

ROYAUME DE BELGIQUE

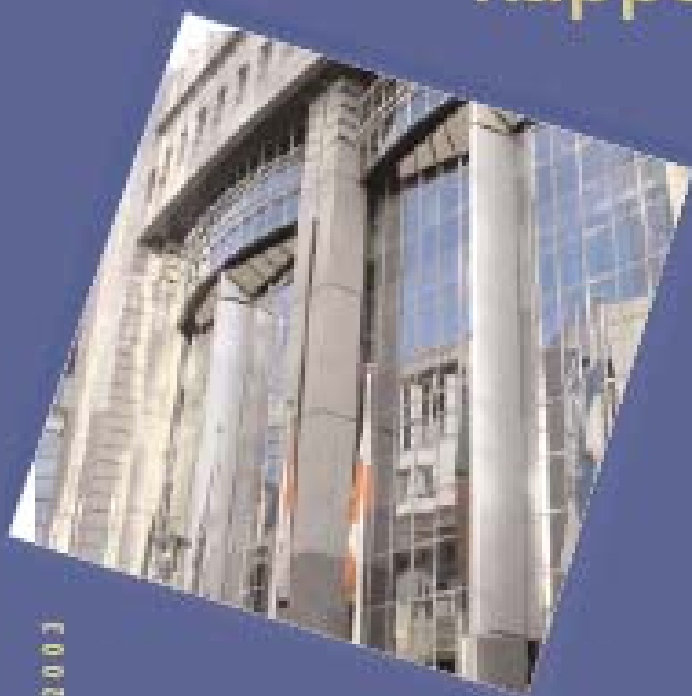
Service Public
Fédéral Finances
Administration
de la Trésorerie



DETTE DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

Rapport annuel

2003



RAPPORT ANNUEL 2003



RAPPORT ANNUEL 2003

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

<http://www.debtagency.be>



D/2004/0676/2

Mai 2004

Avant-propos du Ministre des Finances	4
Les grands chiffres de la dette fédérale 2002-2003	6
Partie I: Evolution économique et finances publiques de la Belgique en 2003	8
1. Evolution économique en 2003	8
2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2003	10
3. Modifications dans la composition de la dette de l'Etat fédéral	14
Partie II: Stratégie de financement du Trésor en 2003	16
1. Les besoins et les moyens de financement du Trésor en 2003	16
1.1. Les besoins de financement du Trésor en 2003	16
1.2. Les moyens de financement du Trésor en 2003	16



Table
des
matières

2. Liquidité, transparence, efficacité et diversification	18
2.1. Objectif de liquidité	18
2.2. Objectif de transparence	20
2.3. Objectif d'efficacité	20
2.4. Diversification et internationalisation de la détention de la dette de l'Etat fédéral	21
3. Gestion des risques et Directives Générales	23
Partie III: Survol de l'activité du Trésor en 2003	29
1. La dette de l'Etat fédéral en EUR	30
1.1. Obligations linéaires	30
1.2. Certificats de Trésorerie	41
1.3. Bons d'Etat	45
1.4. "Belgian Treasury Bills" et marché interbancaire	47
1.5. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	48
1.6. Financement d'entités publiques de l'administration centrale	49
2. La dette de l'Etat fédéral en monnaies étrangères	50
2.1. La dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	51
2.2. La dette à court terme en monnaies étrangères	52
3. La dette débudgétisée et la dette garantie	53
Glossaire	56
Annexes	60

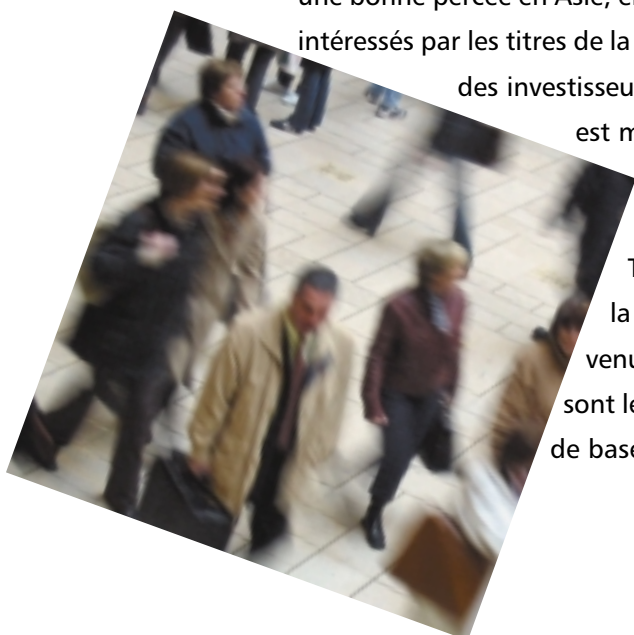
L'

année 2003 a été décevante pour la majorité des pays de la zone euro. La Belgique a par contre fait très bonne figure : le budget est en léger excédent (pour la quatrième année consécutive) et le taux d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics a diminué de 5 points de pour-cent depuis fin 2002. Ces résultats sont conformes voire même meilleurs que les objectifs -ambitieux - que le Gouvernement a fixés dans le Programme de Stabilité et de Croissance.

Le Rapport de la Dette 2003 met en évidence les excellentes performances réalisées par le Trésor dans la gestion de la dette de l'Etat fédéral. Ces performances démontrent la justesse de la stratégie mise en place au cours des dernières années. Cette stratégie s'articule autour de quelques principes visant à atténuer les risques de marché auxquels sont confrontés les émetteurs souverains : risque de change, risque de taux, risque de refinancement. Dans le corps du rapport qui fait l'objet d'une présentation modernisée sont développés les objectifs de la stratégie mise en place par le Trésor : la liquidité, la transparence, l'efficacité et la diversification.

Les résultats attendus sont bien au rendez-vous : les émissions des nouvelles lignes d'OLO de référence ont constitué deux événements du marché de l'euro en 2003. Elles ont reçu un accueil positif qui s'est traduit dans les conditions auxquelles elles ont été émises. Grâce à une bonne percée en Asie, elles ont permis de développer la liste des pays et des investisseurs intéressés par les titres de la dette publique belge. De dette quasi exclusivement détenue par des investisseurs belges avant l'introduction de l'euro, son internationalisation est maintenant un fait puisque près de 50 % de l'encours des OLO sont désormais détenus à l'étranger.

Témoigne également de la bonne appréciation dont bénéficient la Belgique et les OLO la convergence additionnelle des taux intervenue en 2003 vis-à-vis des emprunts de référence européens que sont les BUND, le spread se situant désormais en dessous des 10 points de base.





Même si la dette belge a bénéficié des faibles taux d'intérêt en vigueur en 2003, la baisse continue des charges d'intérêt a aussi été influencée par des facteurs endogènes et par le désendettement progressif intervenu depuis 1993. Le ratio des charges d'intérêt de la dette fédérale est à fin 2003 revenu à 30.3 % de l'ensemble des dépenses fédérales contre 40.9 % en 1994 et encore 35.5 % en 2000.

A tous points de vue, l'évolution enregistrée est positive. La gestion à la fois prudente et dynamique, mais surtout professionnelle, de l'Agence de la Dette constitue un atout, qui a aussi été valorisé dans le financement d'autres entités publiques qui bénéficient des bonnes conditions d'emprunt du Trésor. Les investissements réalisés en moyens matériels, en programmes informatiques et en ressources humaines portent les fruits attendus.

Je reste donc confiant pour l'avenir et dans la contribution que le Trésor pourra apporter dans la maîtrise des dépenses publiques liées à la dette publique fédérale et à la création de marges budgétaires pour pouvoir faire face à d'autres défis dans les prochaines années, notamment ceux liés à un phénomène commun à tous les pays de l'Union européenne, celui du vieillissement de leurs populations, ou encore celui du taux d'emploi relativement faible de la Belgique, par exemple en réduisant la fiscalité pesant sur le travail.

Le Ministre des Finances

Didier Reynders

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE FÉDÉRALE

(en milliards d'EUR ou en % au 31 décembre)

	2003	2002
I. Encours des principaux instruments de la dette de l'Etat fédéral		
1. Encours brut de la dette fédérale	263.02	262.75
- Financements et placements du Trésor	0.02	2.29
- Financement autres entités	0.69	0.00
- Titres en portefeuille	4.33	4.99
- Réserve pour placements	0.03	0.00
- Financement Fonds des Rentes	0.08	0.09
Encours net de la dette fédérale	257.87	255.38
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR :		
- Obligations linéaires (OLO)	205.15	197.36
- Emprunts classiques	5.75	12.15
- Bons d'Etat	8.51	8.35
- Certificats de Trésorerie	26.16	27.00
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	4.27	1.09
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	0.85	0.35
- Emprunts privés. interbancaires et divers	8.28	9.12
- Dette émise en ex-devises "zone euro"	0.11	0.76
- Dette émise en devises et swappée en EUR	0.21	1.11
En % de la dette en EUR :		
- Obligations linéaires	79.12 %	76.71 %
- Emprunts classiques	2.22 %	4.72 %
- Bons d'Etat	3.28 %	3.25 %
- Certificats de Trésorerie	10.09 %	10.49 %
- Autres	5.29 %	4.83 %
B. Instruments en monnaies étrangères :		
- Dette à long et moyen termes	2.79	3.59
- "Belgian Treasury Bills" en devises	0.94	1.87
- Autres dettes à court terme	0.00	0.00
II. Evolution de l'encours net de la dette de l'Etat fédéral sur l'année		
1. Evolution (en milliards d'EUR)	2.49	1.55
- Solde net à financer (SNF)	0.73	1.78
- Reprise de dettes	0.81	0.04
- Différences de change	-0.46	-0.12
- Capitalisation d'intérêts	0.03	0.05
- Opérations avec le FMI	-0.54	-0.23
- Divers	1.92	0.03
2. Evolution (en %)	0.95 %	0.59 %

2003

2002

III. Caractéristiques de la dette de l'Etat fédéral

1. Rating octroyé par les différentes agences de rating

- Rating pour le long terme (S&P/Moody's/Fitch)	AA+/Aa1/AA	AA+/Aa1/AA
---	------------	------------

2. Répartition selon les monnaies

- Dette en EUR	98.58 %	97.92 %
- Dette en devises	1.42 %	2.08 %

3. Répartition selon le terme

- long et moyen termes (>1 an)	88.15 %	87.45 %
- court terme	11.85 %	12.55 %

4. Répartition selon le taux

- Taux fixe	84.97 %	83.77 %
- Taux variable	15.03 %	16.23 %

5. Duration effective de la dette en EUR

3.93

4.17

Duration effective de la dette en devises

0.29

0.45

6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral

14.52

14.70

7. Taux d'intérêt moyen pondéré

5.05 %

5.48 %

8. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %

30.3 %

32.7 %

IV. Passage de la dette fédérale (Trésor) à la dette de l'ensemble des pouvoirs publics

1. Encours de la dette fédérale	263.02	262.75
---------------------------------	--------	--------

2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (1)	6.46	12.13
---	------	-------

3. Dette des Communautés et Régions et des pouvoirs locaux	29.63	30.40
--	-------	-------

4. Effet de consolidation	25.91	25.90
---------------------------	-------	-------

5. Certificats au profit du FMI	3.46	4.00
---------------------------------	------	------

6. Autres corrections	0.27	0.24
-----------------------	------	------

7. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4-5-6)	269.47	275.14
--	--------	--------

8. PIB	268.15	260.01
--------	--------	--------

9. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (7/8)	100.70 %	105.80 %
---	----------	----------

(1) Dette représentée par les instruments financiers repris dans la définition de la dette au sens de Maastricht

EVOLUTION ECONOMIQUE ET FINANCES PUBLIQUES DE LA BELGIQUE EN 2003

1. Evolution économique en 2003

Après deux années décevantes présentant des taux de croissance inférieurs à 1%, l'année 2003 a affiché un PIB en augmentation de 1.1%. Ce taux reste peu élevé mais l'économie a repris au troisième trimestre plus fortement que ne le suggère le taux de croissance annuel. La conjoncture a ainsi été soutenue par la consommation privée (+1.7%), les investissements des entreprises (+2.2%) ainsi que les dépenses publiques (+2.3%). Les exportations nettes, par contre, ont fourni, comme en 2002, une contribution négative à la croissance du PIB. Caractérisée par une économie très ouverte, la Belgique a, en effet, subi de plein fouet l'impact de la baisse de l'activité chez ses principaux partenaires commerciaux auquel s'est ajouté l'effet de l'appréciation de l'euro qui n'a pas favorisé les exportations. En dépit d'une amélioration des termes de l'échange, le surplus des opérations courantes de la balance des paiements est ainsi revenu de 5.4% à 3.8% du PIB.

L'inflation est demeurée limitée sous l'effet de la modeste progression

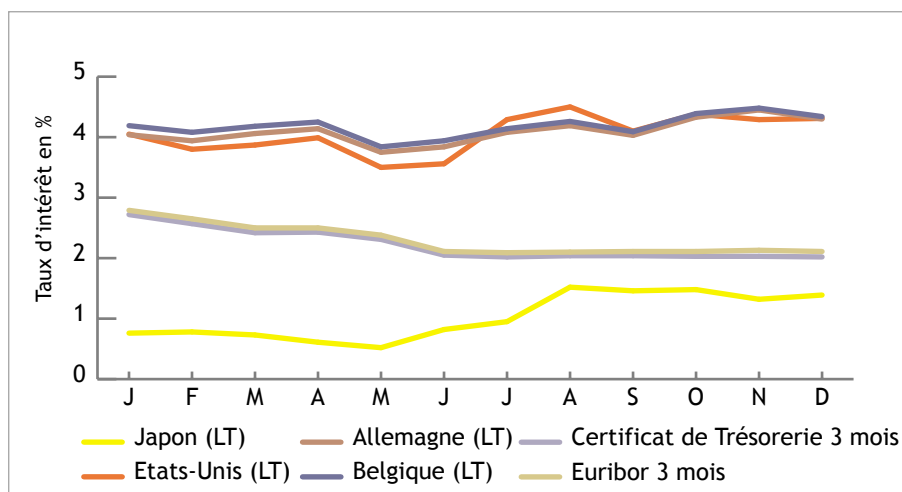
des coûts du travail, de l'appréciation de l'euro ainsi que de la faiblesse conjoncturelle. En outre, en Belgique, des facteurs spécifiques, comme la suppression de la redevance de radio-télévision, ont joué à la baisse pendant les deux dernières années. Le taux d'inflation, mesuré par l'indice des prix à la consommation, s'est ainsi établi à 1.6% en 2003, comme en 2002.

Etant donné le climat conjoncturel peu porteur, le chômage a à nouveau augmenté dans le courant de l'année sous revue. Le taux de chômage harmonisé, mesuré par le pourcentage de demandeurs d'emploi par rapport à la population active, est en effet passé de 7.3% en 2002 à 8.1% en 2003.

En ce qui concerne les taux d'intérêt en 2003 dans la zone euro, le segment du court terme a affiché un profil baissier dans le courant du premier semestre accentué par les décisions de la Banque centrale européenne de baisser son taux de refinancement en mars et en juin à la suite de la morosité conjoncturelle et de l'appréciation de l'euro. Les taux à court terme ont ensuite poursuivi une évolution stable pour le reste de l'année.

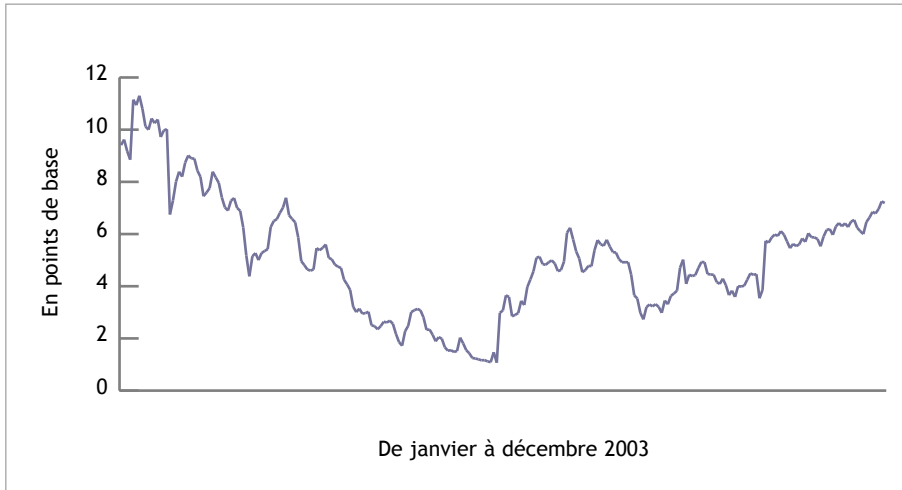
Reprise de la croissance au second semestre de 2003

1 Moyennes des taux d'intérêt à 3 mois et moyenne des rendements des emprunts de référence à 10 ans en 2003.



2

Différentiels de taux entre les "Bunds" et les OLO à 10 ans sur une base journalière en 2003 ("asset swap spreads")



Les taux à long terme ont aussi décliné au premier semestre, mais ils ont ensuite augmenté au second, reflétant l'amélioration des attentes des acteurs économiques en matière de reprise.

En Belgique, les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sont passés, en moyenne, de 2.72% à 2.02% de janvier à décembre 2003.

Du début de l'année sous revue à la fin juin, le rendement du benchmark OLO à 10 ans est passé de 4.32% à 3.94% pour ensuite remonter et atteindre 4.34% à fin décembre. Le différentiel d'intérêt entre les emprunts de référence belges et allemands a à nouveau diminué en 2003. Le graphique 2 illustre l'évolution de ce spread pour les emprunts de référence à 10 ans. Les différentiels sont calculés en termes d'"asset swap spreads", et ce afin de supprimer les différences de maturités entre les deux types d'emprunts. Le spread d'intérêt est ainsi passé de 9.5 points de base (0.095%) au début de l'année 2003 à un peu plus de 1 point de base (0.01%) à la fin juin 2003, soit un record

historique, pour ensuite remonter à 7.2 points de base à la fin de l'année sous revue.

Les charges d'intérêt sur la dette de l'Etat fédéral ont diminué en termes absolus en 2003 par rapport à 2002, revenant de 14.7 à 14.3 milliards d'EUR. Cette évolution résulte de la baisse continue, ces dernières années, du taux d'intérêt moyen pondéré de la dette de l'Etat fédéral qui est passé de 5.48% en 2002 à 5.05% en 2003. En termes de PIB, les charges d'intérêt ont poursuivi la tendance à la baisse entamée ces dernières années, ce qui, en combinaison avec le maintien du surplus primaire à un niveau élevé, a contribué à l'obtention pour l'année 2003 d'un surplus budgétaire.

Evolution des taux favorable pour le Trésor

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2003

2.1. L'application du programme de stabilité 2003-2005

Au moment de la préparation du programme de stabilité 2003-2005, à l'automne 2002, on tablait encore sur un redressement de l'activité économique tout au long de l'année 2003. La croissance du PIB retenue pour 2003, soit 2.1%, correspondait à ce qui était généralement prévu. Or, la croissance est estimée à 1.1% du PIB pour l'année 2003.

Dans cet environnement conjoncturel supposé, le gouvernement s'était fixé pour objectif de préserver en 2003 l'équilibre budgétaire atteint en 2002. Sur base des données provisoires disponibles à la mi-février 2004 le solde de financement de l'ensemble des pouvoirs publics serait en léger excédent, de l'ordre de 0.2% du PIB.

La croissance moindre que ce qui avait été prévu a eu une incidence défavorable de l'ordre de 0.4 à 0.5% sur le solde budgétaire, selon la "Section Besoins de financement des Pouvoirs publics du Conseil supérieur des Finances".

Un résultat final meilleur que prévu a néanmoins pu être atteint grâce à l'apport de recettes non fiscales exceptionnelles, à savoir essentiellement la réalisation du produit de la liquidation du fonds de pensions de Belgacom, qui a permis également d'accélérer certains transferts en faveur de la Poste et de la SNCB.

Evolution au niveau des sous-secteurs

Pour la deuxième année consécutive, l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) a atteint et même fait mieux que les objectifs qui lui étaient assignés dans le Programme de stabilité en enregistrant un besoin de financement de 0.1% du PIB, après l'équilibre réalisé en 2002, et un surplus primaire de 5.0%.

1

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

	2002	2003	
	Réalisations	Objectifs (1)	Estimations
Ensemble des pouvoirs publics			
° solde de financement	0.0	0.0	0.2
° surplus primaire	6.1	5.5	5.8
Entité I			
° solde de financement	0.0	-0.3	-0.1
° surplus primaire	5.6	4.8	5.0
Entité II			
° solde de financement	0.0	0.3	0.3
° surplus primaire	0.5	0.7	0.8

(1) Programme de stabilité 2003-2005

L'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux) a, quant à elle, réalisé un surplus estimé à 0.3% conforme aux objectifs qui lui étaient assignés, et un surplus primaire de 0.8%.

Recettes et dépenses

Au cours de l'année 2003, la mise en application et la montée en puissance des mesures prises au niveau fédéral en matière d'allégement de la pression fiscale et parafiscale sur les revenus du travail se sont poursuivies. Les recettes de l'ensemble des pouvoirs publics en pour-cent du PIB n'ont progressé en 2003 que du fait de l'apport exceptionnel et important de recettes non fiscales (fonds de pensions de Belgacom). La pression fiscale et parafiscale s'est infléchie, reculant globalement de 0.8% par rapport à 2002 et de 0.6% sur les revenus du travail.

Les dépenses primaires ont augmenté de 1.2% du PIB en 2003; le tiers de cet accroissement est cependant attribuable à l'accélération d'un transfert à la SNCB

initialement prévu en 2004. Les dépenses se sont par ailleurs ressenties de la faiblesse de la conjoncture, entraînant une augmentation des allocations de chômage, ou encore, entre autres, de l'accroissement de la contribution belge au financement de l'Union européenne.

Les évolutions respectives des recettes et des dépenses ont conduit à une légère réduction de l'excédent primaire qui fut plus que compensée par la baisse des charges d'intérêt.

Tout comme en 2002, le poids des charges d'intérêt a connu en 2003 une forte baisse, de l'ordre de 0.5% du PIB. Cette baisse est pour la plus grande part attribuable à une décruce supplémentaire du taux d'intérêt implicite sur la dette (-0.3%, après -0.5% en 2002) ramené ainsi aux alentours de 5.5%. En moyenne sur la période 1999-2003 la baisse du taux implicite et la réduction du taux d'endettement expliquent à part à peu près égales la diminution des charges d'intérêt.

