

RAPPORT ANNUEL 1999

MINISTERE DES FINANCES
Administration de la Trésorerie
30, avenue des Arts
1040 Bruxelles

TABLE DES MATIERES

Avant-propos du Ministre des Finances	5
INTRODUCTION	7
Les grands chiffres de la Dette	12
CHAPITRE 1: Le passage à l'euro	17
CHAPITRE 2: Le marché primaire de la dette domestique à moyen et long termes	27
CHAPITRE 3: Le marché primaire de la dette domestique à court terme	41
1. Les certificats de Trésorerie	43
2. Les "Belgian Treasury Bills" en euros et l'interbancaire	49
CHAPITRE 4: Le marché secondaire de la dette domestique	51
1. L'évolution récente du marché secondaire des instruments de la dette domestique	53
2. L'échéancier de la dette consolidée domestique	56
CHAPITRE 5: Les marchés primaire et secondaire de la dette en monnaies étrangères	61
1. La dette à moyen et long termes	63
2. La dette à court terme	64
3. La gestion du risque sur la dette en monnaies étrangères	65
4. Le "Programme for the Issuance of Debt Instruments"	65
5. L'échéancier de la dette consolidée en monnaies étrangères	66
CHAPITRE 6: Les grands agrégats de financement de la dette en 1999	69
1. L'évolution du refinancement de la dette en 1999	71
2. L'amortissement de la dette directe en BEF et en EUR	80
3. La dette débudgétisée et la dette garantie	82
CHAPITRE 7: Gestion de la dette de l'Etat en référence au portefeuille-type	85
CHAPITRE 8: L'évolution des finances des pouvoirs publics en 1999	93
1. L'application du programme de stabilité 1999-2002	95
2. La politique budgétaire pour 2000 et le Programme de Stabilité de la Belgique (2000-2003)	98
GLOSSAIRE	101
ANNEXES: Organigramme et liste des dealers en valeurs du Trésor	116

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

Le Rapport annuel de la dette pour 1999 est un jalon supplémentaire dans l'opération de transparence entamée il y a plus de dix ans en matière de gestion de la dette publique. Le lecteur y trouve toutes les informations sur les opérations d'émission et de gestion effectuées par l'Agence de la Dette au cours de l'année écoulée. Le Rapport est en outre un témoignage de l'amélioration constante des finances publiques de la Belgique.

L'année 1999 a constitué pour les pays de l'Union économique et monétaire une transition entre deux événements majeurs: le passage à la monnaie unique et le passage à l'an 2000. Ces événements ont représenté pour les gestionnaires de dette autant de défis à relever, quoique de nature totalement différente. Le passage à l'euro a introduit notre pays dans le grand marché de l'euro tandis que le second événement était essentiellement technologique. Je suis heureux de pouvoir constater que l'un et l'autre se sont passés sans accroc. L'intense préparation qui les a précédés au sein des administrations publiques en général et dans le Ministère des Finances en particulier n'y est pas étrangère.

Après la décision du Conseil européen du début du mois de mai 1998 qui a admis la Belgique dans la troisième phase de l'Union économique et monétaire dès le 1er janvier 1999, les adaptations des instruments et les nouveaux mécanismes de gestion de la dette publique fédérale qui avaient été initiés depuis près d'un an ont montré leur pertinence. Je voudrais plus particulièrement relever la mise en place au 1er octobre 1998, au sein de l'Administration de la Trésorerie, de l'Agence de la dette, la constitution d'un nouveau groupe élargi de spécialistes en valeurs de la dette («primary dealers») et les nouvelles modalités en matière d'émission des OLO et des certificats de Trésorerie, de loin les deux principaux instruments de la dette fédérale.

La poursuite du redressement budgétaire combinée à une gestion dynamique de la dette publique, encore renforcée par la baisse des taux d'intérêt à court et à long termes, a commencé à faire sentir ses effets : la progression de la dette se ralentit en termes nominaux et son importance par rapport à la richesse créée, le Produit Intérieur Brut (PIB), ne cesse de diminuer. La poursuite, et même l'accélération du phénomène de désendettement, constitue pour le Gouvernement une priorité essentielle, dont l'importance a encore été réaffirmée dans le "Programme de Stabilité" de notre pays pour la période 2000-2003.

Grâce à la croissance économique et aux mesures décidées par le Gouvernement, l'équilibre budgétaire est désormais en vue. Mieux même, un excédent de nature structurelle pourra être réalisé avant la fin de la législature avec en plus un allègement de la pression fiscale, si la croissance se maintient au niveau projeté.

La gestion de la dette publique entre dans une nouvelle ère, celle de la perspective d'une réduction de l'encours.

Déjà fortement efficiente, la structure de la dette publique fédérale sera encore améliorée par l'élimination totale du risque de change résiduel qui constitue une des priorités retenues avec un meilleur étalement de l'échéancier.

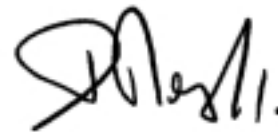
J'ai fixé comme objectif pour les gestionnaires de la dette la mise en place d'instruments permanents de monitoring devant permettre de déterminer l'impact de chaque opération d'émission ou de gestion sur le budget ainsi que sur les principales variables de la dette (duration par exemple). La mise en place d'une base de données intégrée rendant possible un suivi à tout moment constitue le complément des autres réformes mises en place depuis une dizaine d'années. La création à la fin du mois de mars en Belgique, à l'instar de ce que d'autres pays de la zone

euro ont également décidé, d'une plate-forme de trading électronique, MTS Belgium, à laquelle sont associés tous les «primary dealers» de la dette belge contribuera à assurer une plus grande liquidité au marché des OLO et partant à une réduction du coût du financement pour l'État.

Grâce à cet ensemble cohérent d'instruments, de procédures et de partenaires, l'Agence de la Dette peut se tourner vers l'avenir avec confiance et apporter sa contribution à l'assainissement financier des finances publiques fédérales.

Ces perspectives encourageantes ne doivent néanmoins pas nous faire oublier que le niveau d'endettement public de la Belgique reste élevé, ce qui implique une vulnérabilité de nos finances publiques aux chocs durables des taux d'intérêt. Une utilisation prudente et judicieuse des marges dégagées par l'effet boule de neige inversé s'avère plus nécessaire que jamais.

Le Ministre des Finances,



Didier REYNDERS

INTRODUCTION

L'année 1999 s'est caractérisée, en Belgique, par une croissance économique moyenne avec une augmentation du Produit Intérieur Brut de 2.5%. Si la croissance est moins élevée que l'année précédente, les résultats engrangés sont toutefois meilleurs que ce que l'on prévoyait avec les conséquences de la crise asiatique et de celle de la dioxine. Durant le premier semestre de l'année, ces perturbations ont en effet eu un impact négatif sur les exportations belges et ont provoqué un affaiblissement conjoncturel. Pendant le deuxième semestre de l'année, un net revirement s'est produit, tiré par les exportations. Globalement, le surplus courant de la balance des paiements a légèrement diminué sur une base annuelle mais se situe néanmoins à un niveau appréciable étant donné l'environnement économique (4.0% du PIB en 1999 contre 4.1% du PIB en 1998).

Si la demande intérieure reste une composante dynamique de la croissance, il semble que les exportations prennent le relais pour l'année 1999 (+3%). Ainsi, le taux de croissance de la consommation privée a été de 2% contre 3.8% l'année précédente, résultant en partie de la moindre croissance du revenu disponible des ménages. Les exportations nettes, quant à elles, contribuent de nouveau de manière positive à la croissance économique.

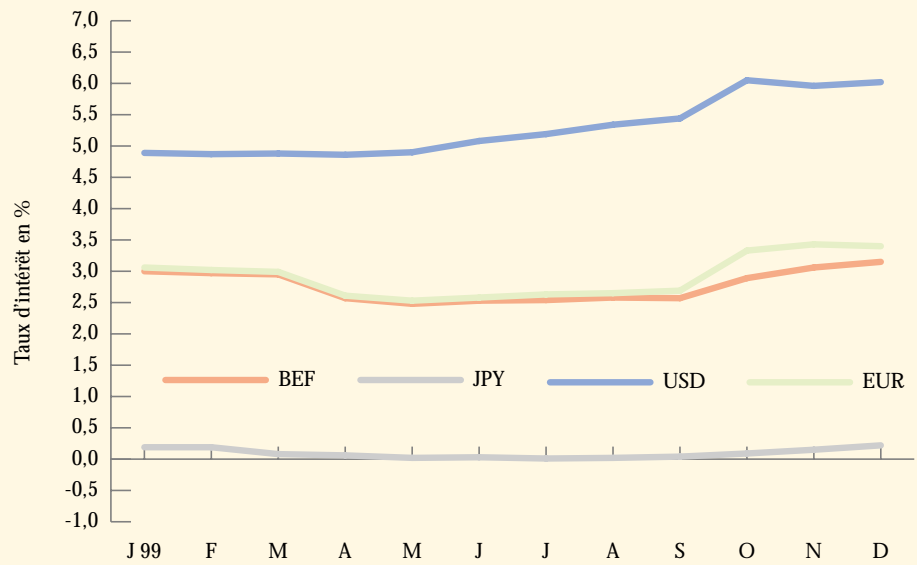
L'inflation est restée modérée en 1999: la hausse des prix à la consommation a légèrement augmenté pour passer de 0.9% en 1998 à 1.1% en moyenne pour l'année sous revue. Cette légère augmentation résulte en partie du renchérissement du coût de l'énergie.

En dépit du ralentissement de l'activité, le chômage, traditionnel point faible en Belgique, a poursuivi la tendance baissière entamée les années précédentes (9% de la population active en 1999 contre 9.5% l'année précédente). Ceci résulte en partie de la politique d'emploi poursuivie par les autorités qui accordent une importance toute particulière à la formation, à l'abaissement des charges indirectes sur le travail, à la maîtrise des coûts salariaux et à la préservation de la compétitivité.

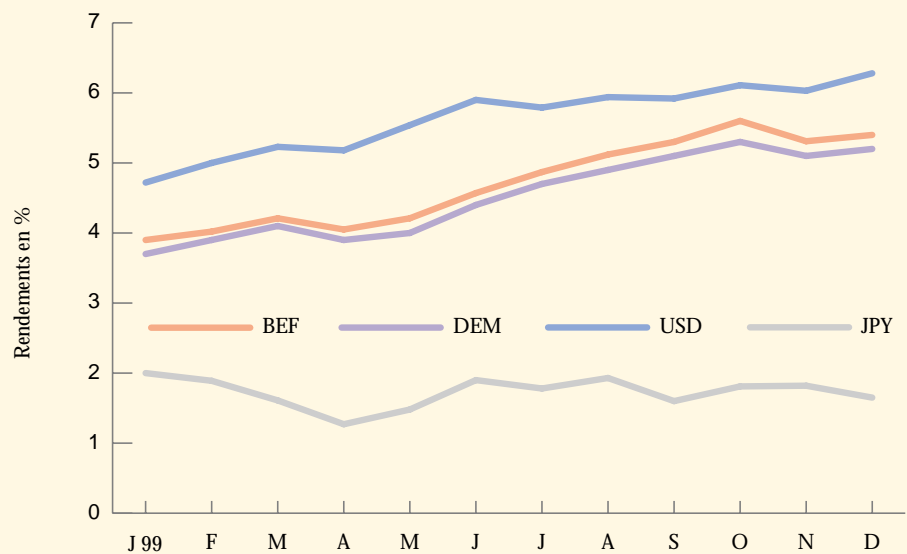
L'année 1999 a été celle de l'avènement de l'euro et de son acceptation par les marchés. Cette réussite résulte de la capacité des pays-membres de respecter les critères de convergence. En matière de finances publiques, au cours de l'année sous revue, le besoin net de financement de l'ensemble des pouvoirs publics belges s'est ainsi élevé à 0.9% du PIB, soit 0.4 point de pourcentage de mieux que prévu. Cette excellente performance résulte de la maîtrise des dépenses et de la bonne tenue des recettes qui ont permis d'atteindre en 1999 un surplus primaire de 6.3% du PIB. Quant au taux d'endettement, il a continué à diminuer pour atteindre, à fin décembre 1999, 114.4% du PIB contre 117.4% en 1998.

En ce qui concerne les taux d'intérêt belges en 1999, le segment du court terme a affiché un profil stable autour de 3% alors que les taux à long terme ont suivi une évolution à la hausse, en parallèle avec celle enregistrée dans d'autres pays, anticipant et reflétant le redémarrage de l'économie.

Graphique 1: Moyennes des taux d'intérêt à 3 mois en 1999.



Graphique 2: Moyennes des rendements sur le marché des capitaux nationaux des emprunts publics à long terme en 1999.



De janvier à décembre 1999, les taux à court terme belges (certificats de Trésorerie à 3 mois) sont ainsi passés, en moyenne, de 3% à 3.15% en ayant toutefois connu des niveaux moins élevés en milieu d'année résultant en partie de la diminution des taux décidée par la Banque Centrale Européenne en avril 1999. Tout au long de l'année, les spreads par rapport à la moyenne des rendements en euro à 3 mois ont été positifs à l'avantage des taux belges.

En ce qui concerne les taux à long terme calculés sur les emprunts du secteur public belge de 6 ans et plus, leur évolution a été plus marquée à la hausse, reflétant les anticipations de reprise économique. De janvier à décembre 1999, ils sont passés, en moyenne, de 3.9% à 5.40%. Quant au rendement du benchmark OLO à 10 ans il est passé, pour la même période, de 3.85% à 5.58% avec un spread moyen par rapport aux bunds de même maturité de l'ordre de 26 points de base à l'avantage de ces derniers.

Les charges d'intérêt sur la dette fédérale ont à nouveau diminué en 1999 par rapport à 1998 en passant de 607.6 à 586.9 milliards de BEF. Cette évolution positive résulte de la diminution du taux moyen pondéré de la dette ainsi que de la gestion prudente dans le cadre du "benchmark debt portfolio".

Enfin, parmi les innovations introduites en 1999, l'on citera: la mise en place d'un nouveau corps de primary dealers et de recognized dealers, le recours à la technique de la syndication pour le lancement initial de nouvelles lignes d'OLO en vue d'augmenter la liquidité des lignes et de diversifier la base des investisseurs, l'émission d'une nouvelle OLO à taux variable (FRN), l'introduction de l'annonce d'une fourchette pour le montant émis des certificats de Trésorerie ainsi que l'adaptation du calendrier des émissions et la réduction des lignes de certificats de Trésorerie en vue d'en augmenter la liquidité. L'on citera également la préparation d'innovations concernant plus particulièrement l'année 2000 telles que l'adaptation du calendrier d'émission des OLO et des offres d'échange et la mise en place d'une plate-forme domestique de trading électronique (MTS Belgium).

Le tableau ci-après présente les "grands chiffres" de la dette publique fédérale en 1999 comparés à ceux de 1998. Il s'agit, sauf mention contraire, de la dette publique à l'exclusion de la dette des Communautés et Régions, des pouvoirs locaux et de la Sécurité Sociale.

*

*

*

Tableau 1: Les grands chiffres de la dette (en milliards de BEF ou en %, au 31 décembre).

	1998	1999
1. SNF	113.8	147.1
2. - Différences de change	-3.7	38.8
- Capitalisation d'intérêts	17.2	9.6
- Opérations avec le FMI	-13.5	55.5
- Divers (correction des différences d'émission et d'échange)	-77.3	-24.6
- Plus value or	-89.0	0
3. Reprise de dettes	0	10.7
4. Variation effective de la Dette nette (1+2+3)	-52.5	237.1
5. Encours net (a)	9710.9	9948.1
6. Augmentation nette de la Dette en %	-0.54 %	2.44 %
7. Encours des opérations de gestion du Trésor (a)	47.4	6.0
8. Encours brut [(5)+(7)]	9758.3	9954.1
9. Encours des principaux instruments de la Dette		
A. En EUR/BEF:		
- Obligations linéaires	5668.7	6377.1
- Emprunts classiques	1459.9	1287.7
- Bons d'Etat	156.5	198.2
- Certificats de Trésorerie (encours net) (b)		
- 3 mois	570.7	199.1
- 6 mois	207.4	353.9
- 12 mois	668.2	618.7
- "Belgian Treasury Bills" en EUR/BEF	50.8	34.7
- Emprunts privés, interbancaires et divers	275.0	324.0
- Consolidée en ex-devises "zone euro"	315.9	139.5
Total :	9373.1	9532.9
En % du total de la dette en EUR/BEF		
- Obligations linéaires	60.48 %	66.90 %
- Emprunts classiques	15.58 %	13.51 %
- Certificats de Trésorerie	15.43 %	12.29 %
- Autres (Bons d'Etat inclus)	8.52 %	7.30 %
B. En monnaies étrangères		
- consolidée (EMTN+long terme)	366.3	339.5
- flottante	18.9	81.7
Total :	385.2	421.2

	1998	1999
10. Répartition selon les monnaies		
A. Dette domestique	9373.0	9532.9
- En EUR/BEF consolidée et flottante	9057.2	9393.4
- En autres monnaies zone euro	315.8	139.5
B. En devises	385.3	421.2
En % de l'encours brut total		
- EUR/BEF	96.05 %	95.77 %
- En devises	3.95 %	4.23 %
11. Répartition selon le terme à l'émission en % de l'encours brut total		
- long et moyen termes (>1an)	82.49 %	84.37 %
- court terme (<1an)	17.51 %	15.63 %
12. Répartition selon le taux en % de l'encours brut total		
- Taux fixe	80.8 %	84.1 %
- Taux variable	19.2 %	15.9 %
13. - Duration de la dette en BEF et en EUR	3.96	3.80
- Duration de la dette en devises non-euro	2.38	1.98
14. Charges d'intérêt de l'Etat central (c)	607.6	586.9
15. Taux d'intérêt moyen pondéré	6.5 %	6.3 %
16. PIB	9088.9	9394.8
17. Ratio SNF de l'Etat fédéral/PIB en %	1.25 %	1.56 %
18. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %	36.5 %	35.6 %
19. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (en % du PIB)	117.4 %	114.4 %
<p>(a) La différence entre l'encours brut et l'encours net de la dette soit 6 milliards de BEF à la fin 1999 tient à la déduction, d'une part, des placements temporaires effectués dans le cadre des opérations de gestion de trésorerie (3 milliards de BEF au 31 décembre 1999) et, d'autre part, du financement octroyé par le Trésor au Fonds des Rentes (3 milliards de BEF au 31 décembre 1999) en vertu de l'article 30 de la loi du 2 janvier 1991.</p> <p>(b) Encours net C.T. = différence entre le nominal émis et le montant des intérêts escomptés.</p> <p>(c) Hors intérêts capitalisés (échanges); ce montant est corrigé par les primes d'émission et d'échange réparties prorata temporis sur la durée de vie des emprunts concernés.</p> <ul style="list-style-type: none"> - en 1995, il s'agit d'un gain de 115 millions de BEF. - en 1996: gain de 1 089 millions de BEF. - en 1997: gain de 5 095 millions de BEF. - en 1998: gain de 10 223 millions de BEF. - en 1999: gain de 19 123 millions de BEF. 		

Tableau 2: Les grands chiffres de la dette (en milliards d'EUR ou en %, au 31 décembre).

	1998	1999
1. SNF	2.82	3.65
2. - Différences de change	-0.09	0.96
- Capitalisation d'intérêts	0.426	0.239
- Opérations avec le FMI	-0.33	1.38
- Divers (correction des différences d'émission et d'échange)	-1.916	-0.611
- Plus value or	-2.206	0
3. Reprise de dettes	0	0.27
4. Variation effective de la Dette nette (1+2+3)	-1.30	5.88
5. Encours net (a)	240.727	246.608
6. Augmentation nette de la Dette en %	-0.54 %	2.44 %
7. Encours des opérations de gestion du Trésor (a)	1.175	0.148
8. Encours brut [(5)+(7)]	241.90	246.75
9. Encours des principaux instruments de la Dette		
A. En EUR/BEF :		
- Obligations linéaires	140.52	158.08
- Emprunts classiques	36.1899	31.924
- Bons d'Etat	3.8795	4.913
- Certificats de Trésorerie (encours net) (b)		
- 3 mois	14.147	4.935
- 6 mois	5.14	8.774
- 12 mois	16.56	15.338
- "Belgian Treasury Bills" en EUR/BEF	1.259	0.861
- Emprunts privés, interbancaires et divers	6.817	8.037
- Consolidée en ex-devises "zone euro"	7.83	3.46
Total :	232.35	236.31
En % du total de la dette en EUR/BEF		
- Obligations linéaires	60.48 %	66.90 %
- Emprunts classiques	15.58 %	13.51 %
- Certificats de Trésorerie	15.43 %	12.29 %
- Autres (Bons d'Etat inclus)	8.52 %	7.30 %
B. En monnaies étrangères		
- consolidée (EMTN+long terme)	9.08	8.42
- flottante	0.468	2.024
Total :	9.55	10.44

	1998	1999
10. Répartition selon les monnaies		
A. Dette domestique	232.35	236.32
- En EUR/BEF consolidée et flottante	224.52	232.86
- En autres monnaies zone euro	7.828	3.458
B. En devises	9.55	10.441
En % de l'encours brut total		
- EUR/BEF	96.05 %	95.77 %
- En devises	3.95 %	4.23 %
11. Répartition selon le terme à l'émission en % de l'encours brut total		
- long et moyen termes (>1an)	82.49 %	84.37 %
- court terme (<1an)	17.51 %	15.63 %
12. Répartition selon le taux en % de l'encours brut total		
- Taux fixe	80.8 %	84.10 %
- Taux variable	19.2 %	15.90 %
13. - Duration de la dette en BEF et en EUR	3.96	3.80
- Duration de la dette en devises non-euro	2.38	1.98
14. Charges d'intérêt de l'Etat central (c)	15.06	14.57
15. Taux d'intérêt moyen pondéré	6.5 %	6.3 %
16. PIB	225.31	232.89
17. Ratio SNF de l'Etat fédéral/PIB en %	1.25 %	1.56 %
18. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %	36.5 %	35.6 %
19. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (en % du PIB)	117.4 %	114.4 %

(a) La différence entre l'encours brut et l'encours net de la dette soit 148 millions d' EUR à la fin 1999 tient à la déduction, d'une part, des placements temporaires effectués dans le cadre des opérations de gestion de trésorerie (74 millions d'EUR au 31 décembre 1999) et, d'autre part, du financement octroyé par le Trésor au Fonds des Rentes (74 millions d'EUR au 31 décembre 1999) en vertu de l'article 30 de la loi du 2 janvier 1991.

(b) Encours net C.T. = différence entre le nominal émis et le montant des intérêts escomptés.

(c) Hors intérêts capitalisés (échanges); ce montant est corrigé par les primes d'émission et d'échange réparties prorata temporis sur la durée de vie des emprunts concernés.

- en 1995, il s'agit d'un gain de 3 millions d'EUR.
- en 1996: gain de 27 millions d'EUR.
- en 1997: gain de 126 millions d'EUR.
- en 1998: gain de 253 millions d'EUR.
- en 1999: gain de 474 millions d'EUR.

CHAPITRE 1

LE PASSAGE A L'EURO

L'année 1999 a été marquée par la réussite totale du passage à l'euro le 1er janvier. Les obligations linéaires et les certificats de Trésorerie qui constituent la part majeure de la dette publique ont ainsi été convertis en euros. Ce basculement a profondément modifié la position de l'Etat en tant qu'émetteur souverain, le plaçant en concurrence, sur son propre marché, avec les autres émetteurs souverains de la zone euro. Mais, d'autre part, l'euro a aussi permis au Trésor d'avoir accès à un marché particulièrement liquide pour le placement de ses produits s'étendant bien au-delà du marché belge. Le grand marché a permis d'établir un meilleur équilibre entre l'offre et la demande de titres de la dette de l'Etat, ce qui s'est traduit au début de l'année sous revue par une diminution des taux d'intérêt sur le segment du court terme.

En ce qui concerne la gestion de la dette publique, le grand marché a élargi la gamme des instruments financiers comme les instruments dérivés qui permettent de réduire le coût de financement tout en diversifiant la détention de la dette. En outre, la gestion du Trésor, basée sur un portefeuille-type, est source de transparence et représente donc un avantage concurrentiel dans l'environnement euro.

Pour l'investisseur, l'euro, par la suppression du risque de change entre les différentes monnaies nationales, la diminution de la volatilité des taux d'intérêt ainsi qu'un cadre macroéconomique stable, lui offre également d'énormes avantages.

Les points qui suivent s'attacheront plus particulièrement à l'organisation des marchés, à la relibellisation de la dette de l'Etat, aux systèmes de trading électronique et à la gestion des ressources professionnelles et des systèmes.

1. L'ORGANISATION DES MARCHES

Dès 1997, des "groupes de travail euro" se sont réunis afin de formuler des recommandations en matière d'organisation des marchés. Les recommandations du groupe FINEURO concernaient entre autres les conventions de marché. Ainsi, le 1er janvier de l'année sous revue, l'on est passé, pour la base de calcul des intérêts, d'une base "30/360" à une base "actual/actual" pour le marché des capitaux, et d'une base "actual/365" à une base "actual/360" pour le marché monétaire. Les recommandations du groupe FINEURO ont principalement été reprises dans la loi du 30 octobre 1998 sur l'euro et, plus particulièrement pour la dette de l'Etat, dans l'arrêté royal du 26 novembre 1998 portant application de cette loi.

En outre, le Trésor a étudié, en collaboration avec les "primary dealers", les aspects techniques du marché des titres de la dette publique face à l'euro, plus particulièrement l'organisation des marchés primaire et secondaire des OLO, celle des certificats de Trésorerie, les échanges de titres ainsi que le clearing. Différentes mesures concrètes en ont résulté comme l'annonce d'une fourchette de montants avant les adjudications d'OLO et de CT en vue d'augmenter la transparence, la diminution progressive du nombre de lignes d'OLO et de CT afin d'obtenir un volume par ligne plus important ou encore la standardisation des dates de coupons pour augmenter la liquidité. Le recours à la technique de

la syndication pour certaines émissions d'OLO a également contribué à cet objectif de liquidité dans l'environnement euro.

Dans le cadre de l'organisation des marchés, le Trésor s'était constitué à la fin 1998 un nouveau corps de "primary dealers". La création de ce corps d'"euro-primary dealers" s'est formalisée, début 1999, par la signature du nouveau "Cahier des charges des primary dealers en valeurs du Trésor belge" qui tient compte du nouvel environnement euro. Les "primary dealers", plus diversifiés géographiquement, ont été choisis sur la base des critères suivants:

- stratégie développée dans la zone euro et, en particulier, dans le domaine des dettes gouvernementales;
- solidité financière;
- qualité et expérience dans le management;
- activité sur le marché de la dette de l'Etat belge;
- services rendus à la Trésorerie et qualité de la relation existante;
- intérêt manifesté par l'institution pour le statut de "primary dealer" ainsi que qualité et originalité de leurs présentations;
- intérêt pour le Trésor de la spécialisation régionale du candidat.

Ce nouveau groupe de "primary dealers" regroupe de manière équilibrée des institutions à force de placement "globale" et d'institutions à force de placement plus "régionale", c'est-à-dire dans certains marchés européens. Leur fonction principale est d'assurer la présence compétitive des produits en euros du Trésor en Belgique et sur les principales places financières européennes.

