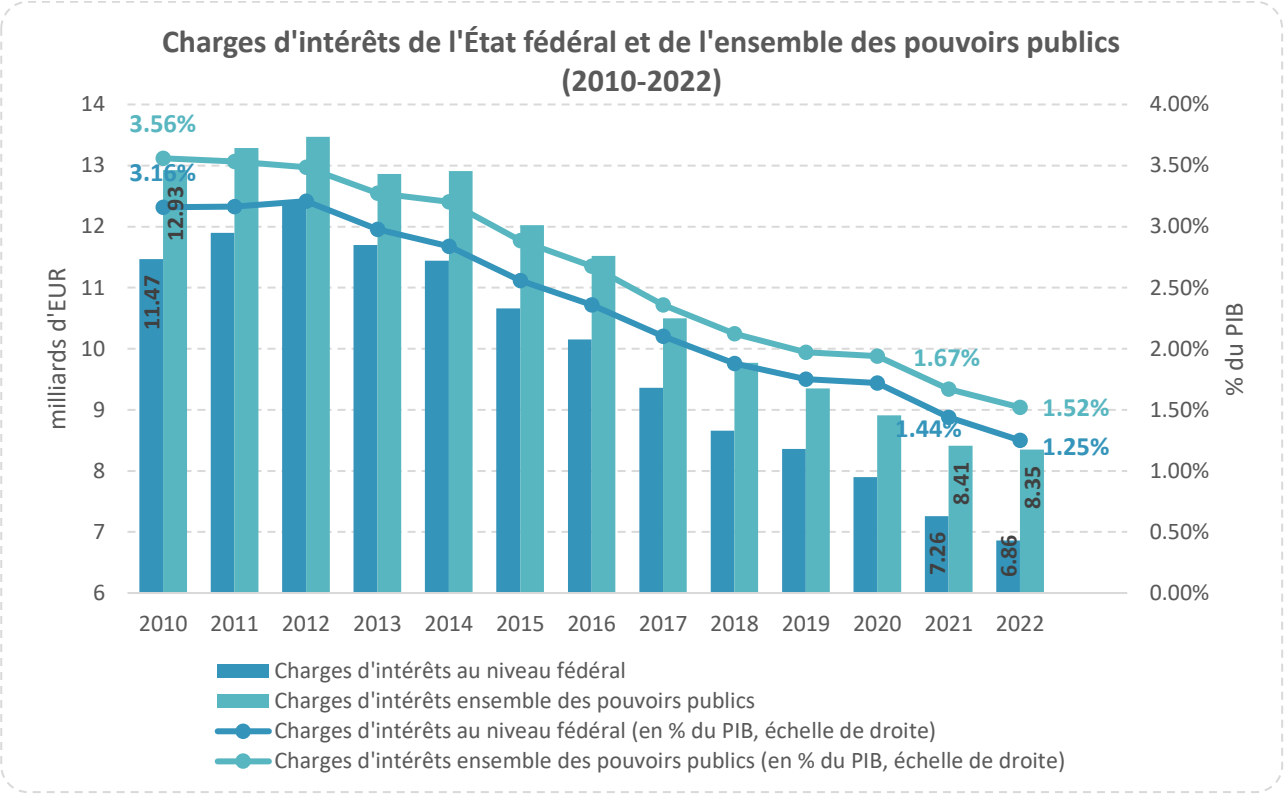
1.2.4. Evolution des charges d'intérêts sur la dette publique

En 2022, la baisse des charges d'intérêt sur la dette publique consolidée s'est élevée à 0,15 point de pourcentage du PIB. En termes nominaux, les charges d'intérêt s'élèvent à 8,35 milliards d'euros, soit une baisse de quelque 60 millions d'euros.

Au niveau fédéral, les charges d'intérêt ont également diminué pour atteindre 1,25 % du PIB. Elles ont donc diminué de 0,19% du PIB, ce qui correspond à une baisse en termes nominaux de quelque 400 millions d'euros, à 6,86 milliards d'euros.

La baisse des charges d'intérêt a été un peu moins prononcée qu'en 2021, mais les charges d'intérêt de l'ensemble des pouvoirs publics et du pouvoir fédéral ont néanmoins atteint un nouveau record à la baisse. Il est remarquable que tant le gouvernement fédéral que les gouvernements régionaux aient maintenu la durée moyenne de leur dette à un niveau très élevé. Par exemple, la durée moyenne de la dette du gouvernement fédéral est maintenant de 10,32 ans. Ainsi, l'émission de dette à long et très long terme n'a en aucun cas ralenti la baisse des charges d'intérêt.

L'Agence fédérale de la Dette a émis en 2022 des emprunts d'une durée moyenne de 16,51 ans, ce qui est historiquement le troisième résultat le plus élevé. Le taux d'intérêt moyen obtenu sur ces emprunts était de 1,695 %. En termes relatifs, c'est beaucoup plus que les années précédentes, mais c'est encore très peu dans une perspective historique.



2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

2.1. BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT

L'Agence fédérale de la dette avait estimé les besoins bruts de financement pour 2022 à 48,28 milliards d'euros. Ils ont finalement été supérieurs de 1,35 milliard d'euros, à 49,63 milliards d'euros, principalement parce que le déficit de caisse du gouvernement fédéral s'est élevé à 20,08 milliards d'euros, soit 1,74 milliard d'euros de plus que prévu. Ce déficit de caisse est toutefois inférieur de quelque 2,40 milliards d'euros à celui de 2021, qui s'élevait à 22,48 milliards d'euros.

Le remboursement de la dette à moyen et long terme venant à échéance en 2022 constitue la composante la plus importante des besoins de financement, avec 27,96 milliards d'euros. Ce montant était presque conforme à la valeur attendue de 27,59 milliards d'euros (étant donné qu'un peu moins de dettes ont été rachetées dans la seconde moitié de décembre 2021 que prévu, le montant à rembourser en 2022 a dû être augmenté en conséquence). En 2022, moins de dettes (arrivant à échéance en 2023) ont également été rachetées que prévu : le montant s'est élevé à 1,59 milliard d'euros, contre 1,84 milliard d'euros attendu.

Les autres besoins de financement, estimés à 0,50 milliard d'euros et consistant en des options à exercer par les investisseurs, n'ont pas eu lieu.

L'Agence a respecté son plan initial en ce qui concerne le total des émissions à moyen et long terme. En effet, avec un montant d'émission de 44,24 milliards d'euros, le montant prévu n'a été dépassé que de 0,04 milliard d'euros. Les obligations linéaires (OLO) ont joué un rôle encore plus important que prévu puisqu'elles ont été la source de financement la moins chère de l'Agence tout au long de l'année. En effet, l'Agence n'émet des Euro Medium Term Notes (EMTN) ou des Schuldscheine que si leur coût est inférieur ou, au moins, égal à celui de l'OLO ayant les mêmes caractéristiques. Ainsi, 44,13 milliards d'euros d'OLO ont été émis et le compteur est resté à zéro pour les EMTN et les Schuldscheine. L'Agence a toutefois réémis des bons d'Etat en 2022, après une pause de trois ans, pour un montant émis de 0,11 milliard d'euros.

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2022 (EN MILLIARDS D'EUR)		
	Plan de financement 2022	Réalisation au 31/12/2022
I. Besoins bruts de financement	48,28	49,63
■ Déficit budgétaire de l'Etat fédéral	18,34	20,08
■ Dette venant à échéance en 2022	27,59	27,96
■ Préfinancement des titres échéant en 2023 et ultérieurement	1,84	1,59
■ Autres besoins de financement	0,50	0,00
II. Moyens de financement (long et moyen termes)	44,20	44,24
■ OLO	41,20	44,13
■ Euro Medium Term Notes & Schuldscheine	3,00	0,00
■ Bons d'Etat	0,00	0,11
■ Autre	0,00	0,00
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises	0,00	0,00
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie	2,00	3,65
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers	2,08	1,74

N.B. : Le total peut ne pas correspondre à la somme des éléments en raison des arrondis.

2.2. DIRECTIVES GÉNÉRALES ET MAÎTRISE DES RISQUES

2.2.1. Risques de refinancement et de refixation des taux – Durée moyenne

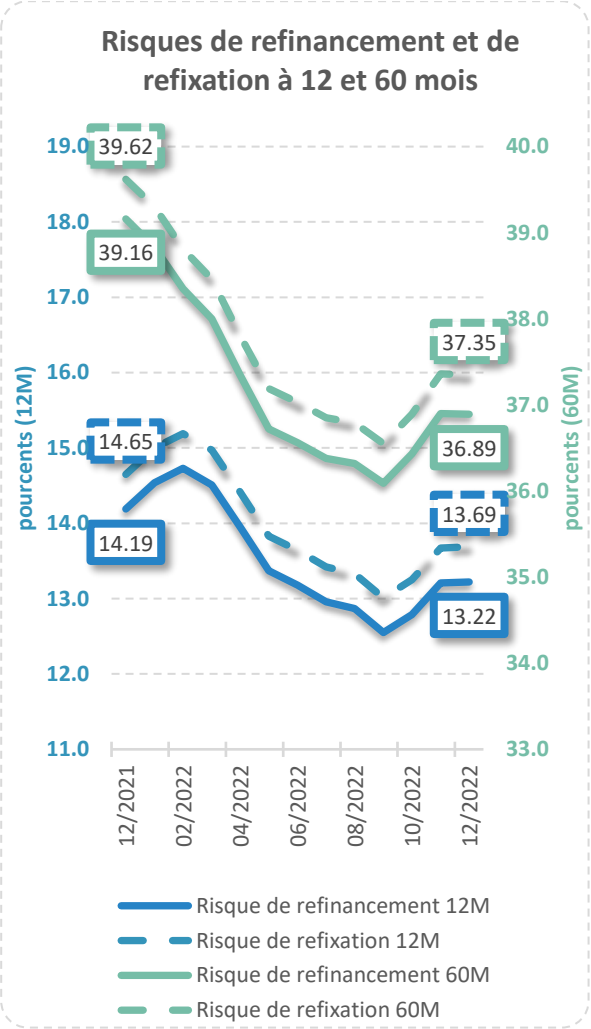
Le ministre des Finances avait laissé les limites de risque dans les Directives Générales 2022 inchangées par rapport à 2021.

Ainsi, le risque de refinancement à 12 mois devait à nouveau être limité à 17,50%. Une limite similaire s'appliquait au risque de refixation à 12 mois. En outre, les risques de refinancement et de refixation à 60 mois devaient être limités à 42,50%. Et une valeur minimale de 9,25 ans a de nouveau été fixée pour la durée moyenne du portefeuille de la dette (en 2021, 9,25 années signifiait une augmentation supplémentaire de 0,25 annnée par rapport à 2020).

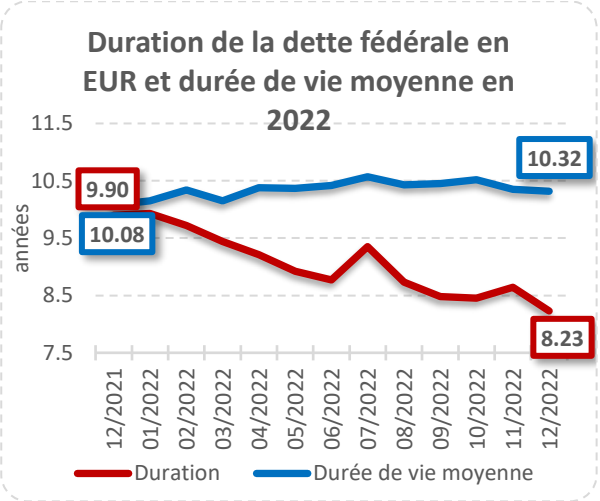
Début 2022, les risques de refinancement et de refixation étaient déjà bien inférieurs à ces limites. Par exemple, le risque de refinancement en décembre 2021 s'élevait à 14,19%. Le risque de refixation était de 14,65% ce mois-là. Pour les risques de refinancement et de refixation à 60 mois, on a enregistré respectivement 39,16% et 39,62%. En outre, au cours de l'année 2022, tous les risques ont encore diminué. A la fin de l'année, les deux risques à 12 mois étaient de 13,22% et 13,69%. Les risques à 12 mois ont donc diminué d'environ un point de pourcentage. Les risques à 60 mois ont même diminué de plus de deux points de pourcentage, pour atteindre respectivement 36,89% et 37,35%.

La durée moyenne, qui, à 10,08 années fin 2021, dépassait déjà largement la valeur minimale de 9,25 années, a encore augmenté au cours de l'année 2022 pour atteindre 10,32 années, soit la durée la plus élevée jamais atteinte en fin d'année. Le record absolu de 10,57 années ayant été enregistré en juillet 2022.

Ainsi, à la fin de l'année 2022, le portefeuille de la dette avait une structure nettement moins risquée que celle autorisée par les lignes directrices générales.



2. POLITIQUE DE FINANCEMENT



2.2.2. Risque de crédit

Le risque de crédit est déterminé par la perte que l'État encourrait si une ou plusieurs contreparties ne respectaient pas ses obligations contractuelles de paiement.

Pour les produits dérivés ou les repos, l'Agence impacte la valeur de marché nette positive[6] sur la ligne de crédit. Si un *Credit Support Annex* (CSA) a été conclu avec la contrepartie dans le cas des produits dérivés ou si un *European Master Agreement* (EMA)[7] a été conclu dans le cas de repos, l'Agence tient alors compte de la garantie (collatéral) éventuellement fournie par la contrepartie. Pour les placements (dépôts), l'Agence impacte également leur valeur de marché sur la ligne de crédit.

Cette année, l'Agence a continué le remplacement des CSA unilatéraux en bilatéraux. En plus de la possibilité de bénéficier de meilleurs prix et de maturités potentiellement plus longues, ces nouveaux contrats diminuent le risque de crédit en utilisant une fréquence d'appels de marge journalière, au lieu d'hebdomadaire dans les anciens contrat unilatéraux. Comme l'Agence est désormais sur un pied d'égalité en ce qui concerne l'apport de collatéral, les seuils en dessous desquels les parties ne doivent pas poster de collatéral n'ont plus de raison d'être, et ceci améliore également la couverture du risque.

L'Agence a également diversifié son risque de crédit en 2022 en ajoutant 9 lignes de crédit auprès de nouvelles contreparties bancaires et souveraines.

Dans le cadre de la gestion de ses liquidités, l'Agence conclut des transactions sur le marché monétaire et place les surplus de caisse auprès de contreparties financières ou d'autres pays européens. Le montant moyen placé quotidiennement auprès de ces contreparties a triplé entre 2021 et 2022.

En 2022, l'Agence a utilisé deux types de placements, soit auprès de la Banque Nationale de Belgique, soit auprès d'institutions financières et autres souverains. La BNB offrait un rendement légèrement inférieur aux placements auprès d'institutions financières et autres souverains, mais ne présente pas de risque de crédit. De ce fait, l'agence a privilégié les placements auprès de la BNB, en y plaçant les deux tiers (65%) de ses excédents journaliers durant l'année écoulée. Il existe une troisième possibilité de placement, les *reverse repos*, mais aucune opération n'a eu lieu depuis la mi-2015. En effet, les taux d'intérêt de marché des *reverse repos* étaient devenus moins avantageux que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt[8] rendant ce marché inefficient. Toutefois, cette situation devrait changer en mai 2023, lorsque la commission sur les excédents souverains européens auprès des banques centrales sera révisée à la baisse à €STR[9] moins 20 points de base, ce qui permettra aux reverse repos de redevenir une méthode de placement valable.

En moyenne mensuelle, les placements interbancaires et aux souverains ne sont

[6] Il s'agit de la valeur de marché positive après *netting* pour les contreparties avec lesquelles l'Agence a conclu un CSA ou un EMA. Pour les contreparties sans CSA ou EMA, l'Agence n'applique pas de *netting* et ne tient donc pas compte de valeurs de marché négatives.

[7] Voir le rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2007, partie III, point 3 pour de plus amples informations sur la convention cadre EMA.

[8] Deposit facility rate : c'est l'un des taux d'intérêt directeurs déterminé par la BCE. Il représente l'intérêt que les banques perçoivent lorsqu'elles déposent des liquidités pour vingt-quatre heures auprès de la banque centrale.

[9] Euro short-term rate

descendus en dessous de 2 milliards d'euros par jour que durant 3 mois cette année, avec une diminution durant le deuxième trimestre 2022, période durant laquelle ce type de placement avait été limité suite à l'invasion de l'Ukraine.

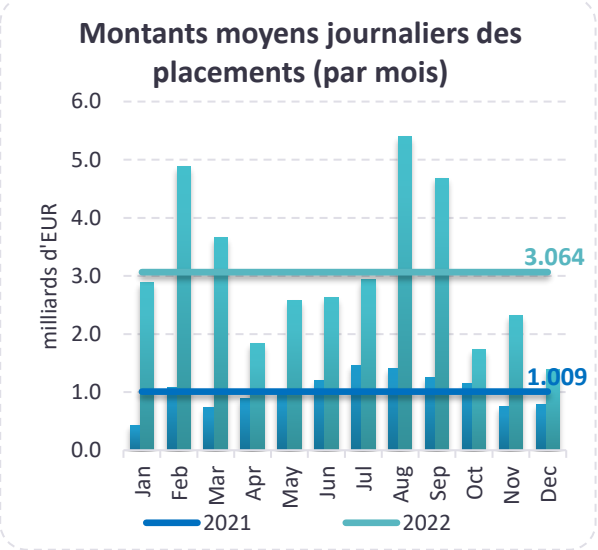
Au 31 décembre 2022, l'exposition totale en produits dérivés entraînant un risque de crédit s'élevait à 556 millions d'euros, soit une diminution de 6% par rapport à la fin de l'année précédente (594 millions d'euros). Grâce aux accords de CSA que l'Agence a conclus avec l'ensemble de ses primary dealers et avec quelques autres contreparties, l'Agence s'est couvert en grande partie contre ce risque de crédit. A la fin 2022, il avait en effet reçu pour 534 millions d'euros de sûretés (collatéral), grâce auxquelles le risque de crédit réel en produits dérivés ne s'élevait qu'à 27 millions d'euros, soit une baisse de 48% par rapport à la fin de l'année précédente (53 millions d'euros). Cette baisse est essentiellement due à la diminution de valeur des contrats non-collatéralisés.

L'entièreté du risque se situait auprès de contreparties de la catégorie de rating A[10]. La part de ce risque associée à des contreparties avec un rating inférieur à A a désormais complètement disparu avec l'arrivée à maturité en 2022 du dernier contrat d'une contrepartie avec un rating inférieur. A la fin de l'année sous revue, le risque de crédit total en produits dérivés des contreparties de la catégorie de rating A était quant à lui couvert à 96% par du collatéral (contre 92% à la fin 2021).

En moyenne[11], le risque de crédit total en produits dérivés s'est élevé à 722 millions d'euros en 2022, soit 39% de plus qu'en 2021 (518 millions d'euros). Si l'on tient compte du montant reçu en collatéral, le risque de crédit réel en produits dérivés s'est élevé en moyenne en 2022 à 57 millions d'euros, ce qui représente une diminution de 40% par rapport au montant moyen de 2021 (96 millions d'euros).

La diminution de valeur de marché de 38 millions d'euros des produits dérivés entre la fin 2021 et la fin 2022 était le résultat d'une forte diminution de la valeur des swaps de taux (-240 millions d'euros), compensée par l'augmentation de valeur des swaps de devises (+108 millions d'euros) et des opérations à terme de devises (+94 millions d'euros). Suite à ces évolutions, le risque de crédit avant collatéral en produits dérivés au 31 décembre 2022 porte majoritairement sur les swaps de devises (39%) et la catégorie « autres dérivés » (39%), alors que les swaps de taux ne représentent plus que 22% du total. La principale cause de ces évolutions est surtout la faiblesse de l'euro par rapport au dollar, et dans un moindre mesure vis-à-vis des autres devises en portefeuille, ainsi que la hausse des taux courts termes.

En fin d'année 2022, le risque de crédit en produits dérivés avant collatéral par maturité montrait des profils fort différents : pour les swaps de taux, la vaste majorité du risque se situait au-delà de 10 ans avec 82.5% de la valorisation sur des transactions long terme. Les swap de devises montraient un profil plus balancé, avec 55% de valorisation entre 1 et 5 ans et 31% au-delà de 10 ans, alors les transactions de la catégorie « autres dérivés » avait des maturités entièrement sous 5 ans, avec 22,5% dans la tranche en dessous d'un an et 77,5% entre 1 et 5 ans.



[10] L'Agence accepte exclusivement des contreparties dotées d'un rating de minimum A- pour ses nouvelles transactions en produits dérivés.

[11] La moyenne n'est pas une moyenne continue mais représente ici la moyenne des situations de fins de mois

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATINGS AU 31/12/2022							
Rating[12]	#	%	Risque total avant collatéral	%	Collatéral	Risque total	%
AAA		0,0%	-	0,0%	-	-	0,0%
AA		0,0%	-	0,0%	-	-	0,0%
A	50	100,0%	556 434 135	100,0%	534 430 000	27 451 865	100,0%
< A		0,0%	-	0,0%	-	-	0,0%
Total	50	100,0%	556 434 135	100,0%	534 430 000	27 451 865	100,0%

RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATING ET PAR TYPE DE PRODUITS AU 31/12/2022						
Rating	Swaps de taux d'intérêt	%	Swaps de devises	%	Autres dérivés	%
AAA	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
AA	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
A	121 351 790	100,0%	220 224 553	100,0%	214 857 793	100,0%
< A	0	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Total	121 351 790	100,0%	220 224 553	100,0%	214 857 793	100,0%

RÉPARTITION DU RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE AU 31/12/2022				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres dérivés
< 1 an	8,6%	-0,5%	0,0%	22,5%
1 à 5 ans	55,7%	18,0%	55,2%	77,5%
6 à 10 ans	5,3%	0,1%	13,4%	0,0%
≥ 10 ans	30,4%	82,5%	31,4%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

[12] Cotation de la contrepartie ou de la maison mère

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

2.3. CONSOLIDATION DES ACTIFS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES FÉDÉRALES

Le Gouvernement fédéral a pris une série de mesures afin de diminuer le taux d'endettement du Royaume de Belgique.

En vue de réaliser cet objectif, la loi inclut une série de mesures visant à consolider les actifs financiers des administrations publiques[13].

Cette loi stipule que les institutions qui relèvent au niveau fédéral des sous-secteurs S.1311 et S.1314 selon les termes du Système européen de comptes nationaux et régionaux (SEC2010) :

- doivent placer leurs disponibilités à vue (les fonds dont l'organisme a besoin pour sa gestion journalière) sur un compte ouvert auprès de bpost ;
- doivent investir leurs autres disponibilités directement auprès du Trésor et/ou les investir en instruments financiers émis par l'État fédéral.

En fonction des besoins spécifiques d'un organisme, le ministre des Finances peut déterminer d'autres modalités pour le placement et l'investissement de ses disponibilités. L'octroi d'autres modalités autorise ainsi un organisme à détenir des actifs financiers non consolidés.

En outre, les organismes peuvent déposer les fonds disponibles strictement nécessaires pour assurer leur gestion journalière auprès d'une institution bancaire autre que bpost, si bpost n'offre pas les services bancaires dont ils ont besoin pour cette gestion. Toutefois, ces fonds disponibles doivent être consolidés à la fin de chaque trimestre par virement sur un compte ouvert auprès de bpost ou sur un compte auprès de l'Agence fédérale de la Dette.

Cette obligation de consolidation trimestrielle ne s'applique pas dans les cas suivants :

- les garanties locatives ;
- les comptes libellés en devises étrangères ;
- les comptes à l'étranger.