*Charges d'intérêt
et taux
d'endettement*

2

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

	2002 Réalizations	2003 Estimations
Recettes (1)	49.5	50.3
dont Recettes fiscales et parafiscales	46.6	45.8
dont Recettes fiscales	31.9	31.4
Dépenses primaires (2)	43.4	44.5
Solde primaire (3=1-2)	6.1	5.8
Charges d'intérêt (4)	6.1	5.6
Solde de financement (5=3-4)	0.0	0.2

(1) et (2) Y compris les recettes transférées à l'UE

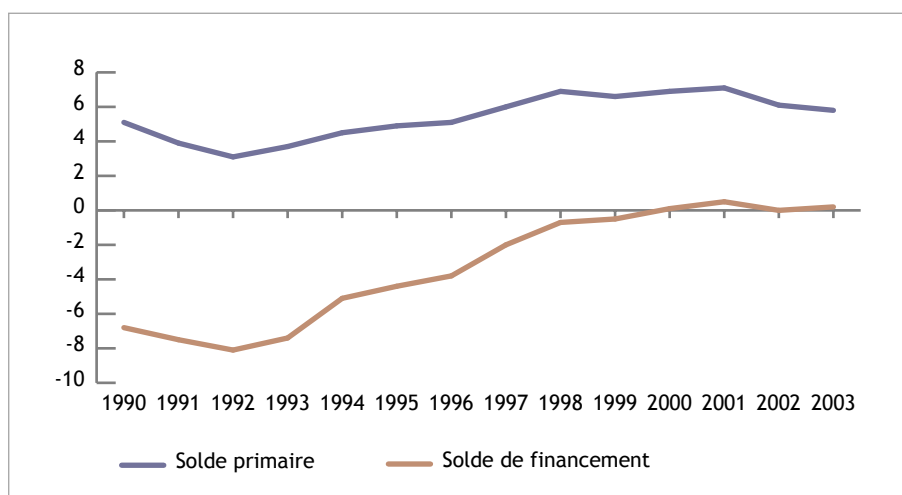
*Programme de
stabilité 2003-2005*

Le programme de stabilité 2003-2005 prévoyait une baisse du taux d'endettement de 3.8 points de pourcentage du PIB en 2003. Sur base des données disponibles, la réduction effective a nettement dépassé cet objectif. A fin 2003, le niveau de la dette de l'ensemble des pouvoirs publics serait de 100.7% du PIB soit 5.1 points de pourcentage de moins qu'en 2002. Rappelons que la dette publique a atteint un niveau record de 136.7% du PIB en 1993; depuis le taux d'endettement diminue chaque année.

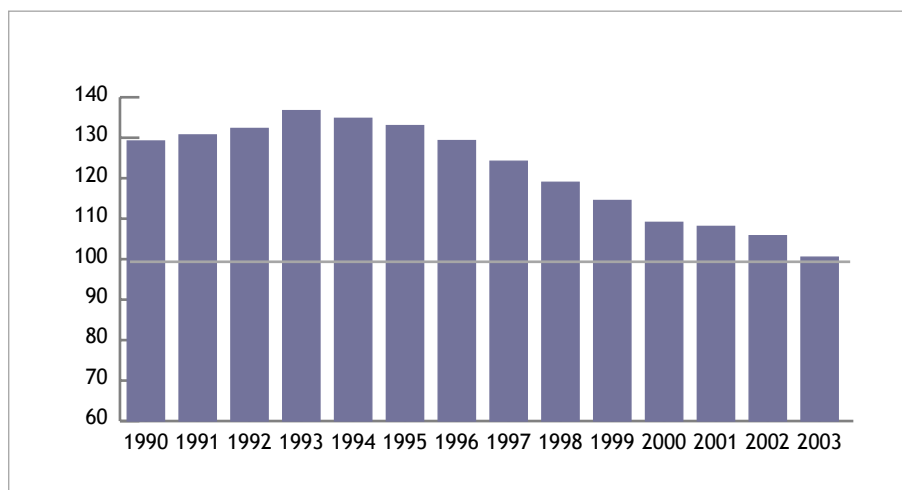
Comparaison européenne

La Belgique se maintient en 2003, comme en 2001 et 2002, dans le groupe restreint de pays qui, au sein de l'Union, ont réalisé un équilibre ou un surplus budgétaire. En ce qui concerne la zone-euro ces pays ne seraient que trois: la Finlande, la Belgique et l'Espagne. Ces trois mêmes pays seraient également les seuls qui ont réussi à réaliser en 2003, malgré un environnement conjoncturel peu porteur, les objectifs qu'ils s'étaient assignés dans leur programme de stabilité.

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



4 Evolution du taux d'endettement de 1990 à 2003 (en % du PIB)



Par ailleurs, la Belgique a poursuivi le processus progressif de convergence de son taux d'endettement vers la moyenne européenne. Au sein de l'euro-zone cette moyenne se serait inscrite en hausse en 2003 (+1.4 point de pour-cent du PIB), dépassant ainsi les 70%.

2.2. Le programme de stabilité 2004-2007

L'actualisation du programme de stabilité de la Belgique a été effectuée en prenant en compte l'évolution économique défavorable par rapport aux hypothèses qui sous-tendaient le programme 2003-2005. Sur base des prévisions les plus généralement avancées à l'automne 2003, il est apparu que la croissance du PIB pour la période 2003-2005 pourrait être inférieure de 1.6 point de pour-cent aux hypothèses de départ.

Dans ce contexte, le Gouvernement s'est néanmoins attaché à continuer à satisfaire aux exigences du pacte de

stabilité et de croissance, c'est-à-dire à réaliser un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en léger excédent, et à poursuivre la réduction du taux d'endettement, tout en dégagant des moyens pour un certain nombre d'objectifs politiques prioritaires, dont en premier lieu la promotion de l'emploi.

Pour la période 2004-2007, l'équilibre budgétaire a été retenu comme objectif minimal, un excédent de 0.3% du PIB étant avancé pour 2007. Compte tenu de l'amélioration attendue de la situation économique, ces résultats devraient pouvoir être atteints en limitant le recours à des mesures ponctuelles. De plus, si la croissance se révélait plus favorable qu'il n'est prévu dans le programme, l'engagement est pris d'affecter prioritairement les marges supplémentaires à l'amélioration du solde de financement.

Programme de stabilité 2004-2007

3

Evolution budgétaire des différents sous-secteurs des pouvoirs publics dans le programme de stabilité 2004-2007 (en % du PIB) (1)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	Réalisations	Estimations	Objectifs			
Ensemble des pouvoirs publics						
° Surplus primaire	6.1	5.6	5.1	4.8	4.7	4.8
° Charges d'intérêt	6.0	5.4	5.0	4.8	4.7	4.5
° Solde de financement	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3
Entité I						
° Surplus primaire	5.6	4.9	4.2	4.1	4.1	4.1
° Charges d'intérêt	5.5	4.9	4.5	4.4	4.3	4.1
° Solde de financement	0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.00
Entité II						
° Surplus primaire	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7
° Charges d'intérêt	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
° Solde de financement	0.0	0.2	0.4	0.2	0.1	0.3

(1) Du fait des arrondis, les totaux peuvent être légèrement différents de la somme des parties

La tendance de la pression fiscale et parafiscale sur la période considérée devrait être structurellement à la baisse, grâce entre autres à l'impact de la réforme de l'impôt des personnes physiques, qui atteindra sa vitesse de croisière en 2006, et à la diminution des contributions sociales. De même, dans un climat économique plus favorable, la part des dépenses primaires dans le PIB devrait également se réduire. La diminution des charges d'intérêt devrait quant à elle ralentir, du fait de la fin de la tendance à la baisse du taux d'intérêt implicite.

Dans les conditions conjoncturelles et budgétaires prévues dans le programme de stabilité, le taux d'endettement public poursuivra sa baisse. Le niveau prévu pour 2007 est de 87% du PIB. Cependant les chiffres relatifs au taux d'endettement présentés dans le programme ne tiennent pas compte de la reprise par l'Etat, prévue en 2005, d'une partie de la dette de la SNCB.

La réduction progressive du taux d'endettement contribuera de façon cruciale à l'absorption du coût budgétaire du vieillissement. Selon le Comité d'étude du vieillissement, les dépenses publiques de pensions et de soins de santé augmenteront de 5.2% du PIB entre 2003 et 2030. Compte tenu de la baisse probable d'un certain nombre d'autres dépenses, comme les allocations familiales ou les allocations de chômage, les dépenses sociales des pouvoirs publics pourraient augmenter de 3.4% du PIB entre 2003 et 2030.

Le Fonds de vieillissement a été créé en 2001 dans le but de financer l'accroissement des dépenses de pensions au cours de la période 2010-2030.

Compte tenu des versements qui pourraient encore être effectués, son capital devrait s'élever à plus de 10 milliards d'euros à la fin 2004.

3. Modifications dans la composition de la dette de l'Etat fédéral

A l'avenir, et plus précisément à partir du mois de janvier 2004, la dette de l'Etat fédéral comprendra également les dettes de certaines institutions pour lesquelles l'Etat intervient dans les charges financières. Il s'agit d'une part, de la dette qui, jusqu'à présent, était considérée comme de la dette débudgétisée et, d'autre part, de la dette du FADELS, étant donné que l'Etat fédéral est maintenant le seul à fournir au FADELS les fonds destinés à assurer ses charges financières. La dénomination "dette débudgétisée" disparaît donc dès janvier 2004.

L'on notera que cette reclassification n'a aucune conséquence sur la dette de l'ensemble des pouvoirs publics au sens du traité de Maastricht, et donc sur le ratio d'endettement. En effet, la dette débudgétisée ainsi que la dette du FADELS étaient déjà prises en compte dans la dette au sens de Maastricht. Cette reclassification a ainsi pour but d'assurer une transparence accrue.

La composition de la dette de l'Etat fédéral subit également une deuxième modification concernant les certificats sans intérêt et sans échéance finale qui sont émis en faveur du Fonds Monétaire International (FMI). A partir du mois de janvier 2004, ceux-ci ne sont en effet plus repris dans la situation de la dette de l'Etat fédéral étant donné que les obligations vis-à-vis du FMI attachées à ces certificats sont prises en charge

par la Banque Nationale de Belgique. C'est justement pour cette raison que dans le passé déjà, les certificats émis en faveur du FMI ne faisaient pas partie de la dette de l'ensemble des pouvoirs publics au sens du traité de Maastricht. Il est donc logique de ne pas les reprendre dans la dette de l'Etat fédéral.

L'on notera que les chiffres arrêtés à fin 2003 tels que publiés dans ce rapport ne tiennent pas compte de ces modifications. A titre informatif, les montants relatifs au poste FMI, d'une part, et aux postes FADELS et dette débudgétisée, d'autre part, étaient de 3.46 et 5.19 milliards d'EUR respectivement à la fin de l'année 2003.



STRATÉGIE DE FINANCEMENT DU TRÉSOR EN 2003

*Solde net à
financer très limité*

1. Les besoins et les moyens de financement du Trésor

1.1. Les besoins de financement du Trésor en 2003

En 2003, les besoins de financement du Trésor se sont élevés au total à 26.39 milliards d'EUR dépassant (+0.83 milliard d'EUR) ainsi légèrement les prévisions budgétaires (25.56 milliards d'EUR).

Le solde net à financer est toutefois resté limité à 0.73 milliard d'EUR, soit 1.92 milliard d'EUR de moins qu'initialement prévu. Ceci résulte en partie des recettes exceptionnelles provenant du transfert du fonds de pensions de Belgacom. Ces moyens supplémentaires ont notamment permis au Trésor de racheter un plus gros volume que prévu de titres ayant leur échéance finale en 2004 ou ultérieurement. Au lieu de 5 milliards, il a en effet racheté pour un montant de 7.86 milliards d'EUR dont 2.88 milliards au moyen d'opérations spécifiques organisées à l'occasion de l'émission de nouveaux emprunts.

Enfin, la composante la plus importante des besoins de financement, à savoir les échéances finales de 2003, s'est élevée à 17.66 milliards d'EUR.

1.2. Les moyens de financement du Trésor en 2003

Pour répondre à ses besoins de financement, le Trésor a eu exclusivement recours à des emprunts à moyen et long termes. Les émissions ont ainsi porté au total sur 27.66 milliards d'EUR, soit 1.98 milliard de plus par rapport aux prévisions.

Comme on le sait, les OLO constituent, depuis plusieurs années déjà, le principal instrument de financement du Trésor. En 2003, celui-ci a émis des OLO pour 23.28 milliards d'EUR, dans la ligne donc de son plan de financement qui prévoyait 24.05 milliards d'EUR. Deux nouveaux emprunts de référence, l'OLO 41 et l'OLO 42, qui sont des emprunts de référence à 10 et 5 ans respectivement, ont permis chacun de récolter immédiatement 5 milliards d'EUR après leur lancement par syndication. L'encours de ces emprunts ainsi que celui des emprunts existants à 15 et 30 ans ont été alimentés par des adjudications qui ont permis de récolter en tout 12.86 milliards d'EUR. L'on notera que le Trésor n'a organisé qu'un seul échange pour un montant de 0.41 milliard d'EUR.

Le niveau plus élevé que prévu des émissions est essentiellement dû aux émissions de bons du Trésor pour le Fonds de vieillissement. En 2003, celui-ci a, en effet, placé pour un montant de 3.10 milliards d'EUR au moyen de cet instrument de financement contre seulement 0.63 milliard prévu initialement. Les bons d'Etat émis ont, quant à eux, dépassé de 0.28 milliard d'EUR les prévisions pour finalement totaliser un montant de 1.28 milliard d'EUR.

Etant donné que le financement à moyen et long termes du Trésor a dépassé les besoins de financement, l'encours de la dette à court terme a diminué et ce, tant en EUR qu'en monnaies étrangères. Cette diminution du segment du court terme a été de 0.51 milliard d'EUR pour l'EUR et de l'équivalent de 0.76 milliard d'EUR pour les monnaies étrangères. Le tableau 4 illustre les besoins et les moyens de financement du Trésor pour l'année 2003.

4

Le financement du Trésor en 2003 (en milliards d'EUR)

	Budget 2003 (1)	Réalisation au 31/12/2003 (7)
I. Solde brut à financer 2003	25.56	26.39
1. Besoins de financement 2003	20.24	18.39
Déficit budgétaire (2):	2.65	0.73
Dette venant à échéance en 2003	17.59	17.66
- Dette à moyen et long termes en EUR (3)	17.02	17.14
- Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0.57	0.52
2. Préfinancement prévu (obligations à échéance en 2004 ou ultérieurement)	5.00	7.86
Rachats (4)	5.00	7.86
Echanges (3) (4)	0.00	0.00
3. Autres besoins de financement (5)	0.32	0.14
II. Moyens de financement 2003	25.68	27.66
1. Emissions à moyen et long termes en EUR	25.68	27.66
OLO	24.05	23.28
- Syndications	10.00	10.00
- Adjudications	14.00	12.86
- Echanges (y compris intérêts capitalisés)	0.05	0.41
Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	0.63	3.10
- Prévus au budget 2002	0.00	0.00
- Prévus au budget 2003	0.63	3.10
Bons d'Etat	1.00	1.28
2. Emissions à moyen et long termes en devises	0.00	0.00
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises	-0.06	-0.76
IV. Evolution nette de la dette à court terme en EUR (6)	-0.06	-0.51

(1) Prévisions de décembre 2002 (budget).

(2) Paramètre dépendant de facteurs saisonniers: les charges d'intérêt sont importantes au premier semestre et en septembre et les recettes au second semestre.

(3) Non compris les intérêts capitalisés sur les échanges.

(4) Au 1er janvier 2003, l'encours de la dette à moyen et long termes en EUR arrivant à échéance en 2004: 25.66 milliards d'EUR.

(5) Y compris les intérêts capitalisés sur les échanges, les "puts" exercés sur les bons d'Etat, le financement d'entités publiques (Credibe) ainsi que les certificats du Trésor représentant la participation de la Belgique dans les institutions internationales.

(6) Encours brut de la dette à court terme en EUR au 01/01/2003: 31.11 milliards d'EUR et encours moyen en 2002: 32.61 milliards d'EUR.

(7) Les totaux ne correspondent pas à la somme des chiffres en raison des arrondis.

2. Liquidité, transparence, efficacité et diversification

Le Trésor met tout en oeuvre pour bien positionner ses instruments de financement et poursuivre l'internationalisation de sa base d'investisseurs en déployant une stratégie cohérente axée sur la liquidité, la transparence et l'efficacité.

2.1. Objectif de liquidité

16 primary dealers

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

Ce sont principalement les primary dealers qui assurent la liquidité sur les marchés secondaires conformément au contrat qui les lie au Trésor. A la fin de l'année 2003, le Trésor a décidé d'apporter une légère modification à la composition du groupe de primary dealers. La liste complète et actualisée de ce groupe pour l'année 2004 est reprise en annexe du présent rapport.

5 recognized dealers

Les recognized dealers ont pour mission spécifique de promouvoir les valeurs belges du Trésor, plus particulièrement dans certaines zones géographiques ou segments de marché. Le groupe de

recognized dealers était constitué de 6 institutions financières en 2003 mais est ramené à 5 pour 2004 étant donné la désignation de l'un d'entre eux comme primary dealer. La liste complète des recognized dealers est reprise en annexe du présent rapport.

Emission d'OLO de référence

Pour promouvoir la liquidité, le Trésor concentre son financement sur d'importantes émissions de référence et assure une bonne distribution de celles-ci au niveau international. En 2003, le Trésor est resté fidèle à sa politique visant à ne rouvrir les lignes d'emprunts de référence que pour les adjudications.

Syndications

Afin d'assurer une liquidité suffisante dans des conditions de marché favorables, le Trésor a émis, à l'instar des années précédentes, de nouveaux emprunts de référence à 5 et 10 ans, en l'occurrence l'OLO 42 et l'OLO 41 respectivement, et ce au moyen d'une syndication à laquelle ont participé l'ensemble des primary et recognized dealers.

La méthode de syndication utilisée a permis de récolter, dès l'ouverture de la ligne, un montant de 5 milliards d'EUR, assurant de ce fait une répartition très diversifiée et ce, tant sur le plan géographique qu'en ce qui concerne le type d'investisseurs. Il faut également noter que les syndications permettent un meilleur contrôle du spread grâce à la technique du "book-building process" (1).

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

MTS Belgium

La plate-forme électronique de trading MTS Belgium apporte une contribution importante à la liquidité sur les marchés hors bourse. Cette plate-forme "Inter Dealer" garantit la transparence des prix et permet d'assurer des montants minimum par cotation ainsi que des spreads "bid-offer" maximum. Les volumes négociés sur MTS Belgium constituent une part importante de l'ensemble du marché hors-bourse réglementé.

Liquidité des lignes de certificats de Trésorerie

En 2003, le montant moyen par ligne s'est élevé à 4.5 milliards d'EUR. Ce montant a répondu à l'objectif recherché par la réforme du calendrier d'émission en 2001, à savoir la création de lignes dotées d'encours plus importants afin d'assurer une liquidité suffisante sur le marché secondaire.

"Repo" (ou cession-rétrocession)

L'importance du Trésor dans ce compartiment s'est accrue étant donné qu'il dispose maintenant de la faculté de participer directement au marché des "repo" sur MTS Belgium. Auparavant, sa participation à ce marché se limitait à la conclusion de "repo" via des courtiers.

"Repofacility"

Compte tenu de l'obligation de coter des prix "bid" et "offer", il importait de protéger une contrepartie contre le risque de non livraison. Grâce à la "repofacility", le Trésor, en tant que prêteur en dernier ressort, fournit les titres souhaités le jour même de la livraison. Ceci contribue indirectement à la liquidité des obligations linéaires et des certificats de Trésorerie. Le Trésor a

reçu 92 demandes dans le cadre de la "repofacility", dont 53 pour les certificats de Trésorerie (montant moyen de 27.8 millions d'EUR) et 39 pour les OLO (montant moyen de 31.1 millions d'EUR). Le montant total pour l'année 2003 s'est élevé à 1476 millions d'EUR pour trois lignes différentes de certificats et 1215 millions d'EUR pour huit lignes différentes d'OLO.

Rachats de dette

Dans le courant de 2003, le Trésor a intensifié ses activités de rachat et a procédé à la dernière opération d'échange qui a permis de racheter l'emprunt "Philippe XII" via des émissions dans sept lignes d'OLO.

Les rachats via MTS de titres qui échoient dans les douze mois ont sensiblement augmenté pour atteindre un montant de 5.1 milliards d'EUR. Concrètement ces rachats s'opèrent via une "fenêtre" réservée à cet effet sur la plate-forme MTS Belgium: le Trésor rachète ainsi de gré à gré des titres à des cours qu'il cote lui-même ou aux cours de vente que les primary dealers cotent sur la fenêtre de MTS Belgium.

Pour financer ces rachats, le Trésor émet des volumes plus importants lors des adjudications. Il répond ainsi également à la demande du marché, à savoir disposer d'emprunts de référence plus liquides.

En 2003, le Trésor a organisé à deux reprises des rachats sur des emprunts dotés d'une maturité plus longue. Les dates de rachat correspondaient à l'émission d'obligations linéaires mais les deux opérations se sont déroulées de manière distincte. Les rachats ont été

*MTS Belgium
contribue aussi à
la liquidité*

réalisés sous la forme d'un "book-building process" via le système d'adjudication de Bloomberg (BAS). Les investisseurs ont ainsi pu, d'une part, revendre au Trésor, d'une manière transparente et concurrentielle, des lignes d'OLO ayant perdu leur statut d'emprunts de référence et, d'autre part, se porter acquéreurs, aux émissions qui suivaient, de "benchmarks" OLO.

2.2. Objectif de transparence

Adjudications compétitives

Les émissions d'OLO et de certificats de Trésorerie, qui, rappelons-le, représentent l'essentiel du financement de l'Etat, sont généralement réalisées au moyen d'adjudications compétitives qui sont le monopole des primary dealers et des recognized dealers en valeurs du Trésor.

Dans un souci de transparence, le Trésor communique également, quelques jours avant l'adjudication, la fourchette du montant à émettre. En outre, avant chaque adjudication d'OLO, le Trésor prend contact avec les primary dealers afin de connaître leur avis et recommandations à propos de l'état du marché et de l'adjudication à venir.

Calendrier d'émission

Au début de chaque année calendrier, le Trésor publie un plan de financement global reprenant des projections sur les montants à émettre et les instruments de financement qui seront utilisés. De plus, le calendrier des adjudications est publié sur le site internet du Trésor (<http://debtagency.be>).

Rachats

La procédure de rachat auquel le Trésor a recours se caractérise aussi par une

grande transparence: les prix cotés peuvent être consultés par l'ensemble des primary dealers sur MTS Belgium et les montants rachetés sont publiés sur les pages du Trésor auprès de Bloomberg, Reuters et Telerate.

Publicité

Enfin, le Trésor communique des informations actualisées via différents canaux. Il publie régulièrement des brochures telles que le "Belgian Prime News" (en collaboration avec la Banque Nationale de Belgique et les primary dealers) et le "Review Outlook". Le Trésor dispose également de son propre site internet. Les résultats des émissions, quant à eux, sont publiés sur Bloomberg, Reuters et Telerate ainsi que sur le site internet. Le Trésor publie également sur une base régulière des communiqués de presse sur son site.

2.3. Objectif d'efficience

Système d'adjudication de Bloomberg ("BAS")

Pour ses adjudications de certificats de Trésorerie et d'obligations linéaires ainsi que pour ses rachats opérés sur le mode du "book-building process", le Trésor continue d'utiliser le système Bloomberg. Celui-ci assure, en effet, d'une manière sûre et fiable, le traitement des offres et la publication des résultats.