Le Trésor avait également procédé, fin 1998, à la sélection d'un corps de "recognized dealers". Ils n'ont pas, comme c'est une exigence requise des "primary dealers", d'obligations en matière de parts minimum à atteindre sur les marchés primaire et secondaire des titres de la dette publique. Les "recognized dealers" doivent promouvoir le placement des instruments du Trésor dans des régions où la demande pour des titres belges est faible ou inexistante ou encore pourrait être améliorée. La signature d'un cahier des charges spécifique a formalisé la création de ce corps de "recognized dealers".

Dans le nouvel environnement euro, le Trésor dispose ainsi à l'échelle européenne et internationale d'un réseau de placement et de trading des titres de la dette publique avec des institutions domestiques, régionales ou globales de premier ordre.

2. LA RELIBELLISATION

Les recommandations du groupe de travail FIN EURO en matière de relibellisation (ou conversion) en euros de la dette dématérialisée, suivant en cela le schéma national de place, furent concrétisées juridiquement par les mesures légales mentionnées au point précédent, à savoir la loi du 30 octobre 1998 relative à l'euro et l'arrêté royal du 26 novembre 1998.

La relibellisation a été effectuée selon le principe de la conversion en euros avec deux décimales, ligne par ligne, et compte par compte; ce qui évitait tout

mouvement d'espèces dû à d'éventuels arrondis, jugé trop onéreux par le secteur bancaire au vu du faible nombre relatif de comptes à traiter dans le système belge.

La relibellisation des obligations linéaires a concerné non seulement celles libellées en francs belges mais aussi celles émises en francs français et en deutsche mark dès avant le 31 décembre 1999 dans l'esprit d'une européanisation de la dette de l'Etat belge. La relibellisation des OLO convergentes a pu se faire étant donné que l'Allemagne et la France ont pris les mesures nécessaires pour la relibellisation de leur propre dette.

Techniquement, c'est le système de compensation de titres de la Banque Nationale de Belgique qui a converti d'office en euros, par catégorie de titres enregistrés sous un même code ISIN, les montants en comptes répertoriés dans son système pour chacun de ses participants, le deux janvier 1999, tandis que les teneurs de comptes convertissaient, pour leur part, chacun des comptes de leurs clients selon la même méthodologie.

Les très faibles différences (p.ex. 41.03 euros pour la totalité des obligations linéaires), dues à la sommation des arrondis, entre les montants convertis par les teneurs de comptes et les montants résultant de la conversion des comptes clients globaux en système de compensation de titres furent pris en charge par le Trésor qui ajusta en conséquence la circulation des titres relibellés. Toutes les conditions d'une relibellisation harmonieuse étaient donc réunies et se sont révélées efficaces tant dans l'intérêt du Trésor que des intermédiaires financiers et surtout des investisseurs. Le marché boursier des rentes et le marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de Trésorerie ont pu fonctionner harmonieusement en euros dès le 4 janvier 1999.

Pour permettre aux investisseurs d'arrondir les montants en compte au millier d'euros, unité minimale de transaction boursière, un système a également été mis au point qui permet, sur base volontaire uniquement, de revendre au Fonds des Rentes, organe régulateur du marché, les soultes jusqu'à 999.99 euros. Cette institution centralise alors les soultes et les réinjecte dans le marché.

Le Trésor avait également pris les mesures nécessaires à la relibellisation des bons du Trésor régis par l'arrêté ministériel du 6 juillet 1998, libellés en francs belges et en deutsche mark. Toutefois, les potentialités de refinancement direct en euros, dès le 1er janvier 1999 rendirent cette opération de relibellisation superfétatoire. Par contre, en accord avec les institutions internationales concernées, le Trésor procéda, en juin 1999 à la relibellisation des bons du Trésor émis dans le cadre de la participation financière de la Belgique aux institutions internationales dont la Belgique est membre.

Pour ce qui concerne la dette matérialisée, conformément aux recommandations de FIN EURO, celle-ci est restée jusqu'à ce jour non relibellée.

Dès le début de 1999, les obligations linéaires et les certificats de Trésorerie furent uniquement émis en euros, permettant ainsi au Trésor d'alimenter les marchés en euros constitués sur base des encours dans la nouvelle monnaie issus de l'opération de relibellisation du 2 janvier 1999.

Enfin, notons que le Trésor a décidé de ne pas procéder à la relibellisation des emprunts sous forme privée ou représentés par des titres au porteur, émis en deutsche mark, francs français et florins néerlandais, pour éviter les nombreuses difficultés juridiques et techniques ainsi que les coûts liés à une telle relibellisation à l'étranger.

3. L'INTEGRATION DES BENCHMARKS OLO DANS LE SYSTEME DE COTATION ELECTRONIQUE "EURO-MTS" ET LA MISE EN PLACE DU SYSTEME DE COTATION ELECTRONIQUE "MTS-BELGIUM"

De nombreux échanges de vues ont eu lieu entre le Trésor et les primary dealers sur l'opportunité et la mise en place d'un système électronique de trading pour les titres publics belges destinés à certains intervenants professionnels du marché, pour des transactions effectuées sur le marché secondaire hors bourse. Ce type de plate-forme électronique de trading est utilisé en Italie depuis une dizaine d'années ("Societa per il Mercato dei Titoli di Stato SpA" : "MTS SpA").

Cette plate-forme a engendré à Londres un "EuroMTS", créé en 1999 et sur lequel sont traités les emprunts de référence des Etats de l'Union européenne qui respectent certaines conditions (encours, émissions, etc...). EuroMTS a commencé avec les emprunts de référence allemands, français et italiens. Depuis le début de l'été 1999, ils ont été rejoints par les Pays-Bas, la Belgique (5 lignes d'OLO y sont cotées), l'Autriche, le Portugal et l'Espagne.

MTS a également été repris dans ces différents pays où des MTS domestiques ont été ou sont en voie d'être créés (Pays-Bas, Portugal, France et Belgique). L'objectif de ces "MTS domestiques" est de traiter la totalité de la courbe et non les seuls emprunts de référence. Pour la Belgique, le choix de la plate-forme MTS a été principalement basé sur les motifs suivants:

- MTS était le seul système électronique inter-broker à être déjà opérationnel sur le marché européen des obligations;
- MTS est le seul système qui repose sur l'obligation, dans le chef des marketmakers, d'afficher les prix;
- MTS est une plate-forme pan-européenne: les plates-formes nationales peuvent être reliées aussi bien à EuroMTS qu'entre elles, ce qui rend possible des cotations en parallèle.

L'objectif est de rendre le système de trading des titres publics belges opérationnel aussi rapidement que possible. Concrètement, on envisage la constitution d'une société de droit belge, "MTS Belgium", qui acquerra un droit d'utilisation du MTS-Software et dont les primary dealers et "MTS SpA" seront actionnaires. En outre, le Ministre des Finances a demandé au Parlement que l'Etat belge soit autorisé à prendre une participation dans la société en vue de manifester l'importance qu'il attache à la création de celle-ci.

4. LA GESTION DES RESSOURCES PROFESSIONNELLES ET DES SYSTEMES

A. L'AGENCE DE LA DETTE

En octobre 1998, une "Agence de la Dette" a été mise en place au sein de l'Administration de la Trésorerie en vue de permettre une meilleure gestion de la dette de l'Etat dans le cadre de l'euro. Cette agence s'est progressivement mise en fonction pour être totalement opérationnelle au début de 1999. A cette date, son cadre se composait de fonctionnaires du Trésor et d'experts en finances et en informatique venant du secteur privé.

L'Agence de la Dette est chargée de la formulation de la stratégie et de tous les aspects opérationnels de la gestion de la dette publique. Elle se compose de trois directions: le "front-office" qui assume les fonctions de salle des marchés, le "middle-office" qui élabore la stratégie de gestion, contrôle les risques, développe de nouveaux produits, s'occupe du budget, de la documentation et concrétise les projets financiers par l'intermédiaire de son service juridique spécialisé et enfin le "back-office" qui confirme, traite et enregistre les transactions initiées par la salle des marchés tout en assurant le soutien informatique. Un Comité Exécutif prépare les décisions du Comité Stratégique présidé par l'Administrateur Général de la Trésorerie et comprenant le Directeur Général de la Trésorerie et de la Dette, l'Auditeur Général de la Dette ainsi qu'un représentant du Ministre des Finances.

B. L'AUDIT INTERNE

Dès le début de 1999, la fonction d'audit interne de l'Agence de la Dette a été confiée à un Département spécialisé de l'Agence qui exerce ses activités conformément aux normes internationales méthodologiques et éthiques généralement reconnues dans la profession. Plus précisément, le Département de l'Audit Interne se base sur l'analyse de systèmes et sur l'exécution de tests. Il s'efforce de donner à la fonction d'audit interne le contenu prescrit par la définition la plus moderne de l'audit interne en insistant en particulier sur les fonctions de maintien de la qualité et de conseil.

L'année 1999 a été marquée, d'une part, par la mise en place de la structure du Département et l'identification des risques inhérents aux tâches diverses de l'Agence et, d'autre part, par la concentration des travaux sur l'organisation opérationnelle et sur les procédures de l'Agence, tout en prenant en considération les risques financiers et de conformité en général. L'Audit Interne a aussi contribué à répondre aux questions posées par les services de contrôle externes.

Le Département de l'Audit Interne peut ainsi affirmer qu'au sein de l'Agence, les travaux d'audit et les contacts divers se sont déroulés dans une atmosphère très constructive et que tous les collaborateurs de l'Agence ont fait preuve d'un esprit manifeste de maîtrise des risques. Il a aussi constaté que, dans ses activités,

l'Agence de la Dette recherche la réalisation d'objectives raisonnables d'efficacité, d'efficacités, de sécurité, d'information précise et de conformité aux lois et règlements.

C. LE PASSAGE À L'AN 2000 ET LE "RECOVERY CENTER"

Les autorités belges et les acteurs sur les marchés financiers ont considéré que le passage à l'an 2000 pouvait constituer un problème mais aussi une opportunité de rénovation.

Sur le plan organisationnel, la problématique dite "Y2K" a été abordée à deux niveaux: celui des autorités fédérales et celui de la Trésorerie. Les Autorités fédérales ont désigné des techniciens qui ont optimisé la méthodologie et les instruments de contrôle. En outre, elles ont imposé l'inventaire des systèmes potentiellement sensibles au passage à l'an 2000, la description des garanties données par les fournisseurs ainsi que la nomination de responsables "Y2K" au sein des administrations respectives.

L'Administration de la Trésorerie, qui dispose de systèmes informatiques puissants, s'est intégrée dans les initiatives des autorités fédérales et les a tenu informées régulièrement de l'avancement du "projet an 2000". En pratique, la Trésorerie a remplacé ou transformé certains équipements et applications, et a testé les systèmes ainsi que les mesures à prendre en cas de panne.

En raison de son importance stratégique, l'Agence de la Dette a bénéficié d'une attention toute particulière. Il s'est agi en particulier de maintenir la réputation de la dette publique belge au sein des marchés financiers avec lesquels elle est en contact permanent. Le risque d'être confronté à des problèmes de type "Y2K" était cependant relativement minime étant donné que les systèmes opérationnels largement informatisés étaient récents. Un groupe de travail polyvalent a identifié les applications et les ressources susceptibles d'être influencées par le "Y2K", a décidé des mesures correctives, a fait exécuter des tests, et a assuré en général le suivi et la coordination du projet "Y2K". La mise en application du programme intégré pour l'enregistrement "on line" et le traitement des transactions de marché, ainsi que pour le suivi des risques, n'a pas été retardée par les dispositions relatives à la "problématique an 2000".

La réflexion autour du millénaire a été intégrée au concept de "planning de continuité" de l'entreprise (ou "business continuity planning") en cas de perte ou de mise hors service partielle ou entière des installations opérationnelles ou des locaux de l'Agence suite à la survenance de calamités. On a ainsi estimé qu'en dernier recours, l'Agence devrait disposer également d'un site de travail alternatif en dehors du Trésor. L'approche du changement de millénaire a motivé la mise en œuvre accélérée de cette idée.

Le site de travail alternatif devait être équipé d'installations techniques permettant d'héberger au moins un "front office". La Banque Nationale de Belgique a constitué un partenaire tout indiqué pour des motifs de sécurité physique, de sûreté opérationnelle et d'accessibilité du Caissier de l'Etat et du régulateur de marché (le Fonds des Rentes). La Banque Nationale de Belgique

a répondu favorablement à la demande de collaboration et de mise à disposition des installations nécessaires avant la fin de l'année, moyennant respect de la confidentialité et de la protection des données du Trésor ainsi que des siennes et avec l'assurance de rester indépendant des systèmes informatisés de la Banque.

Les efforts déployés pour assurer le changement de millénaire ont mené l'Administration de la Trésorerie à disposer maintenant d'installations et de méthodes qui non seulement sont fiables en ce qui concerne l'enregistrement de la date (avec quatre chiffres et l'année bissextile 2000), mais qui, en plus, offrent l'assurance d'un fonctionnement nettement plus sûr en cas de catastrophes de toute nature.

*

*

*

CHAPITRE 2

LE MARCHÉ PRIMAIRE DE LA DETTE DOMESTIQUE À MOYEN ET LONG TERMES

La dette à moyen et long termes en francs belges et en euros concerne essentiellement les obligations linéaires (OLO), les Bons d'Etat, les emprunts classiques "grand-public" (comme les emprunts "Philippe") et, dans une moindre mesure, des emprunts privés. Les emprunts privés, provenant en grande partie de dettes de tiers reprises par l'Etat et conclus avec une contrepartie déterminée, sont en constante diminution depuis quelques années. Ils ne représentaient plus en 1999 que 0.54% du total de la dette domestique contre 1.7% en 1997 et 0.9% en 1998. Les plus importants de ces emprunts privés en terme de volume en circulation sont ceux émis pour la restructuration des secteurs nationaux, les emprunts pour le Fonds d'Aide au Redressement Financier des Communes (Fonds 208) ainsi que les emprunts émis par la Société Nationale de restructuration des Secteurs Nationaux (SNSN).

En ce qui concerne la notation ("rating") de la dette à long terme, les agences de rating "Moody's" et "Standard and Poor's" ont confirmé la notation octroyée au Royaume de Belgique. Il convient de signaler que ces deux agences ont décidé d'abandonner la distinction traditionnelle entre ratings pour les dettes domestiques et ceux pour les dettes en monnaies étrangères, du moins pour les membres de l'UEM. La Belgique bénéficie ainsi pour ses émissions à long terme d'un rating Aa1 chez Moody's et AA+ chez Standard and Poor's avec perspectives stables. Ces notes reflètent les excellentes performances de la Belgique en matière de finances publiques ainsi que la bonne tenue des fondamentaux économiques.

Les obligations linéaires ont continué leur progression comme instrument de financement de l'Etat (voir graphique 3). La part relative des OLO dans le total de la dette domestique consolidée est en effet passée de 76.9% à 80.5% entre 1998 et 1999. Il faut noter que cette progression est partiellement due à l'intégration des OLO convergentes en DEM et FRF dans l'encours des OLO en EUR en janvier 1999. L'encours des emprunts classiques a sensiblement diminué à la suite de remboursements effectués aux échéances finales et d'une opération d'échange d'emprunts classiques contre des OLO.

Graphique 3: Encours des emprunts publics en BEF et en EUR.

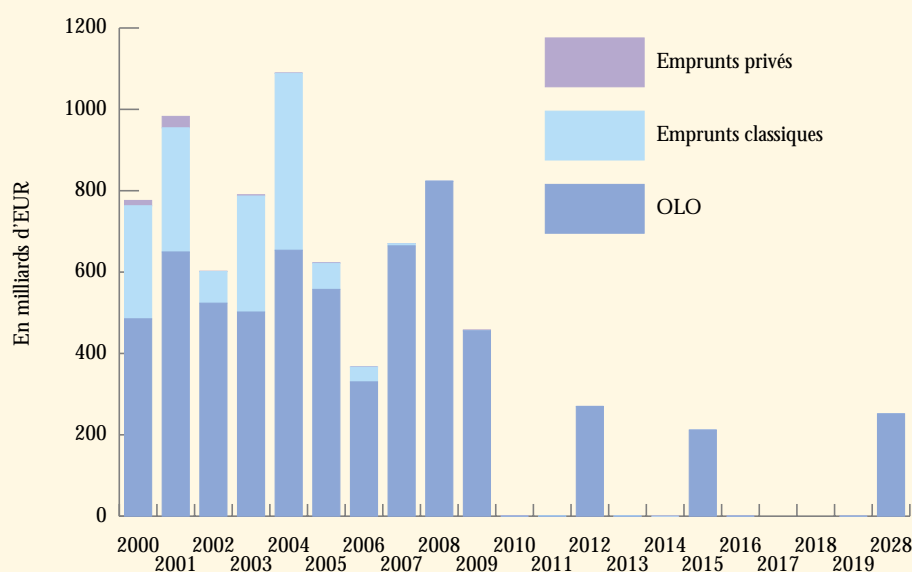


Tableau 3: Emissions d'emprunts en BEF/EUR et opérations d'échange en 1999 (hors syndications).

OBLIGATIONS LINEAIRES (en milliers d'EUR)						
Adjudications	Volume émis	Echanges	Volume émis	Bons d'Etat (en millions d'EUR)	Volume émis	
Olo 9% 2003	953500	Olo 9% 2003	325900	922/49 5 ans extensible à 7 ans - 3.35% 4 mars 1999-2004-2006	129	
Olo 8.75% 2002	684000	Olo 9% 2001	258000	923/50 3/5/7 taux révisable et minimum garanti 4 mars 1999-2002-2004-2006 (3.30%, 3.35%, 3.50%)	117.12	
Olo 8% 2012	106300	Olo 8.50% 2007	521800	924/51 5 ans extensible à 7 ans - 3.30% 4 juin 1999-2004-2006	115	
Olo 6.50% 2005	589000	Olo 8.75% 2002	288000	925/52 3/5/7 taux révisable et minimum garanti 4 juin 1999-2002-2004-2006 (2.90%, 3.25%, 3.75%)	65.07	
Olo 7.75% 2004	417400	Olo 8% 2012	876100	926/53 5 ans extensible à 7 ans - 4.35% 4 septembre 1999-2004-2006	221.5	
Olo 7% 2006	210000	Olo 7.50% 2008	657000	927/54 3/5/7 taux révisable et minimum garanti 4 septembre 1999-2002-2004-2006 (3.80%, 4.30%, 4.90%)	128	
Olo 5.75% 2008	334900	Olo 6.50% 2005	665000	928/55 5 ans extensible à 7 ans - 4.55% 4 décembre 1999-2004-2006	128	
Olo 5.50% 2028	643300	Olo 8% 2015	468100	929/56 8 ans - 5.05% 4 décembre 1999-2007	130.75	
Olo 3.75% 2009	5804900	Olo 7% 2006	630400			
Olo 4.75% 2005	951800	Olo 5% 2001	288500			
		Olo 6.25% 2007	140900			
		Olo 5.75% 2008	453200			
		Olo 5.50% 2028	1212000			
		Olo 3.75% 2009	489000			
		Olo 4.75% 2005	253000			
TOTAL :	10695100	TOTAL:	7526900	TOTAL:	1034.44	

1. LES OBLIGATIONS LINEAIRES

A. EMISSIONS ET SYNDICATIONS

Sur le plan réglementaire, aucun changement n'a été enregistré en 1999. Par contre, la méthode d'émission des obligations linéaires a été sensiblement modifiée avec le recours à la syndication pour le lancement de nouvelles lignes et en premier lieu pour le lancement du nouvel emprunt de référence à 10 ans en janvier 1999. Cette méthode avait certes déjà été utilisée en 1997, mais elle était restée marginale puisqu'elle concernait uniquement l'émission des OLO convergentes émises en DEM et en FRF, la ligne en BEF à laquelle elles étaient liées ayant, elle, été classiquement émise par voie d'adjudication.

Pourquoi la syndication ? Depuis cette année, le Trésor, afin de pouvoir mieux se positionner dans le grand marché intégré de l'euro, a décidé de faire appel à la technique de la syndication plutôt qu'à l'adjudication pour inaugurer ses nouvelles lignes à 5 ans, à 10 ans et à taux flottants. La première nouvelle OLO "benchmark " 10 ans libellée en euro fut donc émise en janvier 1999 via un syndicat au sein duquel tous les primary et recognized dealers furent invités, soit en tant que joint-lead, co-lead ou co-manager. Les raisons de ce changement de stratégie d'émission étaient les suivantes :

- créer immédiatement une grande liquidité;
- assurer un placement global et diversifié;
- attirer de nouveaux investisseurs qui n'avaient auparavant jamais investi dans des titres de l'Etat belge;
- maintenir un contrôle sur l'évolution du spread des OLO par rapport aux obligations émises par d'autres souverains lors de l'émission d'un volume important;
- regrouper tous les primary et recognized dealers derrière un projet commun.

Ces objectifs ont été atteints dès la première syndication.

La première émission de l'OLO 32 s'est élevée à EUR 5 milliards et a bénéficié d'un accueil favorable de la part des investisseurs. La création immédiate d'une ligne importante est cruciale pour l'établissement d'un marché secondaire liquide permettant de mieux se positionner par rapport aux instruments émis par les autres pays de la zone Euro. La ligne a ensuite été augmentée par voie classique d'adjudication pour en augmenter encore la liquidité. A fin décembre de l'année sous revue, le montant en circulation sur cette OLO atteignait 11.3 milliards d'EUR.

Par cette émission syndiquée, le Trésor est également parvenu à toucher 400 investisseurs mondialement répartis comme suit :

- 24% en Belgique,
- 51% dans les autres pays de la zone Euro,
- 16% en Europe hors zone Euro,
- 8% en Asie du sud-est et au Japon,
- et enfin, 1% aux Etats-Unis.

Graphique 4: Adjudications mensuelles d'OLO en 1999.

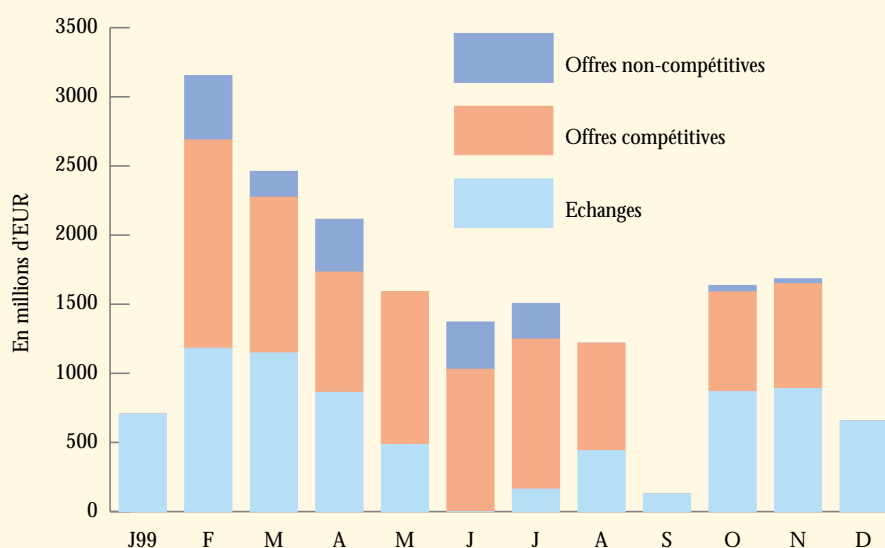
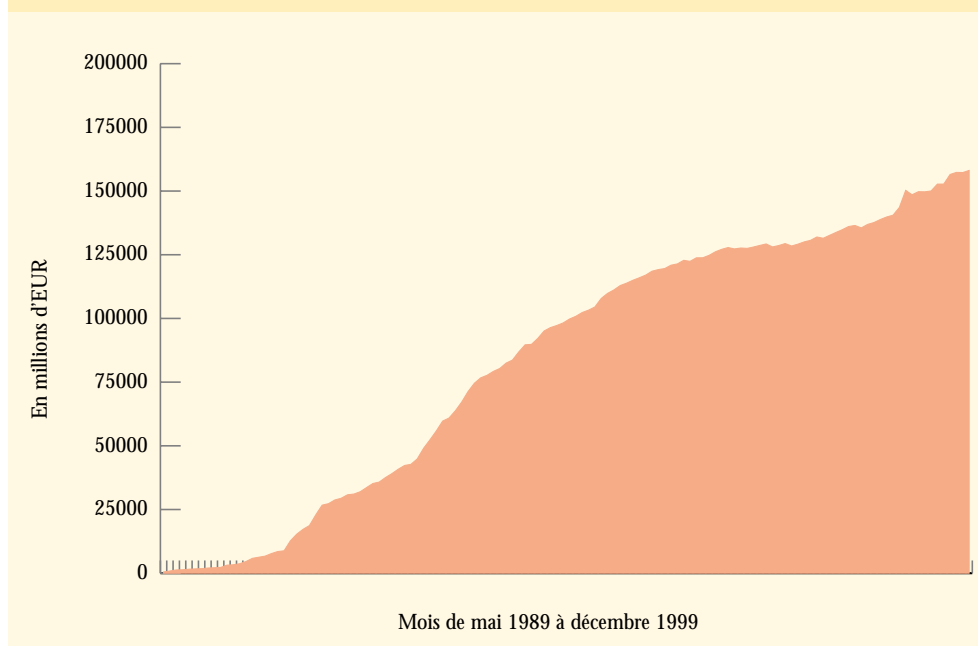


Tableau 4: Encours des OLO à fin décembre 1999 (en milliers).

		En BEF	En EUR
OLO 3	10% - 2 août 2000 (code 247)	187 239 852.700	4 641 554.706
OLO 6	9% - 28 mars 2003 (code 251)	501 860 868.142	12 440 805.955
OLO 7	9% - 27 juin 2001 (code 252)	330 477 694.238	8 192 328.048
OLO 9	8.50 % - 1 ^{er} octobre 2007 (code 257)	329 434 359.820	8 166 464.464
OLO 10	8.75% - 25 juin 2002 (code 259)	442 885 382.835	10 978 841.862
OLO 12	8% - 24 décembre 2012 (code 262)	269 534 917.754	6 681 596.081
OLO 14	7.25% - 29 avril 2004 (code 265)	433 540 000.033	10 747 175.874
OLO 16	7.50% - 29 juillet 2008 (code 268)	335 868 314.304	8 325 958.029
OLO 19	6.50% - 31 mars 2005 (code 273)	387 841 234.587	9 614 333.069
OLO 20	7.75% - 15 octobre 2004 (code 275)	220 152 874.280	5 457 447.199
OLO 21	7.75% - 22 décembre 2000 (code 278)	278 500 000.034	6 903 834.666
OLO 23	8% - 28 mars 2015 (code 282)	211 683 107.191	5 247 487.158
OLO 24	7% - 15 mai 2006 (code 283)	330 151 652.073	8 184 245.674
OLO 25	5% - 28 mars 2001 (code 285)	318 993 061.144	7 907 631.431
OLO 26	6.25% - 28 mars 2007 (code 286)	335 128 891.989	8 307 628.229
OLO 27	4% - 22 janvier 2000 (code 287)	19 366 921.422	480 093.442
OLO 28	5.75% - 28 mars 2008 (code 288)	487 071 889.076	12 074 196.740
OLO 31	5.50% - 28 mars 2028 (code 291)	251 492 617.313	6 234 339.136
OLO 32	3.75% - 28 mars 2009 (code 292)	455 594 796.610	11 293 900.000
OLO 33	FRN - 22 avril 2002 (code 293)	80 679 800.000	2 000 000.000
OLO 34	4.75% - 28 septembre 2005 (code 294)	169 621 211.500	4 204 800.000
Total:		6 377 119 447.065	158 084 661.763

Graphique 5: Evolution de l'encours des OLO de mai 1989 à décembre 1999.