Néanmoins, les organismes restent tenus de demander au ministre des Finances l'octroi d'une autre modalité pour les investissements et placements dans d'autres instruments financiers que ceux émis par l'État fédéral.

Au 31 décembre 2022, les actifs financiers consolidés et non consolidés des entités qui relèvent des sous-secteurs de l'administration centrale et de la sécurité sociale s'élevaient à 27,69 milliards d'euros. Ils étaient en grande partie aux mains des organismes de sécurité sociale.

Quant au montant consolidé total, il s'élevait à 25,76 milliards d'euros. Ce montant se répartit de la manière suivante :

- Pour les organismes de l'État classés S.1311 (unités institutionnelles ne disposant pas de la personnalité juridique), le montant consolidé s'élevait à 4,42 milliards d'euros ventilés comme suit :
  - 4,30 milliards d'euros placés auprès de bpost ;
  - 17,49 millions d'euros placés en dépôt à court terme auprès de l'Agence de la Dette ;
  - 99,90 millions d'euros investis à long terme en OLO ;
- Pour les organismes hors l'État classés S.1311 (unités institutionnelles disposant de la personnalité juridique), le montant consolidé s'élevait à 6,52 milliards d'euros ventilés comme suit :
  - 3,74 milliards d'euros placés auprès de bpost ;

[13] Loi du 21 décembre 2013 portant des dispositions fiscales et financières diverses (articles 113 à 121).

- 1,98 milliard d'euros placé en dépôt à court terme auprès de l'Agence de la Dette ;
- 803,56 millions d'euros investis à long terme en OLO ;

- Pour les organismes classés S.1314 (unités institutionnelles de sécurité sociale), le montant consolidé s'élevait à 14,82 milliards d'euros ventilés comme suit :

  - 2,45 milliards d'euros placés auprès de bpost ;
  - 3,29 milliards d'euros placés en dépôt à court terme auprès de l'Agence de la Dette ;
  - 9,08 milliards d'euros investis à long terme en OLO.

Par rapport à l'année 2021, une baisse significative des dépôts auprès de bpost a été constatée et ceci en grande partie au profit de dépôts à court terme auprès de l'Agence de la Dette par des organismes de sécurité sociale (organismes classés S.1314).

En outre, durant l'année 2022, deux nouveaux organismes hors l'État classés S.1311 sont entrés dans le périmètre de la consolidation.

- MYRRHA
- Relaunch for the Future (SFPIM Relaunch)

ACTIFS FINANCIERS CONSOLIDÉS ET NON CONSOLIDÉS DES INSTITUTIONS RELEVANT AU NIVEAU FÉDÉRAL DES SOUS-SECTEURS S.1311 ET S.1314 (EN EUR)			
	Situation au 31/12/2021	Situation au 31/12/2022	Différence
I. DISPONIBILITÉS À VUE			
bpost (consolidés)	14 818 560 656	10 486 507 580	-4 332 053 076
Autres institutions (non consolidés)	99 351 610	75 089 199	-24 262 411
II. PLACEMENTS À COURT TERME			
Trésorerie (consolidés)	2 294 378 760	5 284 879 886	2 990 501 126
Autres institutions (non consolidés)	124 604 350	97 394 693	-27 209 657
III. PLACEMENTS À LONG TERME			
Instruments émis par l'Etat fédéral (consolidés)	9 490 623 340	9 983 917 422	493 294 082
Instruments émis par les communautés et régions (non consolidés)	112 000 000	1 255 000 000	1 143 000 000
Instruments financiers d'autres institutions (non consolidés)	471 318 445	511 645 799	40 327 354
TOTAL	27 410 837 161	**27 694 434 579**	283 597 418
Consolidés	26 603 562 756	**25 755 304 888**	-848 257 868
Non consolidés	807 274 405	1 939 129 691	1 131 855 286

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

L'Agence émet différents types de produits :

- **des produits liquides et standardisés** : obligations linéaires (OLO), certificats de Trésorerie et bons d'Etat ;

- **des produits taillés sur mesure** : Euro Medium Term Notes (EMTN), Euro Commercial Paper (ECP) et les contrats de Schuldscheine.

Les OLO constituent l'instrument de financement à long terme le plus important de l'Agence en termes de volumes émis.

Il faut toutefois noter que celle-ci offre également des instruments de financement flexibles tels que les EMTN et les contrats de *Schuldscheine*. Ces deux produits sont émis à la demande des investisseurs et répondent à l'objectif d'une plus grande diversification de la base d'investisseurs. Etant donné qu'il s'agit d'instruments flexibles, taillés sur mesure pour l'investisseur, ils ne peuvent être émis que s'ils présentent un bon rapport coût/efficacité. Ceci implique que leur coût à l'émission doit être inférieur ou égal à celui d'une OLO de même maturité. Il en résulte que ces deux instruments doivent être considérés comme un complément au programme standard et ne doivent en aucune manière compromettre la liquidité des OLO.

Le bon d'État est un titre à revenu fixe et coupon annuel allant d'une période de 3 à maximum 10 ans, destiné aux investisseurs particuliers. Ce produit, qui n'avait plus été émis pendant plusieurs années étant donné le bas niveau des taux d'intérêt, a été relancé avec succès en 2022 (voir dernier chapitre de ce rapport traitant des bons d'Etat dans les points stratégiques).

Sur le segment du court terme, les instruments que l'Agence utilise sont les certificats de Trésorerie et les *Euro Commercial Paper* (ECP). Les certificats de Trésorerie sont émis par adjudications et en euros tandis que les ECP sont émis *on tap*, en euros ou en devises swappées en euros.

	Moyen et long terme	Court terme
Standardisés (uniquement EUR)	OLO Bons d'État (investisseurs particuliers)	Certificats de Trésorerie
Flexibles (monnaies étrangères possibles)	EMTN *Schuldscheine*	*Euro Commercial Paper*

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1. OBLIGATIONS LINÉAIRES (OLO)

L'Agence fédérale de la Dette a émis des obligations linéaires (OLO) pour un montant total de 44,13 milliards d'euros en 2022 contre 39,23 milliards d'euros en 2021. Ce montant comprend à la fois les émissions par syndication (14,50 milliards d'euros) et les montants émis par adjudication (29,63 milliards d'euros). Pour ce dernier montant, les adjudications ordinaires ont concerné 25,95 milliards d'euros et les OLO émises dans le cadre des *Optional Reverse Inquiries* (ORI), 3,68 milliards d'euros.

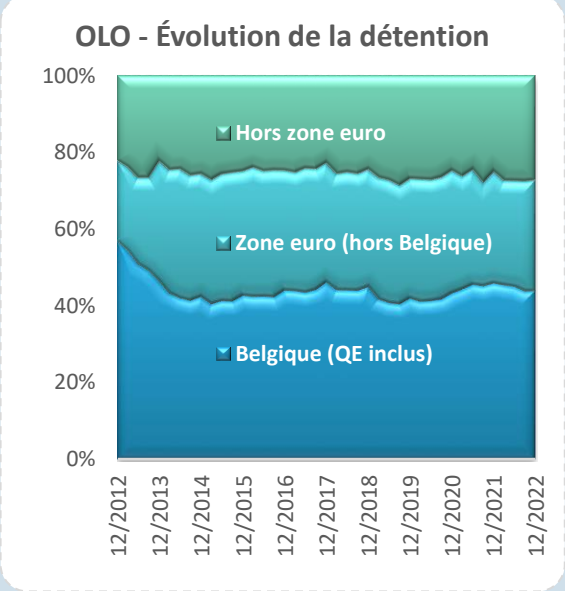
En 2022 également, l'ensemble des émissions d'OLO (syndications et tous types d'adjudications confondus) s'est caractérisé par une maturité moyenne très élevée. La maturité moyenne pondérée des OLO émises en 2022 s'est élevée à 16,53 années, soit la troisième maturité la plus élevée jamais atteinte. En particulier, la forte demande dans le segment des 30 ans a contribué à cette moyenne élevée l'année dernière. Ceci a également conduit à une nouvelle augmentation de la maturité moyenne du portefeuille total de la dette en 2022, qui est passée de 10,08 années à la fin de 2021 à 10,32 années à la fin de 2022.

2022 est devenue l'année d'un renversement particulièrement brutal des conditions de financement, sous l'effet d'un ajustement nécessaire de la politique monétaire des banques centrales mondiales afin de juguler l'inflation qui s'est soudainement emballée.

Pour s'en convaincre, il suffit de regarder les rendements auxquels l'OLO de référence à 10 ans a été adjugée pour consta52ter qu'ils se sont élevés en moyenne à 1,80% en 2022 contre seulement 0,09% l'année précédente. L'OLO 94, vendue en janvier dans le cadre d'une transaction syndiquée au taux de 0,363%, a ensuite été placée à des taux allant de 0,880% lors de l'adjudication de mars à 2,935% en octobre.

Le rendement moyen pondéré du total des financements en OLO s'est élevé l'année dernière à 1,696% pour un montant total de 44,13 milliards d'euros. Il s'agit du taux d'intérêt moyen le plus élevé depuis 2014. L'augmentation du coût moyen de financement des nouvelles émissions par rapport à l'année précédente a été de plus d'un et demi point de pourcentage. En 2021, le rendement moyen pondéré des financements en OLO était encore de 0,161%.

En raison de l'arrivée à échéance de dettes à coût élevé (OLO 48 avec un coupon de 4,00% et OLO 65 avec un coupon de 4,25%), le taux d'intérêt implicite moyen du portefeuille de la dette est resté constant malgré la forte augmentation du coût de financement tout au long de l'année (voir page 7). La tendance à la baisse du coût moyen de financement a pris fin en 2022.



Après 3 années d'augmentation, la détention domestique des OLO a diminué en 2022 atteignant 44,00% contre 46,04% douze mois auparavant, celle-ci tient compte des titres détenus par la Banque Nationale de Belgique dans le cadre de l'assouplissement quantitatif entamé en 2015 par la Banque Centrale Européenne.

Cette évolution s'est faite au profit des investisseurs hors zone euro dont la détention a augmenté à 27,13% contre 24,98% en 2021.

Enfin, les investisseurs de la zone euro ont pour leur part vu leur détention d'OLO stagner à 28,87% fin 2021 contre 28,99% fin 2021.

3.1.1. Marché primaire – Syndications

En décembre 2021, l'Agence fédérale de la Dette avait communiqué son plan de financement et les besoins de financement prévus pour l'année 2022. En raison de remboursements plus élevés que l'année précédente, l'Agence exprimait son intention d'émettre des volumes plus conséquent en OLO. Le plan de financement prévoyait aussi trois syndications : un emprunt de référence à 10 ans, un benchmark à 30 ans et une nouvelle OLO verte.

La première syndication de l'année, en janvier, a porté comme à l'accoutumée sur un emprunt de référence à 10 ans. Le montant récolté sur cette OLO 94 dotée d'un coupon de 0,35% s'est élevé à 5 milliards d'euros.

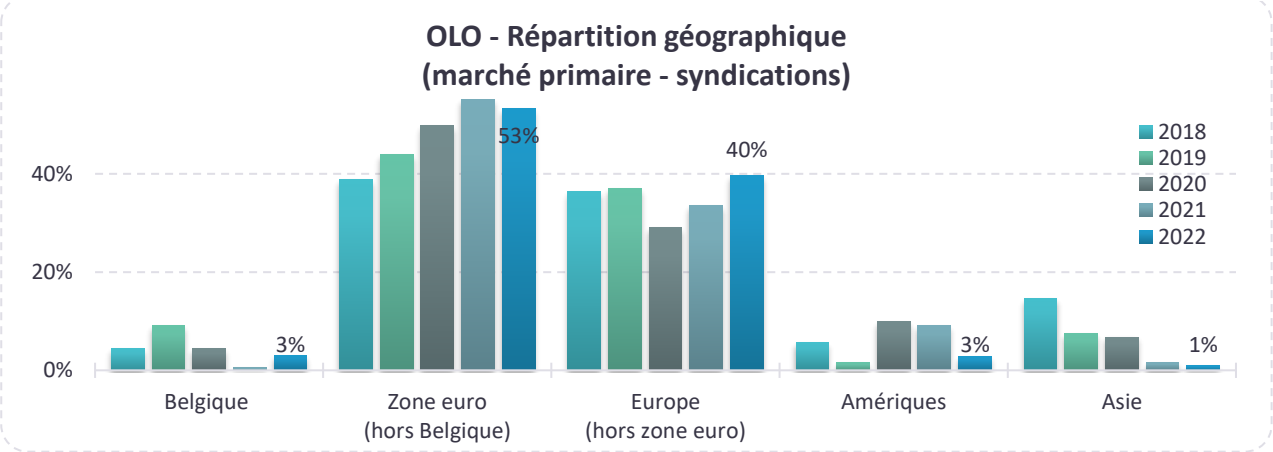
La deuxième syndication sur la nouvelle OLO 95, s'est déroulée en février et a concerné un nouvel emprunt de référence à 30 ans d'une taille de 5 milliards d'euros également et présentant un coupon de 1,40%.

La troisième et dernière syndication de l'année a porté sur une OLO verte, la deuxième que l'Agence émettait depuis l'émission de février 2018. La taille de cette OLO 96 était de 4,5 milliards d'euros avec un coupon de 2,75% et une maturité de plus de 15 ans.

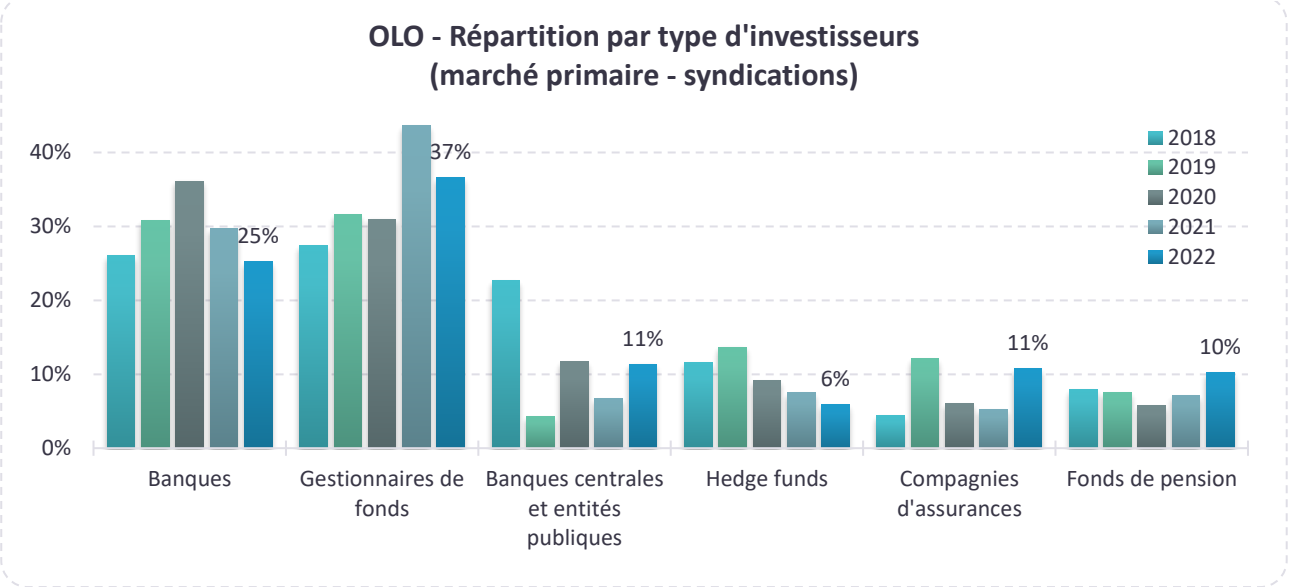
En termes de participation géographique à ces trois syndications, l'on notera principalement par rapport à 2021 le retour des investisseurs belges, l'augmentation des investisseurs européens (hors zone euro), ainsi que la forte diminution des investisseurs américains.

Par type d'investisseurs, les plus fortes tendances ont été l'augmentation des participations des banques centrales et entités publiques, des compagnies d'assurance et des fonds de pension, cela, au détriment des gestionnaires de fonds, des banques et des *hedge funds*.

RÉSULTATS DES SYNDICATIONS EN 2022 (millions d'EUR)							
Date d'émission	OLO	Échéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant	Prix	Rendement (%)
18/01/2022	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	5 000	99,868	0,363
15/02/2022	OLO95	22/06/2053	1,40%	BE0000355645	5 000	99,399	1,424
14/09/2022	OLO96	22/04/2039	2,75%	BE0000356650	4 500	99,956	2,754
TOTAL					14 500		



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



UN NOUVEAU BENCHMARK À 10 ANS (OLO 94) EN JANVIER…

C'est à la mi-janvier 2022, dans un environnement de taux relativement bas, que l'Agence de la Dette a annoncé sa première syndication de l'année, à savoir un benchmark OLO à 10 ans avec lequel elle débute traditionnement son programme de syndication.

Pour cette syndication, l'Agence a choisi comme *joint-lead managers* les primary dealers suivants : BNP Paribas Fortis, Citigroup Global Markets, J.P. Morgan, Natixis et Nomura. Les autres primary dealers ont participé au placement en tant que *co-lead managers*.

La transaction a été accueillie favorablement par les investisseurs et la participation a été forte dès le début, de sorte que l'*orderbook* a été clôturé avec un total de plus de 21 milliards d'euros d'ordres émanant de plus de 150 investisseurs. La qualité des ordres et l'intérêt marqué des banques et des gestionnaires de fonds ont encouragé l'Agence à fixer la taille de la nouvelle émission à 5 milliards d'euros.

Le rendement à l'émission s'est établi à 0,363%, soit un taux mid-swap de -6 points de base. Le coupon, quant à lui, a été fixé à 0,350%.

Etant donné que la *fair value* a été estimée à un taux mid-swap de -7 à -8 points de base sur la base de l'extrapolation et de l'interpolation des OLO les plus proches, le *pricing* final à mid-swaps -6 points de base représentait une petite prime de 1 à 2 points de base par rapport à la *fair value*.

L'on notera que pour le *book-building* et l'allocation des ordres, l'Agence a, à nouveau, eu recours au système du *mixed pot* (voir page 31). Ce système permet de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du *book-building* et de l'allocation.

En termes de répartition géographique, la participation a été équilibrée au sein de l'Europe, le Royaume-Uni prenant la plus grande part de l'allocation (28,9%), suivi des Pays-Bas (16,8%), de la France (15,5%), de la Belgique (5,3%) et de l'Allemagne (5,1%). Les investisseurs de 10 autres pays européens ont participé à hauteur de 19,2%. Les États-Unis et les autres régions non européennes ont participé à raison de 6,2% et 3,0% respectivement.

Par type d'investisseurs, les banques et les gestionnaires de fonds se sont vu attribuer 37,1% et 22,1% de la transaction, suivis de près par les banques centrales et les entités publiques avec 18,6%. Les fonds de pension et les compagnies d'assurances ont pris respectivement 8,8% et 5,8%

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

de la transaction. Les *hedge funds* ont reçu le reste, soit 7,6% de l'opération syndiquée.

…SUIVIE PAR UNE NOUVELLE OLO À 30 ANS (OLO 95) EN FÉVRIER…

En émettant via syndication une nouvelle OLO de référence dans le segment de maturité de 30 ans, l'Agence de la Dette continuait à mettre en œuvre son plan de financement mentionné plus haut.

Ce faisant, l'Agence a également pu exploiter une fenêtre d'exécution attrayante dans un environnement de taux très volatile. Elle a en effet réussi à bloquer des taux de financement historiquement bas dans un environnement de taux à la hausse. Avec un rendement de 1,424%, l'Agence a en effet établi le record du taux le plus bas pour une syndication d'OLO à 30 ans tout en offrant un point de référence liquide supplémentaire dans la partie longue de la courbe des OLO. En outre, le rendement obtenu a permis à l'Agence de réduire davantage le rendement implicite de son portefeuille de dette.

Les cinq primary dealers choisis pour agir en tant que *joint-lead managers* dans cette syndication étaient : Barclays, BNP Paribas Fortis, Deutsche Bank, Morgan Stanley et Nomura.

A l'ouverture des livres, les ordres pour la nouvelle OLO 95 à 30 ans ont rapidement afflué et l'*orderbook* a été clôturé sur plus de 36 milliards d'euros provenant de plus de 230 investisseurs, la plupart d'entre eux étant des investisseurs en *real money* de grande qualité. Ceci a permis à l'Agence d'émettre un benchmark OLO de 5 milliards d'euros.

Pour le pricing de la nouvelle OLO, l'ancienne OLO à 30 ans a été utilisée comme benchmark plutôt que les mid-swaps qui étaient trop volatils sur le long terme au moment de l'émission.

Le prix de la transaction a été fixé à OLO 88 (juin/2050) +12 points de base, ce qui implique un rendement de 1,424% et un taux de coupon de 1,40%. Au moment de la fixation du prix, la *fair value* a été évaluée entre +8 et +8,5 points de base par rapport à l'OLO 88. Le prix de +12 points de base représentait donc une concession de +3,5 à +4 points de base pour la nouvelle émission.

Pour l'allocation des ordres, l'Agence a également eu recours au système du *mixed pot* (voir page 31).

Pour ce qui est de la répartition géographique, la vaste majorité des investisseurs étaient européens, dont plus d'un quart provenait du Royaume-Uni (27,7%).

Rappelons également que les *real money accounts* étaient fortement représentés dans la transaction. Les gestionnaires de fonds ont dominé avec 49,4% des allocations, suivis par les compagnies d'assurances (18,0%). La participation des banques centrales et entités publiques (9,7%) et celle des banques (11,4%) étaient également significatives. Les fonds de pension ont suivi avec 6,4% du *deal*. Les *hedge funds*, quant à eux, se sont vu attribuer 5,1% du montant total.

…ET UNE 2ème OLO VERTE (OLO 96) EN SEPTEMBRE.

L'on rappellera que l'Agence fédérale de la Dette a émis sa première OLO verte en février 2018 dans le cadre de l'engagement du gouvernement pour une économie plus respectueuse de l'environnement sur la base d'un *Green OLO Framework* qui suivait les *Green Bond Principles*, 2017. L'Agence a poursuivi cet engagement en émettant une deuxième OLO verte à la mi-septembre 2022 sur la base d'un nouveau *Green OLO framework* développé avec l'aide de BNP Paribas Fortis et Crédit Agricole CIB.

Début septembre, l'Agence a ainsi organisé un roadshow en Europe afin d'informer les investisseurs sur les politiques environnementales de la Belgique et sur ce nouveau cadre d'OLO verte. Le nouveau cadre s'aligne désormais sur les *ICMA Green Bond Principles* de 2021, mais prend également en compte la taxonomie de l'UE et ses actes délégués, ainsi que la norme proposée pour les obligations vertes de l'UE, le Royaume de Belgique s'engageant à faire de son mieux pour suivre les meilleures pratiques. Une opinion de seconde partie (*Second Party Opinion*) a été obtenue auprès de Moody's ESG Solutions.

Ces OLO vertes sont émises en suivant une approche similaire à celle des OLO traditionnelles

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

notamment sur le plan du montant initial (via syndication), de la liquidité, de la scission et de la réouverture des lignes par adjudication.

Cette deuxième OLO verte, l'OLO 96, a été émise avec succès dans un environnement de marché caractérisé par une forte volatilité due en partie à une inflation élevée et à une augmentation rapide des taux d'intérêt. Ce succès est le résultat de l'engagement ferme du gouvernement à renforcer son activité verte, engagement qui a été très bien compris par le marché.