MTS Belgium

La plate-forme électronique de trading MTS Belgium permet d'afficher des prix et des taux transparents pour les obligations linéaires et les certificats de Trésorerie. Le Trésor a également recours à ce système pour ses rachats quotidiens. L'exécution des transactions se déroule automatiquement par un

traitement STP ("Straight Through Processing") par lequel les données sont envoyées au clearing de la Banque Nationale de Belgique.

Brokertec

Le Trésor dispose maintenant également d'un écran Brokertec, ce qui lui permet de suivre la liquidité non seulement des transactions "outright" sur les certificats de Trésorerie et les obligations linéaires, mais également et surtout sur les "repo" qui y sont conclus.

2.4. Diversification et internationalisation de la détention de la dette de l'Etat fédéral

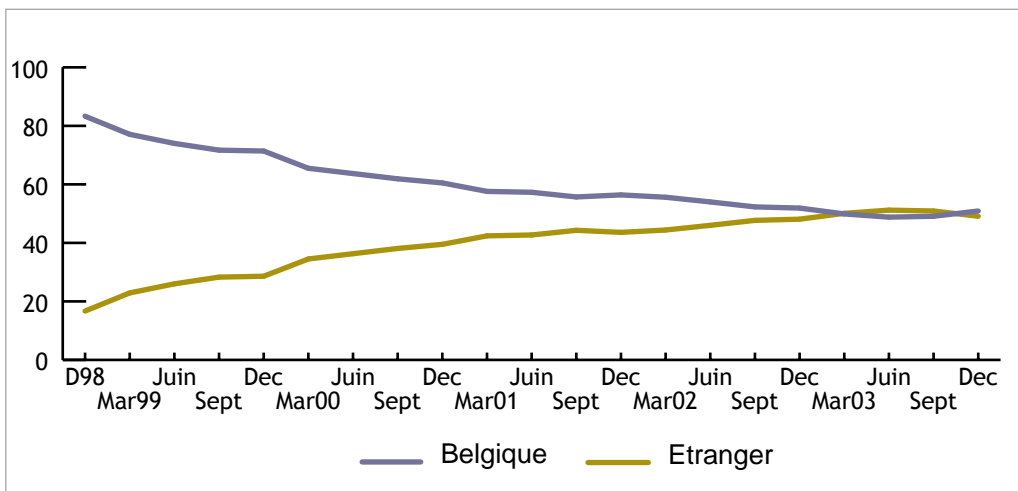
La proportion des OLO détenues à l'étranger s'est encore accrue en 2003, passant de 48.1% au 31/12/2002 à 49.1% au 31/12/2003 ainsi que l'illustre le graphique suivant.

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

La politique active de marketing du Trésor contribue à une large diversification de la base des investisseurs. En 2003, le Trésor a ainsi organisé 15 road-shows à l'étranger tant en Europe qu'en Asie et aux USA permettant de rencontrer des représentants de 146 investisseurs institutionnels établis dans 25 pays.

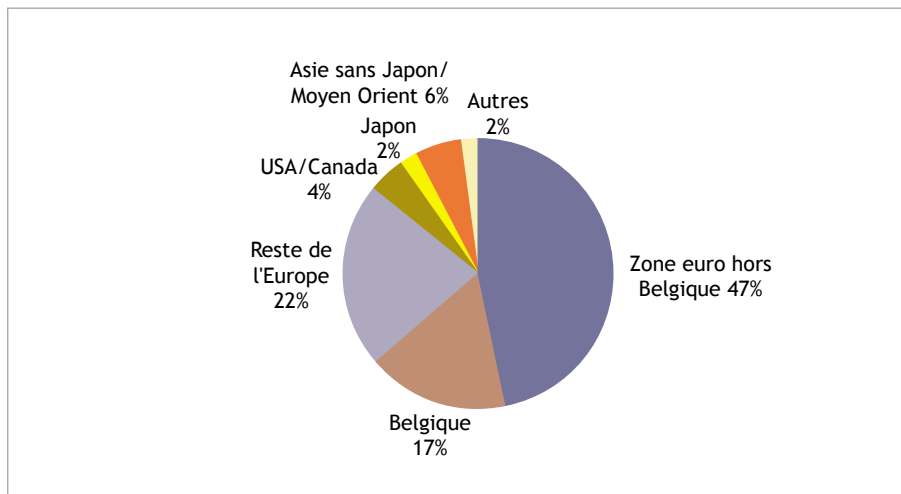
5

Répartition de la détention des OLO (en % du total)



6

Total des émissions syndiquées d'OLO depuis le 1er janvier 1999



Les investisseurs belges n'en ont pas pour autant été oubliés: deux road-shows leur ont été consacrés. Le premier visait des investisseurs ressortissant spécifiquement du secteur des administrations publiques et le second a été consacré à quatre investisseurs institutionnels belges importants.

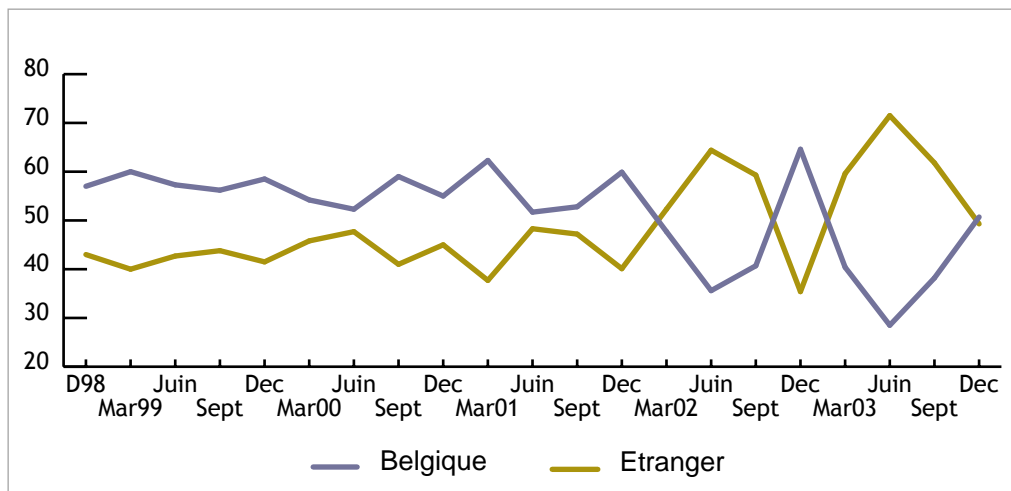
En ce qui concerne les certificats de Trésorerie, la proportion de titres détenus à l'étranger est passée de 35.4% au 31/12/2002 à 46.7% au 31/12/2003.

Compte tenu de la nature de ces titres, l'internationalisation de la base d'investisseurs varie dans de plus amples proportions que pour les OLO.

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

7

Répartition de la détention des certificats de Trésorerie (en % du total)



3. Gestion des risques et directives générales

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

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

3.1. Le risque de change

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

A la fin 2003, la dette en monnaies étrangères s'élevait à 1.42% du total de l'encours contre 2.08% en 2002. Cette diminution montre clairement que le Trésor a bien appliqué les Directives Générales qui préconisent une suppression progressive de la dette en monnaies étrangères en fonction des conditions du marché.

La dette en CHF occupait la part la plus importante (0.93%) dans le total de la dette, suivie par le JPY (0.39%) et le USD (0.09%).

3.2. Le risque de taux d'intérêt et le risque de refinancement

Dans le cadre de la gestion de la dette, le Trésor accorde une importance particulière à deux indicateurs, à savoir le risque de refinancement et le risque de refixation de taux. Ces deux indicateurs peuvent être analysés séparément et ce grâce au recours aux produits dérivés. Une fois le risque de financement défini, le Trésor peut s'occuper du risque de refixation.

L'analyse du risque de refinancement poursuit deux objectifs. D'une part, faire en sorte que les montants à refinancer aux échéances finales soient relativement similaires sur une base annuelle. Une bonne distribution de l'échéancier réduit en effet le risque de mettre le budget sous pression au cas où l'Etat devrait se refinancer à des taux plus élevés. D'autre part, les montants à refinancer sont relativement prévisibles et les investisseurs savent à quoi s'attendre d'années en années.

Le graphique 8 illustre la structure de l'échéancier de la dette de l'Etat fédéral en EUR. Celle-ci est relativement étale à l'exception de l'année 2008 qui affichait un encours de l'ordre de 30 milliards d'EUR à fin 2003 (contre 23 milliards à fin 2002). Cette augmentation, qui est à attribuer à l'émission d'une nouvelle OLO à 5 ans, a toutefois été tempérée par des rachats d'anciennes OLO de la même maturité.

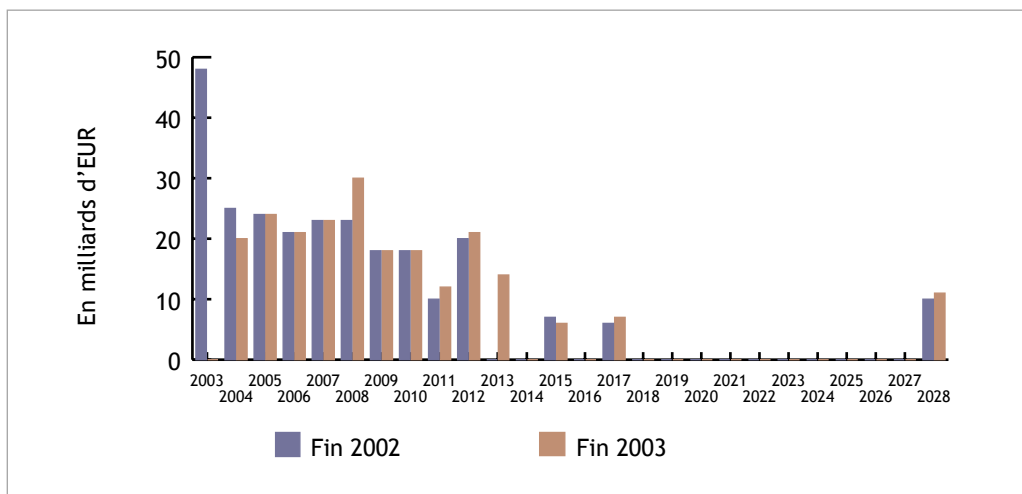
Les Directives Générales imposent deux limites pour le suivi du risque de refinancement. La première limite concerne le montant qui peut être refinancé dans les douze mois et qui est

Suivi rigoureux des risques

Un échéancier
bien lissé

8

Echéancier de la dette de l'Etat fédéral en EUR

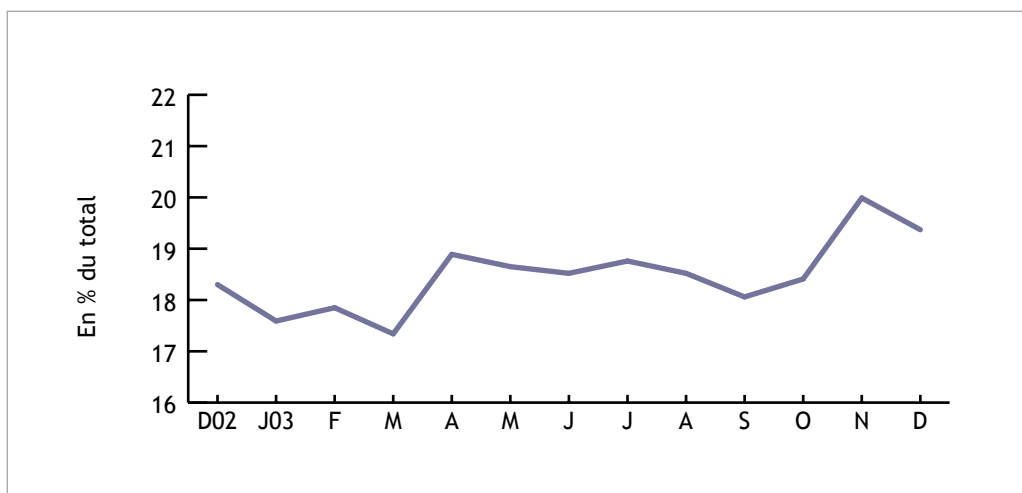


porté à 22.5% maximum du total de la dette en EUR. La deuxième porte sur le montant qui peut être refinancé dans les soixante mois et qui s'élève à 60% de la dette totale en EUR.

Les graphiques 9 et 10 permettent de visualiser l'évolution de ces deux paramètres au cours de l'année sous revue. On peut constater que les limites ont été respectées pendant la période considérée.

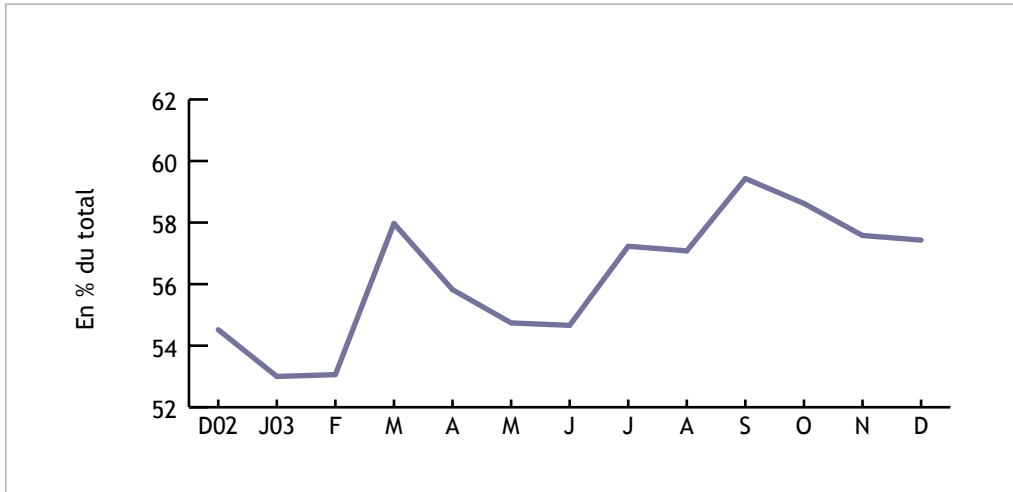
9

Risque de refinancement à 12 mois



10

Risque de refinancement à 60 mois



A côté du risque de refinancement, le Trésor suit de manière permanente un deuxième indicateur, à savoir le risque de refixation de taux pour la dette en EUR. Celui-ci est analysé sur la base d'une série de simulations qui montrent l'impact de la variabilité des taux sur le budget et ce, sur un horizon de cinq ans.

Ces simulations permettent de déterminer les opérations en produits dérivés à conclure afin de porter le risque de taux à un niveau acceptable.

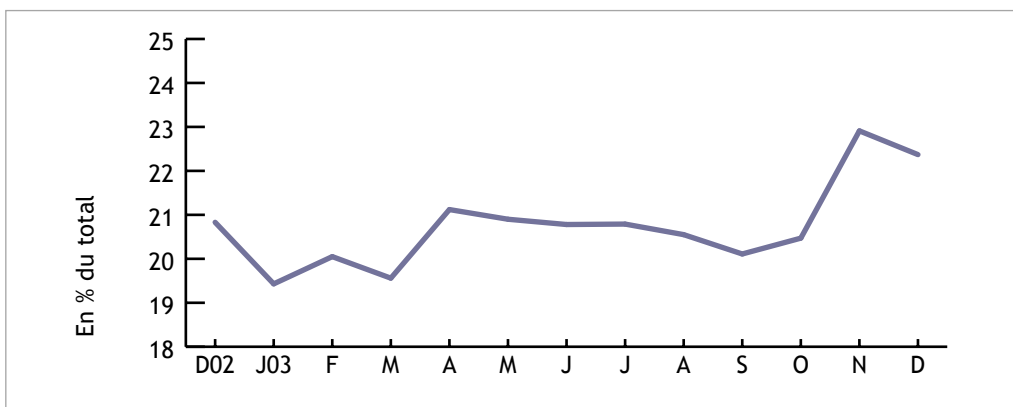
La limite pour le risque de refixation à douze mois est de 25% de la dette enEUR alors qu'elle est de 65% pour le risque à 60 mois.

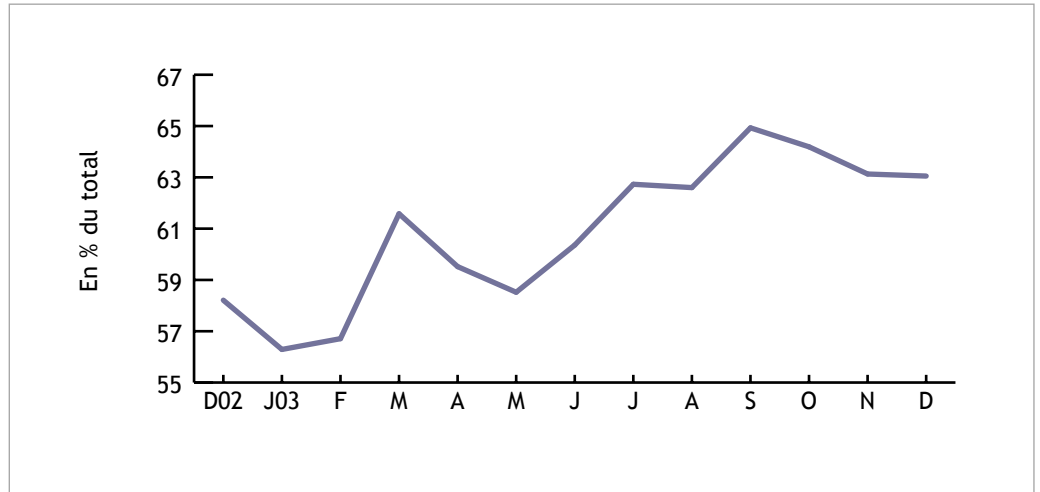
Les graphiques 11 et 12 ci-après illustrent l'évolution de ces limites tout au long de l'année 2003.

L'on constate ainsi que le risque de refixation de taux à 12 mois a évolué en dessous de la limite fixée tandis que celui à 60 mois s'est très fort rapproché de la limite de 65% en septembre 2003 sous l'impact de la structure de l'échéancier. Dans les mois suivants, ce risque a diminué sous l'effet d'une baisse des émissions de certificats de Trésorerie et d'une augmentation des opérations de rachat.

11

Risque de refixation du taux à 12 mois





Concept de "Budget at risk"

En 2002, la cellule "Gestion des risques" de l'Agence de la dette a mis au point une méthode de calcul, appelée "Budget at Risk", qui permet d'estimer le dépassement potentiel du budget de la dette en matière de charges d'intérêt.

La méthode développée dans un premier temps pour les instruments à court terme de la dette, a été étendue en 2003 aux instruments à long terme.

Pour le court terme, elle consiste à valoriser des "caps" (option sur taux d'intérêt flottant) dont les prix d'exercice sont les taux d'intérêt des certificats de Trésorerie à 3 mois, 6 mois et 12 mois utilisés pour le calcul de la charge d'intérêt dans le budget.

Pour le long terme, il s'agit d'estimer le dépassement potentiel au niveau du budget des charges d'intérêt des émissions d'obligations linéaires. La méthode consiste également à valoriser des "caps". Les prix d'exercice des caps sont les taux d'intérêt à long terme utilisés pour le calcul de la charge d'intérêt dans le budget. L'instrument

sous-jacent du cap est le taux d'intérêt d'un "Constant Maturity Swap" (taux CMS). Le taux CMS est le taux d'intérêt qui prévaut pour la valorisation de produits dérivés de taux d'intérêt sur obligations.

Les "caps" sont utilisés comme instruments de valorisation et ne font donc pas l'objet de trading dans le marché.

Une valorisation est effectuée tous les mois et un rapport est remis aux Comités Exécutif et Stratégique.

3.3. Le risque de crédit

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

Les méthodes de calcul de l'exposition au risque de crédit et des limites de crédit sont restées inchangées et ont fait l'objet d'une description dans les rapports annuels antérieurs.

Une nouveauté introduite en 2003 est l'adaptation de la législation en faveur de l'Etat belge en matière de conventions de compensation ("netting") pour les flux financiers liés à l'usage de produits dérivés. La loi du 22 mars 1993 (article 157) s'applique dorénavant aux autorités publiques afin de permettre la compensation de dettes avec les établissements financiers belges dans le cadre de la gestion du risque de crédit. A partir du mois d'avril 2003, l'exposition au risque de crédit des contreparties belges est calculée en appliquant le "netting".

Le Trésor ne traite qu'avec des contreparties à rating élevé (minimum A).

Au 31 décembre 2003, 15.1% de l'exposition de crédit était représenté par des placements à court terme et 84.9% par des produits dérivés. Il ressort du tableau 5 que pour les produits dérivés, 84.8% du risque de crédit se situait auprès de contreparties avec un rating de AA ou plus, contre 79.4% à fin 2002. Aucune contrepartie n'a subi une baisse de son rating en dessous du niveau minimum de A. Le tableau 6 donne une ventilation plus détaillée par produit.

Le tableau 7 donne la ventilation de l'exposition de crédit pour les produits dérivés en fonction de la durée restant à courir au 31 décembre 2003.

La cellule "Gestion des risques" présente aux comités exécutif et stratégique un rapport hebdomadaire sur le risque de crédit et une analyse détaillée sur base mensuelle.

5

Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating à fin décembre 2003

Rating (*)	Nbre de transactions	%	Exposition totale en EUR	%
AAA	11	5.7	121 358 880	3.10
AA	143	74.5	3 205 267 650	81.7
A	38	19.8	594 501 970	15.2
Total	192	100	3 921 128 500	100

(*) Rating de la contrepartie ou de la maison-mère.

PARTIE II

6

Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating et par produit à fin décembre 2003

Rating (*) Contrepartie	Interest Rate Swaps (en EUR)	%	Currency Swaps (en EUR)	%	Autres (en EUR)	%
AAA	24 642 826	0.8	96 716 053	35.7	0.0	0.0
AA	2 719 897 947	83.9	85 100 117	31.4	400 269 587	98.4
A	499 051 549	15.4	88 857 224	32.8	6 593 197	1.6
Total	3 243 592 321	100	270 673 395	100	406 862 784	100

(*) Rating de la contrepartie ou de la maison-mère.

7

Ventilation de l'exposition de crédit pour les produits dérivés en fonction de la durée résiduelle à fin décembre 2003

	Total	Interest Rate Swap	Currency Swap	Autres
< 1 an	9.8%	5.2%	24.4%	37.9%
1 à 5 ans	14.1%	3.7%	68.7%	62.1%
6 à 10 ans	43.0%	51.3%	6.8%	
>= 10 ans	33.1%	39.9%		
Total	100%	100%	100%	100%



SURVOL DE L'ACTIVITE DU TRESOR EN 2003

A la fin 2003, la dette de l'Etat fédéral s'élevait à 263.02 milliards d'EUR, ce qui représente une augmentation de 0.27 milliard d'EUR par rapport à la fin de l'année 2002. La part des OLO, qui constituent l'instrument de financement le plus important du Trésor, a également augmenté puisqu'elle passe de 197.35 milliards d'EUR (75.1% du total) à la fin 2002 à 205.15 milliards d'EUR (77.9%) à la fin 2003.

La part des certificats de Trésorerie, qui constituent le principal instrument de financement sur le segment du court

terme en EUR, est restée relativement stable pour passer, entre la fin 2002 et la fin 2003, de 10.5% à 9.9% du total, correspondant à des encours de respectivement 27 et 26.16 milliards d'EUR.