Au cours du mois d'avril, il est apparu qu'il existait une demande pour du papier souverain à taux flottant. Le Trésor a dès lors décidé d'occuper cette niche en émettant, par voie de syndication, une nouvelle OLO FRN (Floating Rate Note) pour un montant de EUR 2 milliards d'une durée de trois ans avec un taux d'intérêt basé sur l'euribor 3 mois. De nouveau, l'objectif principal de l'utilisation de la technique de la syndication était d'atteindre un éventail le plus large possible d'investisseurs, mais aussi un prix d'émission intéressant, comparable aux certificats de Trésorerie. Cette OLO a été principalement placée auprès des banques centrales (44.5%), de fonds de placement (16.5%) et de trésoreries de banques commerciales dans le cadre de la gestion de leurs liquidités (35%). Ici aussi, le placement fut international: 52% en Europe continentale, 31% au Royaume-Uni et 9% en Asie. L'OLO FRN a été swappée à taux fixe au moment de l'émission, en ligne avec les objectifs de gestion du risque de taux contenus dans les "Directives générales". Cette opération démontre que la gestion du risque de taux de la dette domestique peut maintenant bénéficier de l'utilisation d'instruments dérivés traités dans le marché de l'euro. Une telle opération aurait été beaucoup plus difficile dans le marché nettement plus restreint des swaps de taux en BEF.

Pour les mêmes raisons invoquées lors de l'émission du "benchmark" 10 ans, la technique de la syndication fut encore utilisée en septembre pour l'émission d'un nouveau "benchmark" à cinq ans, avec échéance le 28 septembre 2005. La répartition géographique de cette troisième syndication (EUR 3 milliards) s'établissait comme telle: 28% en Belgique, 58% en zone Euro, 11% en Europe hors zone Euro et 3% en Asie du sud-est et au Japon. Après son inauguration, cette ligne a également été alimentée par voie d'adjudications. A fin décembre 1999, son encours atteignait 4.2 milliards d'EUR.

En 2000, les adjudications se feront dorénavant à un rythme bimestriel, sauf syndication, auquel cas l'adjudication prévue est annulée. L'objectif de réduction du nombre d'adjudications est d'augmenter la taille de chacune d'elles. Des adjudications de plus grandes tailles, dans un marché de l'euro où la concurrence des autres souverains est importante, attireront plus l'attention des "primary dealers" et des investisseurs, qui auront une probabilité plus grande de voir leurs besoins satisfaits au prix offert.

En 1999, un montant nominal total de EUR 28.22 milliards a été émis sur le marché primaire des obligations linéaires. Ce montant comprend les adjudications (EUR 10.69 milliards, soit 38% du montant total émis), les opérations d'échanges (EUR 7.53 milliards, soit 27% du montant total émis) et les émissions syndiquées (10 milliards, soit 35% du montant total émis). En 1998, le montant nominal total émis était inférieur de 17% (soit EUR 23.32 milliards) à celui de 1999 et la ventilation indiquait 57% d'émissions mensuelles (soit EUR 13.23 milliards) contre 43% d'opérations d'échange (soit EUR 8.53 milliards).

B. LES OFFRES D'ÉCHANGE

Les opérations d'échange à prix prédéterminés ont porté sur cinq lignes et un emprunt "Philippe " proches de leur échéance finale.

Ces opérations d'échange ont permis de retirer de la circulation un montant nominal de EUR 8.286 milliards d'obligations proches de leur échéance finale et d'émettre pour un montant global de EUR 7.527 milliards dans d'autres lignes dont l'échéance varie entre 2001 et 2028.

L'encours des trois lignes dont l'échéance finale était fixée en 1999 est passé respectivement de EUR 4.005 milliards à EUR 1.577 milliard (TVR – 16 mars 1999), de EUR 9.525 milliards à EUR 3.240 milliards (7% - 29 avril 1999) et de EUR 2.266 milliards à EUR 772 millions (8.25% - 1er juin 1999). EUR 10.207 milliards (soit près de 65% du montant émis), répartis sur 1998 et 1999, ont ainsi pu être amortis par voie d'échanges. A titre de comparaison, en 1998, 73% de l'encours de la ligne arrivant à échéance finale cette année-là avait pu être amorti par voie d'échanges.

En ce qui concerne les lignes et l'emprunt "Philippe " arrivant à échéance finale en 2000, leurs encours, au 31 décembre 1999, avaient déjà diminué, toujours grâce aux échanges, de 86% pour la 22 janvier (EUR 2.875 milliards pour EUR 3.356 émis), de 15% pour la 2 août (EUR 844 millions pour EUR 5.485 milliards émis) et de 12% pour l'emprunt 7% 1993-juin 2000 (EUR 719 millions pour EUR 5.633 milliards en circulation avant l'échange). Toujours à titre de comparaison, l'encours des deux lignes arrivant à échéance finale en 1999 avait déjà diminué, à la fin 1998, de respectivement 47% et 57%.

Tableau 5: OLO émises lors des échanges de 1999 (Montants en milliers d'EUR).

OLO	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUN	JUIL	AOUT	SEP	OCT	NOV	DEC	TOTAL
5% 2001-285	75 500			213 000									288 500
9% 2001-252		258 000											258 000
8.75% 2002-259		165 000	23 700	10 000				50 000	13 800	25 500			288 000
9% 2003-251	2 500	168 100								55 300	100 000		325 900
7.25% 2004-265													-
7.75% 2004-275													-
4.75% 2005-294												70 000	253 000
6.50% 2005-273	187 400	75 600		190 000	155 000			16 000		41 000	183 000		665 000
7% 2006-283	23 900		101 500	149 100	91 600		162 800	42 500	25 000	15 000		19 000	630 400
6.25% 2007-286	5 000	52 000	5 000						12 500	65 000	1 400		140 900
8.50% 2007-257			156 000	140 000	39 300			65 000	37 500	84 000			521 800
5.75% 2008-288		89 000			75 000					200	126 000	163 000	453 200
7.50% 2008-268		535 000	25 000								62 000	35 000	657 000
3.75% 2009-292									38 700	169 200		281 100	489 000
8% 2012-262	43 700	67 500		36 200						412 700	278 500	37 500	876 100
8% 2015-282	32 500	58 500	64 000	123 900							139 200	50 000	468 100
5.50% 2028-291	335 000	136 000	373 000		100 500			267 500					1 212 000
TOTAL	705 500	1 181 700	1 147 500	862 200	485 100	0	162 800	441 000	127 500	867 900	890 100	655 600	7 526 900

Tableau 6: OLO retirées lors des échanges de 1999 (Montants en milliers d'EUR).

OLO	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUN	JUIL	AOUT	SEP	OCT	NOV	DEC	TOTAL
TVR 99-272	225 163.00	1 245 678.45	957 066.75										2 427 908.2
7%-99-264	550 246.55	202 156.00	334 222.00	740 260.95									1 826 885.5
4% 00-287				244 058.75	327 425.8		179 894	440 560.5	131 696.7	686 932.7	235 372.25	629 824.45	2 875 765.15
8.25% 99 -239					200 549.1								200 549.1
10% 00 - 247										130 652.25	713 552.8		844 205.05
7% 00 - 267										110 922.6			110 922.6
TOTAL	775 409.55	1 447 834.45	1 291 288.75	984 319.7	527 974.9	-	179 894	440 560.5	131 696.7	928 507.55	948 925.05	629 824.45	8 286 235.6

C. LA SCISSION DES OBLIGATIONS LINÉAIRES

En 1999, le Trésor a autorisé le démembrement de la ligne 3.75% - 28 mars 2009, portant ainsi à huit le nombre de lignes scindables.

Les opérations de démembrement et de remembrement ont porté, en 1999, sur un montant global de EUR 379.8 millions répartis comme suit :

28 mars 2001: 10
28 mars 2003: 31
28 mars 2007: 138
1er octobre 2007: 17
28 mars 2008: 59
28 mars 2009: 38
28 mars 2015: 40
28 mars 2028: 64.8

C'est EUR 398.6 millions de moins qu'en 1998 et ce malgré l'adjonction d'une nouvelle ligne.

Au 31 décembre 1999, le montant total des titres scindés s'élevait à EUR 3337.5 millions (soit 4.69% de l'encours total des huit lignes) répartis comme suit:

28 mars 2001: 170.7 (soit 2.16% de l'encours total de la ligne)
28 mars 2003: 762.4 (6.13%)
28 mars 2007: 355.4 (4.28%)
1er octobre 2007: 1615.5 (19.78%)
28 mars 2008: 84.2 (0.71%)
28 mars 2009: 38.0 (0.35%)
28 mars 2015: 119.2 (2.29%)
28 mars 2028: 192.1 (3.08%)

Comparé à 1998, le marché primaire des titres scindés a progressé en terme de montant global démembré, passant d'un montant nominal de EUR 3240 millions à EUR 3337.5 millions de titres scindés. Il faut toutefois relativiser cette progression, sachant qu'au 31 décembre 1998, le montant démembré représentait 6.4% de l'encours total de sept lignes alors qu'à fin décembre 1999, il n'était plus que de 4.69% pour huit lignes. Cette situation semble résulter de l'illiquidité caractérisant le marché des strips en OLO. Celle-ci n'est pas un phénomène typiquement lié au marché belge, mais existe dans tous les pays de la zone euro. La principale raison expliquant le manque d'intérêt des investisseurs pour les strips semble être le niveau bas des taux à long terme.

2. LES BONS D'ETAT

Emis depuis juin 1996, les bons d'Etat sont des emprunts à revenu fixe destinés essentiellement aux personnes physiques belges.

En 1999, le Trésor a, comme chaque année, procédé à quatre émissions de bons d'Etat.

A. CLÔTURE DE L'ANNÉE D'ÉMISSION 1998-1999

L'émission du 4 mars 1999 clôturait la troisième année d'émission.

A cette occasion, un bon d'Etat fut, pour la première fois, émis en euros. Les titres au porteur sont, dans ce cas, représentés par des coupures de 200 EUR, de 1000 EUR, de 2000 EUR et de 10 000 EUR.

Le bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans en euros ou bon d'Etat 5/7 - 4 mars 1999-2004-2006 est un titre à revenu fixe et coupons annuels de 3.35 %; sa durée est de 5 ans mais une option de prolongation permet aux épargnants de renoncer au remboursement et de maintenir leur placement au même taux d'intérêt de 3.35 % durant deux années encore. Il a été émis à 99.75% de la valeur nominale. Ce bon d'Etat est remboursable au pair soit le 4 mars 2004 soit le 4 mars 2006.

Le montant des souscriptions s'est élevé à 129 millions d'EUR.

Le bon d'Etat 3/5/7 à taux révisable et minimum garanti ou bon d'Etat 3/5/7 - 4 mars 1999-2002-2004-2006 a, quant à lui, été émis en francs belges. Il offre un coupon annuel pour les trois premières années de 3%. Un taux d'intérêt de 3.35 % au minimum pour les deux années suivantes et de 3.50 % au minimum pour les deux dernières années sont garantis. Le taux d'intérêt réellement appliqué durant ces deux dernières périodes sera fixé sur base du taux de rendement actuariel moyen à deux ans des obligations linéaires.

Outre cette garantie d'un taux minimum, le détenteur bénéficie de deux options put: il peut, en effet, réclamer le remboursement au pair de son capital le 4 mars 2002 ou le 4 mars 2004.

Ce bon d'Etat a permis au Trésor de récolter 4.725 milliards de BEF.

Ce sont au total 57 728 847 100 BEF (1.43 milliard d'équivalent EUR) qui ont été émis au cours de cette troisième année d'émission soit 28 578 847 100 BEF en bons d'Etat à 5 ans extensibles à 7 ans et 29 150 000 000 BEF en bons d'Etat 3/5/7 à taux révisable et minimum garanti. Le tableau qui suit résume les conditions et résultats de cette année 1998/1999.

Tableau 7: Emission des Bons d'Etat pour la campagne 1998-1999.

1) Bons d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans				
	Code	Coupon	Prix d'émission	Montant exprimé en BEF
4 juin 1998-2003-2005	916/43	4.60 %	100 %	10 500 000 000
4 septembre 1998-2003-2005	918/45	4.20 %	100 %	8 325 000 000
4 décembre 1998-2003-2005	920/47	3.75 %	100 %	4 550 000 000
4 mars 1999-2004-2006 émis en EUR (129 000 000 EUR)	922/49	3.35 %	99.75 %	5 203 847 100
Sous-total 1)				28 578 847 100
			Soit EUR	708 451 114
2) Bons d'Etat 3/5/7 à taux d'intérêt révisable et minimum garanti émis en BEF				
	Code	Coupon	Prix d'émission	Montant exprimé en BEF
4 juin 1998-2001-2003-2005	917/44	4.20 % (1)	100 %	6 250 000 000
		4.60 % (2)		
		5.00 % (3)		
4 sep. 1998-2001-2003-2005	919/46	4.00 % (1)	100 %	12 250 000 000
		4.20 % (2)		
		4.50 % (3)		
4 déc. 1998-2001-2003-2005	921/48	3.50 % (1)	100 %	5 925 000 000
		3.70 % (2)		
		4.00 % (3)		
4 mars 1999-2002-2004-2006	923/50	3.00 % (1)	99.75 %	4 725 000 000
		3.35 % (2)		
		3.50 % (3)		
Sous-total 2)				29 150 000 000
			Soit EUR	722 609 624
Total émis lors de la Campagne 1998/1999 :				en EUR 1 431 060 738

B. QUATRIÈME ANNÉE D'ÉMISSION

Pour assurer la distribution des bons d'Etat, lors de la campagne 1999-2000, dix-neuf établissements placeurs ont été sélectionnés parmi les banques et sociétés de bourse pour les émissions de juin, septembre, décembre 1999 et mars 2000 (voir annexes).

Les établissements placeurs ont estimé leur capacité de placement à un total de 47.4 milliards de francs belges (EUR 1.17 milliard) pour les quatre émissions de la campagne.

Durant la campagne 1999-2000, l'Etat a émis quatre nouveaux bons d'Etat 5/7, deux nouveaux bons d'Etat 3/5/7 ainsi que deux nouveaux bons d'Etat à 8 ans.

Le tableau qui suit résume les conditions et résultats complets de la campagne 1999/2000.

Tableau 8: Emission des Bons d'Etat de juin, septembre et décembre 1999 et de mars 2000.

**1) Bons d'Etat à 5 ans
extensible à 7 ans
émis en EUR**

	Code	Coupon	Prix d'émission	Montant exprimé en EUR
4 juin 1999-2004-2006	924/51	3.30 %	100.00 %	115 000 000
4 septembre 1999-2004-2006	926/53	4.35 %	100.25 %	221 500 000
4 décembre 1999-2004-2006	928/55	4.55 %	100.00 %	128 000 000
4 mars 2000-2005-2006	930/57	5.10 %	100.00 %	271 900 000
Sous-total 1)				736 400 000

**2) Bons d'Etat 3/5/7 à taux
d'intérêt révisable et
minimum garanti**

	Code	Coupon	Prix d'émission	Montant exprimé en EUR
4 juin 1999-2002-2004-2006 émis en BEF	925/52	2.90 % (1)	100.00 %	65 072 050
		3.25 % (2)		
		3.75 % (3)		
4 sep. 1999-2002-2004-2006 émis en EUR	927/54	3.80 % (1)	100.00 %	128 000 000
		4.30 % (2)		
		4.90 % (3)		
Sous-total 2)				193 072 050

**3) Bons d'Etat à 8 ans
émis en EUR**

	Code	Coupon	Prix d'émission	Montant exprimé en EUR
4 déc. 1999-2007	929/56	5.05 %	100.00 %	130 750 000
4 mars 2000-2008	931/58	5.50 %	100.00 %	140.600 000
Sous-total 3)				271 350 000
Total émis lors de la Campagne 1999/2000:				en EUR 1 200 822 050

En mars 2000, s'est clôturée la campagne 1999-2000 qui aura vu l'adoption progressive de l'euro en tant que monnaie d'émission des bons d'Etat de manière telle que l'épargnant puisse s'habituer à cette nouvelle devise.

*

*

*

CHAPITRE 3

LE MARCHE PRIMAIRE DE LA DETTE DOMESTIQUE A COURT TERME

1. LES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

A. EVOLUTION DE L'ENCOURS DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

Le profil temporel de l'encours global des certificats de Trésorerie a suivi, en 1999, une évolution à la baisse jusqu'en avril. Ensuite les encours sont repartis à la hausse jusqu'en août. Comme l'année précédente, il n'y a pas eu de diminution des volumes en circulation durant la période des vacances d'été. A partir du mois d'août, l'encours global n'a cessé de diminuer jusqu'à la fin de l'année conformément aux Directives Générales et en fonction du profil des recettes ainsi que de l'évolution du solde net à financer, pour finalement atteindre un niveau nettement inférieur à celui de janvier (1171.7 milliards de BEF ou 29 milliards d'EUR contre 1606.1 milliards de BEF ou 39.8 milliards d'EUR en début d'année). En outre, le recours à la technique de la syndication pour les obligations linéaires a eu pour effet, à certains moments, une diminution des montants adjugés sur les certificats de Trésorerie. La suppression de la dernière adjudication de certificats du mois de décembre s'est inscrite dans ce mouvement.

En ce qui concerne la structure des maturités au sein du court terme, la part du 3 mois a considérablement diminué en cours d'année et a atteint, à fin décembre 1999, 17% de l'encours de l'ensemble des certificats de Trésorerie (contre 39.5% à fin décembre 1998). A l'inverse, l'encours des certificats à 6 mois a adopté un profil tendanciellement à la hausse pour atteindre, à la fin de l'année sous revue, 30.2% du total (contre 14.3% l'année précédente). Quant au segment du 12 mois, après une augmentation jusqu'en juillet, il a diminué en termes absolus tout en augmentant sa part relative dans le total des encours (52.8% du total contre 46.2% à fin 1998).

Enfin, le "bid to cover ratio" pour les certificats de Trésorerie toutes maturités confondues, c'est-à-dire le rapport entre les offres et les montants retenus aux adjudications, a sensiblement augmenté dans le nouvel environnement euro. L'offre moyenne totale par adjudication est passée de 4.025 milliards d'EUR à 6.099 milliards d'EUR entre 1998 et 1999. Dans le même temps, le montant moyen retenu par adjudication a diminué pour passer de 2.034 milliards d'EUR à 1.343 milliards d'EUR. Il en résulte que la moyenne des "bid to cover ratios" est passée de 2.5 à 6 entre 1998 et 1999. Dans cette période, le facteur de multiplication des offres et le facteur de réduction des émissions a été égal à 1.5. Ces deux facteurs ont donc joué dans la même mesure dans l'augmentation du "bid to cover ratio". Ils ont, en outre, contribué à l'amélioration de la performance du Trésor lors des adjudications des certificats.

B. EVOLUTION DES TAUX

Les taux à court terme ont suivi un mouvement à la baisse en début d'année pour ensuite remonter et dépasser leurs niveaux initiaux à la fin de l'année. Les mouvements à la baisse (8 avril) et à la hausse (4 novembre) des taux directeurs décidés par la Banque Centrale Européenne (BCE) ont généré les profils des courbes des taux des certificats (graphique 7). Ces mouvements ont été souvent anticipés par le marché dans le mois qui a précédé les décisions de la BCE surtout dans le segment du 3 mois.

Tableau 9: Répartition mensuelle des composantes de la dette flottante: encours mensuels en 1999 (en milliards de BEF).

Mois	MT (1)	CCP (2)	ORG INT (3)	BNB (4)	Interbancaire (5) + divers	Certificats de Trésorerie (6) 3 mois 6 mois 12 mois	Total des nouveaux certificats	Bons du Trésor	Opérations (7) de gestion de trésorerie	Total de la (8) Dette Flottante
D91	1.1	90.5	96.3	0.7	6.5	1095.6 233.7 388.9	1718.2	/	124.4	1788.9
D92	0.9	81.7	129.3	0.2	28.9	1267.0 129.3 286.5	1682.8	/	149.9	1773.9
D93	0.9	75.6	132.8	0.0	34.0	1123.5 131.9 203.6	1459.0	/	267.0	1435.3
D94	0.6	74.4	138.4	0.0	96.3	1013.8 402.7 464.3	1880.8	/	149.7	2040.8
D95	0.5	81.1	125.2	0.0	29.0	644.4 357.8 500.5	1502.7	/	8.7	1729.8
D96	0.4	82.3	123.0	0.0	7.7	827.5 295.0 536.8	1659.3	/	77.3	1795.4
D97	0.3	90.2	122.0	0.0	38.2	728.1 337.9 615.6	1681.6	/	42.5	1889.8
D98	0.3	26.9	108	0.0	57.8	570.7 207.4 668.2	1446.3	50.8	47.4	1642.7
J99	0.3	39.7	107.2	0.0	19.5	658.3 235.9 711.9	1606.1	15	26.4	1761.4
F	0.3	18.3	106.9	0.0	26.5	575.7 241.8 724.6	1542.1	18.3	212.6	1499.8
M	0.3	37.3	103.0	0.0	29.2	522.4 270.5 741.3	1534.2	70.9	47.8	1727.1
A	0.2	46.6	102.9	0.0	32.7	429.3 272.2 771.2	1472.7	60.1	111.2	1604.0
M	0.2	27.4	160.0	0.0	46.3	412.0 284.6 780.7	1477.4	72.1	51.8	1731.5
J	0.2	26.6	163.8	0.0	67.1	391.7 336.4 783.6	1511.7	57.6	5.6	1821.4
J	0.2	23.0	162.8	0.0	9.6	391.9 377.9 801.1	1570.9	33.9	92.9	1707.5
A	0.2	27.7	162.7	0.0	9.4	406.9 409.7 758.4	1575.0	81.7	116.7	1740.0
S	0.2	17.7	161.7	0.0	74.0	353.4 359.2 760.2	1472.8	56.9	184.6	1598.7
O	0.2	30.7	161.0	0.0	9.8	305.5 352.3 734.9	1392.7	41.8	81.6	1554.6
N	0.2	21.9	162.7	0.0	102.4	247.4 338.9 726.0	1312.3	18.4	31.1	1586.8
D	0.2	21.9	161.4	0.0	84.7	199.1 353.9 618.7	1171.7	34.7	6.0	1468.6

(1) certificats à moyen terme émis par le Trésor

(2) avoirs des particuliers auprès des CCP

(3) bons du Trésor en portefeuille des organismes internationaux (émis sans intérêts)

(4) ligne d'avances directes auprès de la BNB (fin de mois, sur base de récépissés du Caissier de l'Etat)

(5) emprunts et placements faits sur le marché interbancaire

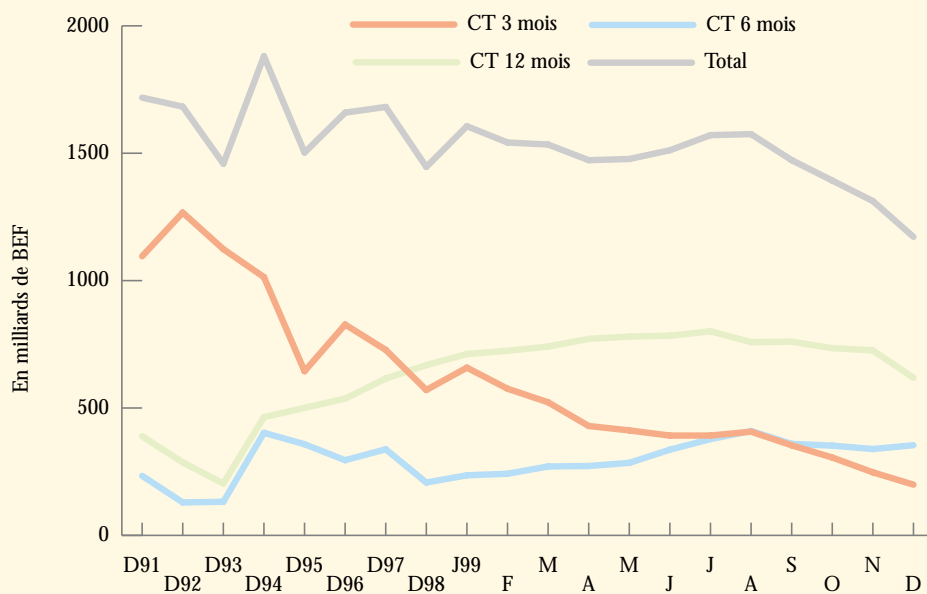
(6) certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91. Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor, c.a.d., déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé. Y compris, pour le 3 mois, les maturités inférieures à 3 mois.

(7) opérations réalisées afin d'équilibrer la trésorerie journalière. Surplus de trésorerie relevant de recettes fiscales ou d'émissions de certificats de Trésorerie

(8) total de la dette flottante (7) déduit

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

**Graphique 6: Encours annuels des certificats de Trésorerie
(mensuels à partir de janvier 1999).**



**Tableau 10: Répartition de l'encours des certificats de Trésorerie
(fin de période) (en %).**

	3 mois	6 mois	12 mois
1991	63.8	13.6	22.6
1992	75.3	7.7	17
1993	77	9	14
1994	53.9	21.4	24.7
1995	42.9	23.8	33.3
1996	49.9	17.8	32.4
1997	43.3	20.1	36.6
1998	39.5	14.3	46.2
1999	17.0	30.2	52.8

Graphique 7: Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 3, 6 et 12 mois en 1999.

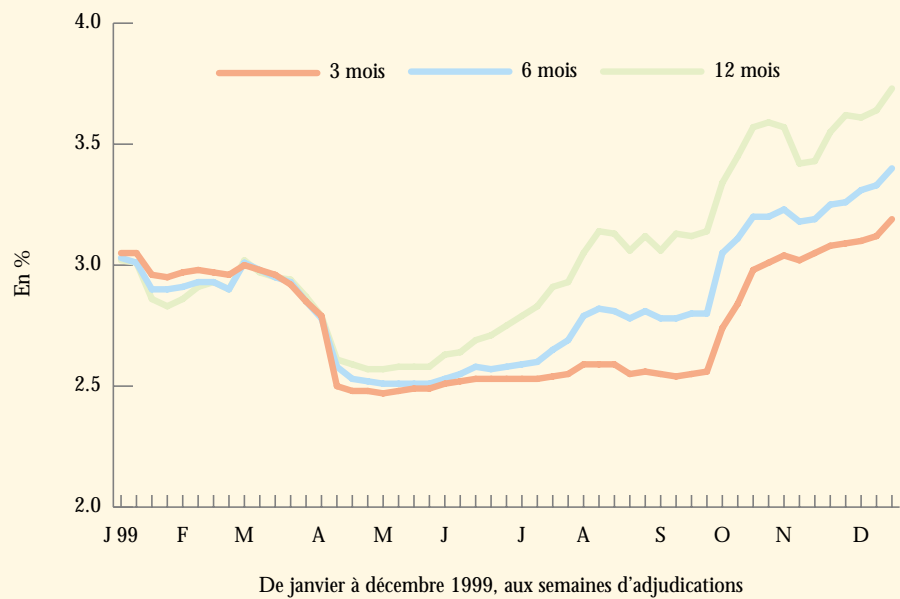


Tableau 11: Evolution de la moyenne pondérée des taux moyens pondérés des certificats de Trésorerie (base annuelle).