La demande totale à la clôture de l'*orderbook* était supérieure à 31 milliards d'euros, émanant de plus de 200 investisseurs. La forte participation de real money accounts, en particulier d'investisseurs orientés vers l'ESG (Environnement social et de bonne gouvernance), a permis à l'Agence de récolter un montant de 4,5 milliards d'euros, soit la taille maximale possible de l'émission pour les dépenses vertes éligibles identifiées dans le cadre de cette transaction du Royaume de Belgique. Grâce à cette nouvelle OLO verte échéant en 2039, l'Agence de la dette a permis aux investisseurs de disposer d'une nouvelle maturité pour investir dans une obligation souveraine verte.

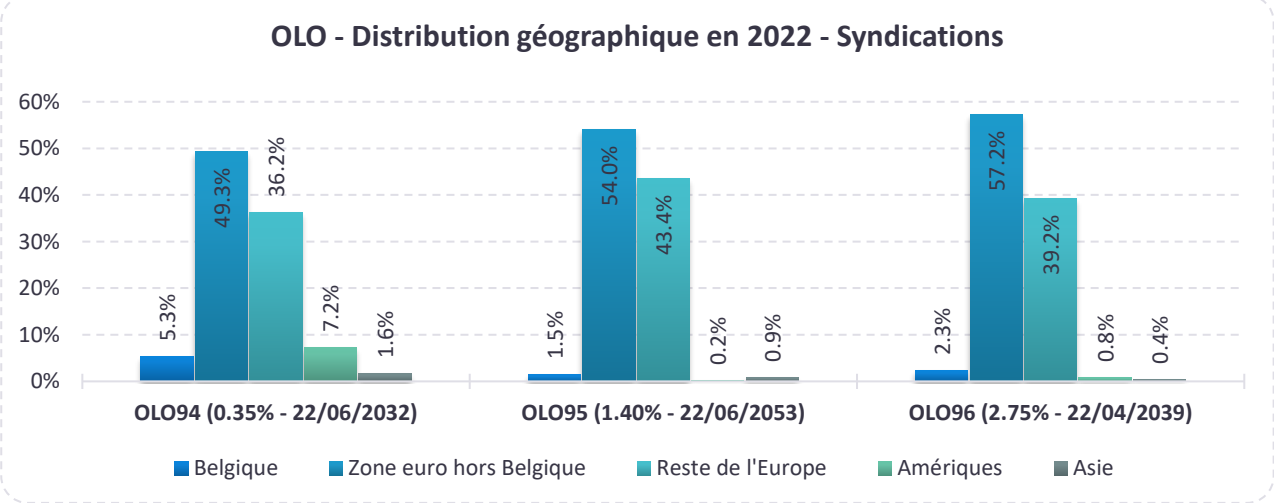
Le prix de l'OLO 96 a été fixé à un spread de 6 points de base au dessus de l'OLO 76 (juin/2038), donnant ainsi un rendement de 2,754%. Cela représente une concession d'environ 2,5 points de base par rapport à l'interpolation du rendement des OLO belges les plus proches (2038 et 2040) au moment du lancement de la transaction. On prend ainsi toute la mesure du grand intérêt manifesté par les investisseurs pour cette nouvelle OLO verte. Le taux de coupon, quant à lui, a été fixé à 2,75%.

Pour l'allocation des ordres, l'Agence a également eu recours au système du *mixed pot* (voir page 31).

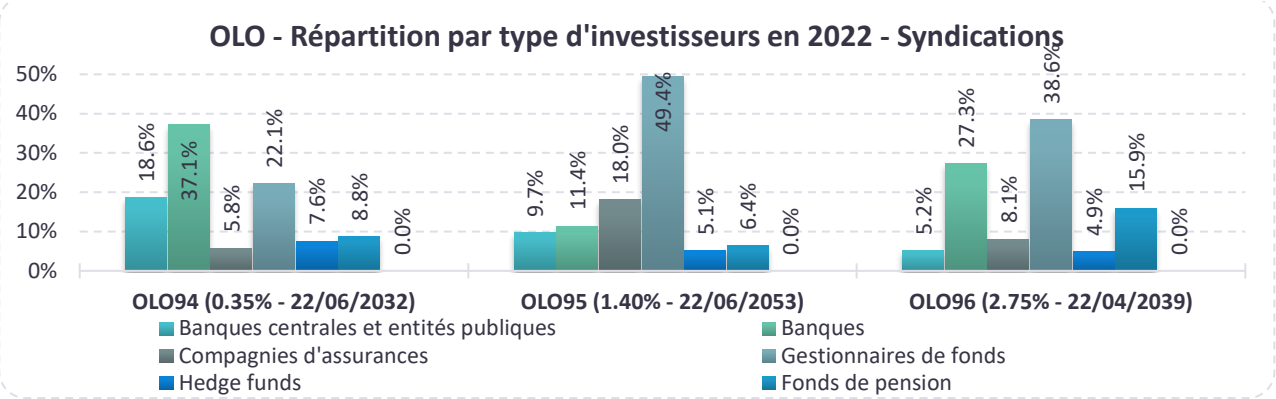
La répartition géographique a nettement été dominée par la participation européenne, le Royaume-Uni représentant la part la plus importante (27,3%), suivi des Pays-Bas (15,7%) et de la France (12,2%).

Par type d'investisseur, les gestionnaires de fonds ont représenté 38,6% de l'allocation, suivis par les banques (27,4%), les fonds de pension (15,9%) et les compagnies d'assurances (8,1%). Les banques centrales et autres entités publiques (5,2%) et les *hedge funds* (4,8%) ont pris le reste de l'allocation de cette OLO verte.

Les quatre primary dealers choisis pour agir en tant que *joint-lead managers* dans cette syndication étaient BNP Paribas Fortis, Crédit Agricole CIB, HSBC et J.P. Morgan.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



SYNDICATION

Une syndication est une technique d'émission par laquelle l'Agence fait appel à un syndicat de primary dealers pour l'émission et le placement de ses titres. Il s'agit d'une association temporaire de banques qui ont comme objectif le placement collectif des obligations. On distingue deux niveaux au sein du syndicat :

1. ***Lead manager*** : il s'agit d'une banque qui reçoit de l'émetteur le mandat d'être à la tête du syndicat. Le *lead manager* garantit la plus grande part du placement des obligations et est responsable de la coordination générale et de l'organisation de l'émission. En concertation avec l'émetteur, il détermine la structure, le volume, le spread et le timing de l'opération. Lorsqu'il y a plusieurs *lead managers* pour s'occuper de l'émission, ceux-ci sont appelés des *joint-lead managers*.

2. ***Co-lead manager*** : celui-ci se situe à un niveau juste en dessous du *lead manager*. Il peut garantir une petite part du placement. Les *co-lead managers* sont constitués des primary dealers qui ne sont pas *joint-lead managers*.

MIXED POT SYNDICATION

Dans le cas d'une *mixed pot syndication* comme dans celui d'une pot syndication normale, l'Agence bénéficie d'une transparence pour ce qui est de l'identité de l'acheteur. Toutefois, il y a principalement deux différences avec la pot syndication normale :

1. La présence d'une ***blind retention*** réservée aux *co-lead managers*. L'allocation des OLO leur est garantie pour cette partie sans qu'il faille communiquer l'identité de l'acheteur aux *joint-lead managers*. La *blind retention* leur est accordée par l'Agence en contrepartie de leurs efforts en matière de placement d'OLO et de certificats de Trésorerie au cours de l'année précédente ;

2. La présence d'une **réserve stratégique**. Une fraction du montant de l'emprunt est réservée pour l'allocation de certains ordres d'achats présentés par les *co-lead managers*. Dans l'allocation de la *réserve stratégique*, l'Agence s'attache à allouer les ordres introduits par les *co-lead managers* sur base des critères suivants :

    a. l'ordre d'achat émane d'un investisseur pas encore présent dans le livre des *lead managers* ;
    b. l'ordre d'achat est d'excellente qualité et/ou représente une diversification réelle.

DURATION MANAGER

En général, l'Agence désigne, lors de chaque syndication, un *duration manager*. La fonction d'un *duration manager* consiste à stabiliser le marché au moment de la fixation du prix d'émission de la nouvelle OLO en se portant entre autres contrepartie pour tous les *switch orders* placés par les investisseurs dans l'*orderbook*.

Les *switch orders* constituent des ordres d'achat de la nouvelle OLO sous condition de la vente simultanée d'un autre titre à un prix minimum déterminé. Ce traitement ordonné et efficient des ordres de vente des investisseurs doit limiter les mouvements erratiques dans le marché au moment de la fixation du prix d'une nouvelle OLO.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1.2. Marché primaire – Adjudications

En plus des 14,5 milliards d'EUR financés par syndication, 29,63 milliards d'EUR ont été émis en OLO lors des adjudications organisées tout au long de l'année. Dans le calendrier indicatif des adjudications, 11 adjudications régulières d'OLO ont été préprogrammées ainsi que 8 occasions pour des *Optional Reverse Inquiries* (adjudications ORI). Ces deux fréquences étaient plus élevés que les années précédentes parce que les besoins de financement étaient élevés dans un contexte de marchés potentiellement plus volatils en raison de la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE.

Comme d'habitude, il a été décidé d'annuler les adjudications les mois où une syndication a eu lieu. Enfin, dans un souci de bonne marche du financement, aucune adjudication régulière n'a été organisée en novembre.

Le calendrier indicatif des émissions d'OLO ne mentionne que les dates d'adjudication et non les lignes d'OLO qui seront adjugées au cours de l'année à venir. La semaine précédant l'adjudication, les lignes d'OLO à adjuger sont déterminées après consultation des primary dealers. Lors de cette concertation, la demande des investisseurs et les conditions de marché ont été analysées dans le détail et en combinaison avec la stratégie de l'Agence, une décision est prise sur les lignes à adjuger. Cette décision est annoncée le soir même. Le jour ouvrable précédant l'adjudication, la fourchette est également publiée, il s'agit des montants nominaux indicatifs minimum et maximum que l'Agence souhaite émettre.

Concernant les adjudications ORI, après des contacts bilatéraux avec les primary dealers, l'Agence annonce la veille d'une éventuelle ORI si l'adjudication aura lieu et, le cas échéant, sur quelles lignes.

Un montant nominal de 25,95 milliards d'euros a été collecté lors des 7 adjudications régulières de 2022, dont 22,33 milliards d'euros l'ont été par le biais d'offres compétitives et 3,62 milliards d'euros par le biais de souscriptions non compétitives. Le montant moyen dépensé dans le cadre des adjudications OLO est resté identique à celui de l'année précédente, à savoir 3,19 milliards d'euros. Avec une moyenne de 517 millions d'euros, les tours non compétitifs ont représenté 16,2% du montant total des adjudications, soit une légère augmentation par rapport à 2021 (15,3%) et un peu plus de la moitié du maximum absolu de 30%.

Le ratio *bid-to-cover* des 7 adjudications régulières d'OLO a varié dans une fourchette plus étroite qu'en 2021, entre 1,69 pour l'adjudication d'octobre et 2,39 pour celle de mars. Le ratio *bid-to-cover* pour l'ensemble des adjudications a été de 1,88 en 2022, en hausse par rapport à 2021 où cet indicateur s'élevait à 1,69. Cette valeur plus élevée, indiquant des offres importantes lors des adjudications, traduit une demande saine du marché pour les OLO. Cette forte demande a permis à l'Agence, lors de chaque adjudication régulière, d'émettre le montant maximum fixé dans la fourchette indicative.

Pour les adjudications ORI, qui constituent plutôt une facilité de liquidité pour les primary dealers, ce ratio n'est pas considéré comme un indicateur pertinent et n'est donc pas publié.

A l'issue des adjudications compétitives régulières, les primary dealers ont le droit de soumettre des souscriptions non compétitives. Ce droit est accordé aux primary dealers en contrepartie de leur participation active aux adjudications et de leur cotation sur le marché secondaire en tant que teneurs de marché. Il leur donne une option d'achat sur les titres au prix moyen pondéré de l'adjudication pour un pourcentage déterminé des offres qui leur ont été allouées lors des deux dernières adjudications. Ces offres, ordinaires et spéciales, ont respectivement lieu trois et cinq jours ouvrables après chaque adjudication compétitive.

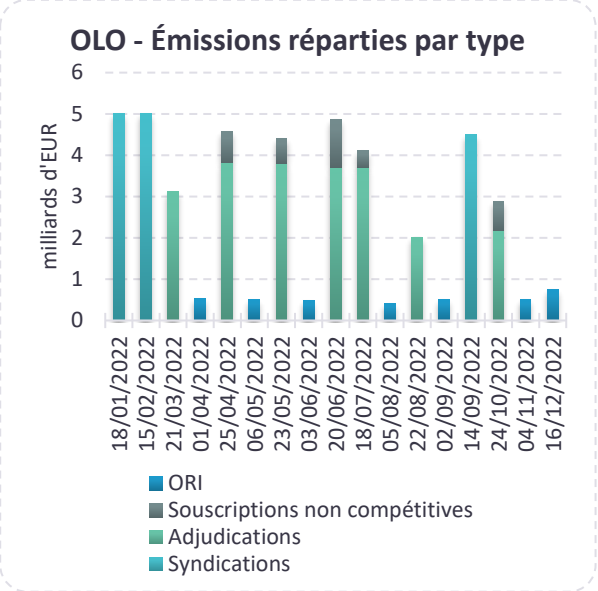
Le droit total à ces souscriptions non compétitives s'est élevé pour l'ensemble des primary dealers à 7,08 milliards d'euros. De ce montant, 3,62 milliards d'euros ont été effectivement exercés, soit 51,1% du total des droits, exactement le même pourcentage qu'en 2021.

L'exercice des souscriptions non compétitives est déterminé par les conditions du marché au moment de la souscription. Si le prix moyen pondéré auquel les primary dealers peuvent acquérir les OLO est inférieur au prix du marché à ce moment-là, les droits sont supposés être *in the money* et seront exercés. Malgré la tendance à la hausse des taux d'intérêt en 2022 et donc à la baisse du prix des obligations, les droits ont été exercés au tour non compétitif dans 5 des 7 adjudications en 2022. Lors de trois adjudications, les primary dealers ont partiellement exercé leurs droits, et lors des adjudications de juin et d'octobre, la totalité des droits a même été exercée lors des deux tours. Cependant, lors des adjudications de mars et d'août, aucun droit n'a été exercé.

Outre les adjudications régulières, l'Agence organise également des *Optional Reverse Inquiries*. Il s'agit d'adjudications au cours desquelles les primary dealers peuvent demander à l'Agence un montant et un nombre de lignes limités, c'est-à-dire en principe un maximum de 500 millions d'euros pour un maximum de 2 lignes, afin d'émettre des obligations qui se raréfient sur le marché. L'Agence conserve la possibilité de les accepter ou non. Pour les ORI, il n'y a pas de droit de souscriptions non compétitives.

Dans un marché particulièrement volatile, ces adjudications ORI, qui donnent confiance aux primary dealers pour continuer à offrir des prix compétitifs à tous les acteurs du marché même pour les OLO rares, se sont avérées une fois de plus être un plus pour la liquidité du marché des OLO.

En plus des 25,95 milliards d'euros d'adjudications régulières, un montant nominal de 3,68 milliards d'euros d'OLO a été émis dans le cadre de ces adjudications ORI en 2022. Sept adjudications ORI ont eu lieu ; ce n'est qu'à la première date prévue (en février) que les primary dealers ont signalé une faible demande et que l'Agence a décidé de ne pas organiser d'adjudication ORI. Lors de 6 des 7 adjudications, deux lignes d'OLO différentes ont été offertes ; en juin seulement, une seule ligne a été offerte. La demande pour l'adjudication ORI s'est située à la fois sur les OLO "off-the-run" plus courtes (2025 à 2028) et sur certaines OLO ultra-longues. En particulier, l'OLO 83 (juin/2005) a été offerte lors d'une ORI à 3 reprises, et l'OLO 66 (mars/2032) à 2 reprises.



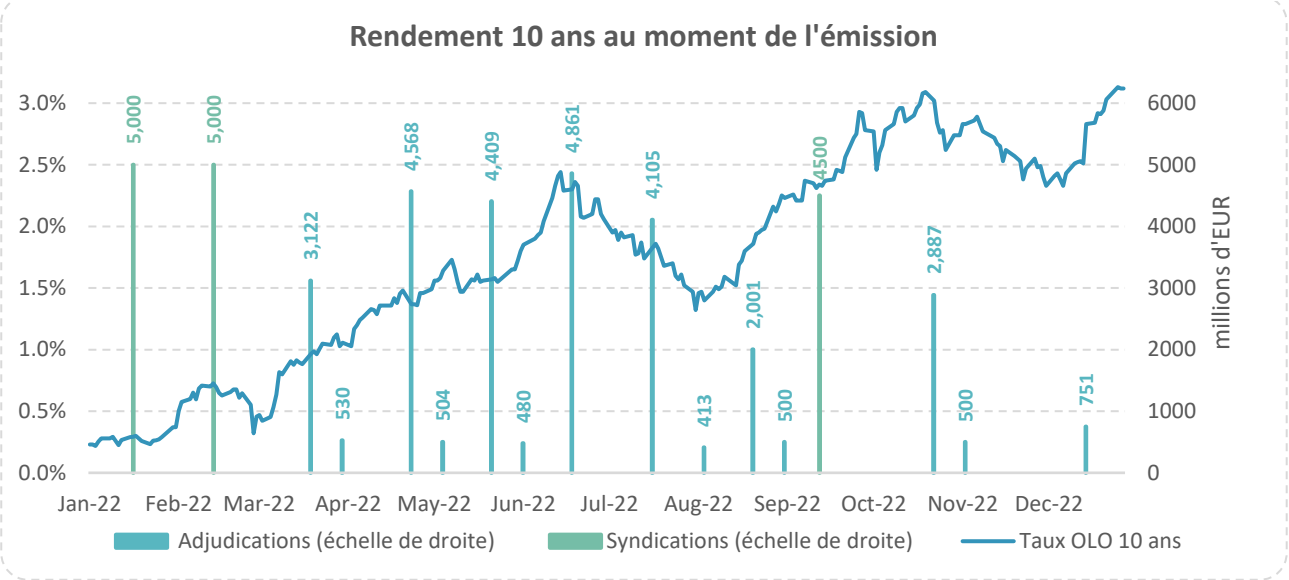
Au total, 16 des 32 obligations en circulation ont été émises lors des adjudications, dans une large gamme d'échéances allant de l'OLO 74 (juin/2025) à l'OLO 80 (juin/2066). En cette année de hausse et de volatilité des taux d'intérêt, la demande s'est concentrée, d'une part, sur les maturités légèrement plus courtes entre 2025 et 2029 (8,31 milliards d'euros) et, d'autre part, sur les emprunts de référence à 10 et 30 ans (émissions de respectivement 12,67 et 6,31 milliards d'euros).

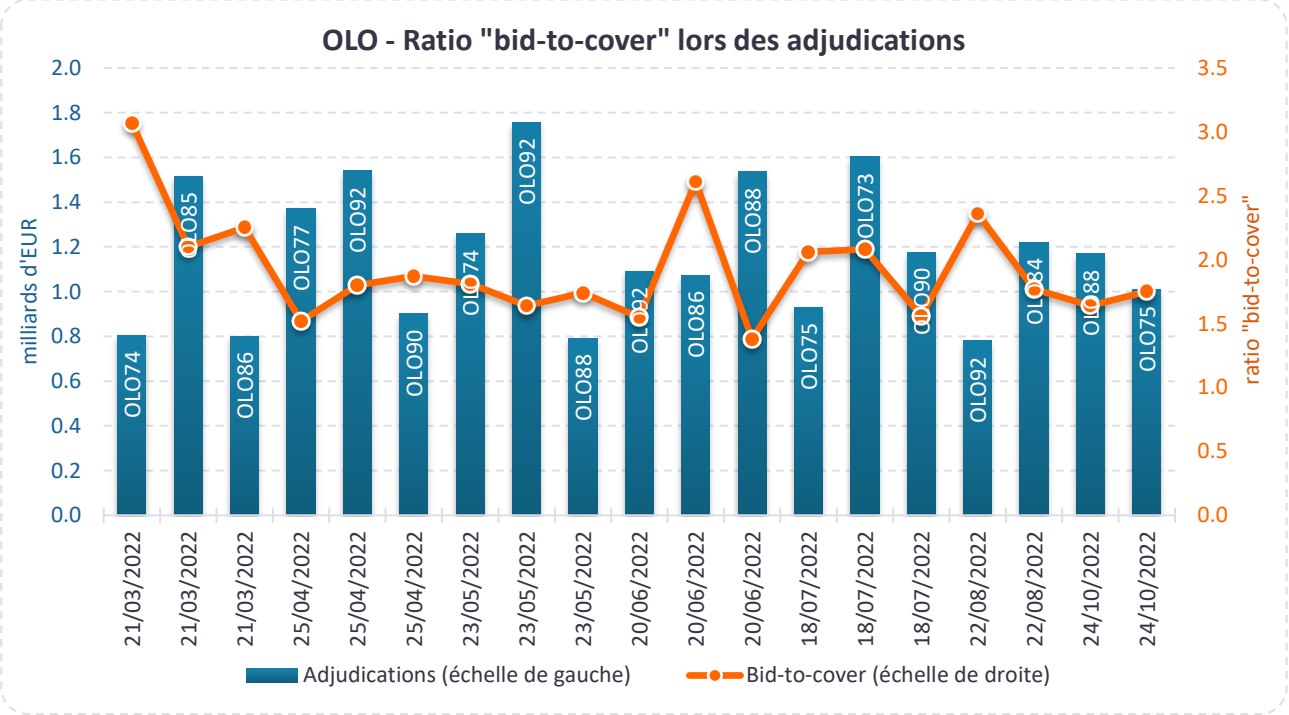
Comme à l'accoutumée, c'est le segment du 10 ans qui a été le plus émis. Le nouvel emprunt de référence à 10 ans, l'OLO 94, a été abondé lors de chacune des adjudications régulières pour un montant total de 11,47 milliards d'euros. Cette obligation a ainsi atteint un encours nominal de 16,47 milliards d'euros à la fin de l'année. La nouvelle OLO 95 à 30 ans a été adjugée quatre fois pour un montant total de 5,64 milliards d'euros, de sorte que pour cette obligation également, le plafond d'un encours nominal de 10 milliards d'euros a déjà été atteint (10,64 milliards). Deux autres obligations, l'OLO 91 (octobre/2027) et l'OLO 87 (juin/2029) ont été augmentées deux fois chacune pour un total de respectivement 1,82 et 2,26 milliards d'euros.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

En 2022, le *framework* des émissions d'OLO vertes a été renouvelé. Sous ce *framework* renouvelé, la nouvelle OLO verte 96 a été émise par syndication au mois de septembre pour un montant de 4,50 milliards d'euros. En raison d'une demande particulièrement forte, l'obligation verte existante OLO 86 (mars/2033) a été proposée lors de l'adjudication ORI du mois d'août pour un montant nominal de 201 millions d'euros.

Les primary dealers ont reçu les résultats de l'adjudication après une durée moyenne de 5,14 minutes à partir de l'heure de clôture des offres. Les extrêmes ont été de 3 minutes lors de l'adjudication d'octobre et de 7 minutes en juillet.