Les autres instruments du Trésor sont les bons d'Etat, les emprunts classiques, les "Belgian Treasury Bills" ("BTB") ainsi que les emprunts privés. Ce sont les émissions de bons du Trésor pour le Fonds de vieillissement qui ont causé l'augmentation de l'encours des emprunts privés.

*Instruments
financiers
du Trésor*

8

Encours de la dette répartie par instrument
(montants exprimés en EUR)

	Décembre 2003	Décembre 2002
Long terme EUR		
Emprunts classiques	5 678 330 135	12 073 235 526
OLO	205 145 871 654	197 355 477 609
Emprunts privés	5 748 813 016	2 227 985 286
Bons d'Etat	8 512 666 759	8 353 403 805
Autres	67 418 335	72 288 897
Org. Internationaux	3 592 346 900	4 217 128 572
	228 745 446 797	224 299 519 695
Ex-devises zone euro	113 445 054	760 871 000
Swappés en euro	213 628 272	1 112 559 190
Total long terme EUR	229 072 520 123	226 172 949 885
Long terme devises	2 788 737 225	3 592 536 427
Court terme EUR		
Certificats de trésorerie	26 163 715 838	27 003 327 170
BTB	854 020 750	347 088 199
Divers	3 204 339 802	3 764 265 117
Total court terme EUR	30 222 076 390	31 114 680 485
Court terme devises		
BTB	935 085 029	1 871 686 083
Interbancaire	0	0
Total court terme dev.	935 085 029	1 871 686 083
TOTAL GENERAL	263 018 418 768	262 751 852 881

OLO: principal instrument de financement du Trésor

1. Instruments de la dette en EUR

1.1. Les obligations linéaires

a. Le marché primaire

Le volume émis sur le marché primaire des OLO a diminué pour passer de 26.10 milliards d'EUR en 2002 à 23.28 milliards d'EUR en 2003. Cette diminution sensible des volumes est à attribuer principalement au niveau moins élevé des besoins de financement à la suite de la vente des actifs de Credibe et du transfert du fonds de pensions de Belgacom. Les adjudications du mois de novembre ont de ce fait été réduites de moitié par rapport à ce qui était prévu et les adjudications pour toute l'année 2003 ont rapporté 12.86 milliards d'EUR au lieu de 14 milliards d'EUR.

Pour émettre les 23.28 milliards d'EUR, le Trésor a eu recours à 2 syndications, à 4 adjudications et à une opération d'échange.

L'on rappellera que le Trésor publie chaque année un calendrier indicatif présentant les émissions d'OLO via adjudications ou échanges. Après la réforme du calendrier d'émission en 2000, les adjudications sont restées au nombre de six par an. Dans la pratique, le calendrier d'émission a toutefois été adapté pour permettre l'introduction de 2 syndications. Les adjudications des mois de janvier et mai ont, en effet, été remplacées par les syndications des OLO 41 et 42 qui ont permis de récolter chacune 5 milliards d'EUR.

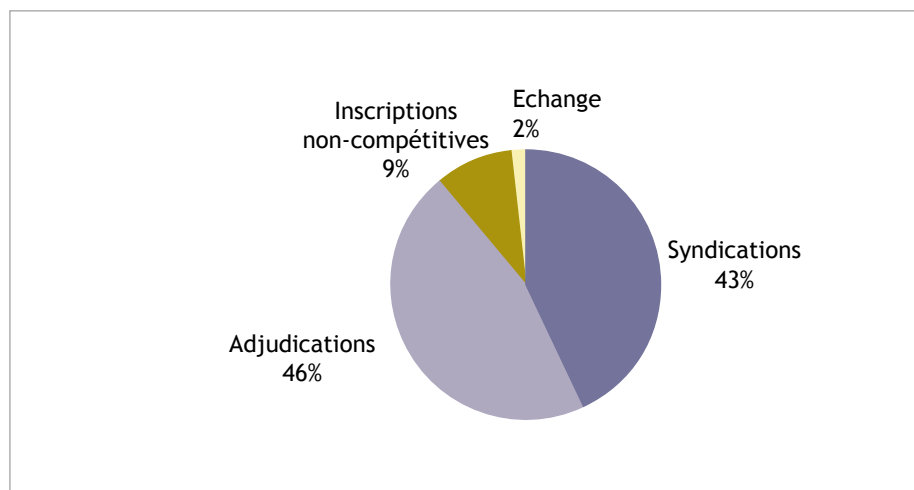
9

Emissions d'OLO en 2003
(en EUR)

Syndications	10 000 000 000
Adjudications	10 697 800 000
Soumissions non compétitives	2 166 000 000
Echanges	414 000 000
Total	23 277 800 000

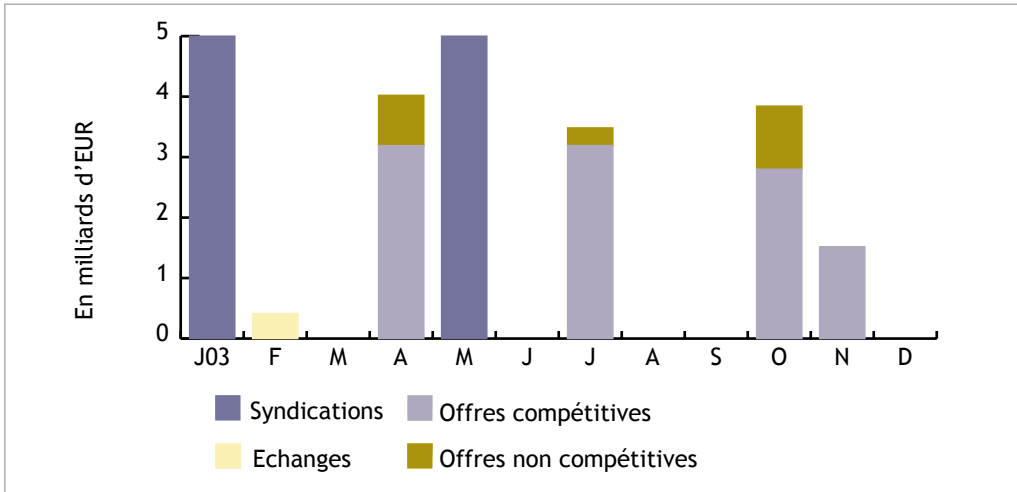
13

Emissions d'OLO en 2003 réparties par type



14

Emissions d'OLO en 2003 réparties par type sur une base mensuelle



Syndications réussies pour les OLO 41 et 42

Le nombre des opérations d'échange a chuté pour passer de six à une seule étant donné que le Trésor n'y a eu recours que pour l'emprunt classique "Philippe XII". Les OLO 6, 14 et 20 ainsi que l'emprunt classique "Philippe XVII", ayant tous leur échéance finale dans les douze mois, ont, quant à eux, fait l'objet d'opérations de rachat ("buy-backs").

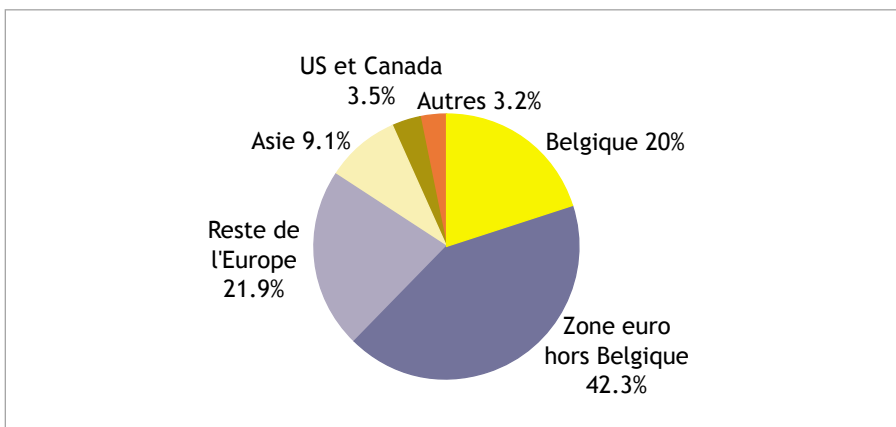
emprunts de référence, le Trésor a choisi la technique de la syndication plutôt que celle de l'adjudication.

L'émission de l'OLO 41, le nouvel emprunt de référence à 10 ans avec échéance finale le 28 septembre 2013, a eu lieu, comme à l'accoutumée, dans le courant du mois de janvier. Comme pour les émissions précédentes de nouveaux

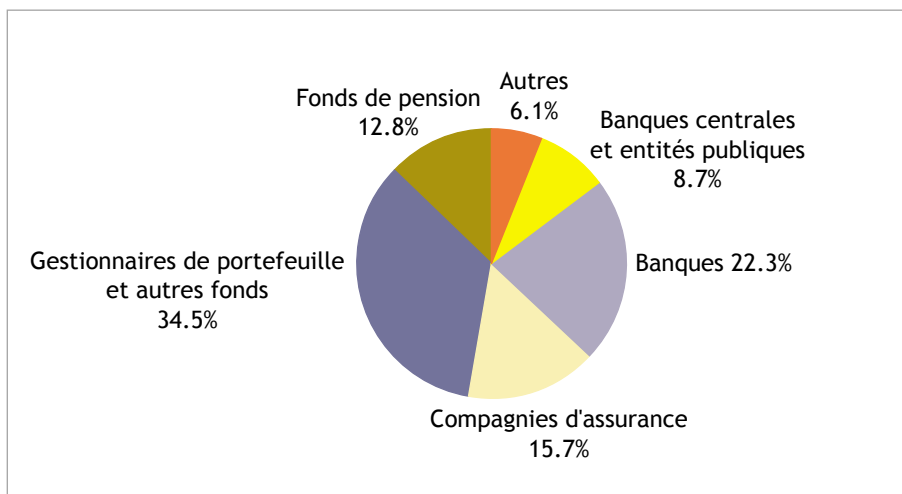
Pour la syndication de l'OLO 41, le Trésor a choisi comme "joint-lead managers" Dexia Capital Markets, Schroder Salomon Smith Barney (Citigroup), SG Investment Banking et UBS Warburg. Comme cela se fait traditionnellement, les autres primary dealers et recognized dealers ont participé à la syndication en tant que "co-lead managers" et membres du "selling group" respectivement. Le montant total des ordres (9.59 milliards d'EUR) a largement dépassé le montant émis.

15

Placement international de l'OLO 41 via syndication



Répartition de l'OLO 41 par type d'investisseurs



Le coupon de l'OLO 41 a été fixé à 4.25% et le prix d'émission à 99.742%. Le lancement de l'emprunt s'est fait à 16 points de base au-dessus de l'emprunt de référence allemand à 10 ans (Bund 4.5% - 4 janvier 2013), soit une nette amélioration par rapport à 2002 où le nouvel emprunt de référence à 10 ans, à savoir l'OLO 38, avait été émis avec un spread de 25 points de base. Le succès du placement de l'OLO 41 transparait également dans son rendement de 1 à 1.5 point de base en dessous de la courbe des OLO interpolée ainsi que dans les bonnes performances sur le marché secondaire quelques semaines après l'émission. Le "market making" des primary dealers et la demande constante des investisseurs ont en effet permis de bien soutenir les cours de l'OLO.

Comme pour les syndications précédentes, le Trésor a également eu recours à la technique de la "mixed pot syndication" (1) pour l'allocation des ordres, ce qui a permis d'améliorer encore la transparence, l'objectivité et l'efficacité du "book-building process" ainsi que de l'allocation elle-même. Un contrôle de qualité a été effectué sur une grosse partie des souscriptions, ce qui a permis d'éviter les doubles emplois de souscriptions en provenance d'investisseurs travaillant avec plusieurs primary dealers. Tout le processus s'est ainsi soldé par une meilleure allocation des ordres. En outre, le Trésor a pu mieux orienter le placement de ses emprunts tant d'un point de vue géographique que selon le type d'investisseurs.

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

a) la présence d'une "blind retention" réservée aux "co-lead managers" ainsi qu'au "selling group". L'allocation des OLO leur est garantie pour cette partie sans qu'il faille communiquer l'identité de l'acheteur aux "joint-lead managers". Les "co-lead managers" et le "selling group" sont respectivement les primary dealers qui n'ont pas obtenu le mandat de "joint-lead manager" et les recognized dealers. La "blind retention" leur est accordée par le Trésor en contrepartie de leurs efforts en matière de placement d'OLO et de certificats de Trésorerie au cours de l'année précédente.

b) en vue de respecter la confidentialité, les "joint-lead managers" ne doivent pas divulguer l'identité de certains de leurs clients ("X-accounts") mais cette possibilité reste limitée en termes de volumes.

Les obligations ont été placées pour 80% à l'extérieur de la Belgique: 42.3% dans les autres pays de l'Union européenne, 21.9% dans le reste de l'Europe et 12.6% en Asie et en Amérique. Le Trésor a constaté la présence d'un grand intérêt pour ce placement en France et au Royaume-Uni.

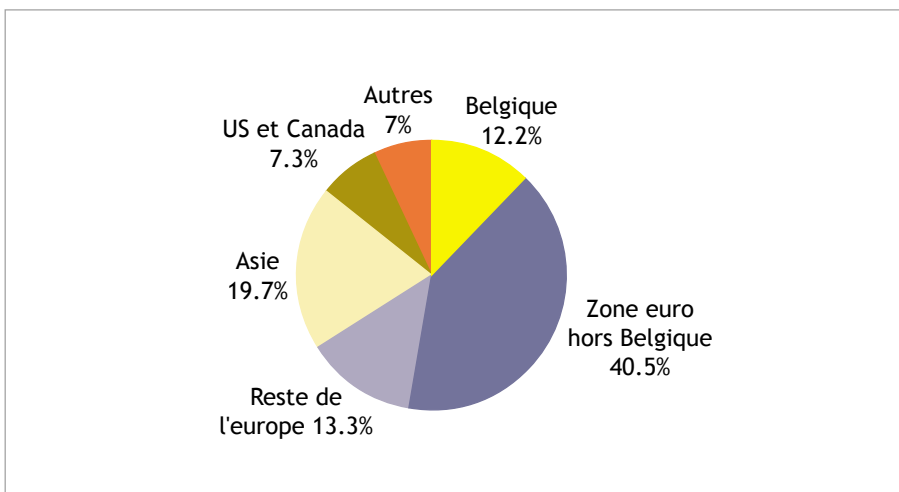
Pour ce qui est du type d'investisseurs, l'on notera qu'une part importante des obligations ont été placées auprès d'investisseurs finaux: 34.5% auprès de gestionnaires de portefeuille, 12.8% auprès de fonds de pension et 15.7% auprès de compagnies d'assurance. Les banques, plus particulièrement les portefeuilles d'investissement et les comptes "trading", ont pris 22.3%, ce qui a contribué à la liquidité de la ligne d'OLO. Enfin, 8.7% des obligations ont été placées auprès de banques centrales.

L'adjudication du mois de mai a été annulée étant donné la tenue d'une nouvelle syndication concernant cette fois une émission à 5 ans avec comme "joint lead-managers" ABN AMRO, Barclays Capital, Fortis Banque et KBC Bank. Le coupon de cette OLO 42 échéant le 28 septembre 2008 a été fixé à 3%. Le rendement à l'émission se situait à 14 points de base au-dessus de l'OBL 142, une obligation d'Etat allemande dotée d'une maturité comparable. Le lancement de cette OLO à 5 ans répondait à la fois aux attentes des investisseurs et aux impératifs stratégiques du Trésor en matière de gestion de la dette.

Le montant total des ordres (11.4 milliards d'EUR) a été plus de deux fois plus élevé que le montant que le Trésor prévoyait d'émettre initialement (5 milliards d'EUR).

17

Placement international de l'OLO 42 via syndication



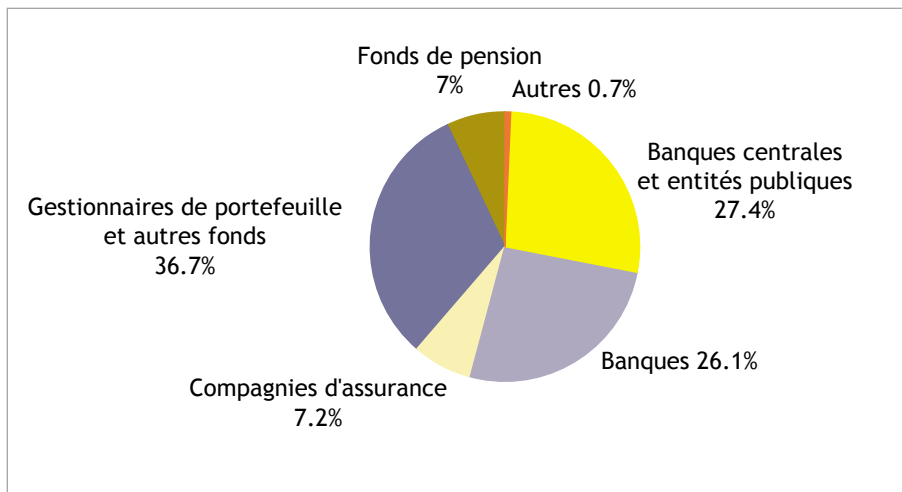
L'OLO 42 a été placée auprès de gestionnaires de portefeuilles à concurrence de 36.7%, auprès de fonds de pension et de compagnies d'assurance pour 14.2% et auprès de banques centrales pour 27.4%.

Lors de l'allocation des ordres, le Trésor a également accordé une attention particulière à la répartition géographique: 88% du montant a été placé à l'extérieur de la Belgique, dont 40.5% dans l'eurozone sans la Belgique, 13.3% dans les autres pays européens, 7.3% aux Etats-Unis et au Canada, 19.7% en Asie et 7% dans le reste du monde. Le succès obtenu en Asie est principalement à attribuer au nombre important de banques centrales qui se sont intéressées à une OLO de cette maturité.

Dans le même temps, le Trésor a réalisé une opération spéciale en organisant le rachat partiel de l'OLO 28 (5.75% - 28 mars 2008) ainsi que de l'OLO 16 (7.5% - 29 juillet 2008). Etant donné que l'OLO 42 était devenue le nouvel emprunt de référence à 5 ans, le Trésor voulait ainsi donner aux investisseurs la possibilité de vendre d'une manière transparente des OLO qui avaient perdu le statut d'emprunt de référence. L'on notera qu'aucun montant particulier n'avait été prévu pour ce rachat. Finalement, ce sont 1.09 milliard d'EUR qui ont été rachetés sur l'OLO 28 et 716 millions d'EUR sur l'OLO 16. Le Trésor a fixé les prix de rachat comme une marge au-dessus de l'OBL 142 utilisée pour la fixation du prix de l'OLO 42 (+ 3 points de base pour l'OLO 28 et + 10.4 points de base pour l'OLO 16).

18

Répartition de l'OLO 42 par type d'investisseurs



Le Trésor a désigné pour les deux syndications un "duration manager": Citigroup pour l'OLO 41 et Fortis Bank pour l'OLO 42. Leur fonction consistait à limiter la volatilité au moment de la fixation du prix.

Lors des quatre adjudications d'OLO de l'année, le Trésor a offert l'emprunt de

référence à 5 ans (OLO 42) à trois reprises, l'emprunt de référence à 10 ans (OLO 41) à quatre reprises – comme prévu dans la stratégie de financement – l'OLO 40 (28 septembre 2017) et l'OLO 31 (28 mars 2028) une fois chacune. A chaque fois, les primary dealers ont été consultés sur le choix des lignes d'OLO à adjudger.

Le ratio "bid to cover" des 4 adjudications s'est élevé à 2.06, en diminution par rapport aux années précédentes (2.37 en 2000, 2.89 en 2001 et 2.2 en 2002).

En contrepartie de leur participation active aux marchés primaires et secondaires de la dette de l'Etat fédéral, les primary dealers bénéficient du droit de prendre part à des soumissions non compétitives. Ils peuvent ainsi, à concurrence d'un pourcentage déterminé de leurs offres acceptées, acheter des titres au prix moyen pondéré de l'adjudication. Ce droit aux soumissions non compétitives s'est élevé, pour l'ensemble des primary dealers, à 3.6 milliards d'EUR dont 44.7% ont été effectivement exercés (contre 52.11% en 2002). L'exercice de ce droit dépend exclusivement des conditions du marché au moment de la tenue du tour non compétitif. La nette diminution des taux d'intérêt lors des adjudications des mois de mars et septembre a eu pour conséquence que les primary dealers ont exercé leur droit à 100%.

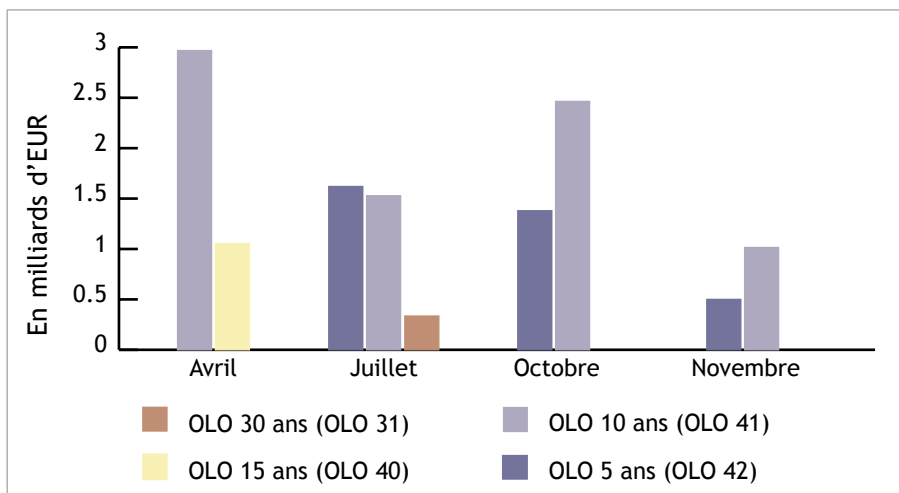
Le Trésor a organisé une dernière opération d'échange sur l'emprunt classique "Philippe XII" – 6.5% arrivant à échéance finale le 15 mars 2003. Comme à l'accoutumée, huit lignes ont été proposées à l'échange avec des échéances finales s'échelonnant de 2006 à 2028. Celles-ci ont été choisies après concertation avec les primary dealers.

A l'occasion de cet échange, le Trésor a émis de nouvelles OLO pour un montant de 414 millions d'EUR (1.8% du montant total émis) contre 1.33 milliard d'EUR (5.11% du total) en 2002.

Dans le courant de l'année 2003, le Trésor a également organisé deux adjudications à l'envers ("reverse auctions") pour le rachat d'OLO. La première a eu lieu entre le 20 et le 21 mai en même temps que la syndication de l'OLO 42. Ce rachat concernait l'OLO 28 (28 mars 2008) et l'OLO 16 (29 juillet 2008) dont les encours diminuèrent pour atteindre respectivement 12.39 et 7.97 milliards d'EUR.