Maturités	3 mois	6 mois	12 mois
Années			
1991	9.34%	9.38%	9.37%
1992	9.37%	9.19%	9.17%
1993	8.0%	7.43%	6.98%
1994	5.7%	5.83%	6.04%
1995	4.9%	4.89%	5.16%
1996	3.24%	3.29%	3.37%
1997	3.41%	3.47%	3.49%
1998	3.58%	3.59%	3.68%
1999	2.77%	2.84%	3.00%

C. EVOLUTION DES SPREADS AVEC L'EURIBOR

Les graphiques 8 à 10 montrent le spread à 3, 6 et 12 mois entre le taux moyen pondéré (TMP) et l'EURIBOR.

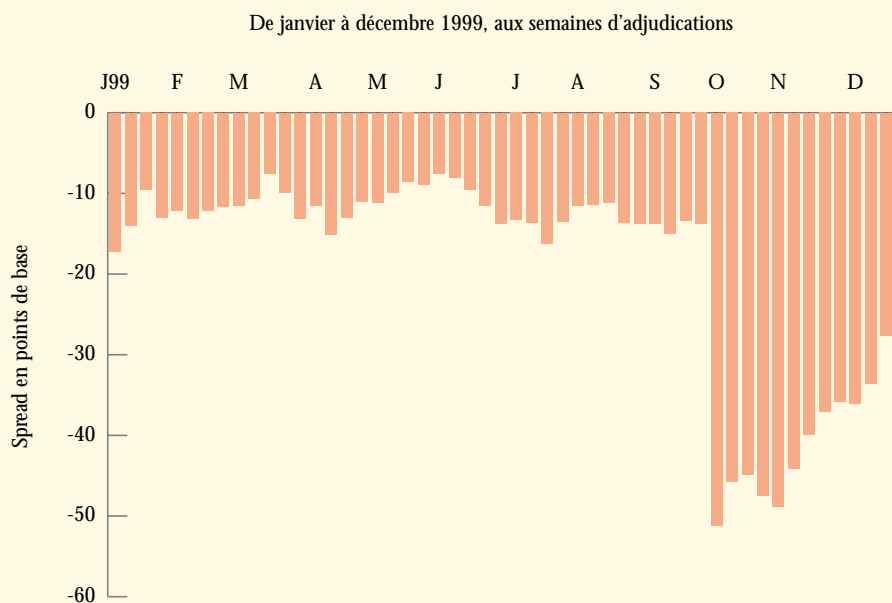
En moyenne, en 1999, les spreads par rapport à l'EURIBOR ont atteint des niveaux nettement supérieurs aux spreads enregistrés par rapport au BIBOR en 1998. A 3 mois, il s'est situé, en moyenne à -18.85 points de base en 1999 contre -6.75 points de base en 1998. Un pic de -51.2 points de base a même été atteint en octobre. A 6 mois, il a été de -18.61 points de base contre -7.69 points de base en 1998. A 12 mois, il s'est situé, en moyenne, à -14.61 points de base en 1999, en très nette amélioration par rapport à 1998 (-8.29 points de base). Cette amélioration des spreads est certainement à mettre en parallèle avec le basculement de la dette dans le grand marché de l'euro et la qualité de souverain de l'émetteur.

Le passage à l'an 2000 et les craintes y afférentes ont eu également un impact sur l'évolution des spreads, les investisseurs étant en effet très friands de papier souverain leur permettant de passer le cap de l'année sans problème de liquidité.

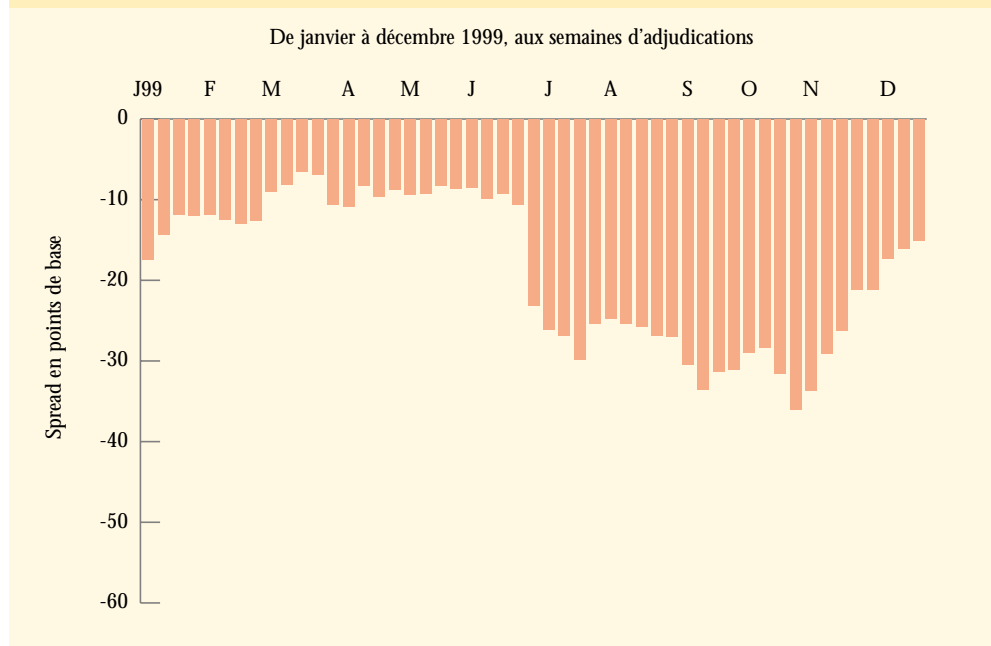
Les spreads relatifs aux certificats à 12 mois auraient logiquement dû être les premiers à être touchés par ce phénomène. Toutefois, la prise de conscience de "l'élément 2000" a été plus tardive et ne s'est réellement manifestée qu'à partir du milieu de l'année. Ceci explique le moindre impact du passage à l'an 2000 sur les spreads à 12 mois.

Quant aux spreads à 6 mois, ils se sont élargis, sous l'effet de ce phénomène, à partir de l'adjudication du 29 juin 1999 et ont ensuite poursuivi leur évolution

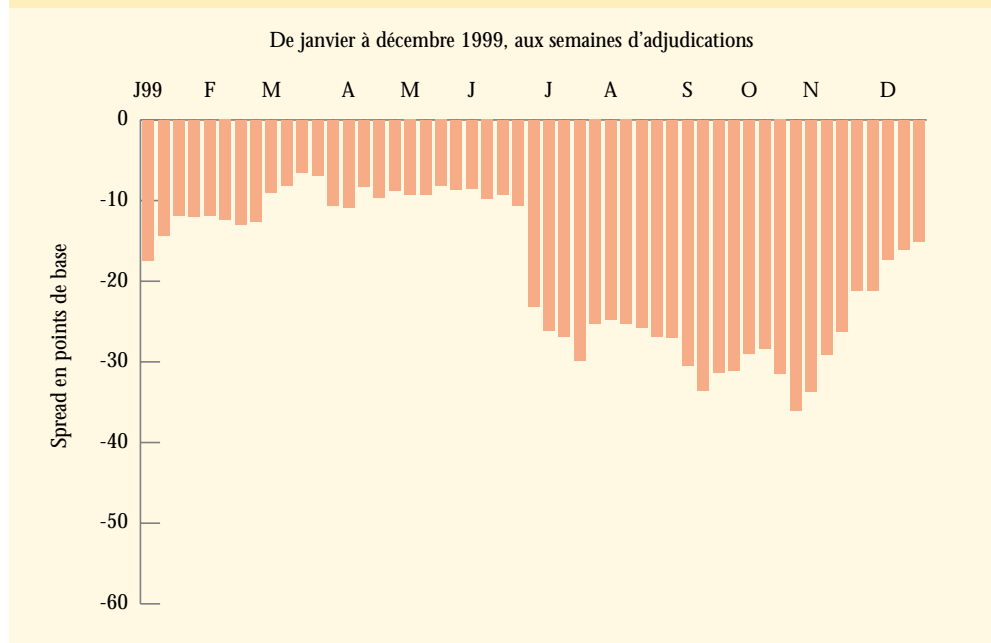
Graphique 8: Spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'EURIBOR à 3 mois en 1999 (en points de base).



Graphique 9: Spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'EURIBOR à 6 mois en 1999 (en points de base).



Graphique 10: Spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'EURIBOR à 12 mois en 1999 (en points de base).



hausnière jusqu'au 26 octobre, date après laquelle les investisseurs avaient la possibilité de se replier sur le segment du trois mois pour le passage de l'année.

Les spreads à 3 mois ont littéralement explosé à partir de l'adjudication du 5 octobre 1999 pour ensuite se réduire jusqu'à la fin de l'année, reflétant ainsi la diminution des craintes du passage à l'an 2000 ainsi que l'éloignement progressif de l'échéance du point de passage (janvier).

2. LES “BELGIAN TREASURY BILLS” EN EUROS ET L’INTERBANCAIRE

Rappelons qu’en septembre 1998, le Trésor a adapté le programme de "Belgian Treasury Bills" en devises qui avait été lancé en juillet 1996 (voir Rapport Annuel de la Dette Publique 1996), lui offrant la possibilité d’émettre également en BEF ainsi qu’en EUR (à partir du mois de janvier 1999). Ces bons ont une forme et un statut comparables à ceux des certificats de Trésorerie mais sont émis à la demande pour des périodes brisées et inférieures à celles des certificats de Trésorerie.

Les “Belgian Treasury Bills” (“BTB”) émis en 1998 en BEF n’ont pas été relibellés en euros, la durée courte des échéances ne nécessitant pas cette opération (durée moyenne pondérée de 30 jours). En 1999, la durée moyenne pondérée des BTB s’est élevée à 25 jours. Les encours ont fluctué autour d’un montant de 1.5 milliard d’euros avec un pic de 3.06 milliards en cours d’année. A la fin 1999, l’encours des BTB s’élevait à 860 millions d’euros. Le taux moyen pondéré s’est élevé à 2.63%.

Les opérations interbancaires ont démontré une structure plus équilibrée de la trésorerie, à savoir un meilleur équilibre entre les placements et les emprunts sur ce marché.

En outre, le nombre d’opérations a sensiblement diminué du fait de l’augmentation du volume moyen dans le cadre du grand marché de l’euro. Le Trésor s’est en effet trouvé immergé dans un nouvel environnement avec l’euro dans lequel il a perdu la position dominante qu’il avait dans le marché domestique belge.

Enfin, l’absence de tensions dans le marché de l’euro a sensiblement facilité la gestion de trésorerie via le marché interbancaire. En effet, la liquidité du marché euro est restée stable et suffisante de sorte que les journées déficitaires ont pu être couvertes sans aucune difficulté.

*

*

*

CHAPITRE 4

LE MARCHÉ SECONDAIRE DE LA DETTE DOMESTIQUE

1. L'EVOLUTION RECENTE DU MARCHE SECONDAIRE DES INSTRUMENTS DE LA DETTE DOMESTIQUE

Tableau 12: Volumes et nombres de transactions sur le marché secondaire des OLO et des certificats de Trésorerie (en millions d'EUR).

Date	OLO			Certificats			Dont repo	
	Trans.	Valeur nom. en millions	Ratio en millions	Trans.	Valeur nom. en millions	Ratio en millions	Trans.	Valeur nom. en millions
	(1)	(2)	(2/1)	(1)	(2)	(2/1)		
J99	273	7641.6	27.976	97	2077	21.525	78	6354.4
F	379	8932.1	23.561	88	1475	16.716	106	7188.9
M	335	7230.2	21.563	87	1378	15.789	96	5578.6
A	264	7212.2	27.3	88	1443	16.473	93	5789
M	256	5598.3	21.893	75	1206	16.023	81	4138.2
J	337	5642.3	16.754	89	2507	28.208	82	4267.5
J	249	4450.7	17.894	85	1699	20.057	69	3544.3
A	211	4232.2	20.088	90	1794	19.919	67	2974.6
S	240	6077.4	25.274	87	2000	23	77	3962.1
O	248	7015.9	28.257	85	1778	20.907	87	5514
N	239	5998.4	25.06	70	1698	24.241	86	5286.4
D	225	5321.6	23.609	52	1080	20.9	70	4254.4
Moy.	271.3	6279.4	23.26	83	1678	20.3	83	4904.4

A. LE MARCHE SECONDAIRE DES OBLIGATIONS LINEAIRES

Le graphique 11 montre l'évolution du volume et du nombre de transactions sur le marché secondaire des OLO, exprimés en moyenne journalière par mois (voir aussi tableau 12). En 1999, la moyenne journalière des volumes de transactions en OLO s'est élevée à 6279 millions d'EUR, en diminution par rapport à l'année 1998 (8279 millions d'EUR). Le nombre moyen journalier de transactions en OLO a été de 271 en 1999 contre 342 en 1998. Contrairement aux années précédentes, le volume moyen journalier par transaction n'a pas augmenté en 1999 (23 millions d'EUR contre 25 millions d'EUR en 1998).

En outre, comme le montre le graphique 11, l'évolution du nombre et celle du montant des transactions en OLO par mois au cours de l'année 1999 ont suivi un profil relativement parallèle, à savoir une tendance à la baisse jusqu'en août, à l'exception du mois de juin, suivie d'une légère remontée à la fin de l'année. Cette tendance à la baisse succède aux fortes hausses qui avaient été enregistrées en 1998 à la suite des tensions sur certains marchés émergents qui ont conféré aux titres souverains de haute qualité le statut de valeur-refuge. Il faut noter également que, à l'instar des années précédentes, la part des opérations de

cession-rétrocession (transactions repo) occupe une place prépondérante dans le total des transactions en OLO.

L'activité des Primary Dealers sur le marché secondaire des OLO, mesurée par leur part moyenne annuelle dans les volumes de transactions, était de 57.9% en 1999 contre 47.8% en 1998. Cet accroissement s'explique en partie par l'augmentation du nombre des Primary Dealers en valeurs du Trésor. Ces chiffres confirment néanmoins la forte présence des non-Primary Dealers dans le fonctionnement du marché secondaire des OLO.

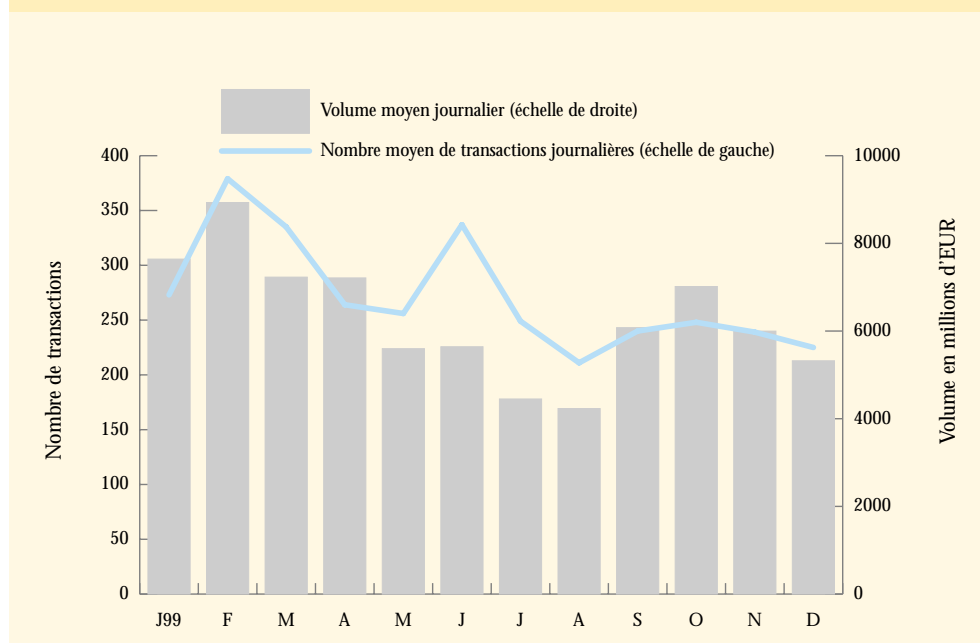
Les efforts d'adaptation de la Trésorerie au nouvel environnement créé par l'euro se sont traduits par un important changement dans la structure de détention de la dette publique.

Comme dans d'autres pays, les autorités ont été confrontées à un problème de méthodologie concernant l'obtention de statistiques fiables sur la détention des titres et leur localisation.

Les statistiques les plus rapidement disponibles sont basées sur l'information que doivent fournir les teneurs de compte affiliés à des systèmes de clearing. Sur la base de ces données, 24.1% des OLO étaient détenues à l'étranger à la fin de 1998. A la fin septembre 1999, ce pourcentage était grimpé à 47.4%.

Les statistiques communiquées à la Banque Nationale de Belgique sur les comptes financiers des établissements financiers – publiées dans ce que l'on appelle le schéma A – donnent cependant une autre image de la situation: de 8.1% à fin 1998, la détention à l'étranger serait passée à 21.6% (estimation) à fin septembre 1999.

**Graphique 11: Volumes et nombres des transactions sur le marché secondaire en OLO.
Moyennes journalières de janvier à décembre 1999.**



Ces deux statistiques relèvent de deux approches différentes. Les statistiques des systèmes de clearing partent d'une approche juridique alors que les statistiques des comptes financiers relèvent d'une optique économique. La différence entre les deux s'explique en grande partie par le marché des "repos". D'un point de vue économique, un titre cédé provisoirement reste à l'actif dans le portefeuille de l'établissement qui enregistre à son passif une dette interbancaire. Ce n'est pas le cas pour les statistiques des teneurs de compte qui se basent sur un critère juridique selon lequel un titre cédé dans le cadre d'une transaction de "repo" change de détenteur.

Quelle que soit la base statistique retenue, il ressort que la proportion des OLO détenues à l'étranger a fortement augmenté en 1999.

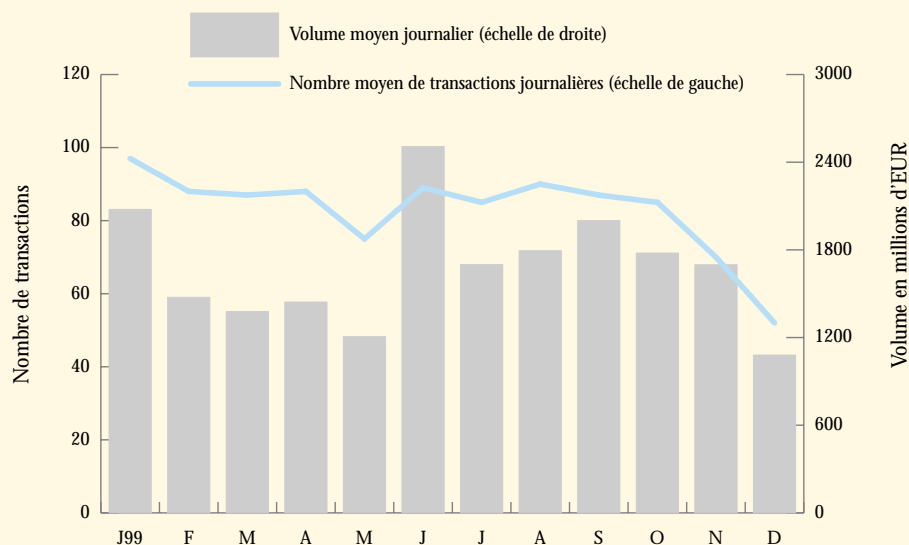
Les différences entre ces deux approches montrent, en outre, l'un des atouts des OLO, à savoir la bonne santé du marché belge des repos.

B. LE MARCHÉ SECONDAIRE DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

Le graphique 12 montre l'évolution du volume et du nombre de transactions sur le marché secondaire des certificats de Trésorerie, exprimés en moyenne journalière par mois.

En 1999, la moyenne journalière des volumes de transactions en certificats s'est élevée à 1678 millions d'EUR en diminution par rapport à 1998 (1715 millions d'EUR). Le nombre moyen journalier de transactions en certificats a lui aussi diminué: 83 transactions en 1999 contre 107 en 1998. Au fil des mois de 1999, le volume journalier de transactions en certificats et le nombre moyen de transactions ont suivi une évolution parallèle. Le rapport entre ces deux

**Graphique 12: Volumes et nombres des transactions sur le marché secondaire en C.T.
Moyennes journalières de janvier à décembre 1999.**



indicateurs, donnant le volume moyen journalier par transaction par mois, a par contre augmenté : 20 millions d'EUR en 1999 contre 16 millions d'EUR en 1998.

Les opérations de cession-rétrocession occupent une part importante dans le total des transactions en certificats de Trésorerie.

L'activité des Primary Dealers sur le marché secondaire des certificats s'est élevée à 71.4% contre 66.1% en 1998, confirmant, dans une moindre mesure, la présence des non-primary dealers sur le marché secondaire de ces titres.

En ce qui concerne la méthodologie sur la détention des certificats de Trésorerie, l'on peut se référer au point sur les OLO ci-avant. La diversification de la localisation des certificats avait déjà commencé à se manifester quelques mois avant l'introduction de l'euro. Sur la base des statistiques des teneurs de compte, la part des certificats détenue à l'étranger est passée de 45.1%, à fin 1998, à 52.7% à fin septembre 1999. Sur la base des comptes financiers, l'on obtient 43.5% et 44.3% respectivement (estimation). Notre pays occupe ainsi dans l'euroland une place de choix avec la France, l'Italie et l'Espagne.

C. LE MARCHE SECONDAIRE DES BONS D'ETAT

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

Le volume global des transactions relatives aux bons d'Etat opérées sur ce marché est en constante augmentation: il est passé de 15% en 1997 à 22% en 1998 et 31% en 1999.

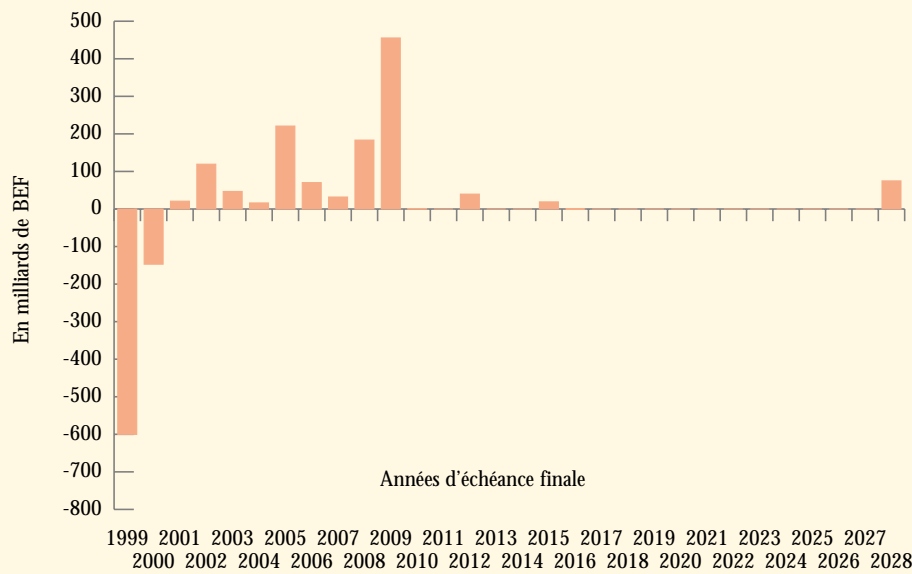
A chaque émission, le Fonds des Rentes souscrit à des bons d'Etat afin de se constituer un portefeuille de titres lui permettant de servir de contrepartie tant à l'achat qu'à la vente de titres sur le marché secondaire.

2. L'ECHANCIER DE LA DETTE CONSOLIDEE DOMESTIQUE

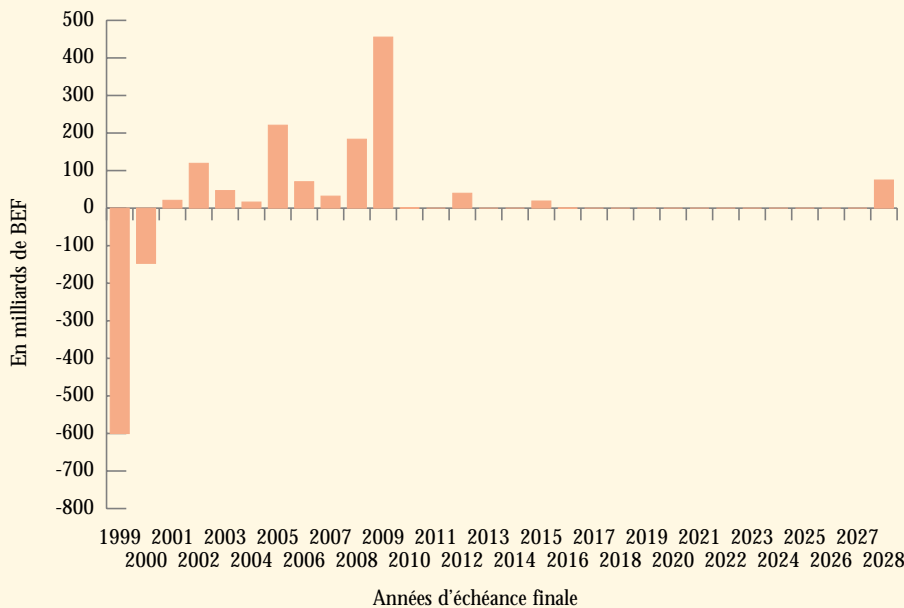
Au 31 décembre 1998, les échéances de la dette consolidée pour l'année 1999 s'élevaient à 14.9 milliards d'EUR. Ce montant concernait principalement trois lignes d'OLO à échéance finale en 1999 (10.04 milliards d'EUR) dont l'OLO TVR auxquelles s'ajoutaient des emprunts grand-public (Philippe IV, V et VII totalisant 3.6 milliards d'EUR), un emprunt émis dans le cadre de la restructuration des secteurs nationaux (0.44 milliard d'EUR) et des emprunts privés (0.83 milliard d'EUR). Etant donné qu'il s'agit de l'encours à fin décembre 1998, les montants des OLO à rembourser en 1999 comprennent les échanges qui ont été effectués quelques mois avant les remboursements des échéances finales.

Le graphique 13 permet de visualiser l'impact des opérations d'émissions et d'échanges effectuées en 1999 qui ont permis de lisser l'échéancier de la dette publique consolidée domestique. Il représente les écarts d'encours entre l'échéancier de fin décembre 1999 et celui de fin décembre 1998. Conformément aux Directives générales, l'Agence de la Dette s'est efforcée de concentrer les échanges et les adjudications sur des échéances relativement peu occupées (p.ex. 2002, 2005 et 2009) et d'éviter les années d'échéances importantes (p.ex. 2001 et 2004).

Graphique 13: Ecarts d'encours (1999-1998) à fin de période de l'échéancier de la dette consolidée en BEF/EUR, emprunts privés inclus.

