

ROYAUME DE BELGIQUE

Service Public
Fédéral Finances
Administration
de la Trésorerie



DETTE DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

Rapport annuel

2004



RAPPORT ANNUEL 2004

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

Mai 2005

Pour tout renseignement complémentaire:
Service d'études de la Dette à l'adresse ci-dessus indiquée.
(D. Deletrain Tél.: +32 2 233 73 96)

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

<http://www.debtagency.be>



RAPPORT ANNUEL 2004

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

<http://www.debtagency.be>



D/2005/0676/2

Mai 2005

Avant-propos du Ministre des Finances	4
Partie I: Evolutions économiques et finances des pouvoirs publics	6
1. Evolutions économiques internationales et belges	6
2. Evolution des finances de l'ensemble des pouvoirs publics	8
Partie II: Réalisation du plan de financement	15
1. Besoins de financement	15
2. Moyens de financement	15
3. Obligations linéaires	17
3.1. Emissions via syndications et adjudications	17
3.2. Rachat d'obligations linéaires	21
4. Certificats de Trésorerie	22
5. Belgian Treasury Bills ("BTB") en euro et en devises	24
6. Instruments pour les investisseurs privés: Bons d'Etat et OLO pour particuliers ("OLOp")	26
7. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	29



Partie III: Lignes de force de la stratégie de l'Agence de la dette	30
1. Une stratégie axée sur des produits financiers liquides pour les investisseurs professionnels	30
2. Un corps de primary et recognized dealers performants	30
3. Un marché des strips de plus en plus liquide	31
4. Un marché secondaire efficient	33
5. Elargissement de la base des investisseurs	34
6. Un contrôle strict des risques	36

Annexes statistiques

- Les grands chiffres de la dette de l'Etat
- Evolution du taux actuariel moyen pondéré de la dette en euro
- OLO: encours, résultats des émissions, volumes traités sur le marché secondaire, marché des cession-rétrocessions ("repo")
- Certificats de Trésorerie: encours, résultats des émissions, volumes traités sur le marché secondaire, marché des cession-rétrocessions ("repo")
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement: émissions et encours
- Organigramme de l'Agence de la Dette et du Service de la Dette
- Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor pour l'année 2005

J'

ai le grand plaisir de vous présenter le Rapport annuel de la dette fédérale pour l'année 2004.

Les résultats de 2004 se sont pour la Belgique inscrits dans la continuité des objectifs fixés dans le Programme de Stabilité, à savoir réaliser un budget sans déficit et poursuivre la réduction du taux d'endettement. Notre pays se démarque ainsi une nouvelle fois dans le sens positif au sein de la zone euro puisque seuls deux autres pays ont pu faire aussi bien. Le cap de l'assainissement financier a été bien maintenu et le niveau d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics s'est établi à 95.5% du PIB. De 1999 à 2004, ce taux a diminué de près de 20% ce qui représente une réduction moyenne de 4% par an malgré trois années (2001 à 2003) de très faible croissance économique. Cette évolution positive a permis la reprise par l'Etat fédéral de la majeure partie de la dette de la SNCB, un des éléments clés du redressement de cette société, sans mettre en danger la diminution structurelle du taux d'endettement puisque celui-ci devrait atteindre 94.6% à fin 2005. La poursuite de la convergence vers la moyenne européenne est donc en bonne voie.

Ces bons résultats confirment les effets positifs pour la Belgique de la mise en place de l'Union économique et monétaire en 1999. Nous avons bénéficié de la baisse des taux d'intérêt ainsi que de la convergence entre les taux des pays de la zone euro qui en a résulté. Outre cet effet mécanique, la maturité atteinte en matière de gestion de la dette par le Trésor a eu également un effet bénéfique. L'Agence de la dette a continué à utiliser les opportunités offertes par les marchés pour réduire les coûts d'émission et ceci sans augmenter les profils de risque. Cette double évolution se traduit notamment par la diminution constante des charges d'intérêt supportées par le budget qui représentent désormais 4.6% du PIB contre encore plus de 6% en 1999.



Grâce à la bonne performance réalisée sur le plan budgétaire, les besoins de financement du Trésor pour 2004 ont pu être maintenus à des niveaux modérés, en dépit des importants montants qui venaient à échéance au cours de cette année. Sur le plan qualitatif, la satisfaction est aussi de mise en 2004. L'Agence de la dette a poursuivi sa politique d'émission en utilisant au mieux les opportunités sans encourir de risques supplémentaires et elle a une fois de plus mérité la confiance des marchés et des investisseurs. La sensibilité du portefeuille à l'évolution des taux d'intérêt a été diminuée. Le différentiel de taux entre les emprunts de référence belges et ceux des autres grands émetteurs souverains de la zone euro a atteint en 2004 un minimum

de Didier
Reynders,
Ministre des
Finances



historique: 4 points de base entre l'OLO belge à 10 ans et le BUND allemand de même maturité. Le risque de change est désormais marginal et son élimination par la suppression du solde de la dette en devises se poursuit conformément à l'objectif qui a été fixé. A l'étranger aussi, les titres de la dette belge suscitent un intérêt accru grâce notamment à la grande liquidité qu'ils offrent aux investisseurs institutionnels, soucieux de diversifier leurs placements en titres souverains de qualité. Je voudrais particulièrement relever la percée dans les marchés d'Extrême-Orient qui avait été entamée il y a quelques années dans le cadre de la politique de diversification de la détention de la dette et qui s'est encore renforcée en 2004.