19

Répartition des émissions à 5, 10, 15 et 30 ans lors des adjudications d'OLO en 2003



*"Reverse auctions"
et "buy-backs"*

Une deuxième "reverse auction" a eu lieu le 29 septembre en même temps que l'adjudication du mois de septembre (date valeur en octobre). A cette occasion, le Trésor a racheté pour des montants de respectivement 278 et 791 millions d'EUR dans les OLO 12 (24 décembre 2012) et dans les OLO 23 (28 mars 2015) qui ont réduit leurs encours à 8.55 et 6.22 milliards d'EUR.

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

En 2003, le Trésor a racheté de cette manière l'OLO 6 (9% - 28 mars 2003), l'OLO 14 (7.25% - 29 avril 2004), l'OLO 20 (7.75% - 15 octobre 2004) ainsi que l'emprunt classique "Philippe XVII" (7% - 21 novembre 2004).

L'OLO 6 a ainsi vu son encours diminuer de 355 millions d'EUR pour passer à 8.97 milliards d'EUR. Celui de l'OLO 14 a diminué de 2.3 milliards d'EUR et a atteint 8.44 milliards d'EUR et celui de l'OLO 20 a été réduit de 985 millions d'EUR pour atteindre finalement 4.48 milliards d'EUR. Ces mouvements correspondent à des diminutions de respectivement 3.81%, 21.43% et 18.04%.

Quant aux "buy-backs" sur l'emprunt classique "Philippe XVII", ils ont en

premier lieu été réalisés par téléphone (164.96 millions d'EUR) et ensuite via MTS Belgium (1378.66 millions d'EUR) et ont finalement fait reculer l'encours à un montant de 5.68 milliards d'EUR.

Après l'émission, les deux nouveaux emprunts de référence (l'OLO 41 et l'OLO 42) ont directement été ouverts au "stripping" (ou démembrement). A la fin de l'année sous revue, les OLO 41 et 42 avaient été strippées à concurrence de 1 million et 4.6 millions d'EUR respectivement. Le nombre de lignes d'OLO strippables a ainsi augmenté pour passer à 14 à la fin 2003. Parmi ces lignes, 8 ont leur échéance finale au mois de septembre, 5 en mars et 1 en octobre. L'on notera que l'activité de stripping s'est essentiellement concentrée sur le segment court de la courbe des taux (OLO 34, OLO 26 et OLO 9) ainsi que sur le très long terme (OLO 31).

Par rapport à l'année 2002, l'encours des strips a diminué pour passer de 6 milliards à 5.3 milliards d'EUR. Cette diminution s'explique essentiellement par l'arrivée à échéance finale de l'OLO 6 (28 mars 2003) qui était strippée à concurrence de 994 millions d'EUR.

Le rapport entre l'encours des strips et celui des OLO strippables a lui aussi diminué et est passé de 4.2% à 3.43% entre les années 2002 et 2003. A première vue, ce rapport peut sembler peu élevé mais il faut savoir que le marché belge des strips sur OLO est le quatrième en importance dans toute l'eurozone. Les principales conditions pour obtenir un marché de strip qui fonctionne bien sont réunies: un nombre suffisant de lignes strippables, une bonne dispersion sur la courbe des taux ainsi qu'une bonne liquidité sur les OLO

sous-jacentes. Pour améliorer la liquidité du marché du "stripping" et promouvoir le produit auprès des investisseurs, le

Trésor a l'intention de prendre certaines mesures dès le début de l'année 2004 en concertation avec les primary dealers.

10

Encours des OLO à fin décembre 2003 (en EUR)

OLO n°	Maturité	Coupon	Code	Encours	% Strips
14	29/04/2004	7.25	265	8 444 275 873.83	
20	15/10/2004	7.75	275	4 477 047 199.43	
19	31/03/2005	6.50	273	10 178 433 069.42	
34	28/09/2005	4.75	294	11 901 400 000.00	7.30%
39	24/04/2006	FRN	299	2 000 000 000.00	
24	15/05/2006	7	283	8 465 045 674.21	
37	28/09/2006	4.75	297	9 610 900 000.00	1.32%
26	28/03/2007	6.25	286	13 491 828 228.86	5.18%
9	01/10/2007	8.50	257	8 413 164 463.71	17.16%
28	28/03/2008	5.75	288	12 386 696 740.11	1.48%
16	29/07/2008	7.50	268	7 965 558 029.24	
42	28/09/2008	3	302	8 499 600 000.00	0.05%
32	28/03/2009	3.75	292	16 463 000 000.00	1.24%
35	28/09/2010	5.75	295	15 844 200 000.00	1.75%
36	28/09/2011	5	296	10 546 400 000.00	0.31%
38	28/09/2012	5	298	11 416 900 000.00	1.63%
12	24/12/2012	8	262	8 546 896 081.16	
41	28/09/2013	4.25	301	12 975 200 000.00	0.01%
23	28/03/2015	8	282	6 220 187 157.66	2.39%
40	28/09/2017	5.5	300	6 723 200 000.00	2.52%
31	28/03/2028	5.5	291	10 575 939 136.01	9.18%
TOTAL				205 145 871 653.64	3.43%

b. Le marché secondaire

Les plates-formes électroniques et, plus particulièrement, MTS Belgium, Belgian Buy-Backs et EuroMTS, contribuent largement à l'obtention de marchés secondaires efficaces. Les plates-formes MTS sont des plates-formes dites "inter-dealer" via lesquelles les participants – "market makers" et "market takers" – concluent des transactions. Contrairement aux "market makers", les "market

takers" n'ont pas d'obligation de coter. Sur la plate-forme nationale MTS Belgium, la plupart des "market makers" sont des primary dealers.

A côté des plates-formes MTS, il en existe d'autres comme par exemple Brokertec (également de type "inter-dealer"), Tradeweb et Bondvision; ces deux dernières sont des plates-formes de type "multi-dealer".

MTSB

En fonction des instruments financiers négociés, le marché secondaire peut être divisé en deux compartiments: d'une part, les opérations "outright" (les opérations d'achat et de vente prises séparément) et, d'autre part, les "sell and buy-backs" (1) et les opérations de cession-rétrocession (aussi appelées les opérations "repo").

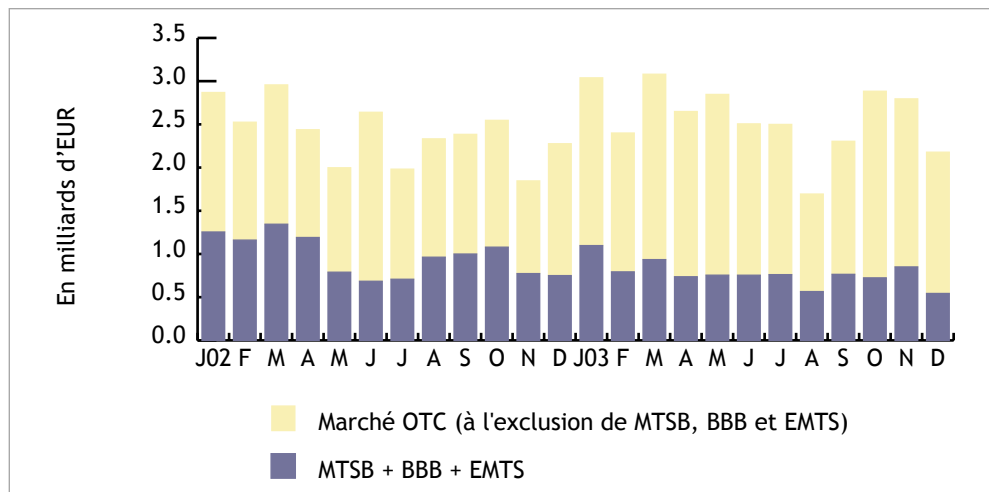
L'augmentation des volumes de transactions "outright" achats et ventes en OLO sur le marché secondaire s'est poursuivie en 2003 comme l'illustrent les données publiées par la Banque Nationale de Belgique (BNB). Il faut toutefois noter que le marché

secondaire des OLO est plus important que ne le laisse supposer ces chiffres.

D'une part, ceux-ci ne tiennent pas compte du règlement ("netting") des transactions qui sont conclues via "London Clearing House" ("LCH") et liquidées via le clearing de la BNB. Le "netting" implique que seuls les soldes des transactions entre contreparties sont liquidés et donc il n'y a pas de communication des montants nominaux réellement négociés. D'autre part, l'internationalisation des marchés fait que la liquidation des OLO se réalise également en dehors du clearing de la BNB et plus particulièrement via les systèmes de compensation de Clearstream et Euroclear.

20

Moyennes journalières par mois des volumes négociés en OLO en 2003



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

Augmentation des "repos" sur OLO en 2003

Le volume moyen journalier des transactions a légèrement augmenté de 0.1 milliard d'EUR pour passer à 2.5 milliards d'EUR. Un pic a été atteint dans les mois de janvier et mars avec un volume moyen journalier d'un peu plus de 3 milliards d'EUR en transactions "outright" sur OLO. En termes de volumes, comme l'année précédente, c'est le mois de janvier qui a enregistré le montant le plus élevé avec un total de 66.8 milliards d'EUR suivi par le mois d'octobre (66.3 milliards d'EUR). Pour le mois de janvier, l'explication est naturellement donnée par la syndication de l'OLO 41 qui s'y est tenue.

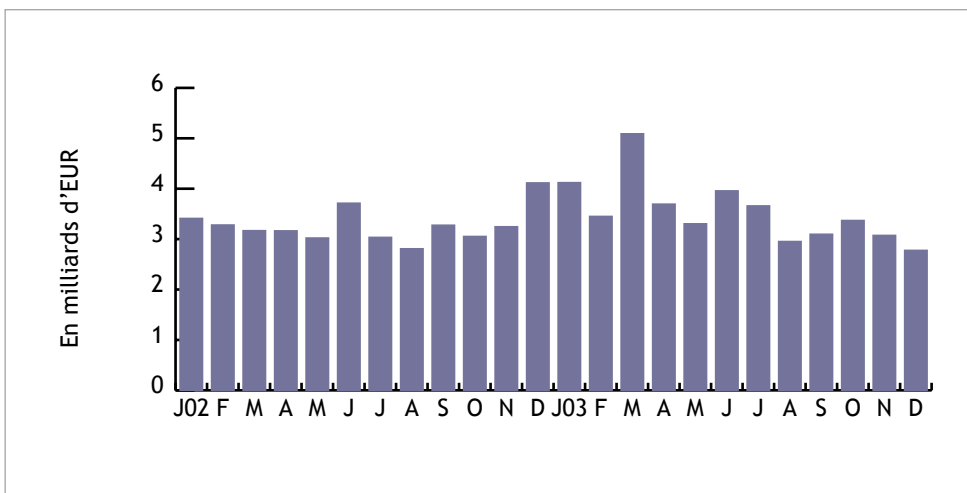
Par rapport à 2002, le volume moyen journalier négocié sur les plates-formes MTS a diminué d'environ 200 millions d'EUR pour passer de 974 millions à 773 millions d'EUR en 2003, soit un niveau à peu près équivalent à celui de 2001 (779 millions d'EUR).

Dans le courant du mois de janvier, le volume moyen journalier négocié sur ces plates-formes a dépassé le seuil du milliard d'EUR, avec un montant record de 1097 millions d'EUR de transactions. L'importance des plates-formes MTS sur les marchés secondaires est restée significative tout en ayant diminué entre 2002 et 2003: la part de marché est en effet passée de 41% à 30% en termes de volumes négociés.

"Repos"

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution des volumes négociés en opérations de "repo" sur OLO. Ces montants reprennent les volumes liquidés via le clearing de la BNB. Il convient toutefois d'émettre certaines réserves quant à la représentativité de ces chiffres pour les raisons suivantes. Tout d'abord, LCH ne transmet au clearing de la BNB que les soldes qu'elle compense.

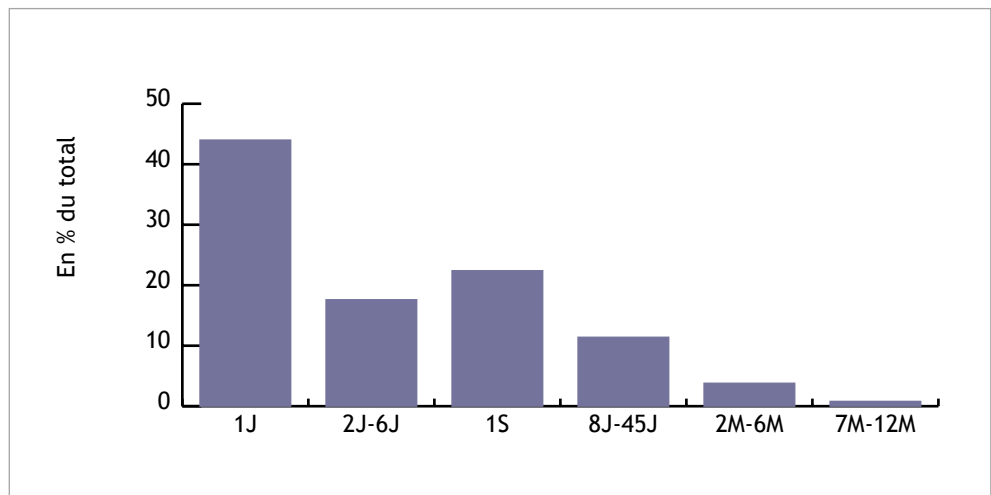
Volumes négociés sur le marché des "repos" sur OLO



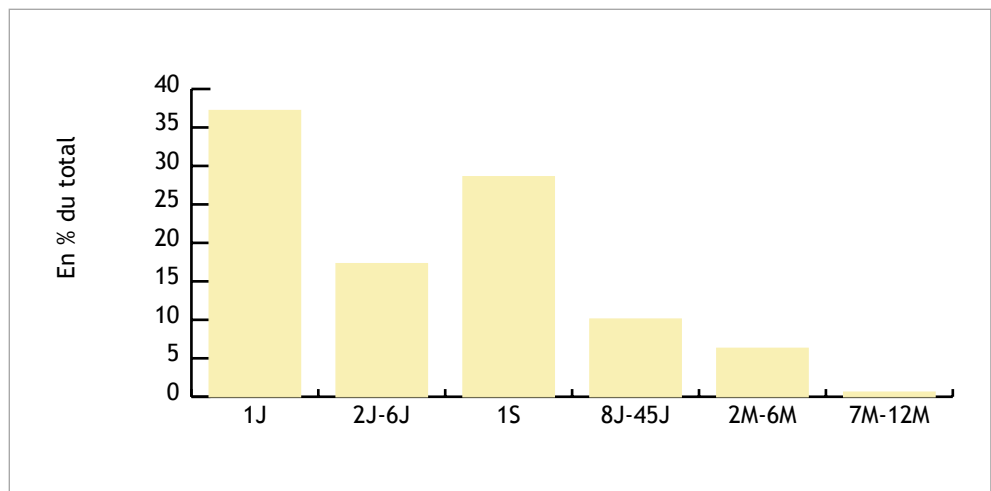
Ces soldes ne permettent donc pas d'avoir une idée précise sur les montants effectivement traités. Ensuite, il n'existe pas de données distinctes sur les opérations de "repo" liquidées via les systèmes de liquidation Clearstream et Euroclear.

La tendance à la baisse enregistrée depuis 2001 s'est inversée en 2003. Le volume moyen journalier des "repos" sur OLO a en effet augmenté pour passer de 3.3 à 3.5 milliards d'EUR entre 2002 et 2003. La moyenne mensuelle, quant à elle, est passée de 69.4 à 75.4 milliards d'EUR.

22 Part des volumes négociés en "repos" sur OLO ventilée par maturité en 2003



23 Part du nombre de transactions "repo" sur OLO ventilée par maturité en 2003



Poursuite du succès des adjudications de certificats de Trésorerie en 2003

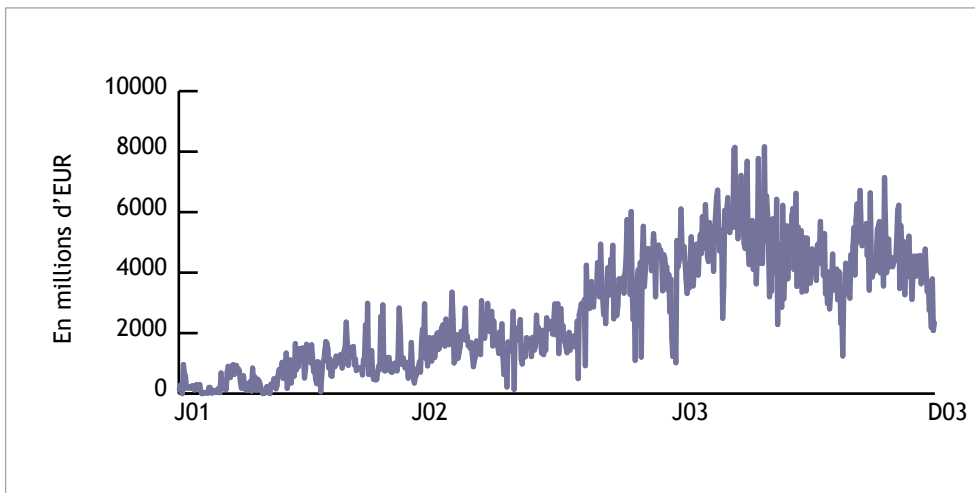
A l'instar des années précédentes, la majorité des "repos" sur OLO a été conclue sur le segment du très court terme, 84% des opérations ayant une maturité de maximum une semaine.

Les opérations de "repo" sont également conclues via les plates-formes

électroniques, principalement via Brokertec et, dans une moindre mesure, via EuroMts. Le volume journalier négocié sur Brokertec en opérations de "repo" sur OLO et certificats de Trésorerie a oscillé entre 1.2 et 8.1 milliards d'EUR. Le volume journalier moyen s'est élevé à 4.6 milliards en 2003 contre 2.4 milliards d'EUR en 2002.

24

Volumes journaliers en opérations de "repo" sur OLO et certificats de Trésorerie sur Brokertec



1.2. Les certificats de Trésorerie

a. Marché primaire

Les encours à fin de mois des certificats ont évolué dans une fourchette de 26 à 33 milliards d'EUR avec une moyenne de 30 milliards d'EUR. Le calendrier d'émission des certificats pour l'année 2003 a tenu compte, dès sa publication, des positions de caisse du Trésor habituellement positives en fin d'année et ne prévoyait donc pas d'adjudications de certificats pour la fin du mois de décembre. En outre, trois adjudications supplémentaires ont été supprimées en raison de rentrées exceptionnelles de liquidités dans le courant du mois de décembre.

Aucun changement n'a été apporté à la structure du calendrier des certificats en 2003. Ainsi, deux lignes sont systématiquement proposées aux adjudications: soit une ligne à 3 et 6 mois, soit une ligne à 3 et 12 mois, le Trésor émettant une nouvelle ligne à 12 mois et l'alimentant par la suite lors des émissions à 3 et 6 mois au fur et à mesure de l'année, assurant ainsi la fongibilité des trois termes.

Les investisseurs ont continué à manifester de l'intérêt pour les adjudications de certificats comme il ressort entre autres du ratio "bid to cover", à savoir le rapport entre les offres et les montants retenus aux

adjudications. La moyenne de ce ratio s'est élevée à 8.91 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par les investisseurs de 3.6 milliards d'EUR, à 6.18 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3 milliards d'EUR et enfin à 3.88 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2.5 milliards d'EUR. Le niveau moins élevé du "bid to cover" pour le segment du 12 mois traduit la volonté du Trésor d'assurer, dès l'ouverture, une masse critique suffisante pour ce segment. Inversement, le niveau plus élevé du ratio "bid to cover" pour le segment du 3 mois résulte d'une part, de la priorité accordée par le Trésor à la création d'une nouvelle ligne à 12 mois plutôt qu'à l'alimentation d'une ligne existante à 3 mois et, d'autre part, à l'importance des offres des investisseurs pour ce "benchmark" du segment à court terme.

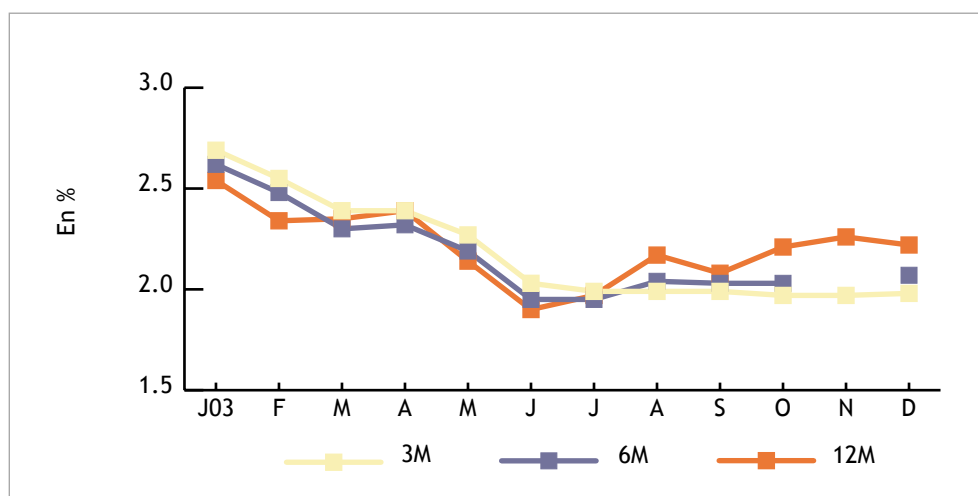
Pour les nouvelles lignes à 12 mois, le volume après la première adjudication a oscillé entre 500 et 975 millions d'EUR. En outre, les émissions moyennes sur les segments du 3, 6 et 12 mois se sont élevées en 2003 à 442, 538 et 678 millions d'EUR respectivement.

Le fonctionnement efficace du marché des certificats de Trésorerie et l'intérêt manifesté par les investisseurs se reflètent également par un écart, lors des adjudications, de moins de 2 points de base en moyenne entre le taux limite et le taux offert le moins élevé, sauf lorsque le Trésor a augmenté ses émissions dans le segment du 12 mois. Malgré cette dispersion minimale des taux acceptés, quelque 50% des participants, en moyenne, ont vu leurs offres acceptées lors des adjudications. Pour les lignes à 3 mois, en moyenne 7 participants ont été servis, 8 pour les lignes à 6 mois et 10 pour celles à 12 mois.