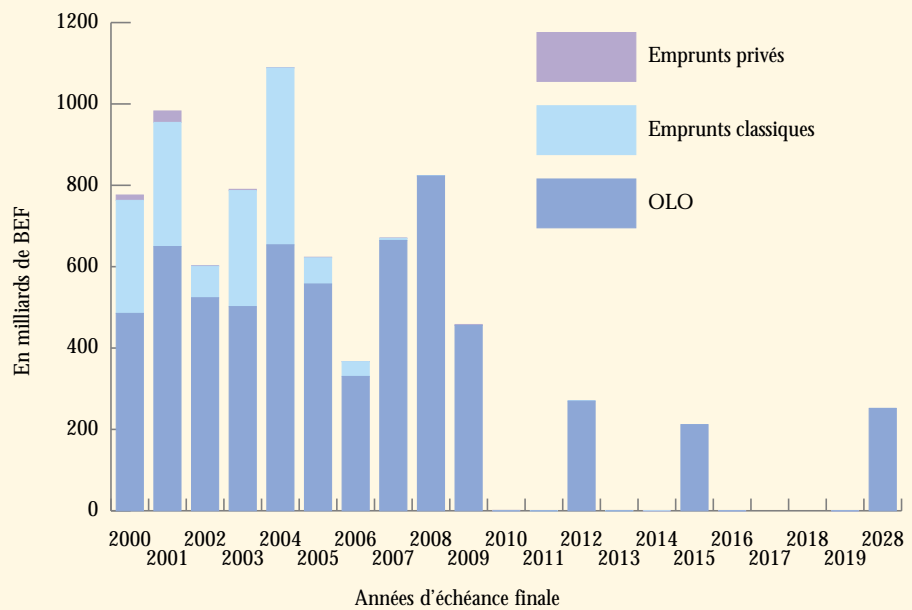


Graphique 14: Echéances finales de la dette consolidée en BEF à fin décembre 1998.

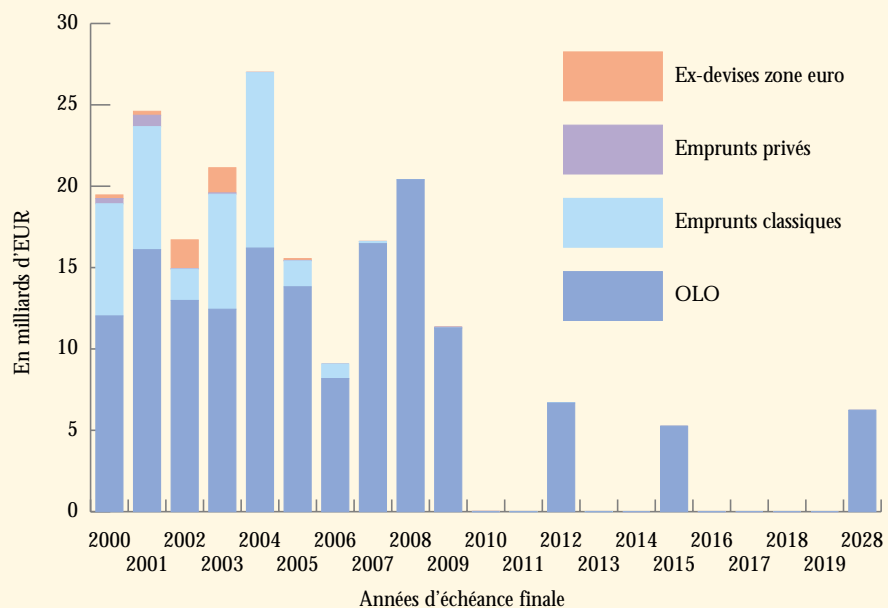


Les graphiques 14 et 15 représentent respectivement les encours à fin 1998 et à fin 1999 de l'échéancier de la dette consolidée domestique. Ils comprennent les emprunts à taux d'intérêt révisables et minima garantis (les "Philippe" XII, XIII et XVII) émis en 1994 et 1995 et qui sont comptabilisés à leur échéance finale (9 années à dater de l'émission) ainsi que les encours des Bons d'Etat comptabilisés à leur échéance finale (7 ou 8 années le cas échéant à dater de l'émission).

Graphique 15: Echéances finales de la dette consolidée en BEF/EUR à fin décembre 1999.



Graphique 16: Echéances finales de la dette consolidée domestique à fin décembre 1999 (y compris les emprunts en ex-devises zone euro).



Les échéances les plus importantes sont concentrées dans les années 2001, 2004 et 2008.

Le dernier échéancier reprend l'ensemble de la dette consolidée domestique, y compris la dette en ex-devises de la zone euro (DEM, FRF et NLG).

*

*

*

CHAPITRE 5

LES MARCHES PRIMAIRE ET SECONDAIRE DE LA DETTE EN MONNAIES ETRANGERES

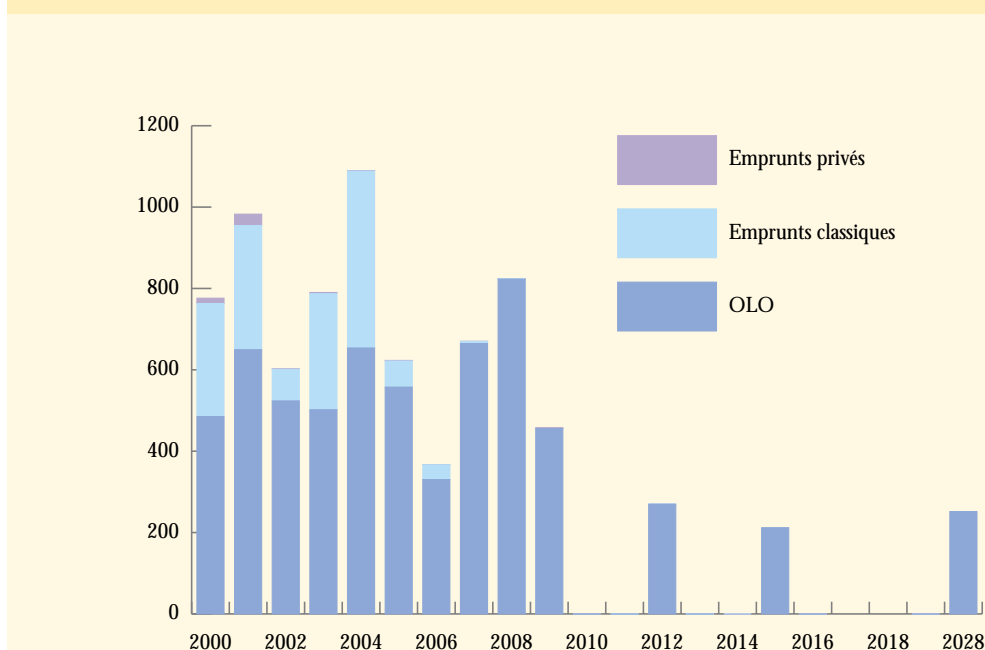
Rappelons que dans le cadre de sa préparation au grand marché de l'euro, le Trésor a établi, depuis 1997, dans la gestion de sa dette en monnaies étrangères, une distinction très nette entre les devises du noyau euro (DEM, FRF, NLG et XEU), qui sont assimilées à la dette domestique, et les autres devises comme le CHF, le JPY et le USD. Depuis l'introduction de l'euro, seule la dette libellée dans ces trois dernières monnaies représente l'endettement extérieur.

En 1999, la dette en monnaies étrangères se composait, d'une part, pour les moyen et long termes, d'emprunts publics ou privés et d'Euro Medium Term Notes (EMTN), et d'autre part, pour le court terme, de "Belgian Treasury Bills" et d'emprunts interbancaires.

Au 31 décembre 1999, l'encours de la dette totale en monnaies étrangères s'élevait à 10440.8 millions d'équivalent EUR (variations de change sur gestion de la dette en devises incluses), ce qui correspond à 4.2% de l'encours total de la dette publique.

La répartition de la dette en monnaies étrangères est donnée dans le graphique suivant.

Graphique 17: Dette totale en monnaies étrangères à fin décembre 1999.
Répartition par devises.



1. LA DETTE A MOYEN ET LONG TERMES

Les trois instruments financiers composant la dette à moyen et long termes sont: les emprunts publics, les emprunts privés et les Euro Medium Term Notes. A fin décembre 1999, l'encours de la dette à moyen et long termes s'élevait à 8416.6 millions d'équivalent EUR contre 9080.9 millions d'équivalent EUR un an plus tôt. En 1999, le Trésor n'a émis aucun emprunt à moyen ou long terme libellé en monnaies étrangères.

2. LA DETTE A COURT TERME

En 1999, les encours de la dette en devises à court terme ont connu un mouvement ascensionnel. Les emprunts en devises à long terme qui arrivaient à échéance finale ont été refinancés à court terme. Contrairement à l'année précédente, il n'y a pas eu de remboursements ou d'opérations de consolidation. Ainsi, la dette en devises à court terme est passée d'un encours de 442 millions début janvier à plus de 2 milliards d'équivalent euros à fin décembre de l'année sous revue.

Pour la gestion de sa dette à court terme en devises, le Trésor a eu recours à deux instruments financiers, à savoir les "Belgian Treasury Bills" ("BTB") et les emprunts interbancaires.

La part des opérations interbancaires a sensiblement diminué au deuxième semestre de 1999. En effet, le recours à la technique de l'adjudication pour les BTB en vue d'augmenter la concurrence entre les dealers a eu pour conséquence que les montants arrivant à échéance ont facilement pu être refinancés via les BTB. Les soldes restants ont été refinancés sur le marché interbancaire. Lorsque les conditions offertes étaient avantageuses pour le Trésor, celui-ci a émis plus que nécessaire. Les surplus ainsi générés ont ensuite été placés sur le marché interbancaire pour couvrir une échéance ultérieure.

A. LES "BELGIAN TREASURY BILLS" (BTB)

Lors des émissions du second semestre de 1999, le Trésor a eu recours à la technique de l'adjudication pour les BTB. Auparavant, après consultation des dealers, le Trésor déterminait les échéances et le niveau des taux des émissions en début de journée. En cas de hausse des taux, le Trésor ne pouvait plus recourir au marché des BTB mais devait se tourner vers l'interbancaire, marché plus cher. La nouvelle procédure d'émission a pour avantage de permettre au Trésor d'améliorer sa visibilité sur les maturités préférées des investisseurs ainsi que sur les taux du marché. Au total, il y a eu 129 émissions de BTB en devises pour une contre-valeur de près de USD 6 milliards. La plus grande partie a été émise en USD et ensuite swappée en CHF.

En 1999, le Trésor est également intervenu comme dealer. Au total, le Trésor a procédé à 11 "reverse inquiries" en devises pour une contre-valeur de USD 383 millions.

En ce qui concerne les maturités des BTB, l'on notera un allongement en 1999 par rapport à 1998. En moyenne, elles se sont élevées à 2 mois contre 38 jours en 1998.

Les taux moyens pondérés des BTB s'élevaient à 1.14% et 5.12% respectivement pour les émissions en CHF et USD. Les spreads par rapport au LIBID après swap ont varié dans une fourchette allant de LIBID-3 à LIBID-22. Grâce au libre jeu de la concurrence et à la flexibilité des maturités, le Trésor a pu bénéficier de conditions particulièrement avantageuses. En outre, à la fin de

l'année, des spreads exceptionnels par rapport au LIBID ont été atteints à la suite de la forte demande de papier souverain dont l'échéance passait le cap de l'an 2000.

B. LES EMPRUNTS INTERBANCAIRES

Comme en 1998, le Trésor a peu recouru au marché interbancaire par rapport aux volumes émis sur les BTB. Il n'a été fait appel au marché interbancaire que pour refinancer des soldes qui n'étaient pas renouvelés en BTB. La maturité moyenne des emprunts interbancaires a diminué pour atteindre 10 jours.

Le taux moyen pondéré sur les emprunts interbancaires en devises s'est élevé, quant à lui, à 1.53% en 1999.

L'on notera que, pour la première fois, le Trésor a procédé à des placements sur le marché interbancaire comme expliqué plus haut.

3. LA GESTION DU RISQUE SUR LA DETTE EN MONNAIES ETRANGERES

En 1999, le Trésor a poursuivi sa politique de diminution graduelle de la dette en monnaies étrangères. Ainsi, 14.5 milliards de JPY à long terme (115 millions d'équivalent EUR, soit environ 4% de la dette libellée en JPY) venant à échéance ont été refinancés en EUR. Cette politique ne s'est toutefois pas encore totalement reflétée dans les chiffres à cause en partie de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain et du yen intervenue dans le courant de l'année sous revue.

Depuis l'importante restructuration des swaps d'arbitrage réalisée en 1998, le passif se compose à 23.9% d'EUR, le reste étant en CHF. L'actif est entièrement en EUR.

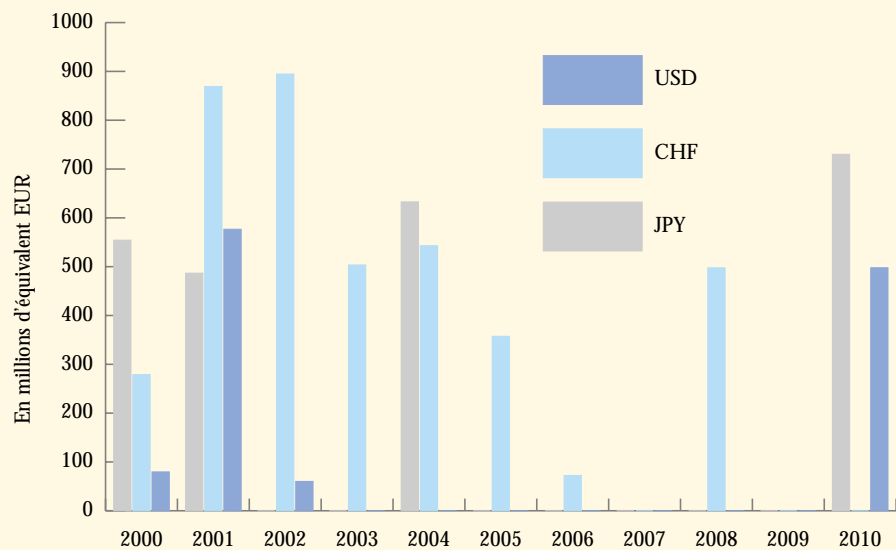
4. LE "PROGRAMME FOR THE ISSUANCE OF DEBT INSTRUMENTS"

Ce programme multi-devises mis en place en 1997 offre au Trésor la possibilité d'émettre sous un même cadre juridique la plupart des instruments financiers existant sur l'Euromarché des capitaux (émissions publiques ou privées, émissions structurées, etc...). L'"arranger" du programme est la banque Morgan Stanley Dean Witter à Londres et les institutions financières suivantes sont dealers: Deutsche Bank, Goldman Sachs International, Lehman Brothers, Merrill Lynch International, J.P Morgan Securities Ltd., Morgan Stanley Dean Witter, Nomura International et Warburg Dillon Read. Le Trésor n'a pas eu recours au programme en 1999. En raison du lancement du marché de l'euro, le Trésor a en effet privilégié les émissions d'OLO afin d'optimiser la liquidité de ses instruments domestiques et de créer de nouveaux benchmarks.

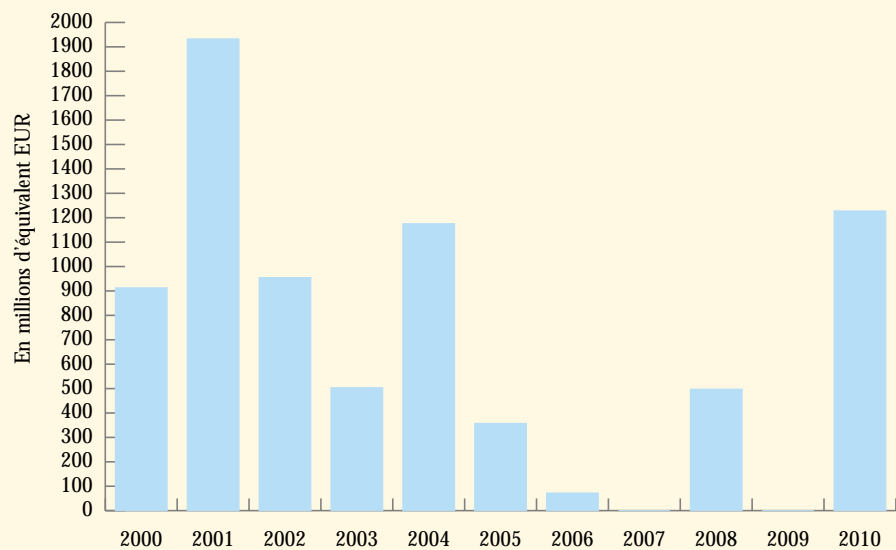
5. L'ECHEANCIER DE LA DETTE CONSOLIDEE EN MONNAIES ETRANGERES

Les graphiques qui suivent présentent l'échéancier de la dette consolidée en monnaies étrangères à fin 1999 comprenant exclusivement les encours après swaps en USD, CHF et JPY hors variations de change afférentes aux opérations de gestion. A cette date, la dette consolidée en monnaies étrangères s'élevait à 7.6 milliards d'équivalent EUR contre 8.4 milliards à fin 1998.

Graphique 18: Echéancier de la dette consolidée en monnaies étrangères au 31 décembre 1999. Répartition par devise et par maturité.



Graphique 19: Echéancier de la dette consolidée en monnaies étrangères au 31 décembre 1999. Répartition par maturité.



L'année 2001 est la plus importante en terme de volume en raison d'échéances en CHF, JPY et USD. Cet échéancier du portefeuille en devises pourrait être modifié par des opérations de gestion si les conditions se révèlent adéquates.

*

*

*

CHAPITRE 6

LES GRANDS AGREGATS DE FINANCEMENT DE LA DETTE EN 1999

L'objet de ce chapitre est de dégager les caractéristiques majeures des mouvements intervenus en 1999 en matière d'émissions, d'amortissements et de remboursements. Il décrit ensuite l'amortissement de la dette directe en BEF et en EUR dans le cadre de l'activité de la Caisse d'amortissement. Il présente enfin un commentaire de la dette débudgétisée et de la dette garantie.

1. L'EVOLUTION DU REFINANCEMENT DE LA DETTE EN 1999

A. CARACTERISTIQUES MAJEURES

Les grands chiffres de la dette présentés au début de ce Rapport et les tableaux qui suivent soulignent les principales évolutions constatées en 1999, à savoir:

- a. Le niveau de consolidation de l'ensemble de la dette en BEF/EUR et en monnaies étrangères s'est renforcé. En effet, au 31 décembre 1999, la part de la dette consolidée était de 84.37% contre 82.49% un an auparavant.

Le Trésor a procédé à des calculs de répartition de la dette totale en fonction de plusieurs maturités résiduelles: la dette inférieure ou égale à 2 ans, celle supérieure à 2 ans et inférieure ou égale à 4 ans, celle supérieure à 4 ans et inférieure ou égale à 9 ans et celle supérieure à 9 ans (tableau 14). Le graphique 20 montre l'évolution depuis 1990 de ces parts de la dette en pourcentage du total de la dette. En 1999, on relève la poursuite de l'augmentation de la part relative de la dette d'une maturité s'échelonnant entre 4 et 9 ans et une diminution de la part relative de la dette inférieure ou égale à 4 ans. Ces résultats s'expliquent, en partie, par la diminution des volumes émis sur les certificats de Trésorerie ainsi que par la structure des émissions d'OLO en 1999 où la part du moyen et long terme a été prépondérante (24.9 milliards d'EUR).

- b. La part relative de la dette libellée en devises a très légèrement augmenté pour atteindre 4.23% du total en 1999 contre 3.95% en 1998.
- c. La part de la dette à taux fixe a augmenté: 84.1% en 1999 contre 80.8% en 1998. Rappelons que la dette à taux variable comprend la dette consolidée à taux variable et la dette à court terme.
- d. Le taux d'intérêt moyen pondéré calculé sur le total de l'encours de la dette publique a poursuivi la diminution entamée ces dernières années, atteignant 6.3% en 1999 contre 6.5% l'année précédente. L'on notera que étant donné que les émissions d'OLO ont été effectuées au-dessus du pair dans le courant de l'année 1999, tout comme en 1998, les primes d'émission positives qui en ont résulté faussent quelque peu le taux moyen pondéré qui est calculé sur le taux facial. En l'occurrence, ce taux est surestimé pour l'année 1999. Il constitue néanmoins un indicateur de la charge d'intérêts du Trésor. Comme le montre le tableau 16, celle-ci est en constante diminution ces dernières années.

Tableau 13: Dette publique: composition par maturité.

Proportion de la dette finale ayant une échéance dans la xième année après l'année considérée	Encours fin d'année (en % du total annuel)													
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1 (a) (excl.à court terme)	41.32 (3.69)	40.31 (3.29)	38.93 (4.57)	37.76 (2.57)	39.32 (6.97)	33.62 (4.36)	31.64 (5.54)	34.30 (8.04)	30.69 (2.39)	24.87 (5.37)	23.62 (5.08)	24.62 (6.10)	23.72 (7.34)	22.50 (8.43)
2	3.89	5.06	2.98	7.17	4.75	6.86	10.03	4.01	6.50	7.08	8.31	9.92	10.04	11.30
3	5.52	2.61	7.96	4.85	7.43	11.26	7.46	7.28	6.42	8.22	10.07	9.33	11.18	7.65
4	2.65	8.64	5.31	7.84	10.55	8.00	9.31	9.55	8.80	8.99	8.86	10.41	6.53	8.95
5	9.51	5.95	8.59	11.15	9.05	10.95	10.10	9.67	9.28	8.84	10.01	6.07	8.58	11.55
6	5.73	9.00	12.21	9.17	11.06	11.01	8.84	6.27	5.85	7.00	5.37	7.79	11.25	6.24
7	10.12	13.53	10.17	8.70	11.38	5.59	4.57	6.07	7.20	5.38	7.45	10.83	4.04	3.54
8	14.63	8.16	8.30	8.30	0.99	3.80	3.44	5.11	4.24	7.38	10.54	3.42	3.12	6.87
9	0.55	0.78	2.62	1.04	2.68	3.35	4.36	4.04	7.60	10.60	2.87	3.08	6.64	8.64
10	0.85	2.87	0.35	2.67	1.74	3.07	3.85	4.85	6.03	2.91	2.95	6.37	8.17	4.69
11	0.39	0.04	0.92	0.07	0.30	0.11	2.58	3.25	0.82	0.64	3.80	4.30	0.03	0.52
12	0.04	1.13	0.07	0.31	0.05	2.03	0.02	0.01	0.00	2.91	3.15	0.03	0.42	0.00
13	1.25	0.42	0.33	0.01	0.33	0.02	0.01	0.00	2.98	2.27	0.00	0.42	0.00	2.77
14	0.50	0.43	0.01	0.35	0.02	0.01	0.00	2.90	1.65	0.00	0.40	0.00	2.40	0.01
15	0.48	0.08	0.64	0.00	0.01	0.00	3.18	0.90	0.00	0.42	0.01	1.97	0.01	0.00
16 et plus	2.58	1.00	0.61	0.61	0.34	0.32	0.63	1.80	1.95	2.50	2.58	1.43	3.87	4.77
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
5 ans et moins (a) entre 6 et 10 ans	62.90	62.57	63.78	68.78	71.10	70.00	68.53	64.81	61.68	57.99	60.88	60.35	60.06	61.95
entre 11 et 15 ans	31.87	34.34	33.65	29.88	27.86	26.82	25.05	26.33	30.93	33.26	29.18	31.50	33.22	29.99
16 ans et plus	2.65	2.09	1.97	0.73	0.71	2.17	5.79	7.06	5.44	6.25	7.36	6.72	2.85	3.30
	2.58	1.00	0.61	0.61	0.34	0.32	0.63	1.79	1.95	2.50	2.58	1.43	3.87	4.77
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
10 ans et moins (a)	94.77	96.91	97.42	98.66	98.95	97.51	93.58	91.15	92.61	91.25	90.06	91.85	93.28	91.94
11 ans et plus	5.23	3.09	2.58	1.34	1.05	2.49	6.42	8.85	7.39	8.75	9.94	8.15	6.72	8.06
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(a) dont la dette à court terme	37.63	37.03	34.36	35.19	32.35	29.26	26.10	26.26	28.30	19.49	18.54	18.52	16.38	14.07

Tableau 14: Durée résiduelle des emprunts de la dette publique de 1990 à 1999, en fin d'année (en %).

	< ou = à 2ans	> 2 et < ou = à 4 ans	> 4 et < ou = à 9 ans	> 9 ans
1990	44.07	17.98	35.16	2.79
1991	40.48	19.26	34.70	5.56
1992	41.67	16.77	31.31	10.27
1993	38.31	16.83	31.16	13.71
1994	37.19	15.22	34.17	13.42
1995	31.95	17.21	39.20	11.66
1996	31.93	18.93	36.24	12.89
1997	34.54	19.74	31.19	14.52
1998	33.76	17.71	33.63	14.89
1999	33.80	16.60	36.84	12.76

Graphique 20: Part de la dette dans le total de la dette en fonction de la durée résiduelle.