3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS RÉGULIERS EN 2022 (millions d'EUR)

Date émission	OLO N°	Echéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant offert	Montant accepté (Compétitives)	Inscriptions (non compétitives)	Montant total	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-cover	Offre min/max	Stop Price	% au prix limite	Adjudicataires	Fourchette Min	Fourchette Max
21/03/2022					**7 460**	**3 122**	**0**	**3 122**			**2,39**					**2 300**	**3 100**
	OLO87	22/06/2029	0,90%	BE0000347568	2 468	805		805	102,87	0,496	3,07	102,20 / 102,92	102,84	20,57	11		
	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	3 190	1 516		1 516	94,825	0,88	2,1	94,00 / 94,88	94,77	26,76	12		
	OLO90	22/06/2040	0,40%	BE0000350596	1 802	801		801	86,393	1,238	2,25	85,25 / 86,48	86,28	100	12		
25/04/2022					**6 544**	**3 814**	**754**	**4 568**			**1,72**					**2 800**	**3 800**
	OLO81	22/06/2027	0,80%	BE0000341504	2 083	1 372	271	1 643	99,676	0,865	1,52	99,35 / 99,74	99,63	100	12		
	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	2 781	1 542	310	1 852	90,021	1,412	1,80	89,50 / 90,08	89,98	20,77	13		
	OLO95	22/06/2053	1,40%	BE0000355645	1 680	900	173	1 073	88,069	1,912	1,87	87,00 / 88,15	87,98	100	12		
23/05/2022					**6 543**	**3 807**	**602**	**4 409**			**1,72**					**2 800**	**3 800**
	OLO74	22/06/2025	0,80%	BE0000334434	2 283	1 258	267	1 525	100,41	0,665	1,81	100,34 / 100,44	100,39	32,44	12		
	OLO92	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	2 882	1 757	335	2 092	88,72	1,569	1,64	88,50 / 88,76	88,7	100	12		
	OLO88	22/06/2066	2,15%	BE0000340498	1 378	792		792	100,912	2,118	1,74	99,50 / 101,06	100,8	100	10		
20/06/2022					**6 615**	**3 701**	**1 160**	**4 861**			**1,79**					**2 700**	**3 700**
	OLO87	22/06/2029	0,90%	BE0000347568	1 697	1 092	366	1 458	93,486	1,903	1,55	92,45 / 93,52	93,45	100	10		
	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	2 797	1 073	433	1 506	82,798	2,295	2,61	82,40 / 82,86	82,77	85,27	8		
	OLO95	22/06/2053	1,40%	BE0000355645	2 121	1 536	361	1 897	71,225	2,801	1,38	70,25 / 71,34	71,08	100	13		
18/07/2022					**7 090**	**3 712**	**393**	**4 105**			**1,91**					**2 700**	**3700**
	OLO91	22/10/2027	0,00%	BE0000351602	1 917	931	107	1 038	93,883	1,208	2,06	93,60 / 93,91	93,86	37,11	12		
	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	3 331	1 604	142	1 746	86,484	1,854	2,08	85,90 / 86,53	86,46	53,13	11		
	OLO95	22/06/2053	1,40%	BE0000355645	1 842	1 177	144	1 321	75,918	2,532	1,56	74,75 / 76,11	75,83	100	13		
22/08/2022					**3 999**	**2 001**	**0**	**2 001**			**2,00**					**1 500**	**2 000**
	OLO91	22/10/2027	0,00%	BE0000351602	1 842	780		780	93,751	1,258	2,36	93,55 / 93,80	93,72	21,3	7		
	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	2 157	1 221		1 221	86,968	1,809	1,77	86,25 / 87,04	86,94	100	8		
24/10/2022					**3 679**	**2 179**	**708**	**2 887**			**1,69**					**1 700**	**2 200**
	OLO94	22/06/2032	0,35%	BE0000354630	1 916	1 171	368	1 539	78,534	2,935	1,64	78,01 / 78,58	78,48	100	9		
	OLO95	22/06/2053	1,40%	BE0000355645	1 763	1 008	340	1 348	63,596	3,307	1,75	62,00 / 63,68	63,51	100	11		
				TOTAL				**25 953**									

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS ORI EN 2022 (millions d'EUR)

Date	OLO N°	Echéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant offert	Montant accepté	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Offre min/max	Stop Price	% au prix limite	Adjudicataires	Fourchette Min	Fourchette Max
01/04/2022					**1 899**	**530**							**0**	**500**
	OLO66	28/03/2032	4,00%	BE0000326356	749	262	128,897	0,951	128,81 / 128,91	128,88	8,03	4		
	OLO83	22/06/2057	2,25%	BE0000343526	1 150	268	117,847	1,585	117,10 / 117,90	117,77	5,71	5		
06/05/2022					**1 211**	**504**							**0**	**500**
	OLO64	28/03/2026	4,50%	BE0000324336	546	228	114,345	0,738	114,26 / 114,35	114,34	71,88	3		
	OLO31	28/03/2028	5,50%	BE0000291972	665	276	125,51	1,011	125,20 / 125,51	125,51	68,75	2		
03/06/2022					**530**	**480**							**0**	**500**
	OLO66	28/03/2032	4,00%	BE0000326356	530	480	119,962	1,765	119,80 / 119,99	119,88	100	3		
05/08/2022					**1 032**	**413**							**0**	**500**
	OLO86	22/04/2033	1,25%	BE0000346552	780	201	98,702	1,381	98,60 / 98,71	98,7	66,67	3		
	OLO83	22/06/2057	2,25%	BE0000343526	252	212	105,082	2,045	104,80 / 105,18	105,01	100	6		
02/09/2022					**940**	**500**							**0**	**500**
	OLO85	22/06/2028	0,80%	BE0000345547	620	310	94,872	1,738	94,76 / 94,88	94,84	60	2		

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

	OLO83	22/06/2057	2,25%	BE0000343526	320	190	88,782	2,755	88,60 / 88,91	88,75	100	2		
04/11/2022					1 439	500							0	500
	OLO74	22/06/2025	0,80%	BE0000334434	669	250	96,46	2,205	96,42 / 96,46	96,46	62,5	2		
	OLO73	22/06/2034	3,00%	BE0000333428	770	250	100,234	2,975	99,90 / 100,32	100,2	42,67	4		
16/11/2022					1 211	751							0	750
	OLO71	22/06/2045	3,75%	BE0000331406	311	208	112,345	2,988	111,96 / 112,48	112,26	100	5		
	OLO80	22/06/2066	2,15%	BE0000340498	900	543	84,349	2,774	84,10 / 84,65	84,25	52,86	6		
				TOTAL		3 678								

ENCOURS DES OLO AU 31/12/2022 (EN EUR)						
Maturité	Code ISIN	N°	Net disponible[14]	Rachats en portefeuille	Titres scindés	
					Montant scindé	%
22/06/2023	BE0000328378	68	12 444 000 000,00	1 208 000 000,00		
22/10/2023	BE0000339482	79	8 584 500 000,00	917 500 000,00		
22/06/2024	BE0000332412	72	15 015 000 000,00	870 000 000,00		
22/10/2024	BE0000342510	82	12 875 000 000,00			
22/06/2025	BE0000334434	74	22 588 000 000,00	509 000 000,00		
28/03/2026	BE0000324336	64	11 847 000 000,00			
22/06/2026	BE0000337460	77	16 752 000 000,00			
22/06/2027	BE0000341504	81	15 508 000 000,00			
22/10/2027	BE0000351602	91	9 818 000 000,00			
28/03/2028	BE0000291972	31	20 387 939 136,01		1 663 959 160,62	8,16 %
22/06/2028	BE0000345547	85	15 837 000 000,00			
22/06/2029	BE0000347568	87	19 098 000 000,00			
22/06/2030	BE0000349580	89	12 738 000 000,00			
22/06/2031	BE0000335449	75	17 597 000 000,00			
22/10/2031	BE0000352618	92	14 087 000 000,00			
28/03/2032	BE0000326356	66	9 146 000 000,00		148 673 682,51	1,63 %
22/06/2032	BE0000354630	94	16 472 000 000,00			
22/04/2033	BE0000346552	86	10 631 000 000,00			
22/06/2034	BE0000333428	73	9 294 000 000,00			
28/03/2035	BE0000304130	44	19 849 692 800,00	30 000 000,00	2 466 852 029,81	12,43 %
22/06/2037	BE0000344532	84	7 073 000 000,00			
22/06/2038	BE0000336454	76	8 587 000 000,00		170 200 000,00	1,98 %
22/04/2039	BE0000356650	96	4 500 000 000,00			
22/06/2040	BE0000350596	90	8 922 000 000,00			
28/03/2041	BE0000320292	60	17 299 000 000,00		2 411 823 381,30	13,94 %
22/06/2045	BE0000331406	71	9 945 000 000,00		547 640 000,00	5,51 %
22/06/2047	BE0000338476	78	11 064 000 000,00		258 600 000,00	2,34 %
22/06/2050	BE0000348574	88	11 181 000 000,00		368 900 000,00	3,30 %
22/06/2053	BE0000355645	95	10 639 000 000,00		83 700 000,00	0,79 %
22/06/2057	BE0000343526	83	6 866 000 000,00		1 545 000 000,00	22,50 %
22/06/2066	BE0000340498	80	8 164 000 000,00		1 130 400 000,00	13,85 %
22/06/2071	BE0000353624	93	5 535 000 000,00		66 600 000,00	1,20 %
			400 344 131 936,01	**3 534 500 000,00**	**10 862 348 254,24**	**2,71 %**

[14] Disponible dans le marché (montant émis moins les rachats) au 31/12/2022.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1.3. Marché secondaire

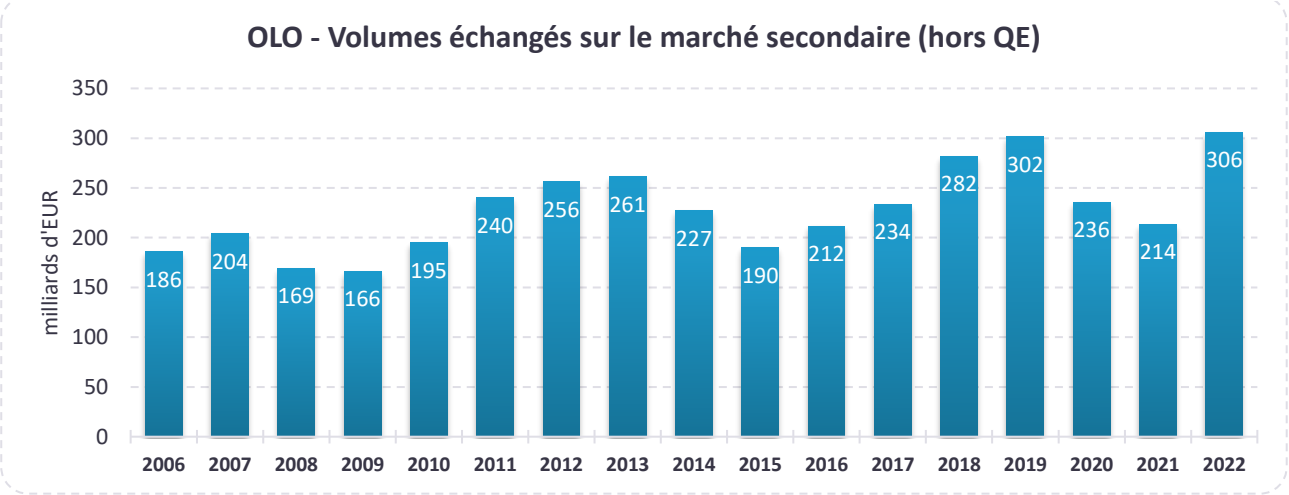
L'Agence fait remarquer que les données suivantes sont seulement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. De plus, ces chiffres ne tiennent pas compte des volumes achetés par la BCE dans les opérations d'assouplissement quantitatif entreprises depuis le mois de mars 2015. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines tendances parmi les autres investisseurs dans les instruments de la dette belge. Il faut également signaler qu'il s'agit seulement des achats et ventes des investisseurs finaux et donc pas du marché interdealer.

Volumes

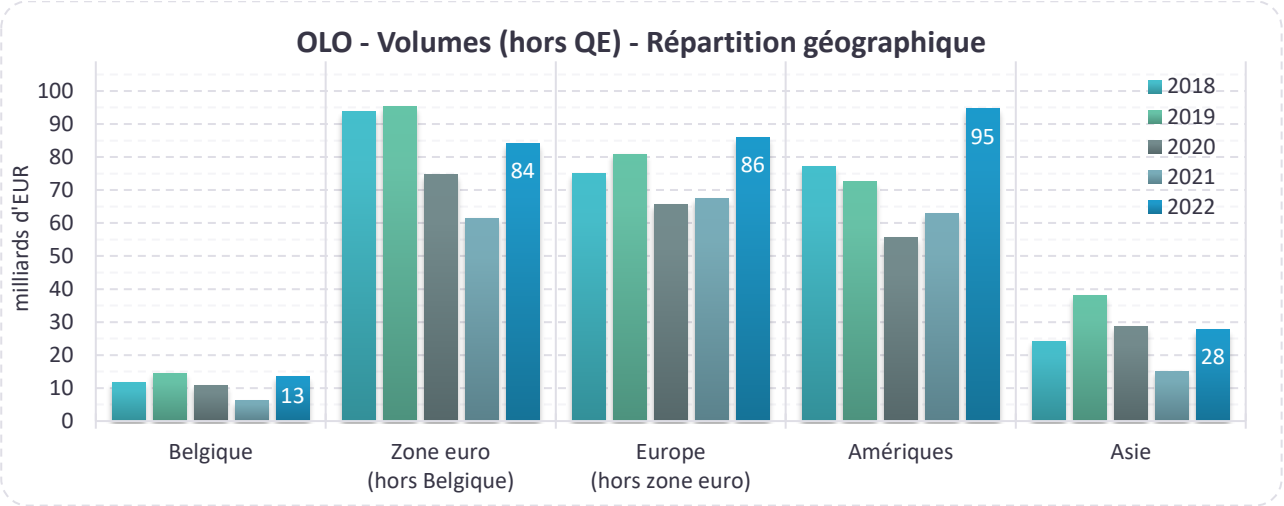
Après deux années consécutives de baisse, le volume des OLO négociées est reparti à la hausse en 2022. Avec une augmentation considérable de 43,5% par rapport à 2021, un volume record de 306 milliards d'euros a été atteint. Ce chiffre dépasse d'environ 4 milliards d'euros le précédent record de 2019, où 302 milliards d'euros avaient été négociés. Il ne fait aucun doute que l'arrêt des programmes de rachat de la BCE a joué un rôle majeur à cet égard.

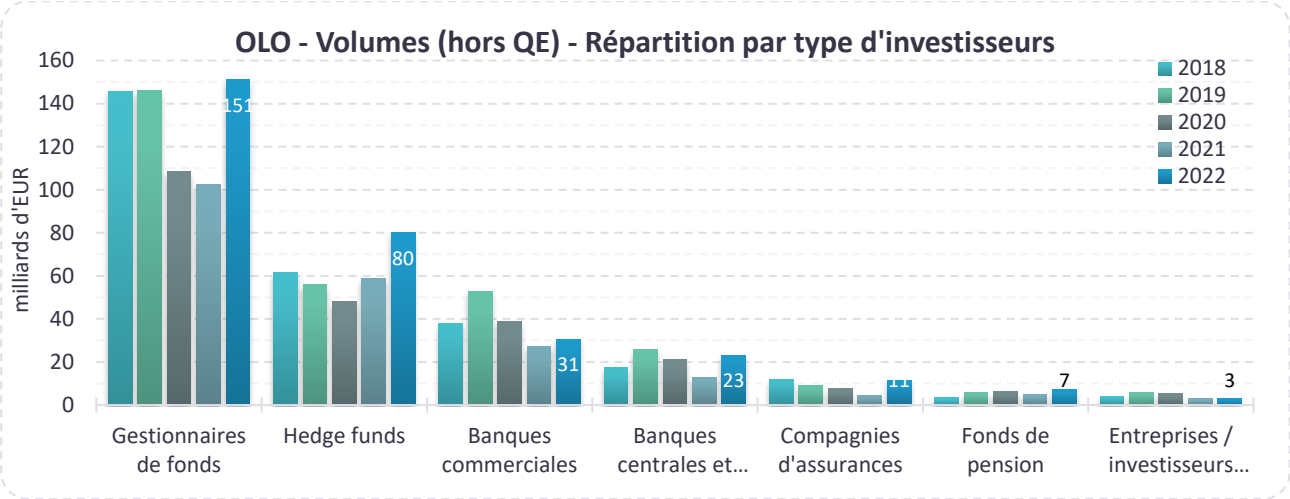
Sur le plan géographique, les ventes sont en hausse dans toutes les régions. La zone euro est à nouveau la région la plus importante avec un volume total de 98 milliards d'euros, soit une hausse de 44,1% par rapport à 2021. Une augmentation encore plus importante a été observée dans les Amériques, où le volume a augmenté de 50,4% pour atteindre un total de 95 milliards d'euros. Les investisseurs des Amériques ont ainsi dépassé le reste de l'Europe (Europe hors euro) pour la première fois depuis 2018. Malgré une augmentation de 27,7% par rapport à 2021, le reste de l'Europe est la troisième plus grande région en 2022 et ce, avec un volume total de 86 milliards d'euros. Cependant, c'est à nouveau l'Asie qui enregistre la plus forte hausse en pourcentage. Après avoir atteint un niveau historiquement bas en 2021 avec un volume de 15 milliards d'euros, le volume en 2022 a augmenté de 83,4% pour atteindre un total de 28 milliards d'euros.

Au sein de la zone euro, le volume des investisseurs belges est également passé de 6 à 13 milliards d'euros, soit une augmentation de 117%. Ce montant reste toutefois bien en deçà des records atteints en 2011 et 2012, avec respectivement 52 et 48 milliards d'euros échangés par les investisseurs belges.



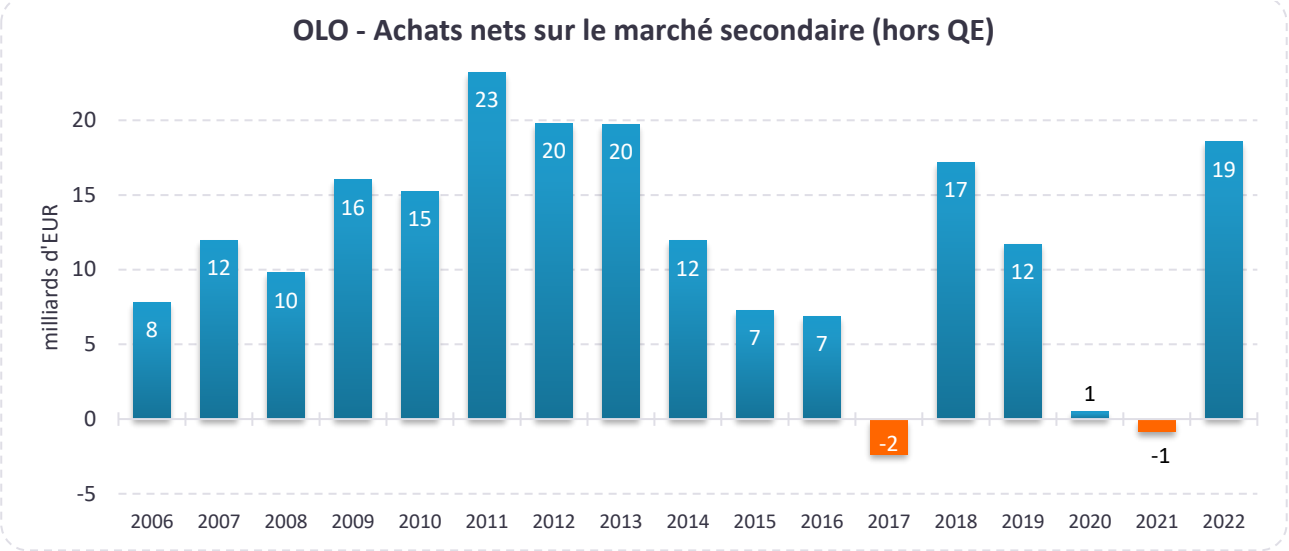
3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS





Les résultats sont similaires en ce qui concerne les types d'investisseurs. Alors qu'une baisse du volume a été enregistrée pour la plupart des types d'investisseurs en 2021, une augmentation du volume est observée pour tous les types d'investisseurs en 2022. Comme les années précédentes, les gestionnaires de fonds restent les investisseurs les plus importants. En 2022, leur volume a augmenté de 47,8% pour atteindre un total de 151 milliards d'euros, soit le niveau le plus élevé jamais enregistré. Pour les *hedge funds*, le seul groupe dont le volume avait augmenté en 2021, le volume a augmenté de 35,8% en 2022 pour atteindre 80 milliards d'euros. Ils devancent ainsi largement les banques commerciales, qui ont enregistré un volume de 31 milliards d'euros, en hausse de 13,1%. Les banques centrales, dont le volume avait chuté à 13 milliards d'euros en 2021, sont de nouveau au premier plan en 2022, leur volume augmentant de 80,3% pour atteindre un total de 23 milliards d'euros. Enfin, les volumes des compagnies d'assurances et des fonds de pension ont également augmenté pour atteindre respectivement 11 et 7 milliards d'euros.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



Achats nets par les investisseurs

À l'instar des ventes, les achats nets des investisseurs ont également fortement augmenté en 2022. Alors que ceux-ci n'étaient que de 1 milliard d'euros en 2021 et qu'ils étaient encore négatifs de 1 milliard d'euros en 2021, les investisseurs ont maintenant effectué des achats nets de 19 milliards d'euros. Il s'agit des achats nets les plus importants depuis 2013, année où 20 milliards d'euros avaient été achetés. Ce n'est qu'au cours des deux premiers mois de l'année que les investisseurs ont été vendeurs nets, mais cela s'explique par l'émission des nouveaux benchmarks à 10 ans (OLO 94 - juin/2032) et à 30 ans (OLO 95 - juin/2053) émis par syndication en janvier et février. En outre, l'arrêt des programmes de rachat de la BCE a sans doute également joué un rôle important dans les excellents achats nets des investisseurs.

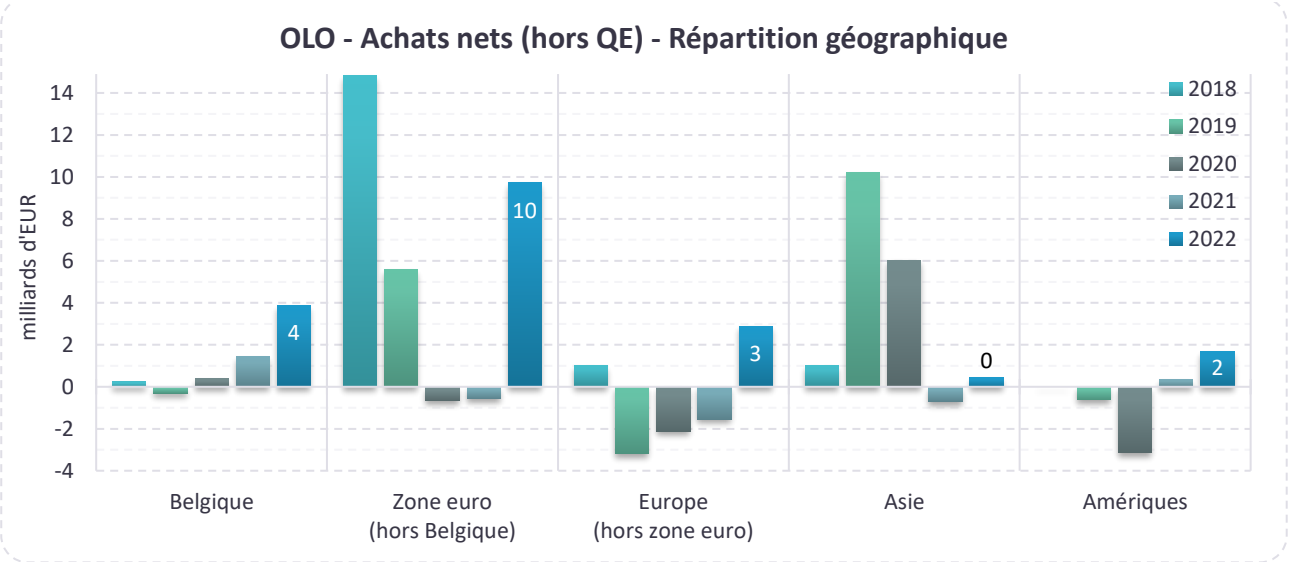
Géographiquement, une forte concentration d'achats nets est observée dans la zone euro. Après deux années de vaches maigres avec des chiffres légèrement négatifs ou positifs, les investisseurs ont acheté pour 13,6 milliards d'euros d'OLO dans la zone euro en 2022. Les investisseurs belges, allemands, français, italiens et néerlandais se sont particulièrement distingués avec un total de 11,8 milliards d'euros.