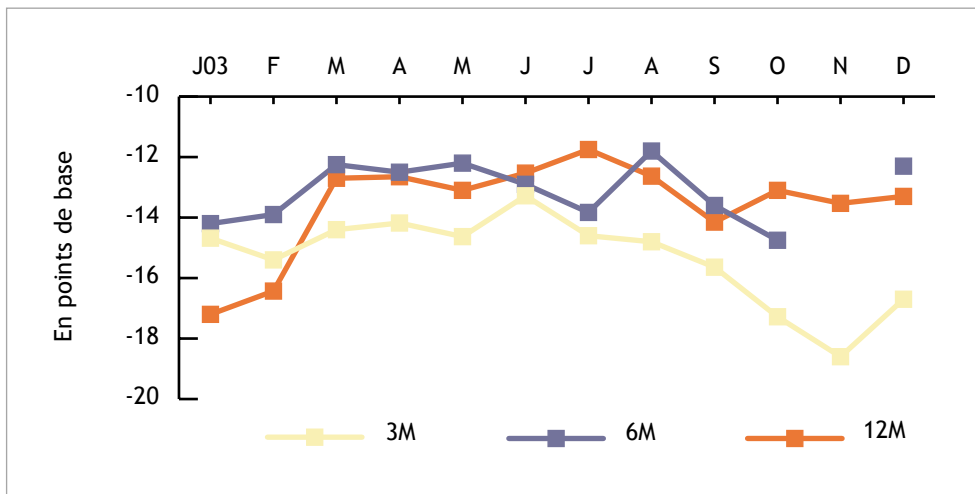
Le graphique 26 illustre l'évolution du spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor au moment des émissions des lignes à 3, 6 et 12 mois. Les spreads pour les trois maturités par rapport à l'Euribor n'ont pas affiché de pics notables, à l'exception de ceux enregistrés essentiellement pour les adjudications à 3 mois en fin d'année et à 12 mois en début d'année. L'augmentation de ces spreads doit être attribuée à la combi-

25

Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 3, 6 et 12 mois en 2003



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



raison de deux facteurs: d'une part, l'intérêt des investisseurs pour du papier souverain et, d'autre part, la réduction de l'offre de papier résultant de surplus de caisse pour le Trésor en fin d'année. Ainsi, la moyenne des spreads par rapport à l'Euribor s'est élevée en 2003 à -15.19, -13.21 et -13.63 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement, et ce à l'avantage du Trésor.

En 2003, les primary dealers ont fait usage à concurrence de 15% seulement de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication. Il convient de souligner que l'intérêt des investisseurs pour les offres non compétitives dépend en effet très fortement des conditions du marché.

b. Marché secondaire

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

La cotation des certificats de Trésorerie sur MTS Belgium qui a commencé en 2001 a, en 2002 comme en 2003, continué de stimuler sensiblement l'activité sur le marché secondaire.

Le volume moyen journalier des transactions "outright" (y compris MTS Belgium) en certificats a augmenté pour passer de 827 millions en 2002 à 943 millions d'EUR en 2003. A trois reprises, il a dépassé le cap du milliard d'EUR avec 1.01, 1.14 et 1.09 milliard d'EUR en mars, mai et juin respectivement.

La moyenne journalière des transactions enregistrées sur MTS Belgium s'est établie à 249.2 millions d'EUR pour l'année 2003. La part de MTS Belgium dans le marché secondaire total basé sur les données de la BNB a toutefois diminué pour passer de 34% en 2002 à 27% en 2003.

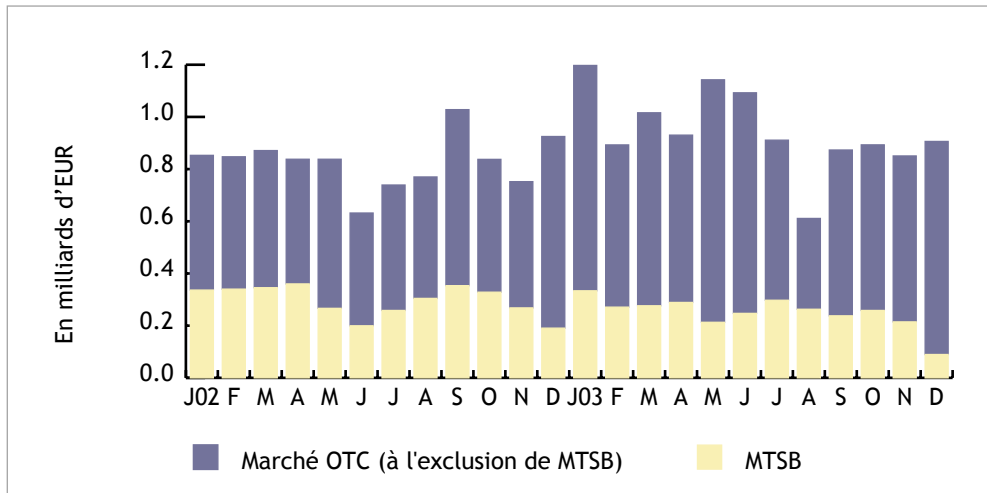
Le marché "repo"

Le graphique ci-après représente les volumes des opérations de "repo" sur certificats de Trésorerie. Les chiffres sous-jacents correspondent aux volumes qui ont été liquidés dans le système

MTSB

27

Moyennes journalières par mois des volumes négociés en certificats de Trésorerie en 2003.



de clearing de la Banque Nationale de Belgique, ce qui ne représente qu'une partie du marché.

2003 tandis que la moyenne mensuelle est passée de 16 à 21.2 milliards d'EUR pour la même période.

La tendance amorcée en 2001, à savoir une augmentation de l'activité des "repos" sur certificats de Trésorerie, s'est poursuivie en 2003.

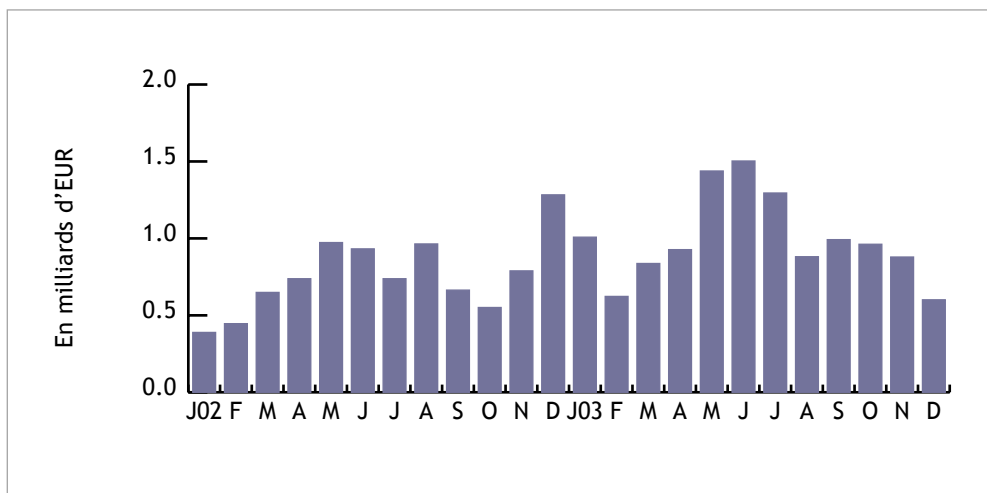
Les opérations de "repo" se font également via les plates-formes électroniques de trading, principalement Brokertec et, dans une moindre mesure, EuroMTS. Pour les chiffres relatifs aux volumes traités sur Brokertec, l'on se reportera au chapitre sur les obligations linéaires.

La moyenne journalière des "repos" a augmenté pour passer de 760 millions d'EUR en 2002 à 995 millions d'EUR en

Augmentation des "repos" sur certificats de Trésorerie en 2003

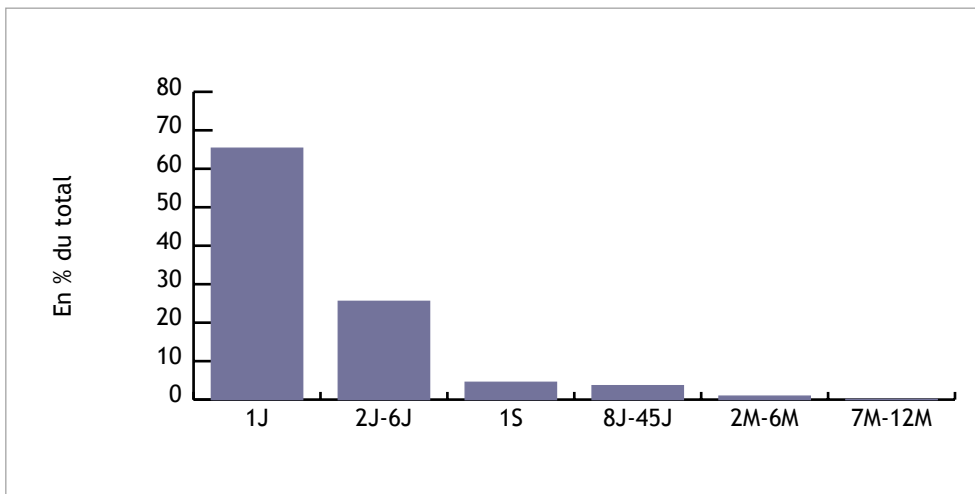
28

Moyennes journalières par mois des volumes négociés en "repos" sur certificats de Trésorerie



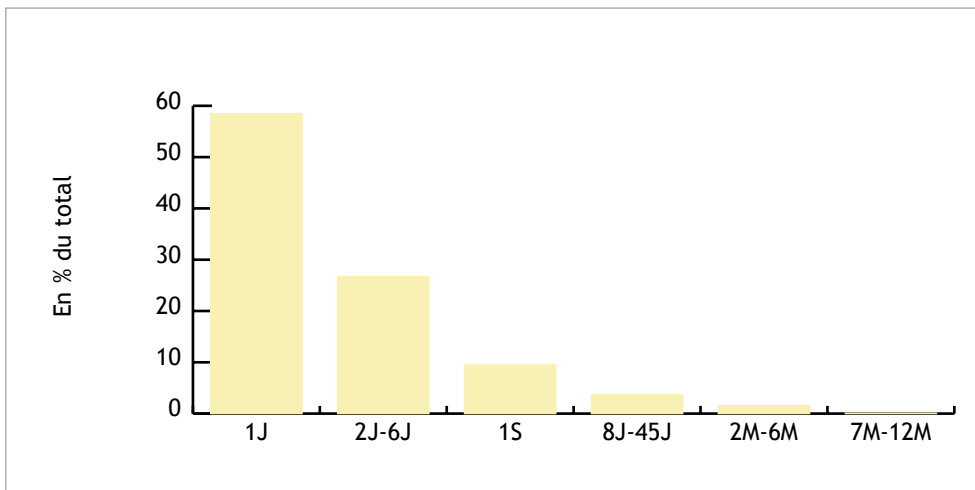
29

Volumes négociés en "repos" sur certificats de Trésorerie ventilés par maturité en 2003



30

Nombre de transactions "repo" sur certificats de Trésorerie ventilé par maturité en 2003



Comme pour les années précédentes, les maturités des opérations de "repo" sur certificats de Trésorerie se sont concentrées sur le segment du très court terme et ce, tant sur le plan du nombre que sur celui du volume. En tout, plus de 95% des opérations de "repo" ont été conclues avec une maturité maximale d'une semaine.

1.3. Les Bons d'Etat

a. Le marché primaire

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

11

Emissions des Bons d'Etat en 2003

Emission de:	Libellé	Code	Coupon (*)	Montant émis en EUR
Mars 2003	Bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans 4 mars 2003-2008-2010	954/81	3.06 %	116 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 mars 2003-2011	955/82	3.60 %	160 000 000
Juin 2003	Bon d'Etat à 5 ans 4 juin 2003-2008	956/83	2.80 %	86 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 juin 2003-2011	957/84	3.40 %	181 000 000
Septembre 2003	Bon d'Etat à 5 ans 4 septembre 2003-2008	958/85	3.20 %	179 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 septembre 2003-2011	959/86	3.70 %	141 000 000
Décembre 2003	Bon d'Etat à 5 ans 4 décembre 2003-2008	960/87	3.40 %	208 000 000
	Bon d'Etat à 8 ans 4 décembre 2003-2011	961/88	3.95 %	213 000 000
Total :				1 284 000 000

(*) Le coupon est égal au rendement actuariel puisque tous les bons d'Etat émis en 2003 l'ont été au pair de leur valeur nominale

*Bons d'Etat bien
appréciés des
investisseurs
particuliers*

Sur le marché primaire, ce produit "retail" est destiné aux personnes physiques ainsi qu'aux investisseurs suivants :

- les fondations;
- certains établissements publics;
- les associations sans but lucratif;
- les fabriques d'église ou établissements classés dans la catégorie "temporel du culte" (voir registre national des personnes morales);
- les associations étrangères similaires aux précédentes.

En 2003, le Trésor a, comme chaque année, procédé à quatre émissions de bons d'Etat.

En juin, le bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans a été remplacé par un bon d'Etat à 5 ans sans option de prolongation.

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

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

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

b. Le marché secondaire

Les bons d'Etat sont cotés sur Euronext Brussels - marché boursier des rentes (segment du fixing) à dater du deuxième lundi qui suit la clôture de la période de souscription.

Ils offrent de ce fait une liquidité permanente. Ils peuvent y être achetés et vendus à tout moment. La part des transactions relatives aux bons d'Etat est en constante augmentation: de 22% en 1998, 31% en 1999, 40% en 2000, 46% en 2001 et 55% en 2002, il est passé à 69% en 2003.

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.

Il arrive que le Fonds des Rentes cherche des acheteurs pour des bons d'Etat dont il n'a pas ou plus besoin. Depuis mars 2003, le Trésor se porte candidat pour racheter ces titres (près de 85 millions d'EUR rachetés en 2003).

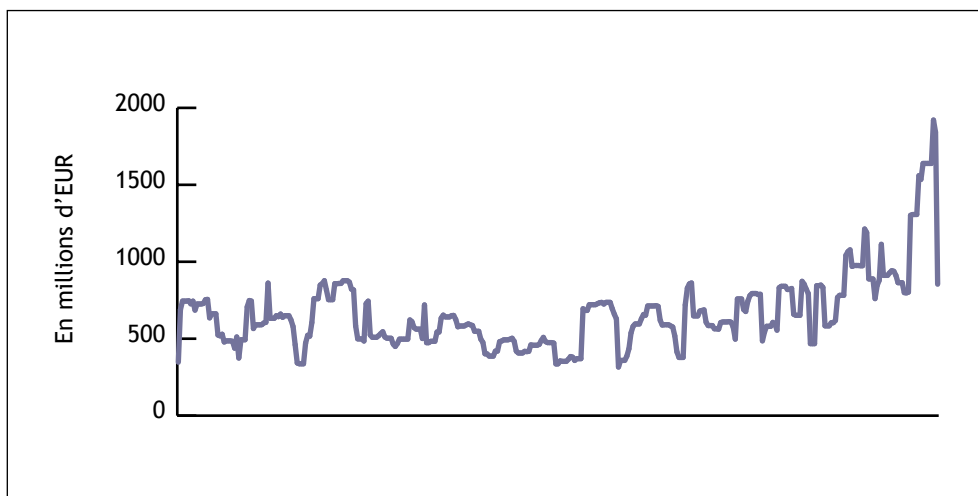
1.4. Les "Belgian Treasury Bills" ("BTB") et le marché interbancaire en euro

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

Le programme BTB constitue le principal instrument de financement dans le cadre de la gestion de la dette en monnaies étrangères à court terme. Le programme BTB en euro, quant à lui, a pour objet d'éponger les déficits en papier souverain à très court terme en faisant le pont entre les opérations interbancaires du Trésor (qui sont le plus souvent réalisées pour des maturités inférieures à une semaine) et les certificats de Trésorerie (émis avec une maturité minimale de 3 mois). La durée moyenne pondérée des "BTB" s'est ainsi élevée à 16 jours en 2003.

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

Les montants en circulation en 2003, quant à eux, ont varié dans une fourchette de 300 à 900 millions d'EUR, ce qui est relativement modeste en comparaison de l'encours des certificats



de Trésorerie (quelque 30 milliards d'EUR). Les écarts dans les montants en circulation au cours des dix premiers mois de l'année s'expliquent par la présence ou non de gros investisseurs dans le marché. Dans le courant des deux derniers mois, les encours ont sensiblement augmenté (jusqu'à plus de 1800 millions d'EUR) pour ensuite fortement diminuer juste avant la fin de l'année. Ceci est dû à l'offre limitée en certificats de Trésorerie au cours de cette période - rappelons que plusieurs adjudications ont en effet été annulées – ainsi qu'au terme relativement court (moins de trois mois) des liquidités dont disposaient les investisseurs.

En tout, 1134 émissions ont été effectuées en 2003 avec un montant moyen émis de 13.6 millions d'euros.

Enfin, le Trésor peut également intervenir en tant que dealer BTB, ce qui s'est produit à six reprises dans le courant de l'année 2003.

Interbancaire

Quant aux opérations interbancaires, elles constituent l'instrument de réglage fin qui permet de solder la position de caisse journalière du Trésor. Le montant

moyen de ces emprunts a été de 83 millions d'EUR en 2003. Du côté des placements effectués par le Trésor sur le marché interbancaire, le montant moyen a été de 292 millions d'EUR. En moyenne mensuelle, 150 opérations ont été conclues sur le marché interbancaire en 2003.

Depuis l'émergence d'une monnaie commune, le Trésor réalise des opérations de gestion de liquidité également avec d'autres Etats dans la zone euro lorsque leur position de trésorerie est complémentaire. Ainsi, dans le courant de l'année 2003, le Trésor a réalisé 58 opérations (emprunts/placements) auprès d'autres Etats européens pour un montant de 37.7 milliards d'EUR (contre 36.6 milliards en 2002) et pour des maturités s'échelonnant de 1 jour à 2 semaines.

1.5. Les "Bons du Trésor – Fonds de vieillissement"

Pour faire face aux besoins spécifiques du Fonds de vieillissement, le Trésor peut émettre des "bons du Trésor - Fonds de vieillissement". Ces titres non négociables offrent au Fonds de vieillissement la souplesse nécessaire pour effectuer ses placements et assurent une transparence parfaite vis-à-

vis des marchés. Ils prennent la forme d'une inscription nominative dans un grand-livre de la dette de l'Etat.

Au cours de l'année 2003, le Fonds de vieillissement a placé en "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" un montant total de 3.10 milliards d'EUR avec des échéances comprises entre 2011 et 2013. A fin décembre 2003, le portefeuille du Fonds s'élevait à 4.27 milliards d'EUR.

Pour rappel, le Fonds de vieillissement a été créé en 2001 afin de remédier aux

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

1.6. Financement d'entités publiques de l'administration centrale

Le Trésor finance une série d'entités publiques (1) autres que le pouvoir

12

Financement des entités publiques en 2003:
lignes de crédit et montants tirés (en millions d'EUR)

Entités publiques	Lignes de crédit	Encours à fin 2003
Commission de régulation de l'électricité et du gaz	15	-
Fonds d'indemnisation des travailleurs licenciés en cas de fermeture d'entreprises	103.1	77.33
Fonds d'indemnisation des travailleurs licenciés en cas de fermeture d'entreprises (deuxième ligne de crédit)	60	12.5
Banque-carrefour de la sécurité sociale	1	-
Office national du Dueroire	130	127
Caisse nationale des calamités	30	4
Office national des vacances annuelles	500	-
Office national de sécurité sociale	867.63	-
Institut national d'assurances sociales pour travailleurs indépendants	50	-

(1) Par "entités publiques", on entend les entités qui appartiennent au secteur public tel que défini dans le système européen des comptes (SEC 95).

fédéral dans le but de réduire le coût financier de leurs dettes. A cet effet, le Trésor a ouvert une ligne de crédit qui a fait l'objet d'une convention signée par les parties.

Berlaymont

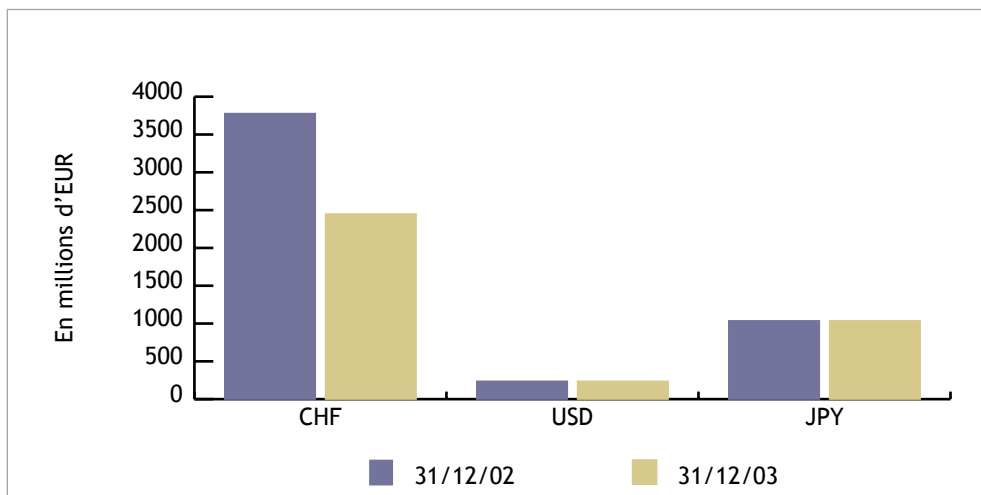
A la suite de la décision du Conseil des Ministres du 8 mars 2002 et du protocole du 8 avril 2002, le Trésor a accordé une ligne de crédit de 670 millions d'EUR à la société S.A. Berlaymont 2000 pour le financement des travaux de rénovation. A la fin 2003, cette ligne de crédit avait été utilisée à concurrence de 465.57 millions d'EUR.

2. LA DETTE EN MONNAIES ETRANGERES

A la fin décembre 2003, la dette totale en monnaies étrangères s'élevait à l'équivalent de 3723 millions d'EUR. A l'instar des années précédentes, la part de cette dette a donc poursuivi un mouvement baissier en passant de 2.08% de la dette totale en 2002 à 1.42% à fin 2003. Etant donné qu'il n'y avait pas d'échéance de dette à court ou long terme en USD ou en JPY, la totalité de la diminution est due au remboursement de la dette flottante en CHF.

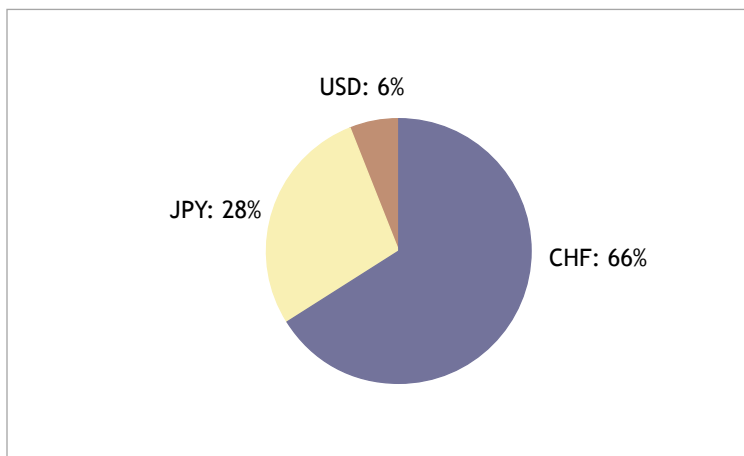
32

Diminution de la dette en monnaies étrangères à fin 2003



33

Répartition de la dette en monnaies étrangères à fin 2003



Poursuite de la politique de réduction de l'endettement en devises

Les graphiques 32 et 33 présentent la diminution de la dette par monnaie ainsi que la composition de l'encours.