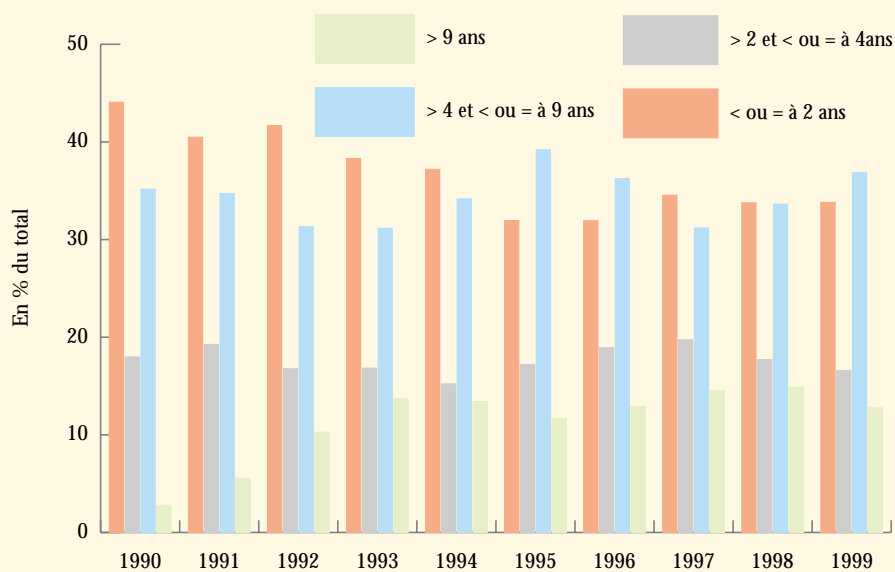
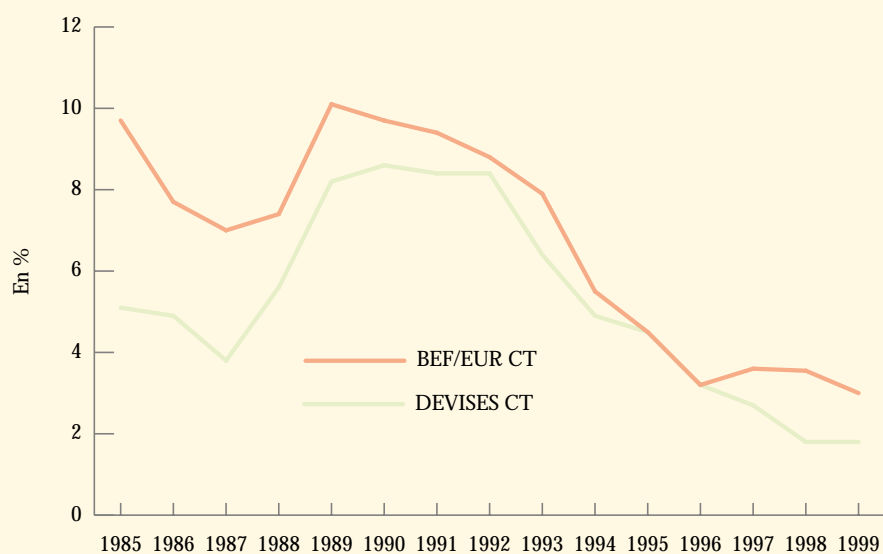


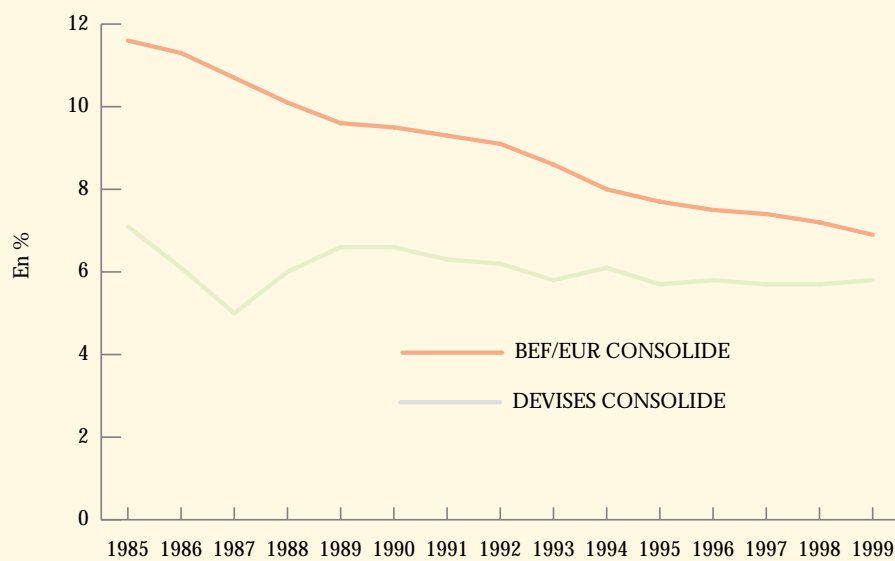
Tableau 15: Taux d'intérêt moyen pondéré annuel de la dette publique.

	BEF CONSOLIDE	DEVICES CONSOLIDE	BEF FLOTTANT	DEVICES FLOTTANT	BEF TOTAL	DEVICES TOTAL	DETTE TOTAL
1985	11.6	7.1	9.7	5.1	11.0	6.3	10.0
1986	11.3	6.1	7.7	4.9	10.0	5.5	9.2
1987	10.7	5.0	7.0	3.8	9.5	4.4	8.5
1988	10.1	6.0	7.4	5.6	9.3	5.8	8.7
1989	9.6	6.6	10.1	8.2	9.7	7.4	9.3
1990	9.5	6.6	9.7	8.6	9.6	7.5	9.3
1991	9.3	6.3	9.4	8.4	9.3	7.3	9.0
1992	9.1	6.2	8.8	8.4	9.0	7.1	8.8
1993	8.6	5.8	7.9	6.4	8.5	6.1	8.1
1994	8.0	6.1	5.5	4.9	7.4	5.6	7.1
1995	7.7	5.7	4.5	4.5	7.1	5.4	6.9
1996	7.5	5.8	3.2	3.2	6.7	5.5	6.6
1997	7.4	5.7	3.6	2.7	6.7	5.5	6.6
1998	7.2	5.7	3.5	1.8	6.6	5.6	6.5
1999	6.9	5.8	3.0	1.8	6.4	5.0	6.3

Graphique 21: Taux d'intérêt moyen pondéré annuel de la dette publique flottante en BEF/EUR et en devises de 1985 à 1999.



Graphique 22: Taux d'intérêt moyen pondéré annuel de la dette publique consolidée en BEF/EUR et en devises de 1985 à 1999.



Graphique 23: Taux d'intérêt moyen pondéré annuel de la dette publique totale, de la dette en BEF/EUR et de la dette en devises de 1985 à 1999.

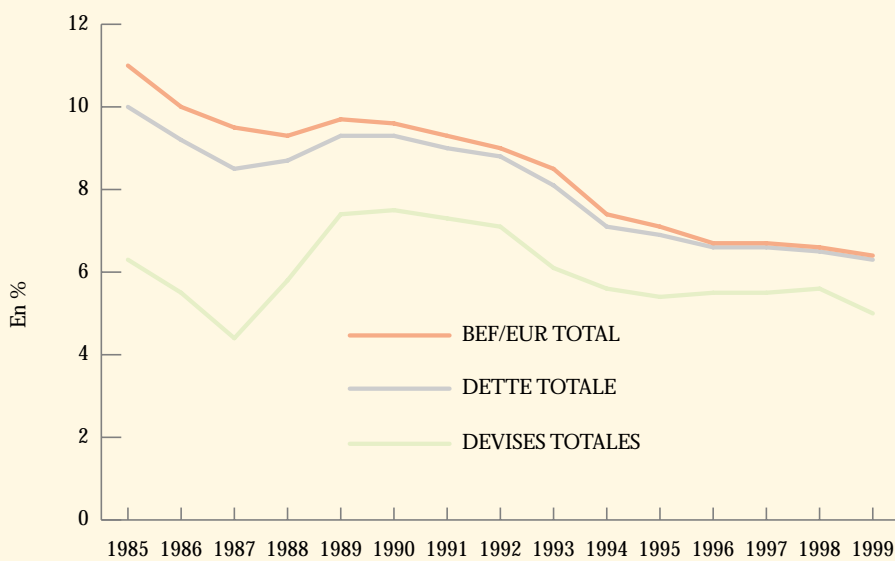


Tableau 16: Charges d'intérêt ordonnancées par catégorie de dette. Montants nominaux (en millions d'équivalents BEF).

années	DETTE CONSOLIDÉE			DETTE FLOTTANTE			DONT				
	en BEF/EUR			en BEF/EUR			en BEF/EUR				
	en BEF/EUR	en devises	TOTAL	moyen terme	court terme	total en BEF/EUR	en devises	TOTAL	Dette totale		
1980	106 306.5	3 898.9	110 205.4	508.3	39 868.7	40 377.0	4 716.9	45 093.9	155 299.3	146 683.5	8 615.8
1981	119 324.3	17 218.0	136 542.3	501.5	69 008.2	69 509.7	10 487.3	79 997.0	216 539.3	188 834.0	27 705.3
1982	139 277.0	29 400.7	168 677.7	501.5	100 844.5	101 346.0	25 761.5	127 107.5	295 785.2	240 623.0	55 162.2
1983	151 704.8	34 926.0	186 630.8	854.3	97 659.1	98 513.4	32 830.5	131 343.9	317 974.7	250 218.2	67 756.5
1984	190 585.2	39 806.3	230 391.5	4 912.6	108 514.4	113 427.0	18 595.8	132 022.8	362 414.3	304 012.2	58 402.1
1985	225 381.4	59 383.2	284 764.6	13 561.1	106 858.3	120 419.4	29 617.9	150 037.3	434 801.9	345 800.8	89 001.1
1986	* 279 368.9	39 747.7	319 116.6	20 922.9	101 082.2	122 005.1	35 265.7	157 270.8	476 387.4	401 374.0	75 013.4
1987	* 272 812.6	27 993.5	300 806.1	14 608.5	101 904.8	116 513.3	27 095.4	143 608.7	444 414.8	389 325.9	55 088.9
1988	* 292 135.4	25 994.7	318 130.1	6 977.3	102 484.9	109 462.2	29 889.5	139 351.7	457 481.8	401 597.6	55 884.2
1989	* 298 515.1	32 690.8	331 205.9	4 422.2	139 467.0	143 889.2	31 371.8	175 261.0	506 466.9	442 404.3	64 062.6
1990	* 320 900.0	37 877.0	358 777.0	3 264.7	180 462.2	183 726.9	44 008.0	227 734.9	586 512.0	504 626.9	81 885.0
1991	* 381 555.7	36 075.6	417 631.3	1 761.2	150 555.3	152 316.5	47 990.9	200 307.4	617 938.7	533 872.2	84 066.5
1992	* 422 587.6	37 296.4	459 884.0	71.5	176 710.1	176 871.6	42 022.4	218 804.0	678 688.0	599 459.2	79 318.8
1993	* 457 085.4	39 803.4	496 888.8	60.4	155 389.6	155 450.0	34 628.8	190 078.8	686 967.6	612 535.4	74 432.2
1994	* 494 532.5	42 991.9	537 524.4	24.6	113 552.2	113 576.8	39 172.7	152 749.5	690 273.9	608 109.3	82 164.6
1995	* 471 301.2	46 757.6	518 058.8	24.6	106 113.4	106 138.0	29 954.8	136 092.8	654 151.6	577 439.2	76 712.4
1996	* 497 109.4	46 631.5	543 740.9	13.5	68 097.0	68 110.5	17 323.5	85 434.0	629 174.9	565 219.8	63 955.1
1997	* 504 450.1	41 813.7	546 263.8	0.0	60 168.4	60 168.4	2 961.5	63 129.9	609 393.7	564 638.4	44 775.2
1998	* 488 446.7	43 616.1	532 062.8	0.0	73 185.6	73 185.6	2 367.2	75 552.9	607 615.7	561 632.3	45 983.4
1999	* 516 514.4	19 664.6	536 179.0	0.0	50 175.0	50 175.0	512.0	50 687.0	586 866.0	566 689.4	20 176.6

* non-compris la différence sur les emprunts touchés par les opérations de régularisation, sans tenir compte de la capitalisation des intérêts liée aux adjudications d'échange et en tenant compte des gains (1993) ou des primes d'émission ou d'échange (1994, 1995, 1996, 1997, 1998 et 1999).

B. LES FACTEURS DU REFINANCEMENT EN 1999

Pour les commentaires qui suivent, l'on se référera au tableau 17 ci-après reprenant l'ensemble des mouvements d'émissions, d'amortissements et de remboursements en 1998 et 1999.

- a. En ce qui concerne la dette en BEF et en EUR, les volumes refinancés en 1999 des emprunts de la dette consolidée ont porté sur 824.4 milliards d'équivalent BEF dont notamment 422.3 pour les échéances finales (y compris les emprunts privés) et 334.3 pour les échanges. Des emprunts en ex-devises "zone euro" ont fait l'objet d'un refinancement à raison de l'équivalent de 50 milliards de BEF.

Les émissions de la dette consolidée en BEF et en EUR ont porté sur 1199.7 milliards d'équivalent BEF contre 1009.2 milliards en 1998. Hors échanges, le volume des émissions brutes consolidées en BEF et en EUR a fortement augmenté en 1999 par rapport à 1998 en passant de 601.9 milliards à 880.7 milliards d'équivalent BEF. Les émissions d'obligations linéaires ont sensiblement augmenté en 1999 pour atteindre 834.8 milliards au lieu de 533.7 milliards d'équivalent BEF en 1998. Par contre, le volet émissions des offres d'échange a diminué: 303.6 milliards en 1999 contre 407.3 milliards d'équivalent BEF en 1998. En outre, des Bons d'Etat ont été émis pour un montant de 42 milliards de BEF.

Enfin, il y a eu des reprises de dettes pour un montant de 10.7 milliards de BEF en 1999.

En 1999, les émissions nettes sur la dette consolidée en BEF se sont élevées à 375.1 milliards d'équivalent BEF, en augmentation par rapport à l'année précédente (278 milliards). Quant à la dette à court terme en EUR, elle a diminué de l'équivalent de 215.3 milliards de BEF. L'on constate ainsi qu'en terme d'encours, la consolidation de la dette en BEF et en EUR a augmenté en 1999, ce qui correspond aux directives générales dérivées de l'analyse du portefeuille-type de la dette publique pour l'année en question.

- b. En ce qui concerne la dette en monnaies autres que le BEF et l'EUR, il n'y a pas eu d'émissions à long terme en 1999. Les refinancements en euro pour rembourser une partie de la dette en devises se sont élevés à 60.2 milliards d'équivalent BEF. Compte tenu des variations de change (perte de 37.3 milliards d'équivalent BEF) et des opérations de gestion en devises, l'évolution nominale de cette dette se traduit par une diminution de 26.8 milliards d'équivalent BEF en 1999. La dette à court terme en monnaies étrangères a augmenté de 62.7 milliards d'équivalent BEF.

Tableau 17: Ensemble des mouvements d'émissions, d'amortissements et de remboursements en 1998 et 1999, en milliards de BEF.

1. En 1999, la dette consolidée en EUR/BEF a augmenté de 375.1 milliards de BEF.
(9299.5 millions d'EUR)

	1998	1999	1999 (millions d'EUR)
I. <u>Augmentations</u>			
a) <u>Emissions</u>			
- Emprunts classiques de l'Etat (y compris la capitalisation des intérêts sur les emprunts "Philippe": 4.2 en 1999)	+68.2	+45.9	+1137.6
- OLO	+533.7	+834.8	+20695.1
- OLO émises dans le cadre des opérations d'échange	+407.3	+303.6	+7526.9
- Emprunts en devises swapés en euro	-	+4.7	+115.8
<u>Total</u>	+1009.2	+1189.0	+29475.4
b) <u>Reprises</u>			
- La Régie des Voies Maritimes	-	+10.7	+265.3
<u>Sous-total I</u>	+1009.2	+1199.7	+29740.7
II. <u>Diminutions</u>			
a) <u>Amortissements</u>			
- Rachats en Bourse et hors Bourse	-6.1	-5.9	-146.1
- Autres amortissements contractuels	-10.5	-6.3	-156.9
b) <u>Remboursements à échéance finale:</u>			
- Emprunts publics de l'Etat	-223.2	-386.4	-9579.8
- Emprunts privés	-58.8	-35.9	-890.4
- Emprunts en ex-devise "zone euro"	-	-50.0	-1238.9
c) <u>Remboursements anticipés</u>			
- Emprunts remboursés lors des opérations d'échange	-432.6	-334.3	-8286.3
d) <u>Variations de change afférentes aux opérations de gestion sur la dette en devises "zone euro"</u>	-	-5.6	-138.4
e) <u>Gain de change dû au passage à l'euro</u>	-	-0.2	-4.4
<u>Sous-total II</u>	-731.2	-824.6	-20441.2
<u>Total (I + II)</u>	+278.0	+375.1	+9299.5

2. En 1999, la dette consolidée en monnaies étrangères, variations de change incluses, a diminué de 26.8 milliards de BEF, par suite des opérations suivantes:
(664.3 millions d'EUR)

	1998	1999	1999 (millions d'EUR)
I. Augmentations			
a) Emissions			
- Emprunts à long terme	+69.7	-	-
- "Euro-medium term notes"	-	-	-
b) Variations de change	-	+37.3	+924.9
c) Opérations de gestion en devises	+3.9	-	-
<u>Sous-total I</u>	+73.6	+37.3	+924.9
II. Diminutions			
a) Amortissements contractuels	-16.5	-	-
b) Remboursements à échéance finale ou anticipée :	-101.2	-60.2	-1492.4
c) Variations de change (gains):	-4.1	-	-
d) Opérations de gestion en devises	-	-3.9	-96.7
<u>Sous-total II</u>	-121.8	-64.1	-1589.2
<u>Total (I + II)</u>	-48.2	-26.8	-664.3
3. <u>La dette à court terme en EUR/BEF a diminué de 215.3 milliards de BEF. Cette évolution se répartit comme suit: (5335.7 millions d'EUR)</u>			
a) Certificats sans intérêts souscrits par			
- le Fonds Monétaire International	-13.4	+55.5	+1375.5
- d'autres organismes	-0.6	-2.0	-50.3
b) Avoirs au Postchèque	-63.4	-5.0	-122.8
c) Certificats portant intérêts			
- certificats émis par adjudication (en net) (1)	-235.2	-274.6	-6806.8
- emprunts divers (marché interbancaire et Bons du Trésor)	+70.3	+10.8	+268.7
<u>Sous-total (pt. 3)</u>	-242.3	-215.3	-5335.7
4. <u>La dette à court terme en monnaies étrangères (variation de change incluse +1.5) a augmenté de 62.7 milliards de BEF, soit: (+37.8) (1554.9 millions d'EUR)</u>			
- Bons du Trésor	-35.5	+34.4	+852.2
- Interbancaire	+0.4	+28.3	+702.7
<u>Total général: Evolution nominale de la Dette: (y compris FMI)</u>	-47.6	+195.7	+4852.0
<u>(non compris FMI)</u>	-34.2	+140.2	+3477.0

(1) le détail par type de certificat est repris au tableau 9.

2. L'AMORTISSEMENT DE LA DETTE DIRECTE EN FRANCS BELGES ET EN EUROS

A. RÔLE DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT

La loi du 02/08/55 portant suppression du Fonds d'Amortissement de la dette publique, modifiée par la loi du 04/04/1995 portant des dispositions fiscales et financières, a prévu l'instauration d'une Caisse d'Amortissement. Celle-ci est chargée de recevoir et d'utiliser les dotations d'amortissement destinées, conformément aux lois et contrats d'emprunts, au rachat ou au remboursement des titres de la dette publique, en ce compris les titres dématérialisés inscrits exclusivement en compte.

B. ACTIVITÉS DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT

Les rachats en Bourse de la Caisse d'Amortissement ont augmenté d'un peu plus de 70% par rapport à 1998, comme en témoigne le tableau 18.

En ce qui concerne les adjudications d'échange, leur importance en volume a diminué.

En 1999, les lignes suivantes ont été offertes à l'échange :

- la ligne 247 - OLO 10 % - 02/08/1991-2000
- la ligne 264 - OLO 7% - 29/04/1993-1999
- la ligne 272 - TVR - 16/03/1994-1999
- la ligne 287 - OLO 4 % - 22/01/1997-2000
- la ligne 267 - (emprunt classique) 7% - 23/06/1993-2000

Par ailleurs, les activités " Remboursements " de la caisse d'Amortissement se sont accrues en 1999.

Si les remboursements anticipés sont devenus quasi nuls, les remboursements finaux quant à eux, ont augmenté d'environ 70%.

Le tableau 19 reprend l'évolution des rachats en Bourse par la Caisse d'Amortissement.

Un important écart existe traditionnellement entre l'amortissement autorisé selon les arrêtés d'émission ("5% du capital émis, augmentés chaque année des intérêts des capitaux amortis") et les montants réellement utilisés par la Caisse d'Amortissement par le biais des crédits budgétaires inscrits au budget de la dette publique et alloués mensuellement à celle-ci par le Service de la dette.

Cet écart s'est légèrement atténué au cours de l'année écoulée.

Tableau 18: Activités effectives de la Caisse d'Amortissement (en milliards d'équivalent BEF).

	1999		1998	
	Nominal	Coût	Nominal	Coût
Rachats				
Rachats en Bourse	10.4	11.2 (1)	6.07	6.8 (1)
Adjudications de rachat	-	-	-	-
Adjudications d'échange	329.8	318.7 (2)(3)	432.6	442.0 (2) (3)
Total	340.2	329.9	438.6	448.8
Remboursements (4)				
Tirages	0.3	0.3	0.3	0.4
Remboursements anticipés	0.04	0.04	0.1	0.1
Remboursements finaux	385.3	385.3	223.1	223.1
Total	385.6	385.7	223.5	223.6

1) coût = (nominal x le cours) + les intérêts courus.

2) coût = capital nominal des OLO échangées.

3) Y compris les offres d'échange de décembre 1998: 14 310 965 000 BEF (dépense engagée en 1998 et comptabilisée en 1999).

Non compris les offres d'échange de décembre 1999: 25 407 055 331 BEF (dépense engagée en 1999 et comptabilisée en 2000).

4) Les remboursements de la Caisse s'opèrent durant 30 ans à dater de l'échéance des emprunts.

Tableau 19: Rachats en Bourse: amortissements autorisés et réels de 1989 à 1999 (en millions d'équivalent BEF).

Années	Amortissement autorisé	Amortissement réel	Différence
1990	162 181	57 130	105 051
1991	200 230	10 801	189 429
1992	187 289	12 610	174 679
1993	131 459	31 154	100 305
1994	56 233	5 250	50 983
1995	37 974	6 070	31 904
1996	55 402	8 331	47 071
1997	81 576	5 381	76 195
1998	76 196	6 813	69 383
1999	69 386	11 223	58 163

3. LA DETTE DEBUDGETISEE ET LA DETTE GARANTIE

A. LA DETTE DEBUDGETISEE

De nouveaux emprunts ont été conclus par la Régie des Bâtiments en vue du financement de la construction d'une prison à Ittre (2 milliards de BEF) ainsi que pour le financement de la construction d'un palais de justice à Courtrai (900 millions de BEF).

La société fédérale d'investissement a prélevé une deuxième tranche de 30.7 millions d'EUR (1.2 milliard de BEF) pour le projet A.S.T.R.I.D. ("all round semi-cellular trunking radio-communication network with integrated dispatching" = réseau digital de radiocommunication mobile destiné à l'ensemble des services publics d'aide et de sécurité).

A la suite des remboursements périodiques, l'encours de la dette débudgétisée a continué à diminuer.

Tableau 20: Evolution de la dette débudgétisée (en milliards d'équivalent BEF).

1994	1995	1996	1997	1998	1999
67.2	75.7	72.5	69.7	66.8	62.1

B. LA DETTE GARANTIE

Les efforts réalisés en vue de privatiser l'Office Central de Crédit Hypothécaire (OCCH) ont été poursuivis sans relâche.

La loi du 23 avril 1999 a habilité le Roi par arrêté délibéré en Conseil des Ministres, à charger la Société Fédérale de Participation, soit de souscrire à une augmentation de capital de l'OCCH, soit d'organiser la scission de l'OCCH en sociétés régies par le droit privé en vue de la cession d'une partie ou de la totalité des actions des sociétés provenant de la scission, ou encore d'organiser l'apport par l'OCCH d'une partie de ses activités dans une filiale de droit privé en vue de la cession d'une partie ou de l'ensemble des actions de cette dernière.

L'arrêté royal du 31 décembre 1999 vise à changer l'OCCH en une société anonyme de droit privé dès qu'un actionnaire privé aura acquis une participation d'au moins 25.1% dans l'OCCH par achat ou souscription à une augmentation de capital. Dans ce cas, le plafond du passif garanti par l'Etat sera réduit. Cette diminution ne peut toutefois pas se faire au détriment des remboursements anticipés pour lesquels il faut payer une prime de remploi.

Comme les années précédentes, l'OCCH a été actif dans le domaine de la couverture du risque de taux.

La Financière TGV a prélevé de nouveaux fonds pour 6 milliards de BEF sous la garantie de l'Etat de sorte que le montant en circulation sur les emprunts garantis par l'Etat s'élevait à 74.96 milliards de BEF à fin décembre 1999, donc juste en dessous du plafond non payant de la garantie de l'Etat. La Financière TGV a également été active dans la couverture du risque de taux.

Le Fonds d'Amortissement des Emprunts du Logement Social (FADELS) a conclu des emprunts de refinancement pour un total de 450 millions d'EUR. En outre, un emprunt "step-up callable" de 1 milliard de BEF a été émis en remplacement d'un emprunt remboursé anticipativement.

En 1999, le Théâtre Royal de la Monnaie a conclu un emprunt de 97.5 millions de BEF avec la garantie de l'Etat pour l'achat d'un bâtiment.

Dans le cadre de la crise de la dioxine, un protocole a été signé le 25 août 1999 entre l'Etat belge et l'Association Belge des Banques. Les entreprises agricoles saines qui se sont retrouvées dans des difficultés financières à la suite de la perturbation exceptionnelle du marché due à la contamination à la dioxine peuvent recevoir des crédits à des conditions avantageuses auprès des institutions de crédits qui ont souscrit au Protocole.

Ces institutions peuvent octroyer à ces entreprises agricoles des crédits pour un montant total de 25 milliards de BEF (619.7 millions d'EUR) avec un montant par entreprise limité à 5 millions de BEF (123 946.76 EUR). La durée du crédit est de maximum 7 années, le remboursement du capital s'effectue en tranches annuelles égales à partir de la fin de la troisième année du crédit. Le crédit est octroyé à taux fixe et ne peut dépasser le "Belgian Prime rate" diminué de 30 points de base. Ces crédits jouissent de la garantie de l'Etat à concurrence de 50% du capital et des intérêts (y compris les intérêts de retard).

Tableau 21: Encours de la dette garantie (en milliards d'équivalent BEF).

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
En BEF/EUR	1474.4	1085.4	925.9	738.6	693.5	707.7
En devises	141.4	188.6	211.9	184.2	175.5	43.4
Total	1615.8	1274.1	1137.9	922.8	869.0	751.1

Les entreprises agricoles devaient introduire leur demande de crédit auprès des institutions de crédit participantes avant le 1er décembre 1999. Le Bureau d'Intervention et de Restitution Belge ("B.B.I.R.") est chargé de la gestion des dossiers.

A fin décembre 1999, les crédits en cours s'élevaient à 1274.9 millions de BEF dont 637.5 sous la garantie de l'Etat.

*

*

*

CHAPITRE 7

***GESTION DE LA DETTE
DE L'ETAT EN REFERENCE
AU PORTEFEUILLE-TYPE***

1. INTRODUCTION

Ce chapitre, après un bref rappel des concepts qui étayent la gestion de la dette en référence au portefeuille-type, décrit l'expérience d'une troisième année de gestion de la dette publique sur cette base.

2. OBJECTIFS ET NOTIONS

La gestion de la dette publique a pour principal objectif de minimiser le coût financier de la dette de l'Etat dans le cadre d'une gestion adéquate des risques. Pour assumer le plus efficacement possible sa mission de gestion stratégique de la dette publique, le Trésor s'est doté, depuis quelques années, d'une méthodologie en vue d'établir la structure de portefeuille qui répond le mieux, à court et à moyen termes, à cette exigence. Cette méthodologie vise à définir et à quantifier les paramètres principaux qui permettent de contrôler et de gérer les risques de marché auxquels le portefeuille de la dette est soumis : le risque de taux d'intérêt, le risque de refinancement et le risque de change. La quantification de ces différents paramètres détermine un "portefeuille-type" (ou "benchmark debt portfolio") qui sert de référence à la gestion de la dette publique.

Le risque de taux d'intérêt est appréhendé par la durée moyenne dans les sous-portefeuilles établis pour gérer le risque de change et par la dispersion de l'échéancier de la dette. La structure du portefeuille-type quantifie deux "niveaux" distincts de risque de taux d'intérêt:

- l'impact de la volatilité générale des taux qui est fonction de la durée moyenne du portefeuille; et
- le niveau de risque de taux déterminé par la régularité de l'échéancier de la dette, permettant l'évaluation du "repricing" périodique, en fonction des taux de refinancement, d'une plus ou moins grande proportion du portefeuille de la dette, sur une période déterminée (p. ex. un an) à une durée donnée.

Le risque de refinancement est appréhendé par le montant à refinancer annuellement sur l'échéancier de la dette publique. Pour un portefeuille donné, le risque de refinancement est minimisé dans la mesure où le portefeuille présente un échéancier régulier, impliquant un montant égal à refinancer chaque année. L'objectif est donc de lisser l'échéancier du portefeuille de la dette.