Dans le reste de l'Europe, les investisseurs ont acheté pour un montant net de 2,9 milliards d'euros d'OLO. De grandes différences ont toutefois été constatées entre les différents types d'investisseurs. Les banques centrales et entités publiques ont acheté un montant net de 4,7 milliards d'euros tandis que les gestionnaires de fonds et les autres types d'investisseurs ont vendu ensemble un montant net de 1,8 milliard d'euros.

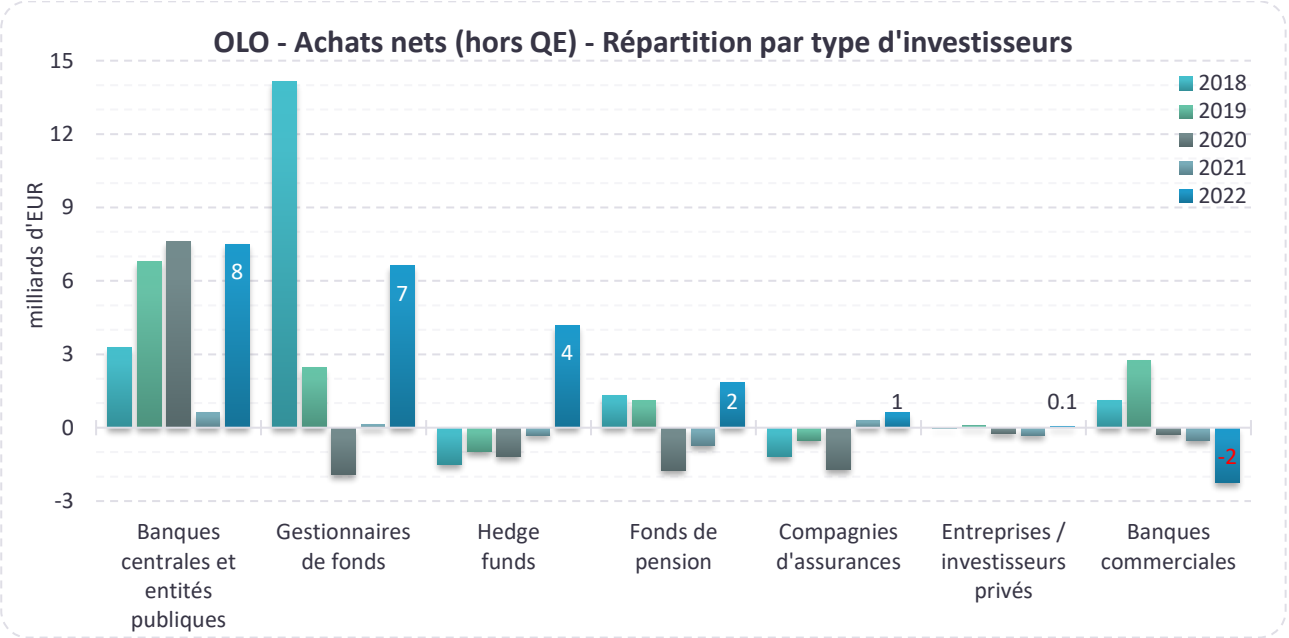
Dans les Amériques, les achats nets effectués principalement par les *hedge funds* et les gestionnaires de fonds se sont élevés à 1,7 milliard d'euros, le chiffre le plus élevé depuis 2012 lorsque les achats nets s'étaient élevés à 3,0 milliards d'euros.

En Asie, de grandes différences ont été enregistrées tout au long de l'année dans les opérations d'achat et de vente nettes effectuées par les investisseurs dans les différentes sous-régions. Les banques centrales et entités publiques ont acheté un montant net de 4,1 milliards d'euros en Asie centrale et orientale, tandis qu'elles ont vendu un montant net de 2,1 milliards d'euros dans les autres régions asiatiques. Les autres types d'investisseurs étaient encore acheteurs nets de 0,8 milliard d'euros au premier trimestre, mais au cours des neuf mois suivants, ils ont également vendu 2,3 milliards d'euros nets. Ainsi, les achats nets des investisseurs asiatiques ont atteint un total de 0,4 milliard d'euros.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



De grandes différences sont également observées en termes de types d'investisseurs. Les banques centrales et entités publiques, après une année 2021 médiocre, où seuls 0,6 milliard d'euros nets ont été achetés, reviennent en force avec un chiffre positif de 7,5 milliards d'euros, ce qui les ramène à leurs niveaux de 2019 et 2020. Viennent ensuite les gestionnaires de fonds, qui ont effectué des achats nets de 6,6 milliards d'euros après deux années plus faibles. Pour la première fois depuis 2014, les *hedge funds* ont également été acheteurs nets d'OLO avec 4,2 milliards d'euros. Enfin, les fonds de pension et les compagnies d'assurances ont également acheté ensemble un montant net de 2,4 milliards d'euros d'OLO. En revanche, les banques commerciales ont semblé vendre des OLO de manière continue au cours de l'année écoulée. Au total, elles ont vendu un montant net de 2,3 milliards d'euros.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1.4. Rachats par l'Agence

Le rachat d'une OLO arrivant à maturité dans une échéance proche présente un double avantage :

- une gestion de caisse plus efficace étant donné que le montant racheté est refinancé au cours de la période précédente de manière échelonnée; l'on obtient ainsi un montant moins élevé à l'échéance finale elle-même, ce qui implique une diminution du risque de refinancement ;

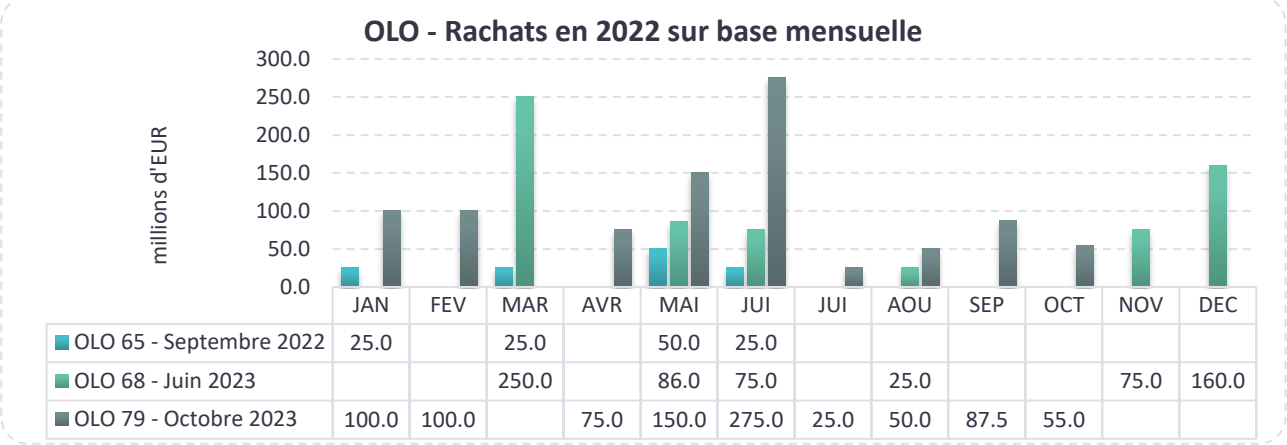
- un préfinancement dans l'année précédant l'échéance finale. Ce préfinancement permet de moduler le montant à émettre en OLO si les conditions d'émission sont favorables.

Pour le rachat de ses obligations, l'Agence a recours, depuis juillet 2001, à la plate-forme de trading électronique MTS Belgium qui offre à la fois liquidité, efficience et transparence du *pricing*. Les rachats s'opèrent via un écran (*Belgian Buy-Backs / BBB*) qui est accessible aux primary dealers et sur lequel l'Agence affiche en continu des prix à l'achat pour les OLO sélectionnées pour les rachats. En cas de problèmes techniques, les dealers peuvent également prendre contact par téléphone avec l'Agence pour prendre part à ce programme de rachats.

L'Agence commence toujours ses rachats d'OLO 12 mois avant la date d'échéance. Sous réserve d'une publication préalable à ses primary dealers, elle peut toutefois le faire plus tôt. C'est ainsi qu'en 2022 également, les rachats des deux lignes d'OLO arrivant à échéance l'année suivante (OLO 68 – juin/2023 et OLO 79 - octobre/2023) ont commencé dès le début du mois de janvier 2022.

Aucun rachat supplémentaire n'a eu lieu entre le début de l'année et l'échéance de l'OLO 48, le 28 mars 2022. Toutefois, 1,14 milliard d'euros de cette ligne avaient déjà été rachetés en 2021 et l'Agence avait déjà 85 millions d'euros de cette OLO en portefeuille suite à des achats antérieurs. Au total, 8,66% du montant total émis sur l'OLO 48 a été racheté. L'OLO 65 (septembre/2022) a été rachetée pour un montant de 125 millions d'euros en 2022 après des rachats pour un montant de 1,27 milliard d'euros l'année précédente et 317 millions d'euros provenant de rachats antérieurs. A l'échéance finale, l'Agence détenait ainsi 10,52% du montant nominal en circulation sur cette OLO.

Sur l'ensemble de l'année 2022, un montant nominal de 671 millions d'euros a été racheté sur l'OLO 68 (juin/2023) tandis que 537 millions d'euros avaient déjà été rachetés les années précédentes sur cette ligne. Enfin, 917,5 millions d'euros de l'OLO 79 (octobre/2023) ont également été rachetés en 2022. Ces deux lignes continueront à être rachetées par l'Agence en 2023 jusqu'à leur échéance, ainsi que les deux lignes d'OLO arrivant à échéance en 2024 (OLO 72 et OLO 82).



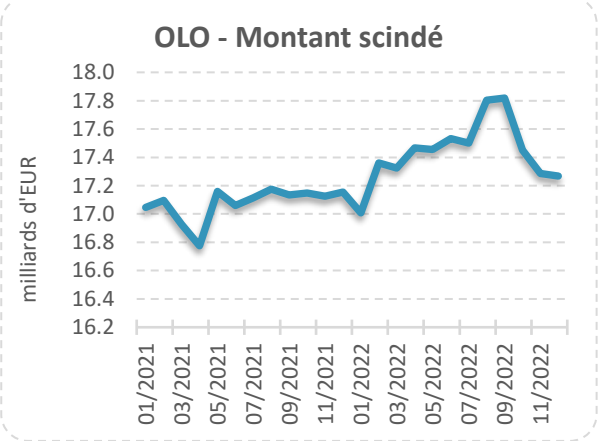
	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUI	JUI	AOU	SEP	OCT	NOV	DEC
OLO 65 - Septembre 2022	25.0		25.0		50.0	25.0						
OLO 68 - Juin 2023			250.0		86.0	75.0		25.0			75.0	160.0
OLO 79 - Octobre 2023	100.0	100.0		75.0	150.0	275.0	25.0	50.0	87.5	55.0		

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1.5. Titres scindés (strips)

Comme les années précédentes, l'activité de scission et de reconstitution des OLO a été limitée.

Au total, un montant nominal de 1,95 milliard d'euros d'OLO a été scindé contre un montant nominal de 1,86 milliard d'euros de reconstitutions.

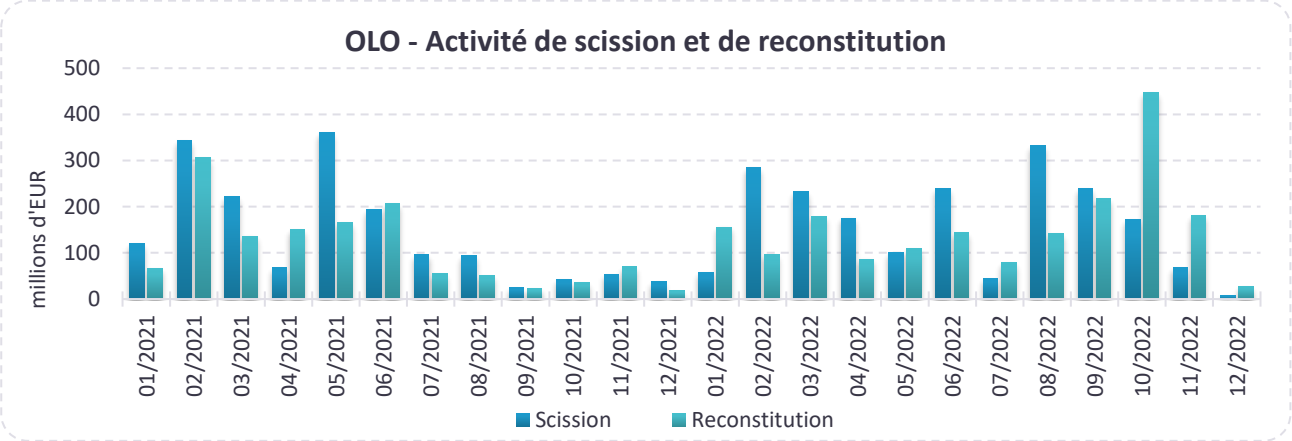


Une fois de plus, ce sont surtout les lignes OLO à long terme qui ont fait l'objet de scission. Il s'agit principalement des OLO 71, OLO 78, OLO 83 et OLO 88. Principalement les OLO avec une échéance de coupon en juin ont été strippées. En ce qui concerne les 4 lignes d'OLO restantes avec une échéance de coupon en mars (OLO 64, OLO 31, OLO 71 et OLO 78), l'on constate qu'elles ont fait l'objet presque exclusivement de reconstitutions.

L'émission en 2022 de l'ensemble des lignes d'OLO sous le régime existant des clauses d'action collectives (CAC) a certainement constitué un atout pour le marché des strips. A la fin de l'année 2022, 21 lignes avaient une échéance de coupon en juin. Etant donné que les échéances de ces lignes d'OLO sont bien réparties sur la courbe des taux, il a été possible d'utiliser au maximum la fongibilité des strips ayant la même date d'échéance indépendamment du fait qu'ils représentaient à l'origine des coupons ou du capital.

Cette fongibilité et la reconstitution des strips OLO sur la partie courte de la courbe, ont eu pour conséquence que l'encours nominal de ces OLO a souvent dépassé le montant initialement émis sur le marché primaire. A la fin de l'année 2022, 14 lignes d'OLO avaient un encours supérieur au montant émis au primaire. Un montant total de 839 millions d'euros d'OLO reconstituées a été enregistré à la fin de 2022 contre 806 millions d'euros en 2021.

Au contraire de l'activité du marché des scissions et des reconstitutions sur OLO, il y a eu un important volume de transactions en BE-strips sur le marché secondaire. Au total, 6,73 milliards d'euros ont été négociés sur le marché secondaire, dont 2,89 milliards d'euros sur la plate-forme électronique de MTS Belgium. En 2022, l'ensemble des Primary Dealers ont participé sur une base volontaire au *market making* des strips sur OLO.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.2. CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

A plusieurs reprises dans ce document, nous avons déjà évoqué la hausse particulièrement forte des taux d'intérêt sur les marchés financiers (voir également 4.4. sous les points stratégiques). Cette hausse des taux d'intérêt s'est surtout manifestée sur les échéances les plus courtes. Au cours des trois premiers mois de 2022, le rendement des certificats de Trésorerie lors des adjudications est d'abord passé de -0,65 % à -0,75 %, mais il a progressivement augmenté à partir d'avril pour finir à 2,50 % en décembre. La hausse des rendements des certificats de Trésorerie a manifestement suscité un intérêt croissant de la part des investisseurs.

Dans la stratégie de financement de l'Agence, la prévisibilité et la flexibilité sont des éléments primordiaux dans l'émission des certificats de Trésorerie. La prévisibilité envers le marché est assurée par un calendrier d'émission fixe qui est publié dès le mois de décembre de l'année précédente. Comme pour les années passées, deux adjudications par mois ont été organisées en 2021 et les émissions ont été réparties sur six certificats de Trésorerie, avec chaque fois une date d'échéance dans les mois impairs. Les certificats de Trésorerie spécifiques qui sont adjugés diffèrent entre les mois pairs et impairs :

Les mois impairs :

- Première adjudication : certificats à 4 mois et à 6 mois ;
- Deuxième adjudication : certificats à 4 mois et un nouveau à 12 mois.

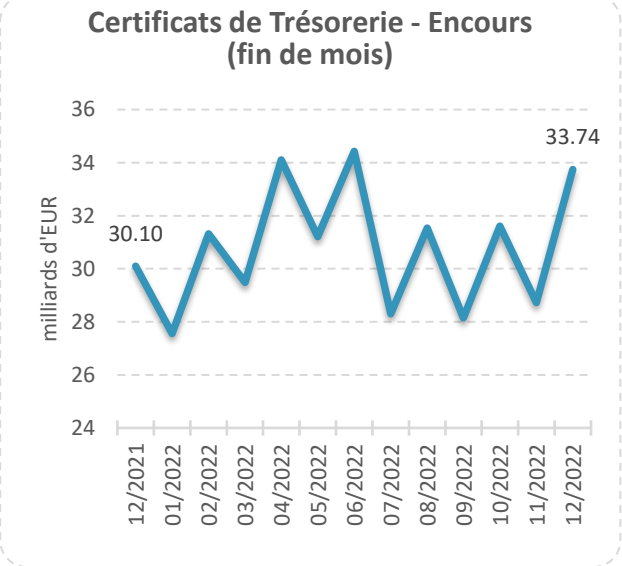
Les mois pairs :

- Première adjudication : certificats à 3 mois ;
- Deuxième adjudication : certificats à 3 mois et à 11 mois.

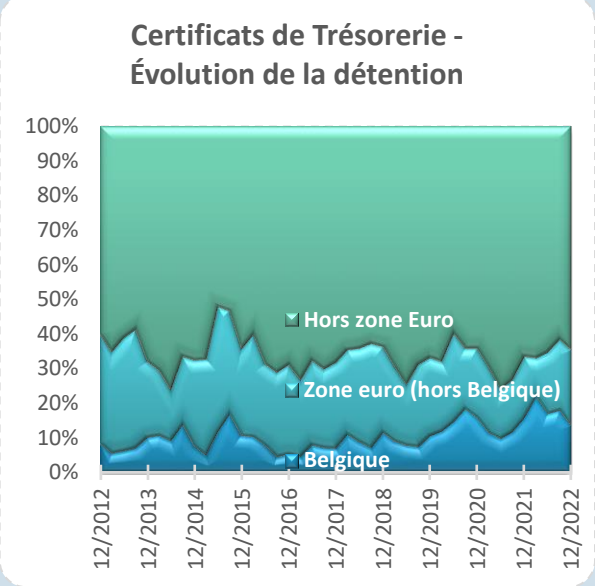
Grâce à ce calendrier d'émission, les différents certificats atteignent un encours suffisant pour être considérés comme très liquides, avec environ 3 milliards d'euros dans le mois suivant l'émission d'une nouvelle ligne et un montant cible de 7 milliards d'euros à la date d'échéance de chaque ligne. Chaque certificat de Trésorerie est donc rouvert six fois après l'émission initiale qui était de 12 mois.

La flexibilité se reflète tout d'abord dans les montants adjugés étant donné que les montants indicatifs par certificat et la fourchette de l'adjudication sont toujours annoncés le vendredi précédant l'adjudication. Cela permet d'ajuster la stratégie d'émission en fonction des besoins spécifiques de financement à court terme ou encore de prendre en compte les récents mouvements du marché. En outre, l'Agence peut décider à tout moment d'ajouter un certificat de Trésorerie supplémentaire à une adjudication, d'organiser une adjudication supplémentaire ou encore d'annuler une adjudication prévue.

En 2022 cependant, l'Agence a suivi tout le plan proposé. C'est ainsi qu'au total, 24 adjudications ont ainsi été organisées tout au long de l'année 2022. L'encours des certificats de Trésorerie a augmenté durant cette période, passant de 30,10 milliards d'euros à la fin de 2021 à 33,74 milliards d'euros à la fin de 2022.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



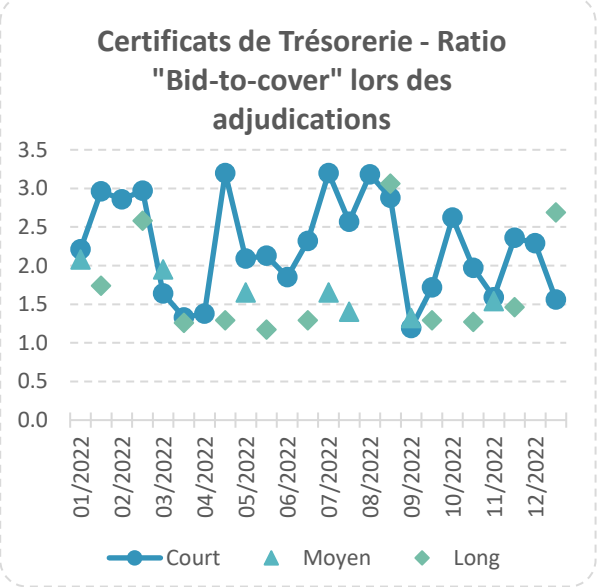
Malgré une augmentation en début d'année 2022, l'intérêt des investisseurs belges pour les certificats de Trésorerie s'est replié en 2022 avec 13,31%. Le reste (86,69%) étant toujours aux mains d'investisseurs étrangers.