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

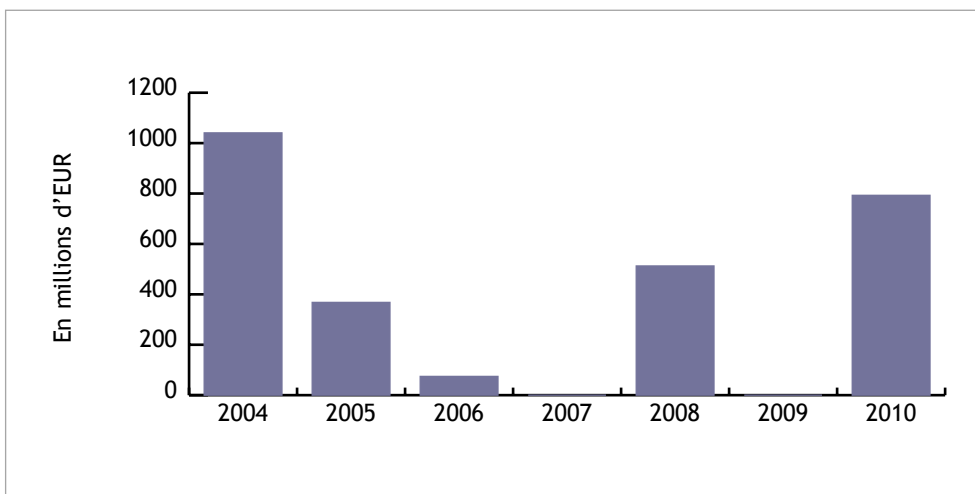
A la fin décembre 2003, le segment à long terme de la dette en monnaies étrangères s'élevait à l'équivalent de 2789 millions d'EUR. Tout comme pour les années précédentes, aucune émission à plus d'un an n'a été réalisée en 2003. Les emprunts à long terme en CHF arrivant à échéance finale en 2003 ont

été refinancés par des emprunts à court terme en CHF ou ont été refinancés pour une courte période par des swaps d'EUR vers du CHF.

Les graphiques ci-après présentent l'échéancier de la dette en monnaies étrangères dans son ensemble et par monnaie à la fin décembre 2003. Il est à noter que cet échéancier a seulement une valeur indicative puisqu'il peut toujours faire l'objet de modifications à la suite des opérations de gestion du Trésor.

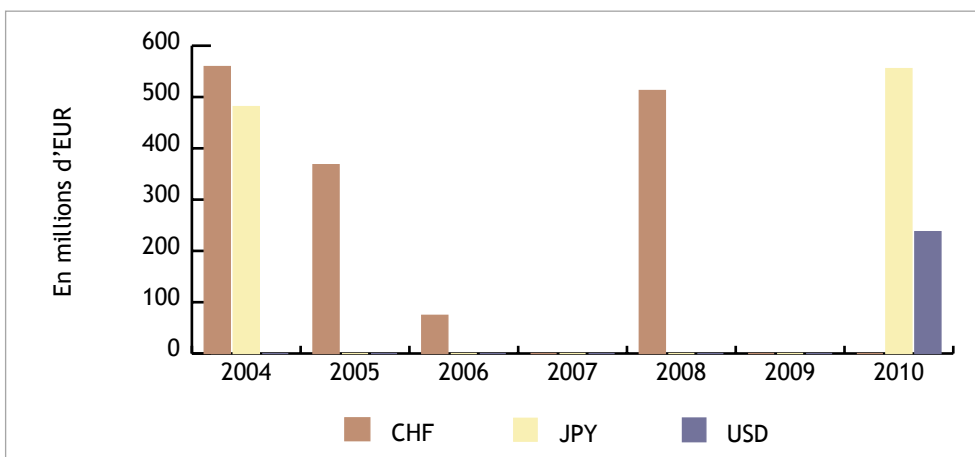
34

Echéancier de la dette à long terme en monnaies étrangères à la fin décembre 2003



35

Echéancier de la dette à long terme en monnaies étrangères à la fin décembre 2003 (répartition par monnaie)



2.2. La dette à court terme en monnaies étrangères

A la fin 2003, la dette à court terme en monnaies étrangères s'élevait à l'équivalent de 935 millions d'EUR, soit 0.35% du total de la dette publique fédérale.

La diminution de la dette à court terme en monnaies étrangères est due à la conversion définitive ou provisoire (via des swaps) du CHF en EUR. Pendant la période de fin d'année, le Trésor a swappé une partie de la dette en CHF vers de l'EUR pour une contre-valeur de 1.21 milliard d'EUR. Cette politique s'inscrivait particulièrement bien dans la stratégie visant à utiliser de manière optimale les surplus en EUR de fin d'année. Au début de 2004, les montants correspondants ont été repris dans la dette à court terme en CHF.

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

a. Les "Belgian Treasury Bills" (BTB)

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

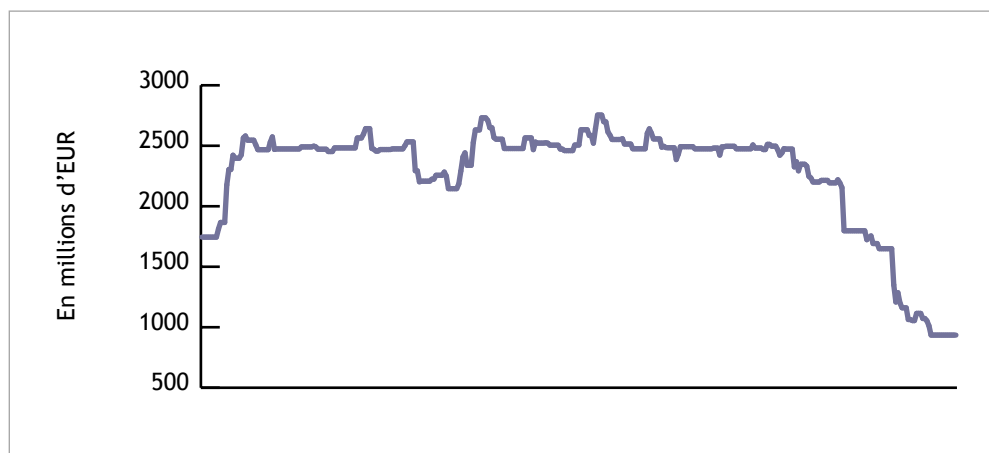
Les encours des émissions de BTB ont varié dans une fourchette de 1 à 3 milliards d'EUR. Il s'agit d'une fourchette optimale pour le bon fonctionnement du programme.

La durée moyenne pondérée des BTB en monnaies étrangères s'est élevée à 3 mois. Dans le choix des maturités, le Trésor s'est efforcé de trouver un équilibre entre d'une part les préférences des investisseurs et, d'autre part, la tendance baissière des taux.

En 2003, le Trésor a émis ses BTB à un spread qui s'est situé dans une fourchette de 11 à 13 points de base en dessous de LIBOR (l'objectif était comme pour l'année précédente de 12 points de base en dessous du LIBOR). L'on notera

36

Encours des BTB en monnaies étrangères en 2003



toutefois que pour les maturités jusqu'à 3 mois, le Trésor a émis généralement à des spreads de 11 points de base. En raison du caractère pentu de la courbe des taux en CHF et de la tendance baissière des taux, le Trésor s'est en effet efforcé de raccourcir le plus possible ses maturités. Pour les maturités supérieures à 3 mois, le Trésor a toujours essayé de se financer au "bid" ou mieux, c'est à dire à 12 points de base en dessous du Libor sauf lorsque ses besoins de financement étaient trop importants.

Enfin, le Trésor a eu recours à sept reprises à la possibilité d'agir en sa capacité de dealer BTB dans le marché.

b. Le marché interbancaire

Comme à l'accoutumée, le Trésor a tenté d'éviter au maximum d'avoir recours au marché interbancaire assez coûteux. En tout, 115 opérations ont été conclues en 2003 sur le marché interbancaire avec une maturité moyenne de 2 jours. Les emprunts interbancaires ont servi à financer de petits soldes restés ouverts après l'émission de "BTB" ou à placer les recettes d'émissions de "BTB" en fonction des besoins de trésorerie.

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

3. LA DETTE DEBUDGETISEE ET LA DETTE GARANTIE

3.1. La dette débudgétisée

Régie des bâtiments

La Régie des bâtiments a obtenu auprès de la Banque Européenne d'Investissement deux ouvertures de crédit pour le financement partiel d'un palais de justice à Mons (50 millions d'EUR) et à Liège (50 millions d'EUR).

A.S.T.R.I.D.

La Société Fédérale d'Investissement a repris partiellement la troisième tranche du projet A.S.T.R.I.D. ("All-round Semi-cellular Trunking Radio communication network with Integrated Dispatching"), soit un réseau analogique pour communications radio mobiles destiné à l'ensemble des services d'aide et de sécurité.

13

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

1998	1999	2000	2001	2002	2003
1.65	1.53	1.20	0.88	0.89	0.81

3.2. La dette garantie

FADELS

En 2003, le Fonds d'Amortissement des Emprunts du Logement Social (FADELS) a conclu des emprunts de refinancement pour un montant total de 575 millions d'EUR.

Par ailleurs, pour diminuer le ratio d'endettement de la Belgique, le gouvernement fédéral et les gouvernements régionaux se sont mis d'accord en 2003 pour régler définitivement les dettes que les sociétés régionales de logement ont vis-à-vis du FADELS. En décembre 2003, les trois sociétés régionales ont payé à l'Etat, via le FADELS, un montant de 3.51 milliards d'EUR, se libérant ainsi de leurs obligations financières sur ce point (1). A partir de 2004, seul l'Etat est encore en charge du service financier des emprunts conclus dans le passé par le FADELS qui, de son côté, ne se présentera plus sur les marchés financiers pour se refinancer. Dans une phase ultérieure, il est possible que les emprunts du FADELS soient repris par l'Etat fédéral.

Dorénavant, ce sont les sociétés régionales de logement qui conclueront les emprunts de refinancement en matière de logement social. Comme c'était le cas pour le FADELS dans le passé, ces obligations jouiront de la garantie de l'Etat (art. 348 de la loi-programme du 22 décembre 2003 (M.B. du 5 janvier 2004)).

CREDIBE

En vertu de l'article 131 de la loi-programme du 8 avril 2003 (M.B. du 17

avril 2003) et de l'arrêté royal du 8 avril 2003 (M.B. du 30 avril 2003), la Société Fédérale de Participations a été chargée d'organiser la cession ou le transfert de l'actif et du passif de la S.A. Credibe. C'est ABN AMRO qui a présenté la meilleure offre pour l'actif et qui a acquis le portefeuille des emprunts hypothécaires de Credibe pour un montant de 2.82 milliards d'EUR. En exécution de l'article 4 de l'arrêté royal du 8 avril 2003 susmentionné, l'Etat a repris les droits et les obligations découlant des conventions d'emprunts conclues avec la garantie de l'Etat par Credibe avec des tiers ainsi que les contrats et les instruments de couverture s'y rapportant. L'ensemble concernait un montant nominal de 0.81 milliard d'EUR. Le reste du passif d'un montant de 1.83 milliard d'EUR, dont le Trésor était créancier, a également été transféré à l'Etat. En vertu de l'arrêté royal du 23 octobre 2003, M.B. du 21 novembre 2003, un montant de 2.64 milliards d'EUR a été transféré au Fonds de vieillissement. Après déduction des amortissements, provisionnements, coûts et éventuelles garanties, le solde de la cession sera versé au Fonds de vieillissement dans le courant de l'année 2004.

FINANCIÈRE TGV

Le montant total de l'encours de la dette garantie de la Financière TGV est resté en dessous de 1.86 milliard d'EUR, niveau en dessous duquel la garantie de l'Etat est octroyée gratuitement. L'encours des billets de trésorerie de la Financière TGV a connu une augmentation pour passer de 175.53 millions à 184.54 millions d'EUR. Dans le cadre de la gestion des risques, un "floating swap" a fait l'objet d'une restructuration.

(1) A noter que le FADELS détient encore une créance de 0.78 milliard sur la Région wallonne.

FONDS D'ECONOMIE SOCIALE ET DURABLE

Depuis la création d'une compétence fédérale intitulée Economie Sociale, un grand nombre d'instruments ont été mis au point en vue de soutenir le développement de l'économie sociale au niveau fédéral. Dans ce cadre, la Société Fédérale d'Investissement a créé, sur demande du gouvernement fédéral, le Fonds d'Economie Sociale et Durable le 13 mai 2003. Il s'agit d'une société coopérative à responsabilité limitée et à caractère social. L'objectif du Fonds consiste à investir des ressources dans l'économie sociale. A cette fin, le Fonds est autorisé à faire appel à l'emprunt et à émettre des obligations nominatives à terme minimum de cinq ans. L'encours

de sa dette ne peut dépasser 75 millions d'EUR.

Conformément à l'arrêté royal du 12 mai 2003, les emprunts et les obligations nominatives émis par le Fonds d'Economie Sociale et Durable jouissent de la garantie de l'Etat.

En mai 2003, le Fonds a lancé, par offre publique en Belgique, un emprunt avec la garantie de l'Etat pour un montant maximum de 75 millions d'EUR et représenté par des obligations nominatives. Le montant maximum a été atteint et la période de souscription a été clôturée anticipativement le 13 juin 2003.

14

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
En EUR	17.19	17.54	16.55	12.79	11.30	9.79
En devises	4.35	1.07	0.45	0.47	0.39	0.22
Total	21.54	18.61	17.00	13.26	11.69	10.01



Glossaire

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

Adjudication

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

Belgian Treasury Bills

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

Besoins nets de financement (BNF)

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

Buy-back

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

Certificats de Trésorerie

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

Clearing (Système de Clearing)

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

Dettes consolidées

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

Dettes débudgétisées

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

Dettes flottantes

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

Dettes garanties par l'Etat

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

Dettes des pouvoirs locaux

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

EuroMTS

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

Fonds des Rentes

Le Fonds des Rentes est un établissement public autonome qui se charge de la régulation du marché secondaire des fonds publics, principalement en faveur des particuliers. Il est aussi chargé (pour le compte de la CBFA) de l'administration et de la surveillance du marché secondaire hors bourse réglementé des OLO, des certificats de Trésorerie et des titres scindés. Enfin, le Fonds peut également apporter son aide technique à la gestion de la dette de l'Etat.

FX-Swap

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

Grands-Livres de la dette publique

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

Loi contenant le Budget des Voies et Moyens

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

Marchés primaires

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

Marchés secondaires

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

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

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

MTS Belgium

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

Obligations Linéaires (OLO)

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

Offres d'échange

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

Primary Dealers

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

Recognized Dealers

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

Reverse auction

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

Solde net à financer (S.N.F.)

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



Résultats des adjudications et des syndicats d'OLO en 2003 (en millions d'EUR)

Date d'émission	Date valeur	Range Min	Range Max	Echéance finale	ISIN BE0000	Encours avant émission	Montant offert	Montant accepté (Comp)	Exerc. Non comp.	Total accepté	Bid to cover	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid Max/Min	Stop price	Adju-dica-taires	% pris au stop price
23/01/03	30/01/03			28/09/13	301102	0.0	5 000.0	5 000.0		5 000.0		99.742					
				SYNDICATION			5 000.0	5 000.0									
31/03/03	3/04/03	2 700	3 200	28/09/13	301102	5 000.0	3 300.0	2 340.0	628.0	2 968.0	1.41	100.579	4.181	100.42/100.65	100.54	14	100.0000
				28/09/17	300096	5 669.2	1 182.0	850.0	204.0	1 054.0	1.39	110.349	4.509	110.19/110.40	110.28	12	100.0000
				AUCTION			4 482.0	3 190.0	832.0	4 022.0							
22/05/03	30/05/03			28/09/08	302118	0.0	5 000.0	5 000.0		5 000.0		99.839					
				SYNDICATION			5 000.0	5 000.0									
28/07/03	31/07/03	3 000	3 500	28/09/08	302118	5 000.0	2 615.0	1 620.0	0.0	1 620.0	1.61	98.472	3.328	98.37/98.50	98.46	13	100.0000
				28/09/13	301102	7 968.0	2 187.0	1 237.0	291.2	1 528.2	1.77	100.927	4.136	100.80/100.97	100.90	10	100.0000
				28/03/28	291972	10 240.9	970.0	335.0	0.0	335.0	2.90	108.346	4.907	108.00/108.45	108.29	7	100.0000
				AUCTION			5 772.0	3 192.0	291.2	3 483.2							
29/09/03	2/10/03	2 500	3 000	28/09/08	302118	6 620.0	2 677.0	1 000.4	379.0	1 379.4	2.68	98.696	3.288	98.59/98.73	98.68	9	31.0345
				28/09/13	301102	9 496.2	3 782.0	1 800.2	663.8	2 464.0	2.10	101.219	4.099	101.07/101.32	101.20	8	88.9328
				AUCTION			6 459.0	2 800.6	1 042.8	3 843.4							
24/11/03	27/11/03	1 500	2 000	28/09/08	302118	7 999.4	2 125.0	500.2	0.0	500.2	4.25	97.283	3.621	97.13/97.34	97.25	8	34.1463
				28/09/13	301102	11 960.2	1 995.0	1 015.0	0.0	1 015.0	1.97	98.881	4.391	98.72/98.95	98.82	16	100.0000
				AUCTION			4 120.0	1 515.2	0.0	1 515.2							

**REPARTITION MENSUELLE DES COMPOSANTES DE LA DETTE FLOTTANTE
ENCOURS MENSUELS FIN DE MOIS EN 2003(en millions d' EUR)**

Mois	CCP (1)	Interbancaire + divers (2)	Certificats de Trésorerie (3)		Total CT	Bons du Trésor en EUR	Opérations (4) de gestion de trésorerie	Total de la (5) Dettes Flottantes
			3 mois	6 mois				
J2002	1097.6	1007.7	5485.4	5930.5	27189.5	369.1	6278.3	23385.6
F	497.2	1078.4	5726.0	6164.7	27529.0	339.6	3891.4	25552.8
M	663.6	4028.6	6732.7	6745.6	28480.5	550.0	3443.8	30278.9
A	1235.4	1535.9	6802.4	6269.4	29278.0	427.8	2718.5	29758.6
M	636.2	2285.5	7452.9	7708.6	31537.7	432.9	2630.0	32262.3
J	743.5	3689.6	6861.6	7983.3	31455.4	462.0	3181.6	33168.9
J	641.2	2575.3	5905.9	7489.6	30333.5	452.6	2533.6	31469.0
A	735.3	1064.8	6060.3	7929.9	30770.7	336.4	3733.3	29173.9
S	254.2	4018.3	6408.0	6657.8	30381.0	504.6	2619.9	32538.2
O	193.7	1030.2	6378.3	6177.7	29828.6	424.6	3690.8	27786.3
N	179.7	1029.7	5931.0	5523.6	28241.5	609.3	4621.0	25439.2
D	237.2	3527.1	4791.5	4688.3	27003.4	347.1	7368.3	23746.5
J2003	295.8	1475.1	4631.6	4567.5	26974.3	493.1	9595.6	19642.7
F	289.8	1096.8	5309.3	4491.3	28864.2	336.8	10552.9	20034.7
M	244.0	11190.4	6991.1	5366.1	30513.5	485.0	3354.0	39078.9
A	229.0	2639.3	7440.6	6128.6	31872.0	474.0	3344.5	31869.8
M	244.4	1482.2	7486.2	7604.9	33228.1	386.9	4979.6	30362.0
J	348.3	1965.8	5525.8	7701.0	32195.5	471.5	4901.6	30079.5
J	303.4	4172.7	5139.0	8255.0	32008.4	316.0	12040.5	24760.0
A	252.9	4382.0	4890.7	7021.0	31192.6	378.1	11262.5	24943.1
S	109.3	4374.9	4712.7	6205.4	30402.9	676.8	6156.9	29407.0
O	331.0	1567.9	4818.0	6008.4	30424.3	467.7	4591.6	28199.3
N	299.6	1756.4	4270.4	4445.2	28432.3	888.4	1602.7	29774.0
D	268.4	2936.0	3016.4	3815.1	26163.7	854.0	5148.5	25073.6

(1) avoirs des particuliers auprès des CCP

(2) emprunts et placements faits sur le marché interbancaire

(3) certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91.

Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor, c.à.d. déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé.

Y compris, pour le 3 mois, les maturités inférieures à 3 mois.

(4) opérations réalisées afin d'équilibrer la trésorerie journalière.