Le risque de change est appréhendé par les proportions respectives de dette domestique et de dette en autres devises et la répartition de ces devises.

La gestion de ces quatre paramètres - le risque de change, le risque de taux d'intérêt par la durée, le risque de taux d'intérêt par la dispersion de l'échéancier, le risque de refinancement - détermine en grande partie l'efficacité, la stabilité et la relation entre le risque et le coût du portefeuille existant.

Tableau 22: Paramètres principaux de la structure du portefeuille (risque de change et de taux d'intérêt).

	Composition de change		Duration	
	Portefeuille-type (Marges de flexibilité)	Portefeuille (décembre 1999)	Portefeuille-type (Marges de flexibilité)	Portefeuille (décembre 1999)
Dettes domestiques	96%-97%	96.02%	3.75-4.75 ans	3.80 ans
Dettes hors euro	3%-4%	3.98%	0.75-2.25 ans *	1.98 ans

* Les seuils exacts dépendent de la monnaie concernée

La structure du portefeuille-type forme la base des Directives générales (DG) applicables à la gestion de la dette de l'Etat, qui sont arrêtées par le Ministre des Finances au début de l'année sur proposition du Comité stratégique du Trésor. Le Comité stratégique prend durant l'année les dispositions d'application des Directives générales. Ce cadre de délégations et ce processus de décisions ont été consacrés, pour la première fois fin 1996, par la loi contenant le budget des voies et moyens pour l'année 1997 et repris depuis lors dans les lois pour les années 1998, 1999⁽¹⁾ et 2000.

Il est important de signaler que les objectifs et limites de risques proposés par le portefeuille-type sont des indicateurs globaux de gestion financière, fournissant au Comité stratégique et à l'Agence de la Dette une référence permanente et l'obligeant à s'interroger et à justifier aux autorités de tutelle et de contrôle toute déviation non marginale par rapport à ces indicateurs. Ces indicateurs ne constituent donc pas des normes que le Trésor ne pourrait transgresser.

3. GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE EN RÉFÉRENCE AU PORTEFEUILLE-TYPE EN APPLICATION DES DIRECTIVES GÉNÉRALES

Les DG 1999 ont recommandé certaines restructurations du portefeuille existant pour rapprocher sa structure avec celle du portefeuille-type, au moins dans les mesures indiquées par les marges de flexibilité. De plus, les DG 1999 ont recommandé une stratégie spécifique pour l'année 1999 en vue de gérer chaque aspect du risque de marché inhérent au portefeuille.

Vu l'importance prépondérante du risque de taux et du risque de refinancement dans le risque global, la priorité a été donnée à une gestion adéquate de la durée et de l'échéancier de la dette domestique. En ce qui concerne le risque

(1) Avec de légères modifications dans la loi pour l'année 1999 pour tenir compte de l'établissement de l'Agence de la dette au sein du Trésor.

de change, le portefeuille résiduel de dette en devises après le passage à l'euro ne nécessite plus qu'un nombre limité d'opérations bien balisées par le cadre actuel. Le Trésor met en oeuvre les recommandations des Directives générales d'une manière graduelle en considérant leur faisabilité financière et budgétaire ainsi que les circonstances de marché.

4. GESTION DES RISQUES DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE REFINANCEMENT

A. LA DETTE DOMESTIQUE

Les DG 1999 fixent la durée moyenne de référence de la dette domestique et de la dette en noyau Euro à 4.25 années. L'amélioration de la situation des finances publiques à la fin de l'année 1998 permettait "d'acheter plus aisément de la durée" que par le passé. L'aplatissement relatif des courbes de taux d'intérêt européen par rapport à fin 1997 permettait d'allonger légèrement la durée moyenne de la dette domestique, donc d'en diminuer le risque de taux d'intérêt, sans en augmenter significativement le coût financier, i.e. en début d'année, la "durée coûtait nettement moins cher" que par le passé. De plus, l'allongement de la durée dans de bonnes conditions financières devait permettre de rencontrer plus aisément l'objectif de "lissage" de l'échéancier de la dette.

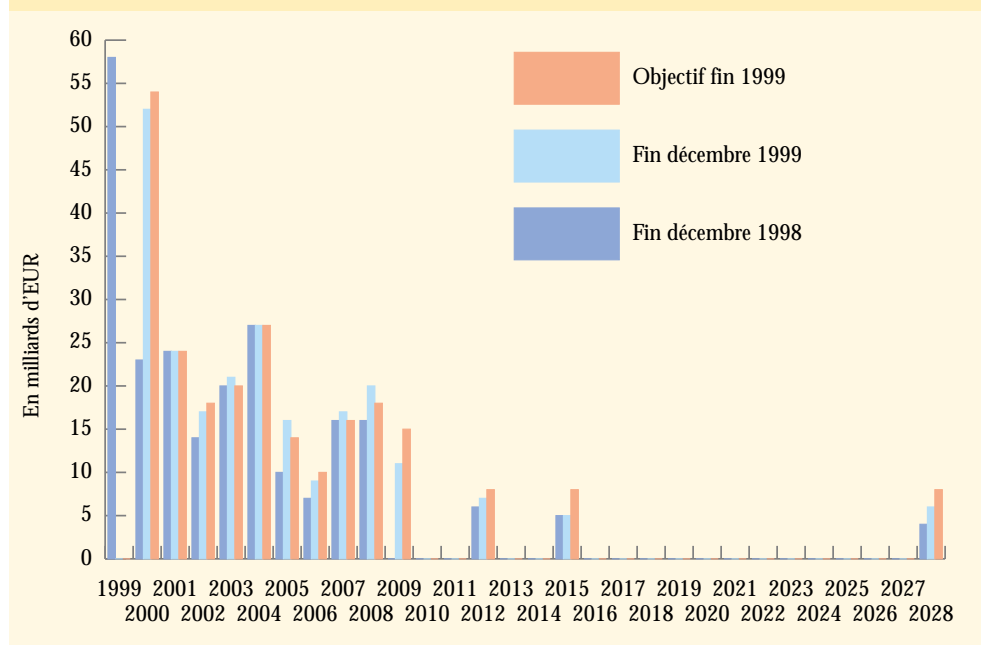
Entre fin 1998 et fin 1999, la durée moyenne de la dette domestique est cependant passée de 3.96 à 3.80 années. Ce raccourcissement est principalement dû à la hausse importante des taux longs en euro qui a mécaniquement entraîné un raccourcissement de la durée. Si les taux étaient restés au niveau du début de l'année, la durée du portefeuille aurait été de 4.07 années à la place de 3.80 années à fin 1999. Dans cet environnement de hausse des taux, le Trésor a poursuivi sa politique d'allongement de l'échéance moyenne, qui était de 5.75 années fin 1999. Entre fin 1998 et fin 1999, le ratio de dette à plus d'un an dans la dette totale est passée de 83.41% à 85.76%. Entre début janvier et fin avril, les taux longs en euro ont évolué autour de 4%: l'OLO 10 ans a connu en janvier un rendement au plus bas de 3.92%; ce rendement était de 4.10% fin avril. Par contre, entre le début mai et la fin de l'année, les taux longs ont augmenté de plus de 150 points de base: le rendement de l'OLO 10 ans était de 5.65% au 30 décembre 1999.

L'année 1999 est la première année où un objectif d'échéancier précis a été proposé à titre indicatif. Les DG 1999 recommandaient un échéancier aussi régulier que possible pour la dette, le risque global étant désormais bien maîtrisé. L'objectif d'échéancier assiste la gestion conjointe du risque de taux d'intérêt et du risque de refinancement: cette gestion cherche en particulier à égaliser les risques de refinancement et de taux d'intérêt des périodes futures à une durée donnée en limitant le montant de dette soumis à la fluctuation des taux à chaque période et à augmenter la liquidité des lignes d'OLO dans le nouveau contexte du grand marché de l'euro. Cet objectif impliquait de:

- diminuer le volume de refinancement et de la proportion de dette soumise à la fluctuation des taux en 2000 comparé à 1999,
- concentrer une grande partie des nouvelles échéances sur le segment de l'échéancier à long terme (10 ans et plus) et
- pour les échéances intermédiaires, éviter les échéances déjà lourdement chargées (en particulier les échéances 2001 et 2004) et favoriser les maturités moins occupées (comme les années 2002 et 2005).

Le résultat de cette gestion de l'échéancier est illustré par le graphique 24. Bien que l'échéancier démontre encore d'importantes disparités des montants à refinancer d'années en années, la gestion active de l'échéancier a clairement permis d'éviter de charger des maturités déjà importantes (p.ex. les années 2001 et 2004), de concentrer le financement sur des maturités moins lourdes (p.ex les années 2002 et 2005) ou totalement inoccupées (l'année 2009), ainsi que d'activement diminuer le refinancement à effectuer l'année suivante. En effet, entre début 1999 et début 2000, le refinancement total dans l'année de la dette domestique a diminué de euro 6 milliards et la dette à court terme en euro a diminué de euro 5 milliards.

Graphique 24: Echancier de la dette en euro.



B. LA DETTE EN DEVISES

Le refinancement de la dette en devises s'est effectué à court terme pour en diminuer la durée. En effet, les risques de taux d'intérêt et de refinancement sur la dette en devises ne sont pas des facteurs de risque significatifs sur le risque global inhérent au portefeuille de la dette; les durations moyennes proposées pour cette partie de la dette sont donc relativement courtes pour bénéficier du niveau en moyenne plus bas des taux à court terme.

5. GESTION DU RISQUE DE CHANGE

Les DG 1999 fixent la proportion de référence de la dette domestique à 96.5% de la dette totale. La proportion actuelle de dette domestique, 96.02% de la dette totale s'inscrit dans la marge de flexibilité proposée par le portefeuille-type. Pour rappel, la proportion de la dette en devises est passée de 7.02% à 3.66% au 1er janvier 1999 suite à l'introduction de l'euro.

Les proportions de change entre CHF, USD/CAD et JPY sont restées très stables durant l'année. Le Trésor a poursuivi sa politique de réduction progressive de la dette en JPY mais le renforcement du cours de change du JPY par rapport à l'euro durant l'année a compensé la diminution de cette partie de la dette.

A l'heure actuelle, le risque de change est devenu une composante mineure du risque global inhérent au portefeuille de la dette publique. A ce niveau de dette en devises, et pour un portefeuille dont le risque global a été fortement réduit depuis quelques années, le risque de change a en effet perdu sa valeur de diversification par rapport au risque de taux d'intérêt. On peut donc considérer le portefeuille global de la dette comme un portefeuille quasiment "mono-devise".

*

*

*

CHAPITRE 8

L'EVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 1999

1. L'APPLICATION DU PROGRAMME DE STABILITE 1999-2002 ⁽¹⁾

Dans le Programme de Stabilité 1999-2002 élaboré à la fin de l'année 1998, il était prévu, en accord avec les engagements pris auparavant, de maintenir le solde primaire à un niveau de 6% du PIB. Ceci devait permettre de réduire le besoin net de financement en 1999 à 1.3% du PIB.

Le besoin net de financement pour 1999 est estimé à 0.9% du PIB, ce qui constitue une amélioration de 0.4 point de pourcentage par rapport aux objectifs du Programme de Stabilité. En fait, on se retrouve ainsi en avance d'une année sur ce programme. La norme budgétaire prévoyait en effet que le déficit ne serait pas réduit à 1% du PIB avant l'an 2000. Il faut également signaler que c'est la septième année consécutive où l'on enregistre une diminution du déficit.

Tableau 23: Programme de Stabilité 1999-2002: objectifs et réalisations en matière de besoin net de financement (en % du PIB).

	1998		1999
	Réalisations	Objectifs	Réalisations
Pouvoirs publics (total)	-1.0	-1.3	-0.9
Entité I	-1.5	-1.3	-1.3
- Autorité fédérale	-1.9	-1.6	-1.8
- Sécurité sociale	+0.4	+0.3	+0.5
Entité II	+0.4	0.0	+0.5
- Communautés et Régions	+0.2	0.0	+0.5
- Autorités locales	+0.2	0.0	-0.1

N.B.: La somme des composantes peut différer des totaux en raison des arrondis (différence apparente = 0.1% de PIB).

Source: Banque Nationale de Belgique. Rapport annuel 1999.

(1) Les objectifs du Programme de Stabilité 1999-2002 ont été élaborés en suivant la méthodologie du SEC 79. Les résultats, quant à eux, ont été présentés en suivant la méthodologie du SEC 95. Ceci a pour conséquence que les deux séries statistiques ne sont pas tout à fait comparables.

Comme le montre le tableau ci-avant, l'amélioration du résultat est essentiellement à attribuer aux Communautés et Régions. Conformément aux recommandations de la Section "Besoins de financement des pouvoirs publics" du Conseil Supérieur des Finances, l'on prévoyait un équilibre des recettes et des dépenses en 1999 pour les Communautés et Régions dans leur ensemble. Finalement, le résultat enregistré s'est révélé sensiblement meilleur que prévu. Les pouvoirs locaux ont enregistré un déficit limité alors qu'on attendait un équilibre. Cette légère détérioration est sans doute à mettre en parallèle avec l'approche des élections communales. Globalement, l'Entité II a atteint un meilleur résultat que l'équilibre prévu avec un surplus de financement de 0.5% du PIB. Le pouvoir fédéral, quant à lui, a éprouvé des difficultés à respecter les objectifs du Programme de Stabilité. Cette situation n'est pas étonnante dans la mesure où il s'agit de l'autorité qui a dû assumer l'essentiel de la crise de la dioxine d'un point de vue budgétaire. Le léger dépassement enregistré par le pouvoir fédéral a été toutefois compensé par un meilleur résultat que prévu de la part de la Sécurité Sociale de sorte que le besoin net de financement de l'Entité I a satisfait à l'objectif assigné.

Comme mentionné plus haut, le maintien du surplus primaire à environ 6% du PIB a constitué l'objectif central du Programme de Stabilité 1999-2002. Globalement, le surplus primaire s'est affiché à 6.3% du PIB, donc en amélioration par rapport à ce qui était prévu dans le programme. Avec 0.9% du PIB, le besoin net de financement aussi est resté bien en dessous du niveau requis dans le programme (1.3% du PIB). Ainsi, en dépit des conséquences de la crise de la dioxine, les finances de l'ensemble des pouvoirs publics ont plus que respecté les objectifs du Programme de Stabilité.

Tableau 24: Recettes et dépenses de l'ensemble des pouvoirs publics
(en % du PIB).

	1998 (réalisations)	1999 (estimations)
Recettes (1)	46.4	46.3
Dépenses primaires(*) (2)	39.8	40.0
Solde primaire(*) [3=1-2]	6.6	6.3
Charges d'intérêt (4)	7.7	7.1
Besoins nets de financement [5=3-4]	-1.0	-0.9

(*) hors charges d'intérêt

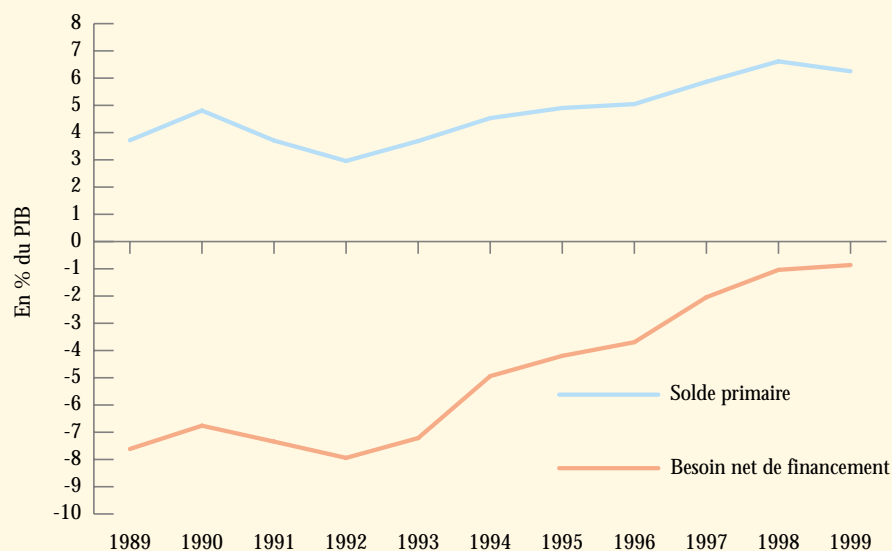
Source: Banque Nationale de Belgique. Rapport annuel 1999.

Le besoin net de financement s'est affiché à 0.9% du PIB avec un surplus primaire de 6.3% du PIB. La diminution du solde primaire, qui est passé de 6.6% du PIB en 1998 à 6.3% en 1999, doit être considérée en tenant compte du contexte économique global. Après une croissance économique de 3.5% et 2.7% en 1997 et 1998 respectivement, la croissance est retombée à une estimation de 2.5%. Il a fallu, en outre, tenir compte des conséquences budgétaires de la crise de la dioxine. L'impact de cette crise sur les recettes est difficile à évaluer. En ce qui concerne les dépenses, le budget 1999 a déjà intégré une augmentation de l'ordre de 20 milliards de BEF. Les charges d'intérêt, quant à elles, constituent une partie de dépenses en diminution sous l'influence de la diminution du taux implicite de la dette qui est passé de 7.7% à 7.1% entre 1998 et 1999.

Ainsi, avec un déficit de l'ordre de 0.9% du PIB, la Belgique fait mieux que la moyenne enregistrée par les 11 pays de la zone euro (estimée à 1.2% du PIB).

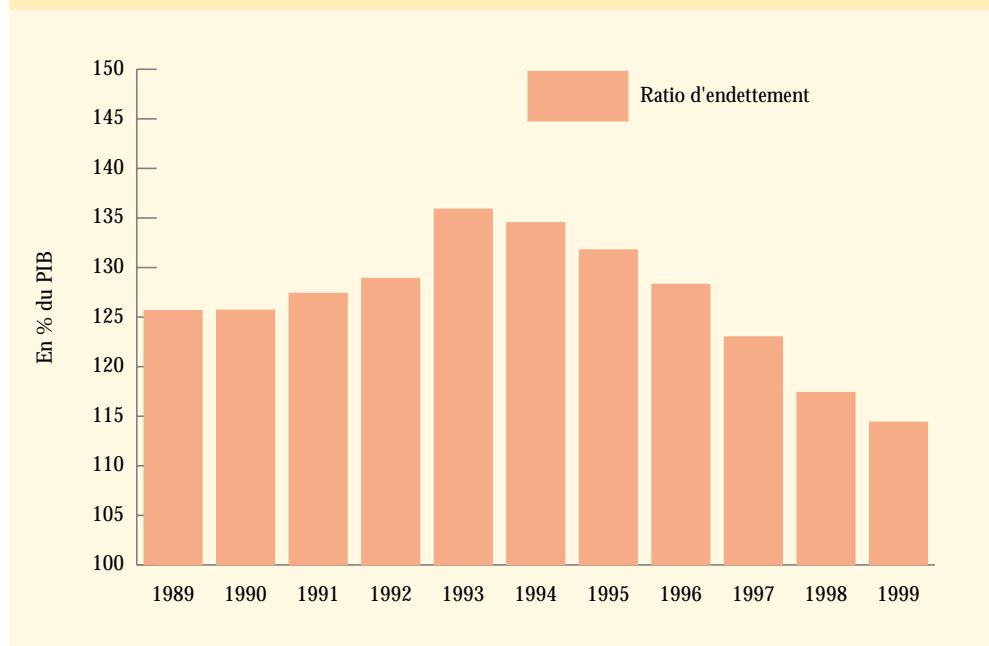
Le graphique 25 montre très clairement la diminution continue du besoin net de financement depuis 1993. Ceci a été rendu possible grâce à la diminution des charges d'intérêt ainsi qu'à l'obtention d'un surplus primaire élevé.

Graphique 25: Evolution du besoin net de financement et du solde primaire.



La diminution du déficit budgétaire, l'utilisation des recettes de privatisation et les efforts de consolidation de la dette au sein des pouvoirs publics ont conduit à une diminution structurelle du ratio de l'endettement. Ce ratio est ainsi passé de 135.9% du PIB en 1993 à 114.4% en 1999. Outre la diminution du taux implicite de la dette, l'abaissement du ratio d'endettement a également contribué à la diminution des charges d'intérêt.

Graphique 26: Evolution du ratio d'endettement.



2. LA POLITIQUE BUDGETAIRE POUR 2000 ET LE PROGRAMME DE STABILITE DE LA BELGIQUE (2000-2003)

Le budget 2000 est le reflet des priorités politiques du nouveau gouvernement entré en fonction en juillet 1999. Il a été élaboré sur la base d'hypothèses macro-économiques très prudentes et s'intègre parfaitement à l'objectif de moyen terme visant à atteindre l'équilibre budgétaire en 2002. Même si le gouvernement s'en tient à un programme strict pour la suppression du déficit budgétaire ainsi qu'à des hypothèses très prudentes, des marges de manœuvre ont pu être dégagées pour prendre de nouvelles initiatives importantes dans différents domaines. Le montant global visant à diminuer les cotisations sociales a ainsi été porté de 80.6 milliards de BEF en 1999 à 130.7 milliards de BEF en 2000. Ceci s'est traduit par une diminution structurelle importante des cotisations des employeurs ainsi que par une série de mesures plus ciblées (l'augmentation du plan Maribel social, la diminution des cotisations personnelles pour les bas salaires, l'introduction d'un système de "premiers emplois", ...). Outre une importante diminution de la pression parafiscale, en attente d'une réforme fiscale plus approfondie, le gouvernement a pris toute une série de mesures ponctuelles visant à diminuer la pression fiscale. Il s'agit entre autres de la première étape vers la suppression de la cotisation complémentaire de crise et d'une diminution de la TVA sur les services à haute intensité de main-d'œuvre. Sur le plan des dépenses, des moyens ont été libérés notamment pour la mise au point de la politique en matière de sécurité et pour la modernisation des administrations.

Conformément au Pacte de Stabilité et de Croissance, les Etats-membres doivent soumettre chaque année aux instances européennes une version

actualisée de leur Programme de Stabilité. A la fin de l'année 1999, le gouvernement belge a introduit son Programme de Stabilité actualisé pour la période 2000-2003. Celui-ci présente le cadre de la politique budgétaire pour les années à venir. L'objectif de la stratégie budgétaire est ainsi de parvenir à un équilibre du budget en 2002. Une fois l'équilibre atteint en 2002, les autorités veilleront à développer un certain surplus structurel. Les résultats de cette stratégie sont basés sur des hypothèses macro-économiques prudentes. Celles-ci tablent sur une croissance économique de 2.5% en 2000 et 2001 qui diminuerait ensuite pour atteindre 2.3%. Sans tenir compte d'éventuelles recettes de privatisation, cette stratégie doit permettre au taux d'endettement de diminuer pour atteindre vers 2003 le niveau du PIB. Si les évolutions macro-économiques se révèlent plus favorables, le gouvernement affectera entièrement la part de la croissance excédant 2.7% à la diminution du déficit.

Tableau 25: Charges d'intérêt et soldes budgétaires des différentes entités des pouvoirs publics sous le Programme de Stabilité 2000-2003.

	2000	2001	2002	2003
Entité I				
Surplus primaire	5.2	5.3	5.7	5.6
Charges d'intérêt	6.3	6.0	5.7	5.4
BNF	-1.1	-0.7	0.0	0.2
Entité II				
Surplus primaire	0.9	0.9	0.6	0.6
Charges d'intérêt	0.7	0.7	0.6	0.6
BNF	0.2 ⁽¹⁾	0.2 ⁽¹⁾	0.0	0.0
Entité I et II				
Surplus primaire	6.0	6.2	6.4	6.2
Charges d'intérêt	6.9	6.7	6.4	6.0
BNF	-1.0	-0.5	0.0	0.2

(1) Il s'agit ici du surplus des pouvoirs locaux qui a été estimé à 0.15% du PIB. Pour des raisons de présentation, ce pourcentage a été arrondi à 0.2%.

Le Programme de Stabilité de la Belgique a été favorablement accueilli par les instances européennes.

*

*

*

GLOSSAIRE

Les définitions reprises dans ce glossaire ne visent qu'une meilleure compréhension par le lecteur des termes utilisés dans le rapport ou d'autres termes que le lecteur trouvera dans les rapports précédents ou dans la littérature relative à la gestion de la Dette publique belge. Elles ne poursuivent aucun but scientifique.

Adjudication

Système de placement d'une émission suivant lequel les soumissionnaires (aspirants-souscripteurs) proposent soit un prix d'émission, soit un taux d'intérêt, compte tenu du fait que toutes les autres conditions de l'emprunt sont fixées par arrêté royal ou arrêté ministériel. L'ensemble des propositions sont classées suivant les prix ou les taux offerts.

Depuis le lancement des obligations linéaires (OLO) en mai 1989, des adjudications par les prix sont organisées à un "prix plancher" fixé par les responsables du Trésor pour procéder au choix des offres reçues.

A partir de la réforme du 29.01.1991, le Trésor a organisé, en outre, en fonction de ses besoins, des adjudications de certificats de Trésorerie (C.T.) sur base de taux plafond. Les offres supérieures au prix minimum ou inférieures au taux plafond sont honorées au niveau proposé par les souscripteurs. Ces offres sont dites "compétitives". Il s'agit donc d'un système d'adjudication à prix et taux multiples.

Offre non compétitive (OLO): offre sans indication de prix, acceptée au prix moyen pondéré résultant de l'adjudication compétitive.

Offre non compétitive (C.T.): offre sans indication de taux acceptée au taux moyen pondéré résultant de l'adjudication compétitive.

Amortissement

Au sens large, tout remboursement qui diminue ou éteint une dette. Au sens étroit, remboursement prévu dans le contrat d'émission qui consiste à répartir sur plusieurs années la charge financière résultant du remboursement de la dette.

Assets and liabilities management

Il s'agit d'un ensemble de techniques de gestion de l'actif et du passif d'un portefeuille permettant d'en obtenir une vision objective des points forts et faibles. Il s'agit notamment de l'approche "marked to market".

Ces techniques permettent d'optimiser la prise de décision.

"Belgian Treasury Bills"

Emprunts à court terme en unités monétaires d'un Etat-membre de l'O.C.D.E. Ils correspondent à l'équivalent en devises des certificats de Trésorerie en EUR.

L'émission de ces emprunts dématérialisés s'effectue via un "arranger" et un "panel de dealers". La première émission date de juillet 1996. Depuis septembre 1998, les BTB peuvent également être émis en BEF et en euro. Leur maturité maximale est d'un an.

Besoins nets de financement (BNF)

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

Bons du Trésor (voir aussi "Belgian Treasury Bills" - BTB)

Titres représentatifs d'un emprunt à court et moyen termes en monnaies étrangères émis par le Trésor et détenus par les intermédiaires financiers en Belgique ou à l'étranger. A partir de juillet 1996, ils ont été remplacés par les emprunts interbancaires en monnaies étrangères.

On emploie également le terme "Bons du Trésor" pour désigner les titres avec ou sans intérêt émis en représentation de la participation de la Belgique dans le capital d'organismes internationaux dont elle est membre (p.ex. le FMI).

Boule de neige (Effet "boule de neige")

Phénomène d'auto-alimentation de la dette par les intérêts payés sur cette dette.