3.2.1. Marché primaire

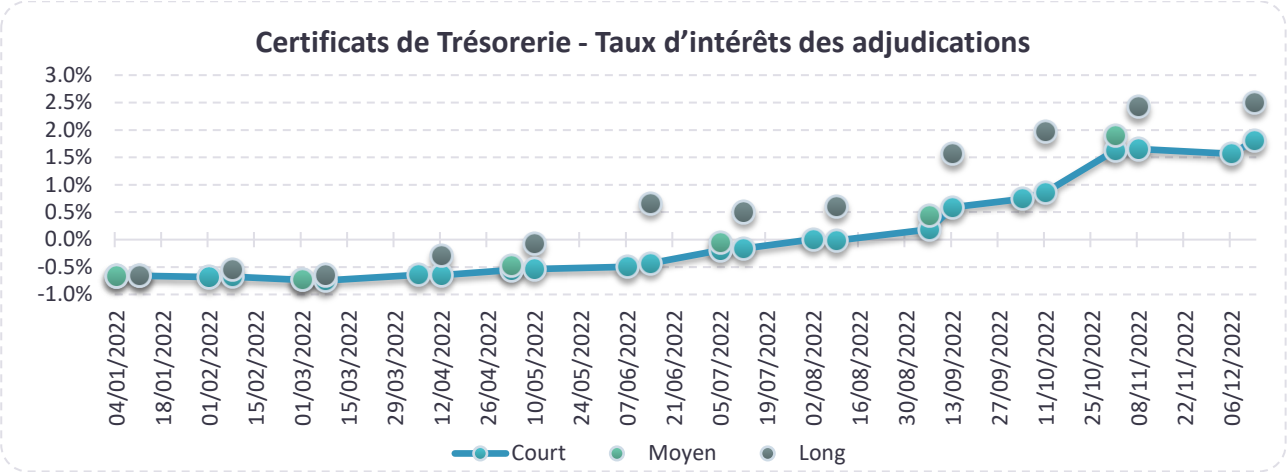
Au cours de l'année 2022, un total de 24 adjudications de certificats de Trésorerie ont été organisées, comformément au programme. Ainsi, un montant nominal de 56,36 milliards d'euros a été émis, réparti entre des adjudications compétitives (54,75 milliards d'euros) et des souscriptions non compétitives (1,61 milliard d'euros). Les souscriptions non compétitives permettent aux primary dealers d'acquérir des certificats de Trésorerie quelques jours après l'adjudication compétitive, pour un montant maximum et sous certaines conditions, au rendement moyen pondéré de l'adjudication. Les primary dealers n'exerceront ce droit que s'il est "in-the-money", c'est-à-dire si le rendement moyen pondéré de l'adjudication dépasse le rendement du certificat spécifique sur le marché secondaire.

La plus grande part du montant émis total a été obtenue dans les maturités les plus courtes de 3 et 4 mois, avec 54% de toutes les émissions. 35% des certificats de Trésorerie émis avaient des échéances longues de 11 et 12 mois, et 11% des échéances moyennes de 6 mois.

Lors de chaque adjudication compétitive, la demande de certificats de Trésorerie a été largement supérieure au montant offert. Ce facteur est mesuré par le ratio "bid-to-cover", qui est égal au rapport entre la demande totale de certificats de Trésorerie par les primary dealers et le montant final de l'offre. Tout au long de l'année, les ratios "bid-to-cover" par adjudication ont varié entre un minimum de 1,25 et un maximum de 3,18. Comme d'habitude, la demande a été la plus forte pour les certificats de Trésorerie à court terme, avec un ratio moyen de 2,16, contre 1,70 pour les maturités à 6 mois et 1,69 pour les maturités à long terme.



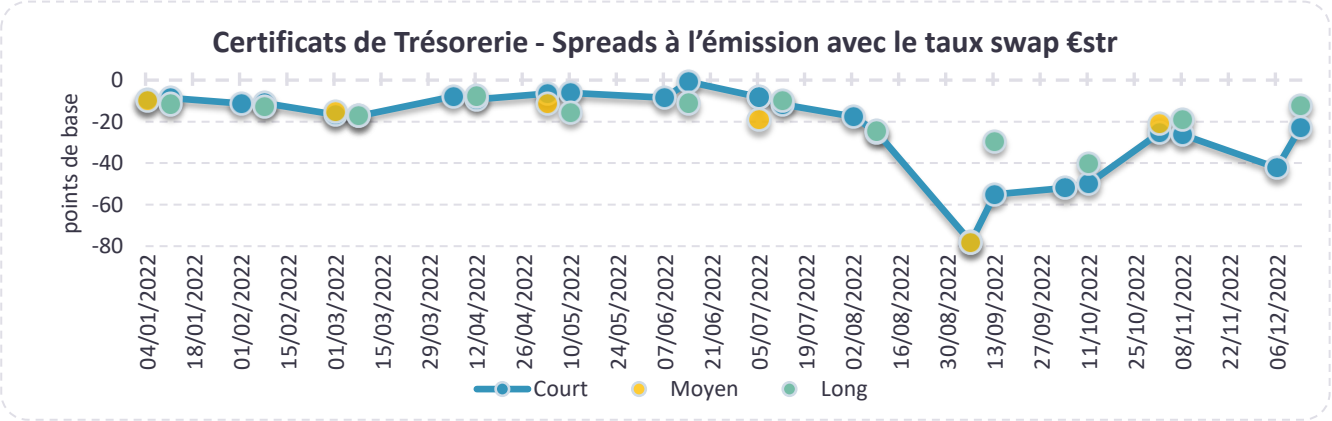
Le financement via les certificats de Trésorerie est resté très attractif en 2022 grâce à des taux d'intérêt bas (et encore négatifs au cours du premier semestre de l'année). Les taux d'intérêt moyens pondérés pour les échéances à court, moyen et long terme étaient de respectivement 0,083%, 0,051% et 0,638%. Bien que ces taux d'intérêt moyens soient plus élevés que l'année précédente, où les taux d'intérêt avaient été négatifs tout au long de l'année pour toutes les échéances, ils restent extrêmement bas dans une perspective historique.



Pour avoir une référence de marché, les rendements absolus obtenus lors des adjudications de certificats de Trésorerie peuvent être comparés au taux swap €STR de même maturité. Tout au long de l'année, les spreads avec ce taux référence se sont élevés en moyenne à -23,1 bp, -25,3 bp et -17,3 bp pour les maturités courte, moyenne et longue, respectivement.

Au mois de septembre, ces écarts entre les rendements des certificats de Trésorerie et les taux swaps €STR se sont fortement creusés, ce qui a permis à l'Agence de se financer à très bon marché en termes relatifs. Cette situation est due à la réglementation sur les dépôts gouvernementaux auprès des banques centrales nationales qui, à l'époque, ne prévoyait pas de compensation pour les excédents de trésorerie souverains. Depuis le début du mois de septembre, à la suite de la deuxième hausse des taux directeurs de la BCE, le taux de dépôt est redevenu positif à 0,75%. Dans la perspective de nouvelles hausses de taux pour juguler une inflation persistante, les investisseurs ont craint que les États européens ne réduisent leurs émissions de titres de dette à court terme pour limiter les excédents de trésorerie, ce qui a entraîné une raréfaction générale de ces titres en Europe. Lors de l'adjudication des certificats de Trésorerie du 6 septembre 2022, les deux certificats 3 mois et 6 mois ont été adjugés à un rendement inférieur de 78 points de base à celui du taux swap €STR correspondant.

Cependant, le 8 septembre 2022, la BCE a décidé de rémunérer les dépôts gouvernementaux à un taux conforme au marché, temporairement jusqu'à fin avril 2023, après quoi les écarts entre les titres européens à court terme et le taux swap €STR se sont progressivement stabilisés.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRÉSORERIE EN 2022 (millions d'EUR)																	
Date adjudication	Date échéance	ISIN	Durée	Montant offert	Montant accepté (Compétitive)	Souscription (Non-compétitive)	Montant total	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-Cover	Offre min/max	Taux/prix limite	% au prix limite	Adjudicataires	Spread swap €STR	Fourchette Min	Fourchette Max
04/01/2022				4 485	2 090	0	2 090			2,15						1 800	2 200
	12/05/2022	BE0312782544	S	2 225	1 005	0	1 005	100,234	-0,667	2,21	-0,687/-0,625	-0,658	100,00	9	-9,5		
	14/07/2022	BE0312783559	M	2 260	1 085	0	1 085	100,351	-0,667	2,08	-0,682/-0,630	-0,655	100,00	9	-10,0		
11/01/2022				6 770	3 186	0	3 186			2,12						2 800	3 200
	12/05/2022	BE0312782544	S	2 965	1 001	0	1 001	100,218	-0,658	2,96	-0,662/-0,615	-0,653	57,14	7	-8,6		
	12/01/2023	BE0312786586	L	3 805	2 185	0	2 185	100,664	-0,652	1,74	-0,675/-0,615	-0,641	100,00	10	-11,5		
01/02/2022				3 320	1 160	0	1 160			2,86						800	1 200
	12/05/2022	BE0312782544	S	3 320	1 160	0	1 160	100,186	-0,682	2,86	-0,696/-0,630	-0,676	100,00	9	-11,2		
08/02/2022				6 923	2 518	69	2 587			2,75						2 200	2 600
	12/05/2022	BE0312782544	S	3 288	1 108	0	1 108	100,172	-0,679	2,97	-0,684/-0,600	-0,674	100,00	7	-11,1		
	12/01/2023	BE0312786586	L	3 635	1 410	69	1 479	100,506	-0,540	2,58	-0,552/-0,450	-0,534	100,00	10	-12,7		
01/03/2022				4 225	2 400	15	2 415			1,76						2 000	2 400
	14/07/2022	BE0312783559	S	2 375	1 450	0	1 450	100,273	-0,737	1,64	-0,760/-0,670	-0,727	66,67	10	-16,7		
	08/09/2022	BE0312784565	M	1 850	950	15	965	100,380	-0,721	1,95	-0,750/-0,670	-0,712	100,00	8	-15,3		
08/03/2022				4 580	3 540	0	3 540			1,29						3 000	3 600
	14/07/2022	BE0312783559	S	2 125	1 595	0	1 595	100,262	-0,745	1,33	-0,760/-0,700	-0,735	100,00	12	-17,3		
	09/03/2023	BE0312787592	L	2 455	1 945	0	1 945	100,662	-0,650	1,26	-0,661/-0,600	-0,640	100,00	13	-17,2		
05/04/2022				2 615	1 895	0	1 895			1,38						1 600	2 000
	14/07/2022	BE0312783559	S	2 615	1 895	0	1 895	100,176	-0,644	1,38	-0,660/-0,600	-0,632	100,00	9	-7,9		
12/04/2022				6 220	2 600	112	2 712			2,39						2 200	2 600
	14/07/2022	BE0312783559	S	4 800	1 500	20	1 520	100,165	-0,650	3,20	-0,656/-0,590	-0,644	25,00	9	-9,3		
	09/03/2023	BE0312787592	L	1 420	1 100	92	1 192	100,271	-0,296	1,29	-0,310/-0,200	-0,280	100,00	13	-7,7		
03/05/2022				4 430	2 365	0	2 365			1,87						2 000	2 400
	08/09/2022	BE0312784565	S	2 480	1 185	0	1 185	100,194	-0,553	2,09	-0,561/-0,500	-0,546	100,00	8	-6,4		
	10/11/2022	BE0312785570	M	1 950	1 180	0	1 180	100,253	-0,480	1,65	-0,491/-0,400	-0,467	100,00	9	-11,3		
10/05/2022				5 140	3 206	0	3 206			1,60						2 800	3 200
	08/09/2022	BE0312784565	S	3 065	1 440	0	1 440	100,177	-0,534	2,13	-0,545/-0,480	-0,530	100,00	8	-6,2		
	11/05/2023	BE0312788608	L	2 075	1 766	0	1 766	100,076	-0,076	1,17	-0,090/-0,040	-0,060	60,71	13	-15,6		
07/06/2022				2 135	1 155	0	1 155			1,85						800	1 200
	08/09/2022	BE0312784565	S	2 135	1 155	0	1 155	100,125	-0,495	1,85	-0,502/-0,420	-0,489	100,00	10	-8,5		
14/06/2022				3 805	2 060	9	2 069			1,85						2 000	2 400
	08/09/2022	BE0312784565	S	2 590	1 115	0	1 115	100,101	-0,434	2,32	-0,450/-0,320	-0,428	100,00	7	-0,8		
	11/05/2023	BE0312788608	L	1 215	945	9	954	99,402	0,658	1,29	0,640/0,720	0,675	100,00	13	-11,1		
05/07/2022				4 690	2 055	9	2 064			2,28						1 800	2 200
	10/11/2022	BE0312785570	S	2 685	840	0	840	100,067	-0,193	3,20	-0,204/-0,110	-0,186	100,00	8	-8,2		
	12/01/2023	BE0312786586	M	2 005	1 215	9	1 224	100,027	-0,052	1,65	-0,070/0,010	-0,046	100,00	10	-19,1		
12/07/2022				5 260	3 005	0	3 005			1,75						2 800	3 200
	10/11/2022	BE0312785570	S	2 325	905	0	905	100,054	-0,162	2,57	-0,175/-0,100	-0,156	100,00	8	-11,7		
	13/07/2023	BE0312789614	L	2 935	2 100	0	2 100	99,496	0,501	1,40	0,400/0,650	0,525	100,00	9	-9,7		
02/08/2022				2 561	805	18	823			3,18						800	1 200
	10/11/2022	BE0312785570	S	2 561	805	18	823	99,999	0,005	3,18	-0,021/0,080	0,015	22,31	6	-17,5		
09/08/2022				5 379	1 805	614	2 419			2,98						1 600	2 000
	10/11/2022	BE0312785570	S	2 304	800	222	1 022	100,004	-0,014	2,88	-0,030/0,040	-0,006	70,00	7	-25,1		
	13/07/2023	BE0312789614	L	3 075	1 005	392	1 397	99,440	0,603	3,06	0,595/0,680	0,607	100,00	5	-24,5		
06/09/2022				3 056	2 446	0	2 446			1,25						2 200	2 600
	12/01/2023	BE0312786586	S	1 690	1 415	0	1 415	99,935	0,185	1,19	0,160/0,300	0,250	100,00	11	-78,0		
	09/03/2023	BE0312787592	M	1 366	1 031	0	1 031	99,775	0,446	1,32	0,420/0,600	0,480	100,00	11	-78,3		
13/09/2022				4 745	3 165	171	3 336			1,50						2 800	3 200
	12/01/2023	BE0312786586	S	2 625	1 525	171	1 696	99,806	0,588	1,72	0,575/0,750	0,595	100,00	9	-55,0		
	14/09/2023	BE0312790620	L	2 120	1 640	0	1 640	98,441	1,567	1,29	1,535/1,750	1,590	100,00	11	-29,5		
04/10/2022				3 145	1 202	0	1 202			2,62						800	1 200
	12/01/2023	BE0312786586	S	3 145	1 202	0	1 202	99,798	0,745	2,62	0,740/0,900	0,750	78,57	6	-52,0		

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

11/10/2022			3 620	2 290	0	2 290			1,58							2 000	2 400
12/01/2023	BE0312786586	S	1 990	1 010	0	1 010	99,782	0,866	1,97	0,845/1,000	0,884	100,00	10	-49,8		
14/09/2023	BE0312790620	L	1 630	1 280	0	1 280	98,194	1,970	1,27	1,930/2,050	1,995	100,00	11	-40,3		
01/11/2022			3 440	2 195	0	2 195			1,57							1 800	2 200
09/03/2023	BE0312787592	S	1 885	1 185	0	1 185	99,433	1,629	1,59	1,610/1,750	1,647	100,00	11	-25,4		
11/05/2023	BE0312788608	M	1 555	1 010	0	1 010	99,013	1,898	1,54	1,879/2,000	1,915	100,00	11	-21,2		
08/11/2022			5 265	3 000	135	3 135			1,76							2 800	3 200
09/03/2023	BE0312787592	S	2 355	1 000	35	1 035	99,457	1,652	2,36	1,634/1,725	1,665	60,00	9	-26,3		
09/11/2023	BE0312791636	L	2 910	2 000	100	2 100	97,611	2,421	1,46	2,300/2,490	2,463	40,00	13	-19,0		
06/12/2022			4 115	1 800	0	1 800			2,29							1 400	1 800
09/03/2023	BE0312787592	S	4 115	1 800	0	1 800	99,606	1,563	2,29	1,545/1,700	1,585	50,00	9	-42,3		
13/12/2022			5 860	2 804	458	3 262			2,09							2 400	2 800
09/03/2023	BE0312787592	S	2 320	1 489	273	1 762	99,580	1,806	1,56	1,770/1,880	1,840	80,77	10	-22,7		
09/11/2023	BE0312791636	L	3 540	1 315	185	1 500	97,768	2,498	2,69	2,470/2,570	2,510	100,00	7	-12,2		
TOTAL						56 357											

Totaux	S	M	L
Offres compétitives	29 585	6 471	18 691
Offres compétitives & non-compétitives	30 324	6 495	19 538

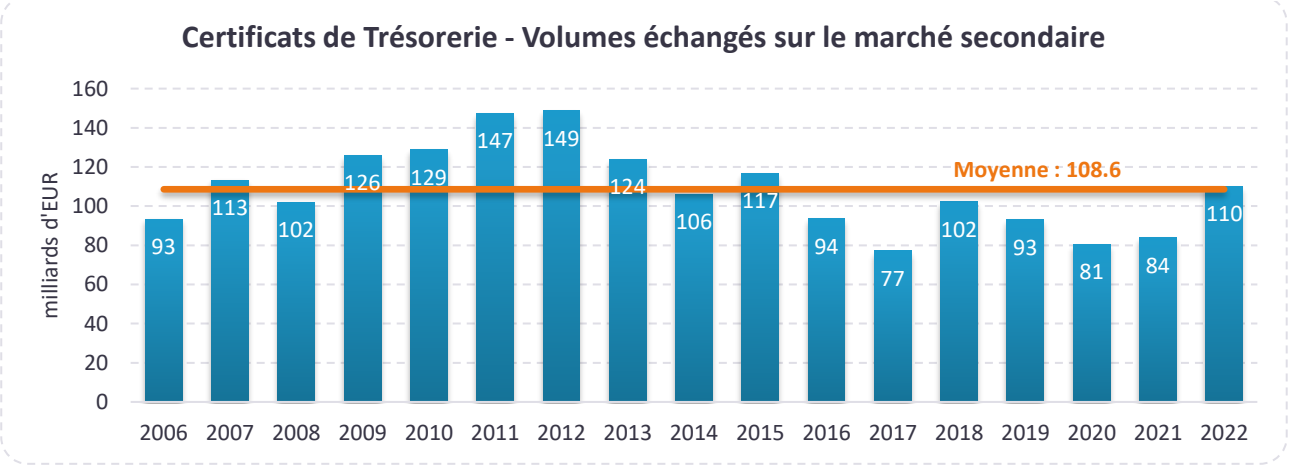
Rendement moyen	S	M	L
	0,083	0,051	0,638

3.2.2. Marché secondaire

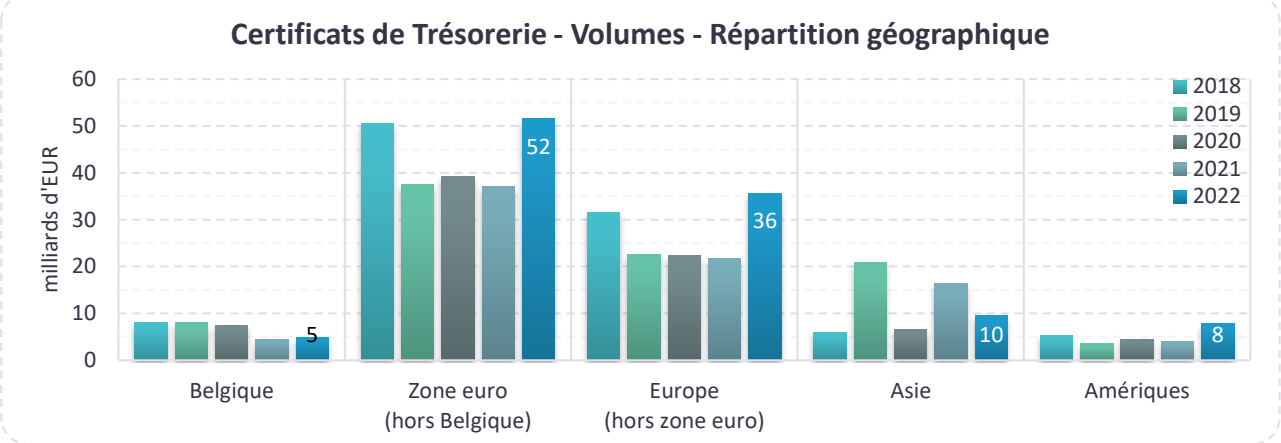
Comme pour le marché secondaire des OLO, les données suivantes sont basées uniquement sur les chiffres reçus des primary dealers. Ce sont les principaux dealers de notre dette mais pas les seuls. De plus, ces chiffres ne tiennent pas compte des volumes achetés par la BCE dans les opérations d'assouplissement quantitatif entreprises depuis le mois de mars 2015. Les chiffres permettent cependant de déduire certaines tendances. Il convient également de noter que cela ne concerne que les achats et ventes des investisseurs finaux et donc pas ceux sur le marché *interdealers*.

Volumes

Après plusieurs années de baisse, le volume des certificats de Trésorerie échangés est reparti à la hausse en 2022 pour atteindre 110,0 milliards d'euros, soit 31% de plus qu'en 2021 et 1,4 milliard d'euros de plus que le volume moyen depuis 2006.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



Géographiquement, le volume augmente dans toutes les régions, à l'exception de l'Asie. Comme chaque année, la zone euro est à nouveau la région la plus importante avec un volume total de 56,5 milliards d'euros, soit une hausse de 35,7% par rapport à 2021. Comme d'habitude, les pays les plus importants sont les Pays-Bas, le Luxembourg, la France, le Portugal, l'Allemagne et la Belgique, qui ont échangé ensemble un volume de 44,7 milliards d'euros. En outre, l'Espagne et l'Irlande ont également enregistré de fortes augmentations en 2022.

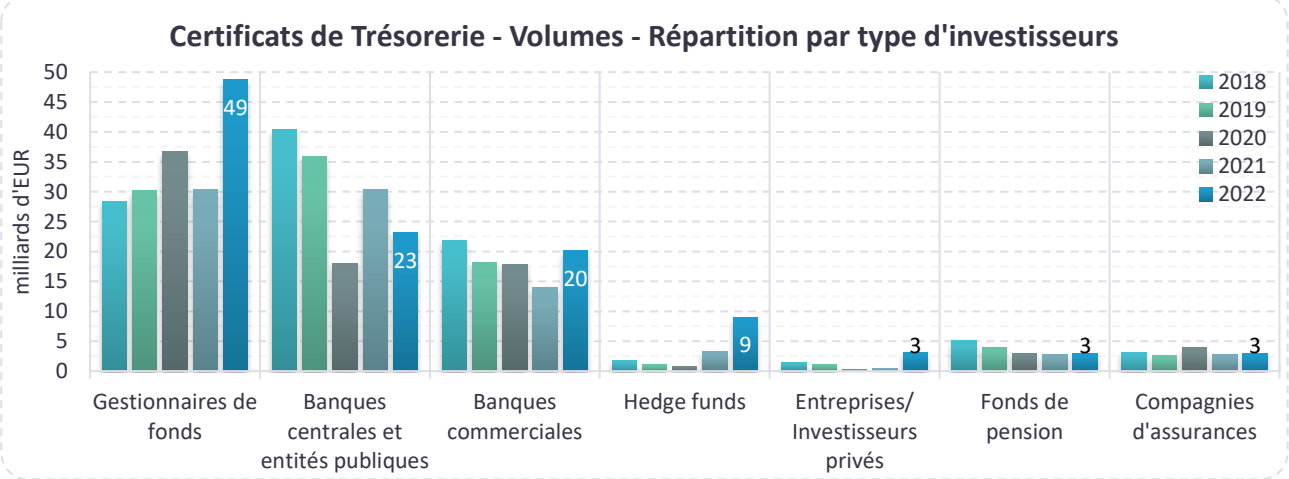
Une augmentation encore plus importante que dans la zone euro a été observée dans le reste de l'Europe, où les volumes ont augmenté de 64,8% pour atteindre un total de 35,7 milliards d'euros. Les investisseurs britanniques se sont taillé la part du lion avec 26,7 milliards d'euros.

Ensemble, les deux régions susmentionnées ont négocié 83,8% du volume total.

Cependant, la plus forte augmentation de volume a été enregistrée par les investisseurs américains. En 2022, ils ont négocié 7,9 milliards d'euros, soit une augmentation de 96,0% par rapport à 2021. Les États-Unis d'Amérique et les îles Caïmans ont représenté ensemble 95,4% du volume.