Surplus de trésorerie relevant de recettes fiscales ou d'émissions de certificats de Trésorerie

(5) total de la dette flottante (4) déduit

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



Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2003 (en millions d'EUR)

Date d'adj.	Date valeur	Range	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adj.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
7/01/03	9/01/03	800 1 000	1 000	17/04/03	570360	3	2 472.5	3 415.0	400.3	0.0	400.3	8.53	2.71	-14.90	2.71/2.75	2.71	5	76.4310
				17/07/03	573398	6	1 643.2	3 625.0	400.3	10.2	410.5	9.06	2.65	-14.10	2.64/2.69	2.65	5	60.8700
14/01/03	16/01/03	800 1 000	1 000	17/04/03	570360	3	2 872.8	4 560.0	300.1	0.0	300.1	15.19	2.69	-13.90	2.68/2.74	2.69	2	39.2860
				15/01/04	579452	12	0.0	2 950.0	500.4	100.1	600.5	5.90	2.55	-17.20	2.54/2.60	2.55	7	35.7140
21/01/03	23/01/03	1 000 1 300	1 300	17/04/03	570360	3	3 172.9	4 530.0	400.2	0.0	400.2	11.32	2.68	-15.10	2.67/2.73	2.69	7	39.0480
				15/01/04	579452	12	600.5	2 665.0	800.2	72.2	872.4	3.33	2.53	-17.20	2.52/2.58	2.54	10	62.9630
28/01/03	30/01/03	1 000 1 300	1 300	17/04/03	570360	3	3 573.1	4 110.0	700.3	0.0	700.3	5.87	2.67	-14.80	2.66/2.72	2.68	11	24.6960
				17/07/03	573398	6	2 053.7	3 465.0	600.4	54.5	654.9	5.77	2.59	-14.30	2.59/2.64	2.59	10	68.9660
4/02/03	6/02/03	1 000 1 300	1 300	15/05/03	571376	3	2 826.5	4 060.0	600.4	0.0	600.4	6.76	2.64	-16.50	2.63/2.70	2.65	11	9.8430
				15/01/04	579452	12	1 472.9	2 622.0	700.4	92.8	793.2	3.74	2.48	-16.40	2.47/2.52	2.49	14	17.5760
11/02/03	13/02/03	1 000 1 300	1 300	15/05/03	571376	3	3 426.9	3 850.0	650.6	0.0	650.6	5.92	2.58	-16.10	2.57/2.63	2.59	13	32.3530
				14/08/03	574404	6	1 517.7	3 645.0	650.5	96.2	746.7	5.60	2.48	-13.90	2.48/2.52	2.48	10	65.3270
18/02/03	20/02/03	1 000 1 300	1 300	15/05/03	571376	3	4 077.5	3 900.0	300.3	0.0	300.3	12.99	2.55	-13.90	2.55/2.60	2.55	5	56.0750
				19/02/04	580468	12	0.0	2 606.5	974.5	0.0	974.5	2.67	2.33	-16.90	2.33/2.40	2.34	7	100.0000
25/02/03	27/02/03	1 000 1 300	1 300	15/05/03	571376	3	4 377.8	5 445.0	650.3	0.0	650.3	8.37	2.42	-15.10	2.42/2.49	2.42	6	70.6520
				19/02/04	580468	12	974.5	2 427.5	650.2	0.0	650.2	3.73	2.22	-16.00	2.22/2.28	2.23	9	26.7860
4/03/03	6/03/03	1 200 1 500	1 500	19/06/03	572382	3	1 829.7	4 960.0	690.3	0.0	690.3	7.19	2.35	-14.20	2.34/2.40	2.35	8	51.4770
				14/08/03	574404	6	2 264.4	2 790.0	805.0	2.6	807.6	3.47	2.30	-10.60	2.28/2.35	2.30	6	100.0000
11/03/03	13/03/03	1 200 1 500	1 500	19/06/03	572382	3	2 520.0	4 225.0	750.6	0.0	750.6	5.63	2.39	-15.00	2.38/2.44	2.39	8	62.8140
				18/09/03	575419	6	1 204.1	2 520.0	750.3	0.0	750.3	3.36	2.29	-13.90	2.28/2.33	2.29	8	80.3370
18/03/03	20/03/03	1 200 1 500	1 500	19/06/03	572382	3	3 270.6	3 585.0	640.7	0.0	640.7	5.60	2.42	-15.60	2.42/2.50	2.43	10	12.4140
				18/03/04	581474	12	0.0	2 390.0	860.0	196.5	1 056.5	2.78	2.37	-12.90	2.36/2.43	2.37	8	100.0000
25/03/03	27/03/03	1 200 1 500	1 500	19/06/03	572382	3	3 911.3	3 995.0	875.4	75.4	950.8	4.56	2.40	-12.80	2.39/2.45	2.40	8	73.5630
				18/03/04	581474	12	1 056.5	3 025.0	625.0	0.0	625.0	4.84	2.33	-12.50	2.33/2.37	2.33	5	100.0000
1/04/03	3/04/03	1 200 1 500	1 500	19/06/03	572382	3	4 862.1	5 335.0	700.5	0.0	700.5	7.62	2.38	-13.40	2.38/2.43	2.39	9	13.4230
				18/09/03	575419	6	1 954.4	3 325.0	800.5	25.3	825.8	4.15	2.30	-12.30	2.29/2.34	2.31	14	14.4930
8/04/03	10/04/03	1 200 1 500	1 500	17/07/03	573398	3	2 708.6	4 800.0	701.0	0.0	701.0	6.85	2.37	-15.70	2.37/2.42	2.38	14	9.0090
				16/10/03	576425	6	1 176.5	2 845.0	700.4	66.9	767.3	4.06	2.33	-12.40	2.32/2.36	2.33	10	66.6670
15/04/03	17/04/03	1 200 1 500	1 500	17/07/03	573398	3	3 409.6	4 025.0	400.4	0.0	400.4	10.05	2.42	-13.50	2.42/2.49	2.43	6	22.0340
				15/04/04	582480	12	0.0	2 560.0	900.3	0.0	900.3	2.84	2.41	-13.20	2.39/2.44	2.42	14	32.7800
22/04/03	24/04/03	1 200 1 500	1 500	17/07/03	573398	3	3 810.0	4 590.0	450.1	0.0	450.1	10.20	2.41	-14.20	2.41/2.48	2.42	4	27.7780
				15/04/04	582480	12	900.3	2 270.0	850.3	26.3	876.6	2.67	2.37	-12.10	2.36/2.40	2.37	11	60.9630

Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2003 (en millions d'EUR)

Date d'adj.	Date valeur	Range	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adj.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
29/04/03	2/05/03	1 200 - 1 500		17/07/03	573398	3	4 260.1	3 350.0	590.0	0.0	590.0	5.68	2.39	-14.10	2.38/2.44	2.39	6	100.0000
				16/10/03	576425	6	1 943.8	3 400.0	700.3	0.0	700.3	4.86	2.33	-12.80	2.32/2.37	2.34	10	38.8890
6/05/03	8/05/03	1 200 - 1 500		14/08/03	574404	3	3 072.0	4 615.0	500.2	0.0	500.2	9.23	2.34	-16.20	2.33/2.38	2.34	4	62.9370
				13/11/03	577431	6	1 549.8	3 035.0	800.9	0.0	800.9	3.79	2.28	-12.70	2.27/2.30	2.28	12	35.4170
13/05/03	15/05/03	1 000 - 1 300	5 028.1	14/08/03	574404	3	3 576.7	3 760.0	350.1	0.0	350.1	10.74	2.31	-15.40	2.30/2.37	2.32	6	27.5860
				13/05/04	583496	12	0.0	3 020.0	930.0	174.2	1 104.2	3.25	2.17	-14.00	2.15/2.20	2.17	8	100.0000
20/05/03	22/05/03	1 000 - 1 300		14/08/03	574404	3	3 926.8	3 025.0	400.4	0.0	400.4	7.55	2.24	-13.40	2.24/2.30	2.25	10	16.2790
				13/05/04	583496	12	1 104.2	3 054.5	687.5	41.4	728.9	4.44	2.10	-12.20	2.09/2.14	2.10	5	100.0000
27/05/03	29/05/03	1 000 - 1 300		14/08/03	574404	3	4 327.2	3 384.0	400.5	0.0	400.5	8.45	2.17	-13.50	2.16/2.21	2.18	11	9.2220
				13/11/03	577431	6	2 529.8	4 513.0	600.6	0.0	600.6	7.51	2.09	-11.70	2.09/2.13	2.10	13	8.7570
3/06/03	5/06/03	1 000 - 1 300		18/09/03	575419	3	2 780.2	3 920.0	500.4	47.4	547.8	7.83	2.09	-14.50	2.08/2.13	2.09	8	34.7370
				13/05/04	583496	12	1 833.1	3 035.0	500.9	187.7	688.6	6.06	2.00	-12.20	1.99/2.04	2.00	10	32.4070
10/06/03	12/06/03	1 000 - 1 300		18/09/03	575419	3	3 328.0	6 260.0	610.3	1.0	611.3	10.26	2.01	-12.30	2.01/2.04	2.02	14	6.9910
				18/12/03	578447	6	984.4	3 575.0	395.0	150.3	545.3	9.05	1.95	-12.90	1.95/2.05	1.95	5	100.0000
17/06/03	19/06/03	1 000 - 1 300	5 562.6	18/09/03	575419	3	3 999.3	3 090.0	300.3	0.0	300.3	10.29	2.01	-12.70	2.00/2.05	2.01	6	43.4780
				17/06/04	584502	12	0.0	2 017.5	700.7	0.0	700.7	2.88	1.84	-12.50	1.84/1.87	1.85	10	20.2250
24/06/03	26/06/03	1 000 - 1 300		18/09/03	575419	3	4 299.6	3 770.0	300.3	0.0	300.3	12.55	2.01	-13.60	2.00/2.05	2.01	7	16.3550
				17/06/04	584502	12	700.7	2 927.0	700.7	112.5	813.2	3.32	1.86	-12.90	1.85/1.88	1.86	12	47.0590
1/07/03	3/07/03	800 - 1 100		16/10/03	576425	3	2 644.1	3 220.0	550.4	0.0	550.4	5.85	1.98	-16.50	1.98/2.03	1.99	9	32.7160
				18/12/03	578447	6	1 529.7	3 405.0	410.0	100.8	510.8	8.30	1.93	-14.10	1.93/1.97	1.93	4	100.0000
8/07/03	10/07/03	800 - 1 100		16/10/03	576425	3	3 194.5	4 305.0	400.2	0.0	400.2	10.76	2.00	-13.40	2.00/2.04	2.00	5	27.9720
				15/01/04	579452	6	2 266.1	3 125.0	400.0	0.0	400.0	7.81	1.94	-14.30	1.94/1.97	1.94	4	100.0000
15/07/03	17/07/03	800 - 1 100	4 850.1	16/10/03	576425	3	3 594.7	4 330.0	200.0	0.0	200.0	21.65	1.98	-14.90	1.98/2.05	1.98	2	100.0000
				15/07/04	585517	12	0.0	3 175.0	680.5	0.0	680.5	4.67	1.93	-12.10	1.93/1.97	1.94	10	41.2500
22/07/03	24/07/03	800 - 1 100		16/10/03	576425	3	3 794.7	3 140.0	300.1	0.0	300.1	10.46	1.99	-14.30	1.99/2.04	1.99	5	34.4830
				15/07/04	585517	12	680.5	2 890.0	500.6	76.8	577.4	5.85	2.01	-11.40	2.00/2.04	2.01	10	63.8300
29/07/03	31/07/03	800 - 1 100		16/10/03	576425	3	4 094.8	2 960.0	300.6	0.0	300.6	9.85	1.98	-13.90	1.97/2.03	1.99	11	16.9150
				15/01/04	579452	6	2 666.1	2 495.0	685.0	25.2	710.2	3.64	1.97	-13.10	1.96/2.00	1.97	8	100.0000
5/08/03	7/08/03	800 - 1 100		13/11/03	577431	3	3 130.4	4 055.0	485.0	0.0	485.0	8.36	2.00	-13.80	1.99/2.05	2.00	4	100.0000
				15/07/04	585517	12	1 257.9	2 432.5	350.8	15.5	366.3	6.93	2.15	-11.30	2.14/2.17	2.15	12	28.8250
12/08/03	14/08/03	800 - 1 100	4 727.7	13/11/03	577431	3	3 615.4	2 995.0	500.2	0.0	500.2	5.99	1.99	-14.60	1.99/2.05	2.00	10	22.3880
				19/02/04	580468	6	1 624.7	2 560.0	300.7	5.4	306.1	8.51	2.04	-11.80	2.03/2.06	2.04	10	17.2250

Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2003 (en millions d'EUR)

Date d'adj.	Date valeur	Range Min	Range Max	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adj.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
19/08/03	21/08/03	800	1 100		13/11/03	577431	3	4 115.6	3 425.0	220.0	0.0	220.0	15.57	1.99	-14.90	1.99/2.05	1.99	3	100.0000
26/08/03	28/08/03	800	1 100		19/08/04	586523	12	0.0	2 454.5	700.4	150.9	851.3	3.50	2.18	-12.50	2.18/2.23	2.19	12	20.5650
2/09/03	4/09/03	800	1 100		13/11/03	577431	3	4 335.6	2 450.0	200.0	0.0	200.0	12.25	1.99	-15.90	1.99/2.05	1.99	3	40.0000
					19/08/04	586523	12	851.3	2 312.5	900.1	65.1	965.2	2.57	2.18	-14.10	2.17/2.24	2.19	5	99.9890
					18/12/03	578447	3	2 040.5	3 435.0	470.0	0.0	470.0	7.31	2.01	-14.30	2.01/2.07	2.01	3	100.0000
					19/02/04	580468	6	1 930.8	2 820.0	350.1	0.0	350.1	8.05	2.07	-13.60	2.07/2.11	2.07	2	77.7780
9/09/03	11/09/03	800	1 100		18/12/03	578447	3	2 510.5	2 305.0	500.2	0.0	500.2	4.61	2.00	-15.30	1.99/2.14	2.00	7	73.7860
					18/03/04	581474	6	1 681.5	2 155.0	400.3	0.0	400.3	5.38	2.06	-13.30	2.05/2.17	2.06	7	36.8930
16/09/03	18/09/03	800	1 100	4 539.9	18/12/03	578447	3	3 010.7	4 040.0	300.4	0.0	300.4	13.45	2.00	-15.00	1.99/2.06	2.00	9	32.0750
					16/09/04	587539	12	0.0	2 347.5	650.2	0.0	650.2	3.61	2.13	-12.80	2.12/2.17	2.14	9	67.4800
23/09/03	25/09/03	800	1 100		18/12/03	578447	3	3 311.1	3 545.0	310.0	0.0	310.0	11.44	1.97	-16.80	1.96/2.04	1.98	4	100.0000
					16/09/04	587539	12	650.2	2 425.0	750.4	0.0	750.4	3.23	2.03	-15.50	2.00/2.07	2.04	11	55.0820
30/09/03	2/10/03	800	1 100		18/12/03	578447	3	3 621.1	2 830.0	400.2	0.0	400.2	7.07	1.96	-16.80	1.95/2.02	1.97	6	41.6670
					18/03/04	581474	6	2 081.8	2 600.0	425.0	30.3	455.3	6.12	1.97	-13.90	1.97/2.01	1.97	5	100.0000
7/10/03	9/10/03	800	1 100		15/01/04	579452	3	3 376.3	2 710.0	375.0	0.0	375.0	7.23	1.97	-16.80	1.96/2.04	1.97	4	100.0000
					15/04/04	582480	6	1 776.9	2 805.0	450.0	0.0	450.0	6.23	2.01	-13.70	2.00/2.04	2.01	6	100.0000
14/10/03	16/10/03	800	1 100	4 395.4	15/01/04	579452	3	3 751.3	2 240.0	300.2	0.0	300.2	7.46	1.97	-16.80	1.96/2.04	1.98	7	70.1750
					14/10/04	588545	12	0.0	2 462.5	700.5	0.0	700.5	3.52	2.18	-13.00	2.16/2.23	2.19	10	33.2550
21/10/03	23/10/03	800	1 100		15/01/04	579452	3	4 051.5	2 380.0	250.4	0.0	250.4	9.50	1.97	-18.10	1.97/2.04	1.98	6	43.6360
					14/10/04	588545	12	700.5	2 210.0	550.0	32.0	582.0	4.02	2.23	-13.20	2.22/2.26	2.23	10	50.0000
28/10/03	30/10/03	800	1 100		15/01/04	579452	3	4 301.9	1 945.0	530.3	0.0	530.3	3.67	1.98	-17.40	1.96/2.04	1.98	8	83.5440
					15/04/04	582480	6	2 226.9	2 880.0	270.0	90.8	360.8	10.67	2.05	-15.80	2.04/2.09	2.06	6	100.0000
4/11/03	6/11/03	800	1 100		19/02/04	580468	3	2 280.9	2 390.0	385.0	0.0	385.0	6.21	1.98	-18.30	1.97/2.06	1.99	6	100.0000
					14/10/04	588545	12	1 282.5	2 020.0	415.5	0.0	415.5	4.86	2.26	-15.30	2.24/2.29	2.26	9	67.3470
					13/11/2003(*)														
									4 535.6										
18/11/03	20/11/03	800	1 100		19/02/04	580468	3	2 665.9	2 270.0	140.0	21.4	161.4	16.21	1.96	-19.30	1.95/2.03	1.96	3	100.0000
					18/11/04	589550	12	0.0	1 790.0	660.3	86.5	746.8	2.71	2.23	-14.10	2.22/2.27	2.24	9	46.5120
25/11/03	27/11/03	800	1 100		19/02/04	580468	3	2 805.9	1 670.0	330.0	0.0	330.0	5.06	1.97	-18.20	1.97/2.05	1.98	4	100.0000
					18/11/04	589550	12	746.8	2 145.0	500.6	0.0	500.6	4.28	2.29	-11.20	2.28/2.34	2.30	11	20.8330
9/12/03	11/12/03	800	1 100		18/03/04	581474	3	2 537.1	1 205.0	380.0	0.0	380.0	3.17	1.98	-16.90	1.97/2.05	2.00	6	100.0000
					17/06/04	584502	6	1 513.9	1 885.0	420.5	0.0	420.5	4.48	2.07	-12.30	2.06/2.11	2.07	8	44.2310
16/12/03	18/12/03	800	1 100	4 021.3	18/03/04	581474	3	2 917.1	2 135.0	235.0	105.5	340.5	9.09	1.98	-16.50	1.98/2.05	1.99	5	100.0000
					16/12/04	590566	12	0.0	1 570.0	565.9	21.4	587.3	2.77	2.22	-13.30	2.20/2.24	2.23	14	16.2010

(*) L'adjudication du 11 novembre 2003 a été supprimée.

LISTE DES DEALERS EN VALEUR DU TRESOR DE BELGIQUE

PRIMARY DEALERS

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

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

BNP PARIBAS London Branch
10 Harewood Avenue
GB - London NW1 6AA

CITY GROUP GLOBAL MARKETS LIMITED
Citigroup Centre, 33 Canada Square
Canary Wharf
GB - London E14 5LB

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

DEUTSCHE Bank
Grosse Gallusstrasse 10-14
D - 60272 Frankfurt-Am Main

DEXIA Bank N.V.
Boulevard Pachéco, 44
B - 1000 Bruxelles

FORTIS Bank /Banque N.V./S.A.
Montagne du Parc 3
B - 1000 Bruxelles

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

HSBC - CCF
109, avenue des Champs-Elysees
F - 75008 Paris

ING - BELGIUM N.V/S.A.
Avenue Marnix, 24
B - 1000 Bruxelles

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

KBC Bank NV
Havenlaan 12
B - 1080 Brussel

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

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

UBS LTD
100 Liverpool street
GB - London EC2M 2RH

RECOGNIZED DEALERS

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

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

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

**LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL
(EUROPE)**
25, Bank Street
GB - London E14 5LE

NORDEA Bank
Christiansbro
3 Strandgade
PO Box 850
DENMARK

BTB DEALERS

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

WINCHESTER HOUSE
1 Great Winchester Street
GB - London EC2N 2DB

DEXIA Bank S.A./N.V.
Boulevard Pachéco, 44
B - 1000 Bruxelles

FORTIS Bank/ Banque N.V./S.A.
Montagne du Parc, 3
B - 1000 Bruxelles

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

KBC BANK NV
Havenlaan 12
B - 1080 Brussel

UBS LTD
100 Liverpool street
GB - London EC2M 2RH

ETABLISSEMENTS PLACEURS BONS D'ETAT

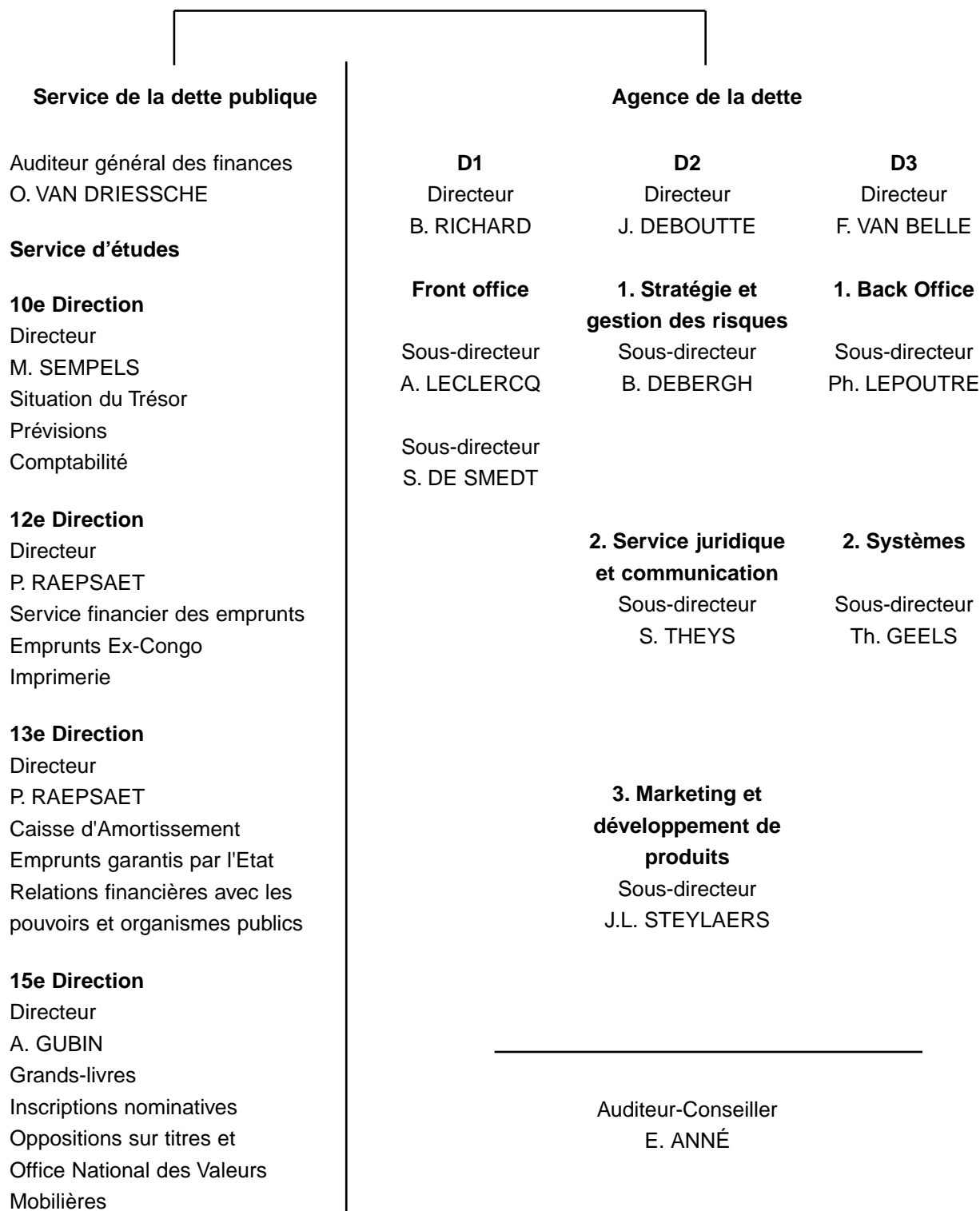
AXA BANQUE BELGIUM	Grote Steenweg, 214 Boulevard du Souverain, 25	2600 BERCHEM - ANTWERPEN 1170 BRUXELLES
BKCP-CREDIT PROFESSIONNEL	Avenue des Arts, 6-9	1210 BRUXELLES
ING BELGIUM	Avenue Marnix, 24	1000 BRUXELLES
CPH BANQUE	Rue Perdue, 7	7500 TOURNAI
CREDIT AGRICOLE	Bld Sylvain Dupuis, 251	1070 BRUXELLES
BANQUE DEGROOF	Rue de l'Industrie, 44	1040 BRUXELLES
DEUTSCHE BANK	Avenue Marnix, 13-17	1000 BRUXELLES
BANQUE DEXIA	Boulevard Pachéco, 44	1000 BRUXELLES
DE BUCK ET CIE, BANQUIERS DE PATRIMOINE	Kouter, 27	9000 GENT
DIERICKX, LEYS ET CIE, BANQUE DE TITRES	Kasteelpleinstraat, 44	2000 ANTWERPEN
BANQUE FORTIS	Montagne du Parc, 3	1000 BRUXELLES
BANQUE KBC	Avenue du Port, 2	1080 BRUXELLES
LELEUX ASSOCIATED BROKERS	Rue du Bois Sauvage, 17	1000 BRUXELLES
BANQUE DE LA POSTE	Rue des Colonies, 56	1000 BRUXELLES
OOSTVLAAMS BEROEPSKREDIET	Dr A. Rubbensstraat, 45	9240 ZELE
VAN DE PUT ET CIE, BANQUE DE TITRES	Mechelsesteenweg, 203	2018 ANTWERPEN
WEST-VLAAMSE BANK	Adriaan Willaertstraat, 9	8000 BRUGGE

Administration de la Trésorerie

ORGANIGRAMME

Jean-Pierre ARNOLDI, Administrateur général
Hiliana COESSENS, Directeur général jusqu'au 31/12/2003.

Département de la Dette



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

Mai 2004

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

Logo et lay-out réalisés par MM TEAM + ACG
© Photos: Filip Overmeire

<http://www.debtagency.be>