Call option ou option de remboursement anticipé

Droit qui permet à l'émetteur, moyennant un préavis déterminé, de rembourser l'emprunt avant l'échéance finale à des dates et à des conditions stipulées dans le contrat d'émission.

Cap

Limite au mouvement à la hausse d'un taux d'intérêt ou d'un coupon.

Certificats de Trésorerie

Titres à court terme en euros émis par le Trésor par un système d'adjudications sur le marché primaire.

Il y a trois types de certificats de Trésorerie, à savoir les certificats à trois mois, six mois et douze mois. Ces certificats, dématérialisés, sont attribués via un système d'adjudication à taux multiples.

En outre, un marché secondaire actif est créé. Il repose sur les "Primary Dealers", qui assurent un fonctionnement efficace et transparent du marché ainsi que sa liquidité.

Depuis leur entrée dans le Système de Clearing X/N, les certificats de Trésorerie sont accessibles à quiconque (résidents ou non-résidents, institutionnels ou particuliers).

Cessions-rétrocessions ("Repurchase agreements" ou "repos")

Opération de vente au comptant de valeurs mobilières comportant simultanément, entre les mêmes parties, un rachat à terme de valeurs mobilières présentant les mêmes caractéristiques et pour le même montant, quelles que soient les modalités de prix ou d'échéance convenues. Un "reverse repo" consiste en l'opération inverse, c'est-à-dire, un achat suivi d'une vente à terme de titres. Pour le Trésor, ces opérations ont pour but d'augmenter ou, au contraire, de diminuer ses liquidités.

Clearing (Système de Clearing)

Système organisé par la Banque Nationale de Belgique depuis 1991 et visant à assurer la liquidation en toute sécurité des opérations sur titres. Depuis 1994, ce système fait une distinction entre les comptes exonérés de précompte mobilier (comptes X) et ceux qui ne le sont pas (comptes N). Une description plus complète des activités de ce système est disponible dans le Rapport 1995 de la Banque Nationale de Belgique.

Consolidation

Dans le présent rapport, le terme "consolidation" désigne le remboursement d'une dette flottante au moyen du produit d'un emprunt à long terme sauf si la dette flottante avait été émise dans le cadre d'une opération de préfinancement. Le degré de consolidation de la dette est la part de la dette à moyen et long termes dans le total de la dette.

Contrat de change à terme

Contrat par lequel les parties s'engagent à échanger une certaine quantité de monnaie à une date future préétablie et à un taux de change convenu afin de se protéger contre les risques de change.

Dette consolidée

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

Dettes à court terme

Dettes représentées par des titres dont la durée n'excède pas 1 an et qui est destinée à faire face à un découvert de trésorerie durant des périodes relativement courtes en raison d'un asynchronisme entre les dépenses et les recettes résultant de mouvements saisonniers ou imprévus (Cf. dette flottante).

Dettes débudgétisées

Ensemble des emprunts, à charge du Trésor, qui ne sont pas repris dans la situation officielle de la dette publique. Ces emprunts sont émis par des organismes publics autonomes ou par des pouvoirs locaux en lieu et place du pouvoir central en vue de financer des dépenses publiques qui incombent au budget de ce dernier. Ces dépenses sont ainsi débudgétisées et n'apparaissent dès lors que plus tard, lors du paiement des charges d'intérêt et de capital. Cette technique permet de répartir la charge budgétaire initiale sur plusieurs années budgétaires.

Dettes directes

Dettes contractées directement par l'Etat afin de couvrir ses propres besoins.

Dettes flottantes

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

Dettes garanties par l'Etat

Ensemble des emprunts émis par de nombreux organismes ou institutions relevant du secteur public pour couvrir leurs propres besoins de financement. Dans certains cas, ces emprunts reçoivent la garantie de l'Etat pour le paiement des intérêts et/ou des amortissements. Ils ne relèvent pas de la dette de l'Etat fédéral. La garantie accordée par l'Etat n'intervient qu'en cas de défaillance de l'emprunteur.

Dettes indirectes

Dettes émises par certaines institutions publiques afin de couvrir leurs propres besoins de financement alors que les charges financières sont supportées par l'Etat.

Dettes des pouvoirs locaux

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

Dettes publiques

Au sens strict, la dette publique comprend la dette de l'Etat belge (pouvoir central ou fédéral) directe ou indirecte, à l'exclusion donc de la dette garantie, de la dette débudgétisée ainsi que de la dette des autres pouvoirs publics (Communautés et Régions, ...). Ce rapport étudie la dette au sens strict.

Duration

Mesure du temps restant à courir d'un actif en tenant compte des paiements intermédiaires (p.ex. coupons) générés par cet actif. Cette mesure permet de déterminer la sensibilité de la valeur de l'actif aux variations de rendement.

Echange de dettes: voir Rachat

Emprunt à charnière

Emprunt dont les modalités d'émission prévoient une ou plusieurs échéances intermédiaires auxquelles il est loisible au porteur de présenter son titre à l'encaissement anticipé (option put).

Emprunt à coupon zéro

Emprunt qui ne porte pas intérêt, d'où son nom, mais dont le prix d'émission est inférieur au montant qui sera remboursé à l'échéance finale.

Emprunt à taux fixe

Emprunt dont le taux d'intérêt reste inchangé jusqu'à l'échéance finale.

Emprunt à taux révisable

Emprunt dont le taux d'intérêt est revu, suivant le contrat, annuellement ou après un certain nombre d'années. Les données de ce type d'emprunt sont assimilées aux emprunts à taux fixe dans le présent rapport.

Emprunt à taux variable

Emprunt dont le taux d'intérêt est ajusté périodiquement en fonction du niveau d'un taux d'intérêt de référence.

Emprunt structuré

Emprunt dont la structure est d'une complexité plus ou moins grande afin de répondre aux besoins des investisseurs et d'abaisser le coût de financement pour les emprunteurs (émissions à deux devises, options intégrées, etc.).

L'ancien programme "EMTN" était de type classique et ne permettait que des émissions "plain vanilla" en USD. Le nouveau programme permet toutes les

structures (zero-coupon, dual currency notes, indexed notes, etc.) dans toutes les devises de l'OCDE. C'est le rôle de l'intermédiaire financier de présenter une structure qui permette à la fois de rencontrer les besoins des investisseurs et des émetteurs.

Emprunt syndiqué

Opération par laquelle un groupe de banques (le syndicat bancaire) rend disponible, de par la souscription des membres du syndicat chacun pour ce qui le concerne, des fonds à un emprunteur à des conditions et termes identiques pour tous les participants.

Euro-Commercial Paper (E.C.P.)

Papier (notes) à court terme distribué sur l'euro-marché par plusieurs intermédiaires (dealers) auprès d'investisseurs intéressés par le degré élevé de liquidité de cet instrument financier.

Les intermédiaires communiquent la marge par rapport au Libid et le montant qu'ils souhaitent prêter à l'emprunteur qui retient les meilleures propositions.

Euro-medium Term Note (E.M.T.N.)

Papier (notes) à long ou moyen terme distribué sur l'euro-marché par plusieurs intermédiaires auprès d'investisseurs intéressés par le degré élevé de liquidité de cet instrument financier.

A l'inverse de l'E.C.P., c'est l'émetteur qui communique aux intermédiaires le taux auquel il compte lancer les notes en leur fournissant le niveau au-dessus des certificats du Trésor américain, le montant et la durée du papier.

Euro-obligation

Titre à long terme émis simultanément dans plusieurs pays, autres que celui en la devise duquel il est libellé, par l'entremise d'un syndicat international d'intermédiaires financiers.

Evaluation "marked to market"

Il s'agit, dans le cadre des techniques de l' "Assets and liabilities management" de déterminer, en principe en permanence, la valeur d'un actif et d'un passif par rapport à l'état du marché.

Cette technique est particulièrement utile dans la gestion de la dette en devises étrangères afin d'en connaître sa contre-valeur en BEF ou en EUR.

Fixed Rate Bond

Euro-obligation à taux d'intérêt fixe dont la durée est relativement longue.

Fixed Rate Note

Euro-obligation à taux d'intérêt fixe dont la durée est relativement courte.

Floating Rate Note (F.R.N.)

Euro-obligation émise à moyen ou long terme et dont le taux d'intérêt varie en fonction de l'évolution d'un taux d'intérêt de référence qui est en général celui du marché interbancaire des euro-devises à Londres (Libor, Libid ou Limean). Le coupon d'un F.R.N. est généralement fixé tous les 6 mois, dans certains cas plus rares, tous les 3 mois ou seulement 1 fois par an. Au taux de l'interbancaire vient s'ajouter éventuellement une marge fixe, ou spread. Pour les très bons débiteurs, cette marge peut venir en déduction du taux de l'interbancaire.

Fonds des Rentes

Etablissement public autonome chargé de réguler le marché secondaire des fonds publics, principalement en faveur des personnes qui interviennent sur le marché en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle (les particuliers). En vertu de l'arrêté royal du 22 décembre 1995, le Fonds est également chargé de l'administration et de la surveillance du marché hors bourse réglementé des OLO, des certificats de Trésorerie et des titres scindés. Il peut, en outre, apporter son aide technique à la gestion de la dette de l'Etat.

Global Note

Un certificat global représentant l'émission d'un emprunt.

Grands-Livres de la dette publique

Registres dans lesquels le Trésor inscrit les souscriptions nominatives aux emprunts publics, les remboursements et les transferts entre inscriptions. Un double des Grands-Livres se trouve à la Cour des Comptes.

Instruments financiers

En vertu de la loi du 6 avril 1995 (M.B. du 3 juin 1995) relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement, il y a lieu d'entendre par instruments financiers (art.1):

1. a) - les actions et autres valeurs assimilables à des actions,
- les obligations et autres titres de créances, négociables sur le marché des capitaux, et
- b) - toutes autres valeurs habituellement négociées permettant d'acquérir de tels instruments financiers par voie de souscription ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces, à l'exclusion des moyens de paiement;

2. les parts d'un organisme de placement collectif;
3. les catégories d'instruments financiers habituellement négociés sur le marché monétaire, dénommées ci-après "instruments du marché monétaire";
4. les contrats financiers à terme ("futures"), y compris les instruments financiers équivalents donnant lieu à un règlement en espèces;
5. les contrats à terme sur taux d'intérêt ("FRA");
6. les contrats d'échange ("swaps") sur taux d'intérêt, sur devises ou les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'actions ("equity swaps");
7. les options visant à acheter ou à vendre tout instrument financier relevant du présent paragraphe, y compris les instruments financiers équivalents donnant lieu à un règlement en espèces; sont comprises en particulier dans cette catégorie les options sur devises et sur taux d'intérêt.

La notion d' "instrument financier" remplace celle de "valeur mobilière" utilisée dans les glossaires précédents.

Libid

London Interbank Bid Rate ou le taux de rémunération des dépôts sur le marché interbancaire de la place de Londres.

Libor

London Interbank Offered Rate ou le taux auquel il est possible d'emprunter à Londres sur le marché interbancaire.

Limean

London Interbank Mean ou la moyenne du Libid et du Libor. Etant donné que le Libid et le Libor diffèrent en général de 1/8 de pour cent, le Limean s'obtient en ajoutant 1/16 du Libid ou en déduisant 1/16 du Libor.

Loi de Finances

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

Une loi de Finances est votée par le Parlement chaque fois que le Budget des Voies et Moyens n'a pas été voté avant le début de l'année budgétaire.

Marché

Lieu où se rencontrent une demande et une offre pour un bien matériel ou un instrument financier.

1. Pour les obligations linéaires et les certificats de Trésorerie:
 - a) marché primaire: les dispositions réglementaires relatives à l'émission précisent les conditions d'accès aux adjudications ou aux souscriptions de ces instruments financiers; cfr: l'Arrêté royal du 16 octobre 1997 relatif aux obligations linéaires (M.B. 25 octobre 1997) et l'arrêté ministériel du 17 décembre 1998 relatif à l'émission de certificats de Trésorerie (M.B. 24 décembre 1998).
 - b) marché secondaire: les obligations linéaires sont cotées en bourse. En outre, les transactions inférieures à BEF 25 millions sont régulées par le Fonds des Rentes (marché du fixing).

Le marché secondaire hors-bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de Trésorerie est réglementé par l'Arrêté royal du 22 décembre 1995 (M.B. 3 janvier 1996). Les transactions sur ces titres peuvent toutefois être réalisées hors de tout marché réglementé moyennant l'autorisation explicite de l'investisseur.

2. Pour les emprunts classiques, le marché primaire est organisé par un arrêté royal qui détermine les caractéristiques de l'emprunt (taux, durée...) tandis qu'un arrêté ministériel fixe le prix d'émission et la période de souscription. Le marché secondaire (fixing) est régulé par le Fonds des Rentes qui exerce ainsi le rôle principal dans la fixation des cours pour la protection des porteurs qui interviennent sur ce marché en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle.

Pour les investisseurs professionnels, il existe un marché "des blocs" où le Fonds des Rentes n'intervient pas. Les transactions peuvent s'y conclure avec une grande liberté entre les investisseurs. Il existe également un marché secondaire hors bourse qui n'est pas réglementé.

Marché des capitaux

Lieu où se traitent les instruments financiers à moyen et à long termes.

Marché financier

Marché des capitaux et marché monétaire.

Marché gris

Forme particulière du marché hors bourse où se traitent les emprunts publics non encore cotés officiellement.

Les transactions entre les intermédiaires financiers débutent dès qu'ont été fixées les modalités essentielles d'émission du nouvel emprunt.

Marché interbancaire

Marché où les banques effectuent des transactions financières entre elles.

Marché monétaire

Marché où se traitent des opérations financières à un an maximum.

Marché primaire

Marché où se traitent les nouvelles émissions (voir Marché).

Marché secondaire

Marché où s'effectuent des transactions relatives aux instruments financiers en circulation (voir Marché).

Obligation étrangère

Titre émis à long terme par un emprunteur étranger dans un pays étranger. La devise de l'emprunt est celle du marché local et l'émission respecte la réglementation locale.

Obligation Linéaire (OLO)

Depuis mai 1989, la Trésorerie émet des obligations linéaires, à long terme, à taux, durée et valeur de remboursement fixes, par tranches mensuelles et dont le prix d'émission et donc le rendement sont définis via un système d'adjudication, sans consortium de banques, ce qui permet à certaines institutions financières ("Primary Dealers" et "Recognized Dealers") de faire une offre librement. Ces obligations linéaires sont dématérialisées, inscrites en compte et les opérations d'achat et de vente se font via le système de Clearing de la B.N.B.

Primary Dealers

Depuis la réforme de 1991, le marché secondaire hors bourse des obligations linéaires et des certificats de Trésorerie est animé par les Primary Dealers, afin d'en accroître la liquidité.

Ces spécialistes en valeurs du Trésor sont chargés en outre de faciliter le placement de ces titres hors des émissions.

En contrepartie de l'obligation de participation aux adjudications compétitives et de cotation sur le marché secondaire, les Primary Dealers bénéficient de certains avantages, notamment le droit de souscrire lors des émissions selon des modalités non-concurrentielles qui leur sont réservées.

Leurs fonctions, obligations et avantages sont contenus dans un "cahier des charges" auquel ils souscrivent.

Put option

Droit, pour l'investisseur, de demander le remboursement anticipé de son prêt à un prix déterminé dans le contrat d'émission.

Rachat

Outre les opérations de rachat en bourse, l'Etat procède, depuis le début de 1991, au rachat par adjudication, avant leur échéance, de titres en circulation : il s'agit pour l'Etat de retirer du marché un ensemble de dettes en les reprenant aux conditions du marché au moment de l'opération.

Au rachat, peut correspondre un échange : il s'agit alors d'émettre une nouvelle dette en échange de la dette reprise.

Rating ou Notation

Pratique qui consiste à estimer la capacité d'un débiteur à assurer le service financier de ses engagements. Les agences de rating les plus connues sont Standard & Poor's et Moody's. Celles-ci peuvent coter régulièrement la capacité financière de l'Etat belge.

Recognized Dealers

Institutions sélectionnées par le Trésor belge pour la promotion de ses produits financiers dans des régions où ceux-ci sont moins bien connus. A la différence des Primary Dealers, les Recognized Dealers n'ont pas d'obligations en matière de part de marché mais n'ont pas non plus accès aux adjudications non-compétitives d'OLO et de certificats de Trésorerie. Ils ont accès aux adjudications compétitives et occupent une position de contreparties privilégiées du Trésor pour ses opérations de gestion de la dette publique.

Refinancement

Remboursement anticipé d'un emprunt au moyen du produit d'un nouvel emprunt émis à des conditions plus avantageuses (voir "call option").

Renouvellement

Remboursement d'un emprunt arrivant à l'échéance au moyen du produit d'un nouvel emprunt du même type émis aux conditions du moment (court et moyen termes).

Schuldschein

Certificat par lequel l'emprunteur reconnaît avoir une dette envers un tiers. Le terme "Schuldschein" est employé pour les emprunts en DEM émis sur le marché allemand des capitaux.

Scission des obligations linéaires ("Bond-stripping")

Technique introduite en octobre 1992 visant à scinder le capital et l'intérêt d'obligations linéaires. Ceci permet la négociation comme titres autonomes du droit au capital et du droit à l'intérêt.

Solde net à financer (S.N.F.)

Somme du solde des opérations courantes et de capital, et des opérations de trésorerie. Il est appelé net parce que les amortissements de la dette ne sont pas compris dans les rubriques ci-dessus. Le solde net du budget se réfère uniquement à la somme des opérations courantes et des opérations de capital. En théorie, le solde net à financer correspond à l'accroissement de la dette publique. En pratique, un certain nombre de facteurs expliquent cependant la différence entre le solde net à financer et la variation nominale de la dette publique. Il s'agit, en particulier de la variation des Bons du Trésor entre les mains du F.M.I., des différences de change sur la dette à long terme en monnaies étrangères, des intérêts capitalisés lors d'opérations d'échanges, de la reprise de certaines dettes, et des opérations de gestion du Trésor qui couvrent principalement à l'heure actuelle les placements au sens strict, les achats de certificats de Trésorerie et le financement du Fonds des Rentes.

Spread

Marge, en général fixe, qui s'ajoute ou se déduit du taux d'intérêt de référence retenu pour un emprunt à taux variable.

Swap

Transaction financière par laquelle deux parties s'engagent à s'échanger pendant un certain temps des flux financiers égaux mais opposés. Le swap peut porter sur le taux d'intérêt, sur la devise ou sur les deux.

On parlera alors respectivement de swap de taux d'intérêt, de swap de devises et de swap croisé.

Le swap de taux d'intérêt consiste à échanger les flux de paiement d'intérêt d'un capital sous-jacent.

Par exemple, du taux fixe contre du taux flottant, du taux flottant contre du taux flottant basé sur d'autres références.

Le swap de devises consiste à échanger des flux de paiement, concernant à la fois le paiement de l'intérêt et le remboursement du capital, dans deux monnaies différentes selon des règles convenues à l'avance.

La pratique des swaps permet de réduire les risques d'intérêt et de change sur la dette en monnaies étrangères.

Swaps panels

Groupe de banques qui sont en compétition pour donner les meilleures conditions possibles afin d'exécuter une opération de swap.

Swaption

Option permettant de contracter un swap à une date future et à un taux ou un cours prédéterminé.

Variations de change

Modifications du taux de change qui conduit à des mouvements de la dette publique résultant d'une réestimation comptable de la dette en monnaies étrangères. Ainsi, lorsque le BEF/EUR se déprécie par rapport aux devises dans lesquelles est libellée la dette en monnaies étrangères, l'encours de la dette augmente. Par contre, une appréciation du BEF/EUR provoque une baisse de l'encours de la dette publique.

*

*

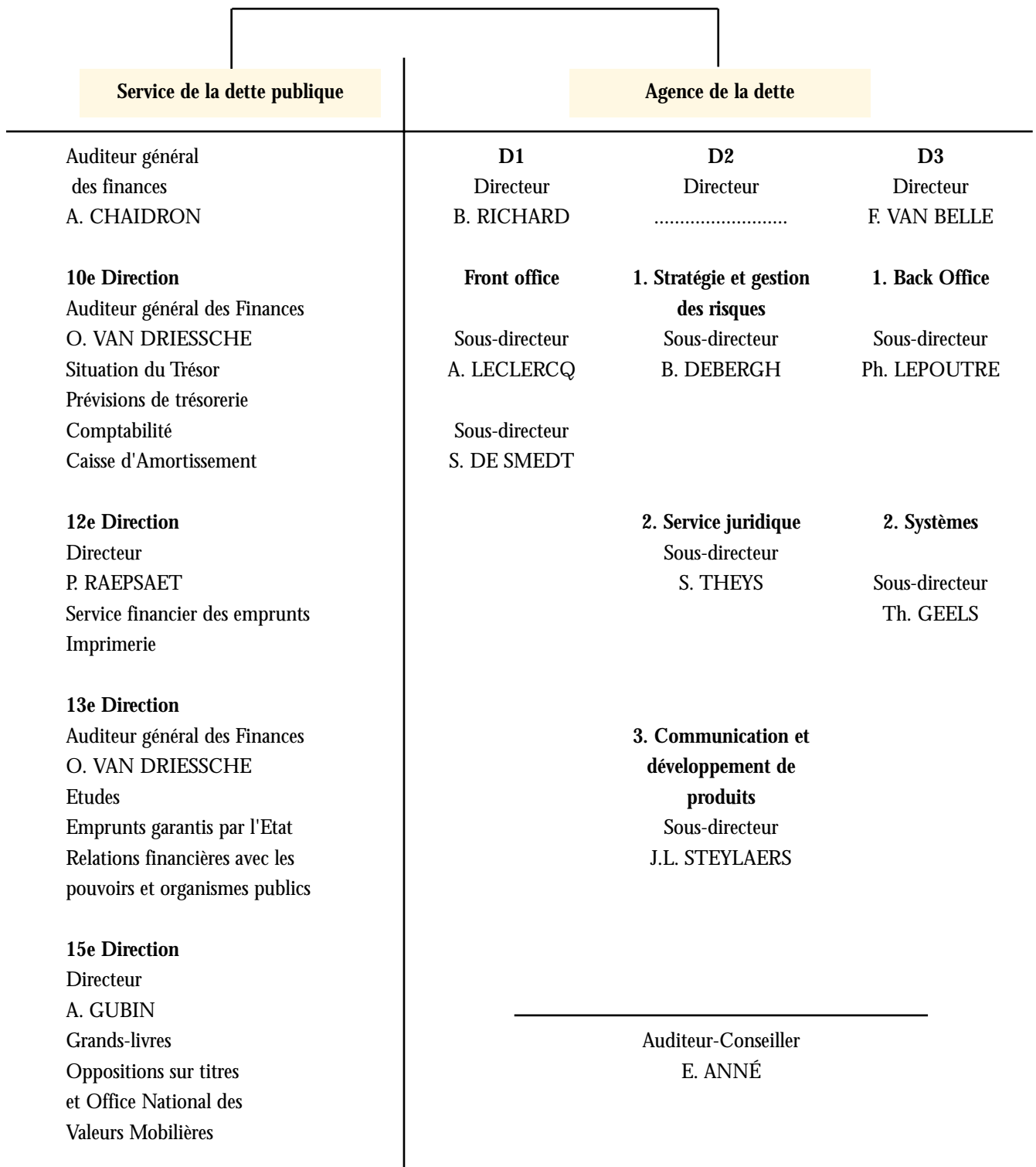
*

ANNEXES

Administration de la Trésorerie ORGANIGRAMME

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

Département de la Dette



PRIMARY DEALERS

ABN-AMRO BANK

Foppingadreef 22
NL-1102 BS-AMSTERDAM

ARTESIA BANKING CORPORATION

Bld du Roi Albert II, 30 bte 2
B-1000-BRUSSELS

BANQUE BRUXELLES LAMBERT SA /

BANK BRUSSEL LAMBERT NV

Marnixlaan, 24, avenue Marnix
B-1050 BRUSSELS

BANQUE ET CAISSE D'EPARGNE DE L'ETAT

DU GRAND-DUCHE DE LUXEMBOURG

Place de Metz, 1-2
L-2954 LUXEMBOURG

BANQUE GENERALE DU LUXEMBOURG SA

Avenue J.F. Kennedy, 50
L-2951 LUXEMBOURG

BARCLAYS CAPITAL

Boulevard de la Madeleine, 21
F-75038 PARIS Cédex 01

CDC Marchés

56, rue de Lille
F-75356 Paris Cédex 07

DEUTSCHE BANK AG

Grosse Gallusstrasse, 10-14
D-60272 FRANKFURT AM MAIN

DEXIA

Pachecolaan 44, bvd Pacheco
B-1000 BRUSSELS

FORTIS BANK

Warandeborg, 3, Montagne du Parc
B-1000-BRUSSELS

GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL

Fleet Street, 133
GB-LONDON EC4A

JP MORGAN SECURITIES Ltd LONDON

Victoria Embankment, 60
GB-LONDON EC4Y 0JP

KBC BANK NV

Arenbergstraat, 7, rue d'Arenberg
B-1000 BRUSSELS

MORGAN STANLEY & Co INTERNATIONAL LIMITED

Cabot Square, 25
GB-LONDON E14 4QA

PARIBAS CAPITAL MARKETS

Harewood Avenue, 10
GB-LONDON NW1 6AA

SOCIETE GENERALE

Tour Société Générale
F-92972 PARIS La Défense Cédex

WARBURG DILLON Read

(division of UBS AG London)
Finsbury Avenue, 1
GB-LONDON EC2M 2PP

RECOGNIZED DEALERS

BANCA D'INTERMEDIAZIONE
MOBILIARE IMI SpA
Corso Matteotti, 6
I-20121 MILANO

CAIXA GERAL DE DEPOSITOS
Av. João XXI 63,
P-1000 LISBOA

COMMERZBANK
Neue Mainzerstrasse, 32-36
D-60261 FRANKFURT AM MAIN

HSBC MARKETS
Queen St Place, 10
GB-LONDON-EC4R 1BQ

NOMURA INTERNATIONAL plc
St Martin's-le-Grand, 1
GB-LONDON-EC1A 4NP

TOKYO-MITSUBISHI INTERNATIONAL plc
Broadgate, 6
GB-LONDON-EC2M 2AA

BTB APPOINTED DEALERS

FORTIS BANK, co-arranger
CREDIT COMMUNAL / GEMEENTEKREDIET
DEUTSCHE BANK A.G., London
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL, arranger
LEHMAN BROTHERS
WARBURG DILLON READ, (division of UBS AG London)

ETABLISSEMENTS PLACEURS (BON D'ETAT)

Artesia Banking Corporation
Banque Axa
Banque Bruxelles Lambert
Banque de La Poste
Banque Nagelmackers
Bonnewijn, Renwart, Van Goethem et Cie.S.A.
Fortis Bank
Oostvlaams Beroepskrediet
KBC
Crédit agricole S.A.
Crédit communal de Belgique
Deutsche Bank (Crédit lyonnais)
Crédit professionnel du Hainaut
Société de Bourse De Buck & Cie
Société de Bourse Dierickx, Leys & Cie
Fortis (Générale de Banque)
Banque Van de Put & C C.V.A.
Société de bourse Riga & Cie S.A.
Société de bourse J. Leleux & Cie S.A.
Banque d'Epargne Westkrediet S.A.

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

mai 2000

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