En revanche, les investisseurs asiatiques ont vu leur volume baisser de 41,6%, juste devant les américains, avec un total de 9,5 milliards d'euros. Cette baisse concerne principalement les investisseurs d'Asie de l'Ouest et d'Asie de l'Est.

En 2022, les certificats de Trésorerie ont été achetés et vendus par des investisseurs de 50 pays différents.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

En termes de types d'investisseurs, les gestionnaires de fonds deviennent de loin le numéro un avec une augmentation de 60,6% et un volume total de 48,7 milliards d'euros. Ils devancent ainsi les banques centrales et les entités publiques, qui étaient encore le plus premier type d'investisseurs en 2021 et dont le volume total a baissé de 23,8% pour atteindre un total de 23,2 milliards d'euros en 2022.

Les banques commerciales voient également leur volume augmenter de 44,6% en 2022, ramenant leur total de 20,1 milliards d'euros au niveau de la période 2018-2020, après une année 2021 plus faible.

Il convient de noter la forte augmentation de l'activité des *hedge funds*. Avec un volume total de 9,0 milliards d'euros, en augmentation de 180% par rapport à 2021, jamais auparavant ils n'avaient été aussi actifs sur les certificats de Trésorerie.

En termes relatifs, la plus forte augmentation a été enregistrée auprès des investisseurs privés et des entreprises, dont le volume a été multiplié par 6, passant de 0,5 milliard d'euros en 2021 à 3,1 milliards d'euros en 2022.

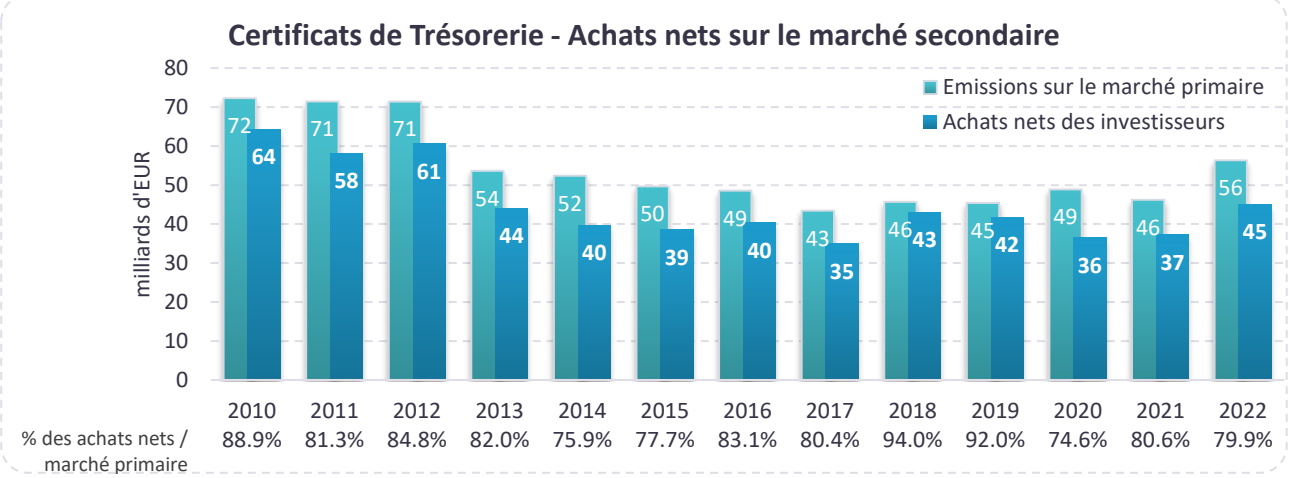
Enfin, le volume des fonds de pension et des compagnies d'assurances est resté pratiquement stable par rapport à 2021, à 2,9 milliards d'euros chacun.

Achats nets par les investisseurs

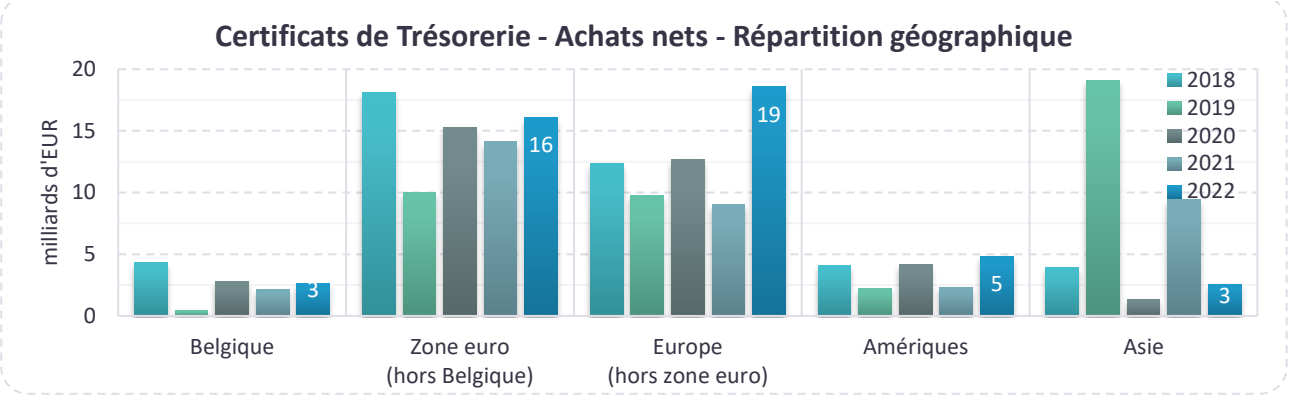
À l'instar des ventes, les achats nets des investisseurs ont également fortement augmenté en 2022. En 2021, les achats nets s'élevaient à 37,3 milliards d'euros, soit le troisième résultat le plus bas jamais enregistré, tandis qu'à la fin de 2022, ils atteignaient 45,0 milliards d'euros. Il s'agit du meilleur résultat depuis 2012, année où les investisseurs avaient effectué des achats nets à hauteur de 60,5 milliards d'euros. Avec cette forte augmentation, il faut toutefois noter que l'année 2022 a également été marquée par une forte augmentation des émissions de certificats de Trésorerie sur le marché primaire (56,4 milliards d'euros).

Si l'on considère le ratio "achats nets / marché primaire", on constate que le pourcentage de certificats de Trésorerie émis sur le marché primaire qui ont fait l'objet d'achats nets par les investisseurs en 2022 était de 79,9%. Malgré le niveau élevé des achats nets par les investisseurs, ce pourcentage est inférieur de 0,7% à celui de 2021 et de 2,8% à la moyenne depuis 2010. En 2018 et en 2019 notamment, un pourcentage très élevé de certificats de Trésorerie nouvellement émis a été acheté par les investisseurs.

La partie non achetée par les investisseurs en 2022 (20,1% ou 11,3 milliards d'euros) a été vendue par les primary dealers à d'autres dealers et courtiers (7,5 milliards d'euros) et aux banques centrales dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (1,4 milliard d'euros). Environ 2,4 milliards d'euros ont été détenus par les primary dealers eux-mêmes.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



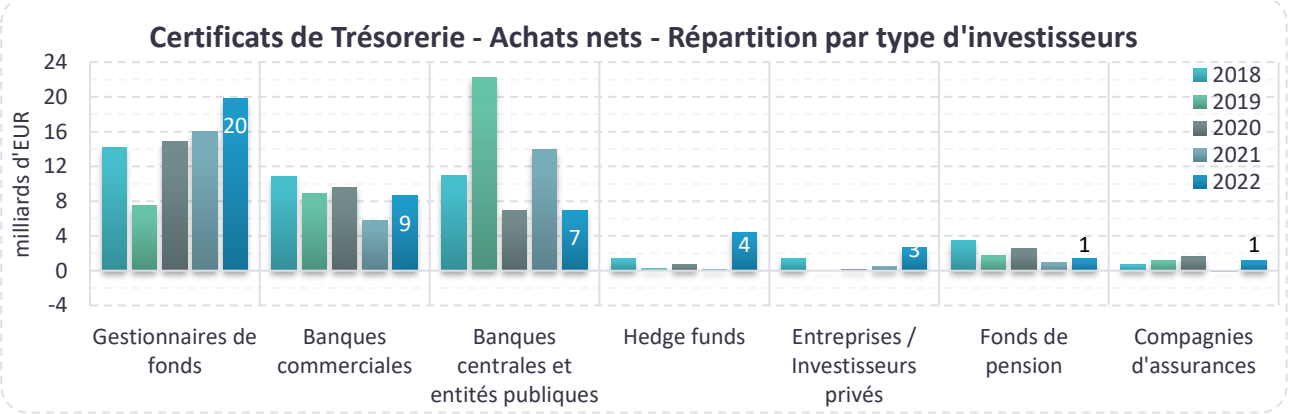
Sur le plan géographique, comme les années précédentes, une forte concentration s'est observée en Europe, où 82,9 % des achats nets des investisseurs ont eu lieu. Pour la première fois depuis 2019, les achats nets dans la zone euro (18,7 milliards d'euros) et le reste de l'Europe (18,6 milliards d'euros) sont presque égaux, les pays les plus actifs étant le Royaume-Uni, la Belgique, l'Irlande, l'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas.

Après une forte baisse des achats nets en 2022, les investisseurs asiatiques ont été dépassés par les investisseurs américains, les États-Unis d'Amérique et les Îles Caïmans étant les plus actifs. La baisse des achats nets des investisseurs asiatiques concerne principalement l'Asie de l'Ouest et l'Asie de l'Est.

De grandes différences sont également observées en termes de types d'investisseurs. La part des gestionnaires de fonds, déjà la plus importante en 2020 et 2021, a encore augmenté en 2022. Avec un total de 19,8 milliards d'euros, ils représentent désormais 44,1 % du total des achats nets des investisseurs.

Les banques commerciales sont désormais le deuxième type d'investisseurs, avec 8,6 milliards d'euros, suivies par les banques centrales et entités publiques, dont les achats nets sont passés de 13,9 milliards d'euros en 2021 à 6,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2022. Les *hedge funds* ont acheté un montant net de 4,4 milliards d'euros de certificats de Trésorerie en 2022. Il s'agit de loin de leur plus haut niveau d'achats nets jamais réalisé.

Les entreprises et les investisseurs privés ont également acheté nettement plus de certificats de Trésorerie que les années précédentes. Avec un total de 2,7 milliards d'euros d'achats nets, ils ont largement devancé les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Pour ces dernières, les achats nets ne se sont élevés qu'à 0,8 milliard d'euros en 2021. En 2022, ils sont passés à 2,6 milliards d'euros.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.3. EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) ET SCHULDSCHEINE

Comme les années précédentes, les OLO sont restées l'instrument le moins cher pour le financement à long terme du Royaume de Belgique.

Dans une année marquée par d'importants chocs de taux, la demande des investisseurs s'est concentrée sur les instruments les plus liquides, comme les OLO. Les émissions dans d'autres devises dans le cadre du programme EMTN se sont révélées plus chères – après swap en EUR – que les OLO de maturité comparable.

Par conséquent, aucun EMTN ni Schuldscheine n'ont été émis en 2022.

3.4. EURO COMMERCIAL PAPER (ECP)

L'émission de dette à court terme dans le cadre du programme ECP est resté le moyen idéal pour apurer les déficits de caisse éventuels subsistant après l'émission d'OLO et de certificats de Trésorerie et ce, avec comme principaux avantages, la flexibilité sur le plan de la monnaie d'émission et de la maturité ainsi que les conditions de financement intéressantes.

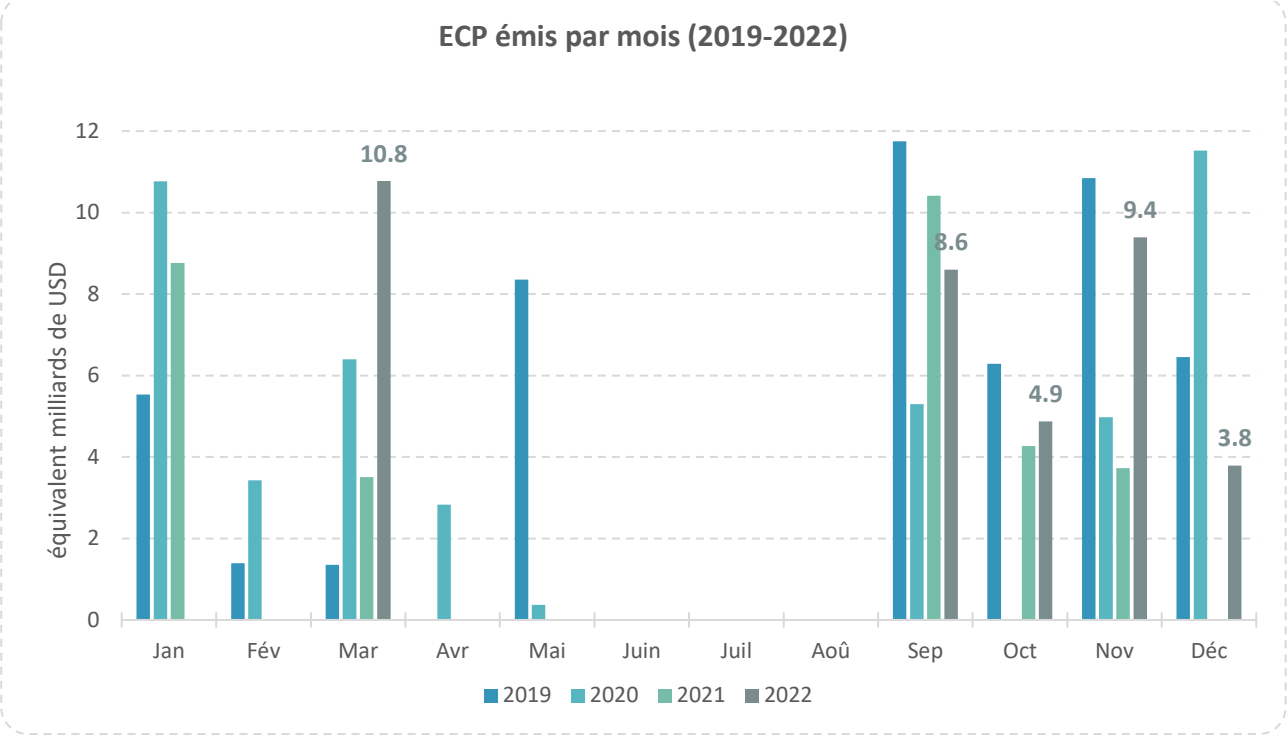
En 2022, un montant nominal de 37,49 milliards équivalent-dollar a été émis au titre du programme ECP, soit 35,24 milliards d'euros. Il s'agit d'une augmentation par rapport à l'année 2021, où l'équivalent de 30,68 milliards de dollars seulement avait été émis sous ce programme, un montant toutefois encore inférieur aux années précédentes. En 2020, c'est 45,59 milliards de dollars qui avaient été effectivement financés par des émissions d'ECP et jusqu'à 51,96 milliards de dollars en 2019. Les montants relativement limités émis au cours des deux dernières années s'expliquent principalement par les possibilités de financement historiquement bon marché des instruments à court terme libellés en euros même, à savoir les certificats de Trésorerie ainsi que le niveau élevé de financement à long terme au premier semestre de l'année.

Traditionnellement, la plupart des émissions d'ECP ont lieu avant l'échéance d'une OLO afin de financer son remboursement. Ce fut également le cas en 2022 : un montant de 10,78 milliards d'équivalent-dollars a été émis au mois de mars anticipant l'échéance de l'OLO 48 le 28 mars. Fin septembre 2022, alors que l'OLO 65 arrivait à échéance, un montant nominal de 8,60 milliards d'équivalent-dollars ont été émis pour la financer partiellement. Le dernier trimestre de l'année a également connu une forte activité d'émission d'ECP, avec 18,06 milliards d'équivalent-dollars émis au cours de ces trois mois avec le montant le plus important ayant été émis au mois de novembre (9,39 milliards d'équivalents dollars).

Le programme ECP est très flexible, car les émissions peuvent se faire dans un large éventail de devises, en théorie, toutes les devises pour lesquelles la BCE publie quotidiennement des cours de référence. Toutefois, les émissions d'ECP dans une devise étrangère sont toujours conclues sous la forme d'un *package deal* avec un *FX-swap* de telle sorte que l'Agence ne reçoit que l'euro à l'émission et donc sans risque de change entre l'émission et l'échéance. En 2022, 41% de toutes les émissions ont été libellées en euros, suivies de près par les émissions en dollars américains (40%). L'Agence a également réalisé des émissions ECP en livres sterling (19 %), ce qu'elle fait depuis l'année 2020.

Les périodes d'émission sont également très flexibles. Les émissions ECP peuvent être réalisées au robinet (*on tap*) chaque fois qu'il existe un besoin de financement spécifique et pour la maturité souhaitée, de 3 à 364 jours. Etant donné que le programme ECP est principalement utilisé pour financer les déficits de caisse restants après les émissions d'OLO et de certificats de Trésorerie, les maturités de ces émissions ECP sont très courtes dans la pratique. En moyenne, la maturité de ces émissions ECP a été de 24,5 jours en 2022, légèrement supérieure à l'échéance moyenne de 23 jours en 2021. 46% de l'ensemble des émissions ont été conclues pour une période inférieure à 1 mois, contre 38% à 1 mois et 16% à 2 mois.

En raison des maturités courtes des émissions ECP, ces instruments sont presque toujours détenus par les investisseurs jusqu'à l'échéance finale. Les principaux types d'investisseurs dans le programme ECP du Royaume de Belgique sont les gestionnaires de fonds (66%) et les entités publiques telles que les banques centrales (28%). Dans une moindre mesure, les ECP sont également achetés par des fonds de pension (2%), des banques (2%) et des compagnnies d'assurances (1%).



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.5. BONS D'ÉTAT

Les bons d'Etat sont des emprunts en euros à moyen et long termes à revenu fixe et coupons annuels. Ils sont placés par l'intermédiaire des établissements placeurs contractuellement liés à l'Agence ou par le service des Grands Livres.

Sur le marché primaire, ce produit est destiné aux particuliers domiciliés dans l'Espace économique européen et à certaines autres catégories d'investisseurs: les fondations, certains organismes publics, les associations sans but lucratif, les fabriques d'église ou des entités similaires.

Depuis l'informatisation du Service des Grands–Livres, la possibilité est offerte aux particuliers ainsi qu'à certaines personnes morales de souscrire aux bons d'Etat en ligne, d'en effectuer le paiement ainsi que de consulter leur portefeuille. Il s'agit d'une application qui offre un service alliant convivialité, qualité et efficacité. Il est en outre à souligner qu'une inscription nominative auprès des Grands–Livres est entièrement gratuite.

Après une suspension des émissions de plus de 3 ans suite à la faiblesse des taux d'intérêts, des bons d'Etat ont à nouveau pu être proposés aux investisseurs particuliers belges, et ce pour la première fois en juin 2022 (voir point stratégique 4.1), ainsi que lors des deux campagnes suivantes (en septembre et décembre 2022).

Lors des trois dernières campagnes de l'année, l'Agence aura proposé 7 bons d'Etat, trois bons d'Etat à 5 ans, un bon d'Etat à 8 ans et enfin trois bons d'Etat à 10 ans, les taux n'ayant pas suffisamment remonté que pour proposer des émissions à 3 ans. Malgré des coupons encore assez faibles (0,70% à 5 ans - 1,30% à 10 ans), la souscription de juin a montré des résultats encourageants avec un montant cumulé de 39,6 millions d'euros. La campagne de septembre, qui proposait 3 bons différents (1,05% à 5 ans - 1,40% à 8 ans - 1,70% à 10 ans), a vu une baisse du résultat à 20,6 millions d'euros. Enfin, l'année 2022 s'est clôturée par la campagne de décembre avec des taux de plus en plus attractifs (2,00% à 5 ans – 2,40% à 10 ans) avec un résultat cumulé de 48,6 millions d'euros. Ainsi, le montant souscrit pour 2022 s'est élevé à 108,73 millions d'euros, soit un résultat plus atteint depuis 2012. Dans ce contexte et vu l'intérêt suscité, la poursuite des émissions se justifie par le faible coût de ces émissions pour l'Agence, mais aussi par un souci de diversification des instruments d'émission de la dette.

En ce qui concerne le marché secondaire, les bons d'Etat sont cotés sur Euronext Brussels et la liquidité est assurée par la société Florint BV.

Enfin, en vue de faciliter la liquidation et le règlement fiscal des bons d'Etat, ceux-ci sont repris dans le système de liquidation X/N de la Banque Nationale de Belgique.

EMISSIONS DES BONS D'ETAT EN 2022					
Emissions	Bons d'Etat	Coupon	Prix	ISIN	Total souscrit
04.06.2022				**TOTAL**	**39 574 100 EUR**
	BE à 5 ans	0,70 %	100 %	BE3871280108	18 140 700 EUR
	BE à 10 ans	1,30 %	100 %	BE3871281114	21 433 400 EUR
04.09.2022				**TOTAL**	**20 565 900 EUR**
	BE à 5 ans	1,05 %	100 %	BE3871282120	8 037 300 EUR
	BE à 8 ans	1,40 %	100 %	BE3871283136	3 810 300 EUR
	BE à 10 ans	1,70 %	100 %	BE3871284142	8 738 300 EUR
04.12.2022				**TOTAL**	**48 565 600 EUR**
	BE à 5 ans	2,00 %	100 %	BE3871285156	12 358 900 EUR
	BE à 10 ans	2,40 %	100 %	BE3871286162	36 206 700 EUR
				TOTAL	108 725 600 EUR

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.1. LE RETOUR DES BONS D'ÉTAT

En juin 2022, après une interruption de plus de trois ans, les bons d'État sont réapparus dans le paysage financier belge. En effet, cet instrument, existant depuis juin 1996[15], avait été proposé pour la dernière fois en mars 2019. Par la suite, les taux étaient devenus si bas qu'il n'était plus intéressant ni pour les investisseurs d'y souscrire, ni pour l'Agence de les proposer.

En effet, n'oublions pas que l'Agence privilégie toujours le moyen de financement le moins coûteux. Or il lui a été possible pendant cette période de se financer à des taux extrêmement compétitifs (voire négatifs) sur l'ensemble de ses autres instruments à court et long termes (certificats de Trésorerie, ECP, OLO et EMTN). Il fut donc décidé de suspendre les campagnes d'émission des bons d'Etat, sans pour autant les arrêter définitivement compte tenu, d'une part, de la place particulière de cet instrument auprès des investisseurs belges et, d'autre part, de l'utilité que celui-ci peut avoir pour le financement de l'Etat.

L'intérêt et le succès du bon d'Etat proviennent du fait que celui-ci répond adéquatement aux attentes du marché domestique : il s'agit d'un produit simple (taux fixe avec paiement annuel) avec la possibilité d'y souscrire gratuitement via les Grands Livres. Et les citoyens belges sont connus pour leur aversion au risque, comme en témoignent les volumes déposés sur les comptes d'épargne[16], les montants investis dans divers systèmes d'assurances et de garanties, et enfin leur goût prononcé pour l'investissement immobilier. Ce comportement d'investissement a en outre l'avantage de maintenir de l'argent directement disponible au cas où une opportunité, telle que le bon d'État, se présenterait.

Pour l'Agence, il est important de garder le bon d'État opérationnel afin d'assurer la diversification de ses produits et de sa base d'investisseurs. Cette possibilité d'émettre vers le public peut même devenir stratégique comme, à l'instar de l'automne 2011, lors de la crise des dettes souveraines où le taux des OLO avait fortement augmenté et l'émission de 3 bons d'État (et la forte publicité qui avait précédé) avait alors permis de récolter près de 6 milliards d'euros et avait ramené les taux OLO à des niveaux plus soutenables.

Toutes ces raisons, ajoutées au fait que durant la seconde moitié de 2022 les banques commerciales n'avaient pas réaugmenté le taux de leur compte d'épargne, font que le retour des bons d'État de 2022 remporta un franc succès. A trois reprises, lors des campagnes de juin, septembre et décembre, les investisseurs ont répondu présents avec un montant total pour l'année 2022 de plus de 108 millions d'euros.

En 2023, pour la première fois depuis 2019, les bons d'État font leur retour dans le plan de financement de l'Agence fédérale de la Dette. En effet, celle-ci a prévu d'y avoir recours pour 250 millions d'euros pour toute l'année. Finalement, ce montant aura déjà été dépassé après la première campagne où 262,3 millions d'euros ont été récoltés, auxquels doivent s'ajouter 127,5 millions d'euros lors de la campagne de juin 2023.

Nul doute qu'à l'avenir le bon d'Etat continuera de garder une place de choix dans le portefeuille des Belges.

[15] Les bons d'État ont succedé aux emprunts « Philippe », en référence à Philippe Maystadt, ministre des Finances (1988-1998).

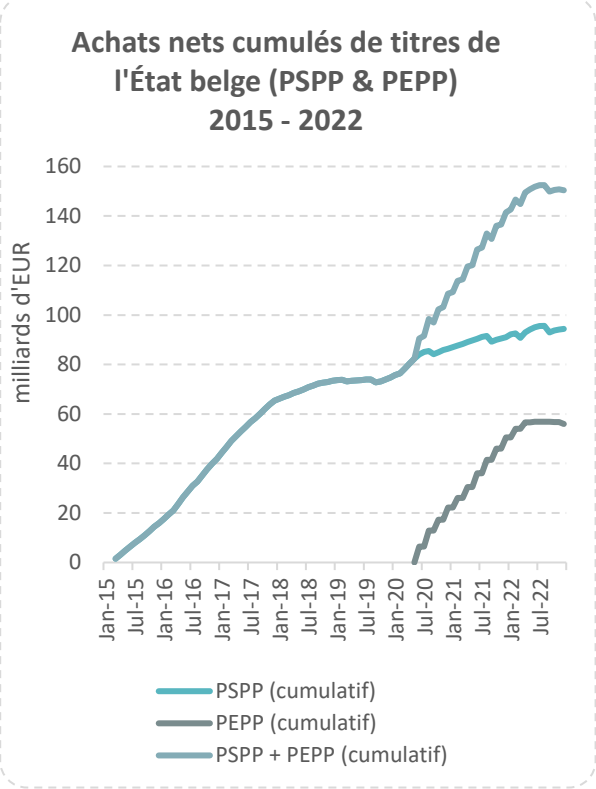
[16] 342 milliards d'euros au 31/12/2022.

4.2. LA FIN DE L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF DE LA BCE

En janvier 2015, la Banque centrale européenne a décidé de commencer à acheter des titres souverains des pays de la zone euro[17]. Quelques mois plus tôt, elle avait déjà commencé à acheter des *Asset Backed Securities* et des *Covered bonds*, mais pour que le programme d'assouplissement quantitatif soit suffisamment efficace, elle a du également cibler le marché beaucoup plus vaste des titres souverains.

Avec l'assouplissement quantitatif, la BCE a utilisé une méthode dite non conventionnelle pour atteindre son objectif (obtenir la stabilité des prix ou une inflation de 2,0% à moyen terme). En effet, les baisses successives de ses taux directeurs s'étant révélées insuffisantes, elle a eu recours à cette méthode non conventionelle. En achetant des titres financiers, en particulier des obligations d'État, la BCE soutient et augmente le prix de ces titres, ce qui réduit le taux d'intérêt des obligations d'État. La croissance économique plus forte qui en résulte alimente alors l'inflation.

Le programme d'achat d'obligations d'État a été baptisé *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Au cours des années suivantes, la BCE a ajusté à plusieurs reprises le rythme de ses achats. En mars 2020, elle a même mis en place un nouveau programme d'achat en raison du fort ralentissement attendu de la croissance économique et des pressions à la baisse sur l'inflation dues à la COVID-19. Ce programme a été baptisé *Public Emergency Purchase Programme* (PEPP).



Lors de la dernière réunion de la BCE en décembre 2021, il a été décidé de réduire les achats nets dans le cadre du PEPP à partir de janvier 2022 et de les interrompre à la fin du mois de mars 2022. Le réinvestissement des titres arrivant à échéance se poursuivrait au moins jusqu'à fin 2024. La BCE a également annoncé que les achats nets dans le cadre du PSPP allaient progressivement diminuer au cours de l'année 2022. Pour ce programme également, les titres arrivant à échéance seraient entièrement réinvestis dans le PSPP jusqu'à une date bien postérieure à la décision de relever les taux directeurs.

La forte hausse de l'inflation due à l'invasion de l'Ukraine a contraint la BCE à mettre fin aux achats nets dans le cadre du PSPP dès juillet 2022. En fait, elle relèvera ses taux directeurs pour la première fois en juillet.

Lors de la dernière réunion de la BCE, le 21 décembre 2022, la BCE a alors fixé une date pour

[17] Il s'agissait d'obligations d'État de pays étant au moins *investment grade*, c'est-à-dire notés au moins BBB-.

la réduction du portefeuille de titres d'État qu'elle détenait pour la première fois. À partir de mars 2023, le réinvestissement des titres du PSPP ne serait plus total, et son portefeuille serait réduit de 15 milliards d'euros par mois jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2023, et d'un montant non spécifié par mois à partir du troisième trimestre. Pour les titres PEPP, le réinvestissement intégral est resté inchangé jusqu'à la fin de 2024.

La fin des achats dans le cadre du PSPP en juillet 2022 signifia que le secteur privé devait à nouveau acheter davantage d'obligations d'État (belges et autres), ce qui entraîna une pression supplémentaire sur les taux d'intérêt. Entre-temps, la BCE releva également ses taux directeurs à plusieurs reprises. En conséquence, les rendements des obligations d'État et d'autres titres connurent une hausse brutale et inédite dans le courant de l'année 2022.

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.3. FLÉXIBILITÉ ET TRANSPARENCE DU PLAN DE FINANCEMENT

L'Agence fédérale de la Dette s'efforce d'être suffisamment prévisible en ce qui concerne ses plans de financement. En général, le financement final levé ne devrait pas s'écarter fortement des montants annoncés. En effet, cette prévisibilité, également appelée transparence, est appréciée par les investisseurs. L'incertitude quant aux réalisations finales entraînerait un taux d'intérêt plus élevé pour l'État fédéral.

La comparaison des montants prévus pour le financement à long terme sur la période 2018-2022 avec les montants effectivement levés montre que les différences ne sont substantielles qu'en 2020. Cette année-là, les besoins de financement ont été soudainement révisés de manière drastique en raison de la COVID-19, et il s'est donc avéré impossible de faire une bonne estimation des besoins de financement au préalable.

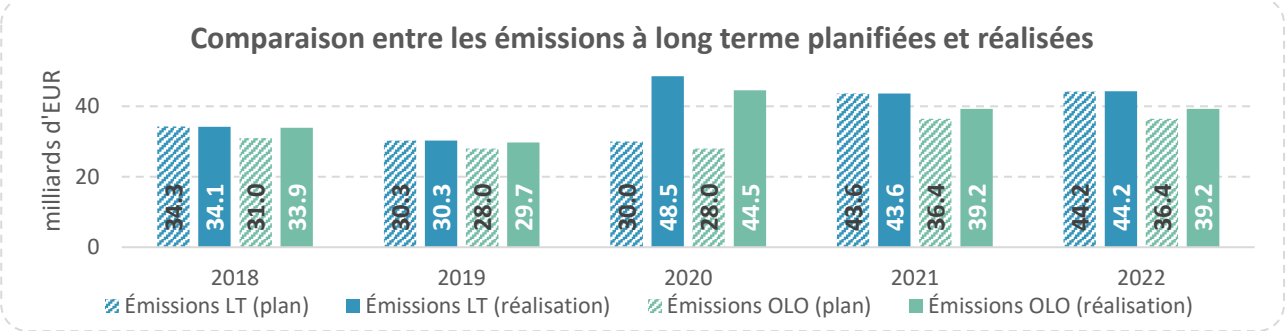
En ce qui concerne la forme de financement, OLO ou EMTN et Schuldscheine, on observe également un certain écart entre les montants prévus et les montants finalement réalisés, étant donné que les EMTN et les Schuldscheine n'ont invariablement pas atteint leur montant prédéterminé. Cependant, l'Agence a toujours été transparente sur le fait que le financement par d'autres produits ne se fera que s'il est moins cher que le taux d'OLO correspondant. Au cours de l'année, l'Agence a toujours communiqué l'évolution attendue en matière de financement alternatif et l'utilisation accrue de son produit standard, les OLO.

Toutefois, l'évolution significative des taux d'intérêt oblige désormais l'Agence à annoncer moins spécifiquement la durée des nouveaux emprunts OLO lors de la publication du plan de financement. D'une part, il est plus difficile de prévoir exactement les durées que le marché voudra financer. D'autre part, l'Agence laissera son choix dépendre des taux d'intérêt et de l'évolution attendue de ceux-ci. Ainsi, pour l'année 2023, aucune autre indication n'a été donnée quant à la durée de la troisième nouvelle OLO.

Il est essentiel que l'Agence dispose de marges importantes par rapport aux normes imposée dans les Directives Générales du ministre des Finances. Les valeurs des risques et la durée moyenne au 31 décembre 2022 démontrent ces marges substantielles.

Paramètres	Valeur au 31/12/2022	Max./min.
Risque de refinancement à 12 mois	13,22%	17,50% max.
Risque de refixation à 12 mois	13,69%	17,50% max.
Risque de refinancement à 60 mois	36,89%	42,50% max.
Risque de refixation à 60 mois	37,35%	42,50% max.
Durée moyenne	10,32 années	9,25 années min.

L'Agence disposera ainsi d'une flexibilité suffisante dans ses choix de financement pour les années à venir.



4.4. LA MAÎTRISE DE L'ORGANISATION DE L'AGENCE

L'Agence fédérale de la Dette dispose d'une structure de gouvernance et de normes de contrôle interne et de suivi des risques existants et potentiels élaborées afin de maintenir les risques identifiés sous contrôle. Suite à l'intégration de l'Agence fédérale de la Dette dans le champs d'application de l'Arrêté Royal du 15 mai 2022 relatif à la maîtrise de l'organisation au sein de certains services du pouvoir exécutif fédéral, un comité de risques a été constitué en février 2022. 13 réunions de ce comité de risques ont eu lieu en 2022 et ont traité des aspects liés à la gestion des risques et l'application des normes sur la maîtrise de l'organisation et complète la structure de gouvernance déjà existante.

Une méthodologie sur la maîtrise des risques est élaborée dans la *Risk Management Policy* de l'Agence fédérale de la Dette et suivie par le *Risk Officer* et les correspondants risques de l'organisation.

Une analyse de risques est mise en place et reprend tous les risques de l'organisation, les contrôles et actions à prendre permettant de maintenir les risques à un niveau acceptable. Un rapport d'analyse des risques est transmis au Comité Exécutif et au Comité Stratégique de l'Agence fédérale de la Dette. L'analyse des risques est réévaluée deux fois par an avec les Directeurs et personnes clées de l'organisation.

Les risques principaux identifiés relèvent de l'organisation et de la gouvernance, de la disponibilité du personnel, de la continuité des activités et les risques propres aux processus de l'Agence de la Dette. Les contrôles en place permettent de maintenir tous les risques identifiés à un niveau acceptable et de garantir une réalisation des objectifs de l'Agence dans un environnement de contrôle approprié.

La fonction d'audit interne de l'Agence est prise en charge par l'Audit Interne Fédéral conformément à l'arrêté royal du 15 novembre 2021 déterminant le fonctionnement et l'organisation du contrôle interne et de l'audit interne de l'Agence fédérale de la Dette.

L'Agence fédérale de la Dette a élaboré un rapport de maîtrise de l'organisation conformément à l'Article 7 de l'arrêté royal du 15 mai 2022 relatif à la maîtrise de l'organisation au sein de certains services du pouvoir exécutif fédéral. Le rapport annuel de 2022 de maîtrise de l'organisation a été envoyé le 15 mars 2023 au ministre des Finances, au Comité d'audit de l'Administration fédérale et à l'Audit fédéral interne.

Ce rapport de contrôle interne comprend le résultat de l'évaluation des dispositifs de contrôle interne sur base des grilles d'évaluation des domaines de gestion conçues par l'Audit interne fédéral. Cette analyse permet de mesurer la maturité dans différents domaines de gestion, en vue d'évaluer le niveau de gestion de l'organisation et mettre en évidence les points d'amélioration éventuels permettant de garantir une maîtrise adéquate des risques.

Cette analyse a permis de mettre en évidence des mesures de contrôle complémentaires à mettre en place pour atteindre un niveau de maturité plus élevé par e.a. la standardisation et développement de procédures complémentaires, l'élaboration d'un Bilan HR, l'extension du plan de continuité.

Chaque année, l'Agence reçoit de la part du ministre des Finances une mission claire et des Directives générales pour garantir le financement de l'Etat en minimisant les coûts.

L'Agence dispose de règles de Gouvernance et de dispositifs de contrôle interne intégrés dans les processus et dans les systèmes, ainsi que le contrôle externe réalisé par la Cour des Comptes et l'Audit interne Fédéral lui permettant de réaliser cette mission dans un environnement de contrôle adéquat.

ANNEXES

A. GARANTIES D'ÉTAT ACCORDÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION ET PRIMES RECUES (EN EUR)				
	Encours au 31/12/2021	Encours au 31/12/2022	Prime 2021	Prime 2022
Dexia-garantie 2013	24 730 142 867	19 435 163 938	13 701 155	11 584 818

ANNEXES

B. ÉVOLUTION DU RATING DU ROYAUME DE BELGIQUE

- **FITCH RATINGS**
  - 10/03/2023 : Notation AA- confirmée, perspectives négatives
  - 18/03/2022 : Notation AA- confirmée, perspectives stables
  - 26/03/2021 : Notation AA- confirmée, perspectives négatives

- **S&P**
  - 17/03/2023 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 16/09/2022 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 21/03/2022 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 22/03/2021 : Notation AA confirmée, perspectives stables

- **MOODY'S**
  - 26/11/2021 : Notation Aa3 confirmée, perspectives stables
  - 01/12/2020 : Notation Aa3 confirmée, perspectives stables

- **DBRS**
  - 03/02/2023 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 12/08/2022 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 11/02/2022 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives négatives
  - 12/02/2021 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives négatives

- **JAPANESE CREDIT RATING AGENCY**
  - 25/03/2022 : Notation AAA confirmée, perspectives stables
  - 23/09/2020 : Notation AAA confirmée, perspectives stables

- **RATING AND INVESTMENT INFORMATION, INC.**
  - 28/06/2021 : Notation AA+ confirmée, perspectives stables
  - 27/01/2020 : Notation AA+ confirmée, perspectives stables

- **CREDITREFORM RATING**
  - 24/06/2020 : Notation AA confirmée, perspectives négatives
  - 07/02/2020 : Notation AA confirmée, perspectives négatives

C. DEALERS ET ÉTABLISSEMENTS PLACEURS
(SITUATION AU 31/05/2023)

PRIMARY DEALERS

- BARCLAYS BANK IRELAND PLC, Dublin
- BNP PARIBAS FORTIS SA, Bruxelles
- BOFA Securities Europe SA, Paris
- CITIGROUP GLOBAL MARKETS EUROPE AG, Frankfurt
- CREDIT AGRICOLE CIB, Paris
- DEUTSCHE BANK AG, Frankfurt
- HSBC CONTINENTAL EUROPE SA, Paris
- JP MORGAN SE, Frankfurt
- KBC BANQUE SA, Bruxelles
- MORGAN STANLEY EUROPE SE, Frankfurt
- NATIXIS SA, Paris
- NATWEST MARKETS NV, Amsterdam
- NOMURA FINANCIAL PRODUCTS EUROPE GMBH, Frankfurt
- SOCIETE GENERALE SA, Paris

DEALERS (ECP)

- ABN AMRO BANK NV, Amsterdam
- BARCLAYS BANK IRELAND PLC, Dublin
- BRED BANQUE POPULAIRE SA, Paris
- CITIGROUP GLOBAL MARKETS EUROPE AG, Frankfurt
- ING BANK NV, Amsterdam
- COÖPERATIEVE RABOBANK U.A., Utrecht

ÉTABLISSEMENTS PLACEURS
(BONS D'ÉTAT)

- BANQUE DEGROOF PETERCAM SA, Bruxelles
- BELFIUS BANQUE SA, Bruxelles
- BNP PARIBAS FORTIS SA, Bruxelles
- BPOST BANQUE SA, Bruxelles
- CRELAN SA, Bruxelles
- DEUTSCHE BANK AG, Bruxelles
- GOLDWASSER EXCHANGE, Bruxelles
- ING BELGIQUE SA, Bruxelles
- KBC BANQUE SA, Bruxelles
- LELEUX ASSOCIATED BROKERS SA, Bruxelles
- VAN DE PUT & CO, Anvers
- VDK SPAARBANK, Gand

D. ORGANIGRAMME DE L'AGENCE FÉDÉRALE DE LA DETTE

Belgian Debt Agency | 01.05.2023

www.debtagency.be
info@debtagency.be
Av. des Arts, 30 - B 1040 Brussels (Belgium)

D1 FRONT OFFICE

Maric POST maric.post@debtagency.be	+32 2 282 61 14

TREASURY & CAPITAL MARKETS	frontoffice@debtagency.be +32 2 282 61 20
DEPUTY DIRECTOR	
Jonas VERVOORT jonas.vervoort@debtagency.be	+32 2 282 61 15
NEW PRODUCT MANAGER	
Marc COMANS marc.comans@debtagency.be	+32 2 282 61 21
TRADERS	
Komla AGBATI komla.agbati@debtagency.be	+32 2 282 61 10
Aziz AKAHLOUN aziz.akahloun@debtagency.be	+32 2 282 61 26
Sander DOBBENIE sander.dobbenie@debtagency.be	+32 2 282 61 11
Jan GILIS jan.gilis@debtagency.be	+32 2 282 61 19

HR, SECRETARY'S OFFICE	hr@debtagency.be +32 2 574 70 80
HR OFFICER	
Dimitri RODIOS Dimitri.rodios@debtagency.be	+32 2 575 62 03
EXECUTIVE ASSISTANT	
Christelle DEBOIS christelle.debois@debtagency.be	+32 2 575 90 38
Bobette NDILU NZUZI bobette.ndilunzuzi@debtagency.be	+32 2 576 20 17

INTERNAL CONTROLLER	
Alexander WEDNER alexander.wedner@debtagency.be	+32 2 576 29 16

D2 MIDDLE OFFICE

Jean DEBOUTTE jean.deboutte@debtagency.be	+32 2 574 72 79

STRATEGY & RISK MANAGEMENT	risk@debtagency.be +32 2 574 71 70
DEPUTY DIRECTOR	
Laurent BOUILLON laurent.bouillon@debtagency.be	+32 2 576 58 44
EXPERTS RISK MANAGEMENT	
Fabienne LAENEN fabienne.laenen@debtagency.be	+32 2 574 71 91
Youri MARTIN youri.martin@debtagency.be	+32 2 576 91 31
Sandra MUKWAYANZO N'SELE sandra.mukwayanzonsele@debtagency.be	+32 2 575 67 52
Olivier POSWICK olivier.poswick@debtagency.be	+32 2 575 92 97
Annemie VAN DE KERKHOVE annemie.vandekerkhove@debtagency.be	+32 2 574 73 51

INVESTOR RELATIONS, LEGAL & PRODUCT DEVELOPMENT	info@debtagency.be +32 2 574 71 60
DEPUTY DIRECTOR	
Quentin OLBRECHTS quentin.olbrechts@debtagency.be	+32 2 576 94 61
EXPERTS INVESTOR RELATIONS	
Didier DELETRAIN didier.deletrain@debtagency.be	+32 2 574 73 96
Charles PONCHAU charles.ponchau@debtagency.be	+32 2 575 91 15
Jan VANGOIDSENHOVEN jan.vangoidsenhoven@debtagency.be	+32 2 574 71 69
LEGAL COUNSEL	
Claude VANKERCKHOVEN claude.vankerckhoven@debtagency.be	+32 2 575 99 62

D3 BACK OFFICE & ICT

Thierry FOURNEAUX thierry.fourneaux@debtagency.be	+32 2 575 76 92

BACK OFFICE	backoffice@debtagency.be +32 2 574 75 10
DEPUTY DIRECTOR	
Dominique DALLE dominique.dalle@debtagency.be	+32 2 574 72 63
ASSISTANT DEPUTY DIRECTOR	
Steve MOENS steve.moens@debtagency.be	+32 2 574 74 19
EXPERTS BACK OFFICE	
Sara DORU sara.doru@debtagency.be	+32 2 575 82 54
Jasper SCHEIRLINCKX jasper.scheirlinckx@debtagency.be	+32 2 575 29 62
Jos WAUTERS jos.wauters@debtagency.be	+32 2 574 71 68
Ghislain YANS ghislain.yans@debtagency.be	+32 2 574 72 27

ICT DEVELOPMENT	systems@debtagency.be +32 2 574 70 20
DEPUTY DIRECTOR	
Els ANDRIESSENS els.andriessens@debtagency.be	+32 2 574 70 04
EXPERTS DEVELOPMENT	
Maurice BOLABOTO maurice.bolaboto@debtagency.be	+32 2 574 75 11
Philippe HUBERT philippe.hubert@debtagency.be	+32 2 574 71 57
Filip OVERMEIRE filip.overmeire@debtagency.be	+32 2 574 70 81
David PASGANG david.pasgang@debtagency.be	+32 2 576 58 77

ICT OPERATION	systems@debtagency.be +32 2 574 70 20
DEPUTY DIRECTOR	
Marc STERCKX marc.sterckx@debtagency.be	+32 2 574 74 22
EXPERT OPERATION	
Patrick MATHIEUX patrick.mathieux@debtagency.be	+32 2 574 71 64

- **CONFERENCE CALL DEVICE** : +32 2 572 20 69
- **INFORMATION PAGES** : Thomson-Reuters : BEDA/MENU • Bloomberg : BEDA
- **FAX** : D1/D2/D3 ICT/Secretaries : +32 2 579 58 43 • D3 Back-Office : +32 2 230 33 35
- **EXECUTIVE COMMITTEE** : D1 : M. POST • D2 : J. DEBOUTTE (Chairman) • D3 : T. FOURNEAUX
- **STRATEGIC COMMITTEE** : General Administrator : A. DE GEEST (Chairman) • D1 : M. POST • D2 : J. DEBOUTTE • D3 : T. FOURNEAUX
  Minister's representative : F. KORKMAZER • Finance Inspector : K. DEBRUYNE

ANNEXES

E. COLOPHON

CONTACT

Agence fédérale de la Dette
Avenue des Arts 30
1040 Bruxelles

Tel.: + 32 257 470 80
Courriel : info@debtagency.be
Site Internet : www.debtagency.be

ÉDITEUR RESPONSABLE

Jean DEBOUTTE
Directeur D2 Middle Office
Président du Comité exécutif

Photos : © 2023 BDA

Date : 13/06/2023

ANNEXES