Cette situation dont je me réjouis aujourd'hui est le fruit d'une adaptation constante des techniques d'émission sur le marché primaire et du fonctionnement du marché secondaire. La mise en place d'indicateurs critiques de performance comme instrument de gestion fournira à la direction de l'Agence de la dette un complément utile aux directives générales arrêtées annuellement. Aussi réjouissante cette évolution soit-elle, elle n'en oblige pas moins le Trésor de rester à l'écoute des marchés et d'être prêt à continuer à s'adapter en fonction des conditions prévalant sur ceux-ci mais aussi des décisions politiques.

Je me félicite aussi que, grâce à la mise en place de l'Agence de la dette, un centre d'expertise financière ait été créé au sein du Trésor. Il s'agit d'un instrument précieux non seulement pour la gestion opérationnelle de la dette fédérale mais aussi plus largement dans d'autres dossiers financiers importants que le gouvernement met en œuvre, comme la reprise de la dette de la SNCB ou la gestion des liquidités du Fonds de vieillissement.

Grâce à la combinaison de finances publiques solides et d'une gestion dynamique de la dette, la Belgique peut voir l'avenir avec confiance au sein de l'Union européenne.

Le Ministre des Finances

Didier Reynders

EVOLUTION ECONOMIQUE ET FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2004

1. Evolutions économiques internationales et belges

La reprise de l'économie mondiale entamée à la mi-2002 s'est poursuivie en 2004 avec une croissance du PIB mondial estimée à 5% pour l'année sous revue. Cette croissance considérable a été tirée principalement par les locomotives économiques que sont les Etats-Unis et les pays émergents d'Asie, en particulier la Chine.

Les déficits courant et budgétaire des Etats-Unis ont toutefois constitué un motif d'inquiétude en raison de la pression qu'ils exercent sur les marchés internationaux des capitaux. Ils ont été en partie financés par des investisseurs de la zone euro et d'Asie, qui ont placé une partie de leurs avoirs en titres américains à revenus fixes, ainsi que par des autorités monétaires asiatiques, qui ont accumulé des réserves de change en dollar. Ces considérables entrées de capitaux ont exercé un effet à la baisse sur les taux américains à long terme. Ceux-ci sont, en effet, restés relativement bas en regard des déficits courant et budgétaire américains ainsi qu'au vu de la croissance économique (hausse du PIB de 4.4%). Le niveau élevé des cours pétroliers, résultant d'une forte demande chinoise et américaine, a sans doute pesé sur les attentes en matière de croissance et expliquerait également le niveau relativement peu élevé des taux américains à long terme.

Les taux à court terme américains, quant à eux, ont suivi un profil haussier au gré des décisions de la Réserve fédérale tenant compte du renforcement de l'économie américaine et en particulier des meilleures conditions du marché du travail, ainsi que de certaines tensions inflationnistes. Sur l'année 2004, le taux des "Fed Funds" a ainsi augmenté de 125 points de base pour passer à 2.25% à la fin de l'année.

En ce qui concerne le cours de change du dollar US, il a fluctué à la baisse au début 2004 à la suite des inquiétudes du marché suscitées par l'ampleur du déficit courant américain. Les pressions se sont atténuées en avril sous l'effet des attentes positives en matière de croissance économique ainsi que des possibles hausses de taux de la Réserve Fédérale. A la fin de l'année, l'importance du déficit courant exerça à nouveau des pressions baissières sur le dollar.

Dans la zone euro, la reprise économique entamée en 2003 s'est poursuivie en 2004 (+2%), essentiellement tirée par la demande extérieure. L'on notera que les cours du pétrole - qui alourdissent les coûts de production des entreprises, font baisser le revenu disponible réel des ménages et peuvent aussi affecter les exportations en diminuant la demande mondiale - ont pesé sur l'économie de la zone euro avec un affaiblissement ressenti particulièrement au second semestre de l'année 2004.

Les taux à long terme de la zone euro ont suivi une évolution plus stable que celle des taux américains au cours des dix premiers mois de 2004 mais, contrairement à ceux-ci, ils ont continué à baisser, dans les derniers mois de l'année, à des niveaux historiquement bas. Ces différences d'évolution entre les taux de ces deux espaces économiques se sont traduites par un élargissement sensible du différentiel de taux à long terme USD/EUR qui est passé de 0.1% à 0.6% entre janvier et décembre 2004. Elles reflètent le décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et la zone euro et une divergence quant aux anticipations d'inflation à long terme.

Contrairement à la situation aux Etats-Unis, les taux à court terme de la zone euro sont restés très stables en 2004, année au cours de laquelle la BCE n'a pas modifié ses taux directeurs, en raison du

*Croissance mondiale
considérable*

Evolution économique et finances publiques

maintien de perspectives d'évolution des prix conformes à l'objectif de stabilité, malgré la hausse des cours pétroliers, qui a porté l'inflation à 2.1% en moyenne en 2004. La poursuite de l'appréciation de l'euro, la persistance du chômage et la modération salariale ont, en effet, contribué à freiner la pression intérieure sur les prix.

En Belgique, l'amélioration de la conjoncture s'est poursuivie pendant l'année 2004 qui affiche un taux de croissance du PIB de 2.7%. Il s'agit d'une bonne performance en regard de la croissance moyenne dans la zone euro (+2%). La bonne tenue des exportations (+6%) mais également la demande intérieure et plus particulièrement la consommation privée (+2.1%), soutenue entre autres par les réductions d'impôts et par une diminution de la propension à épargner des ménages, dans un contexte de soutien de la confiance des consommateurs, ont contribué aux bons résultats enregistrés par l'économie belge. La vigueur des importations, par contre, a eu pour effet que

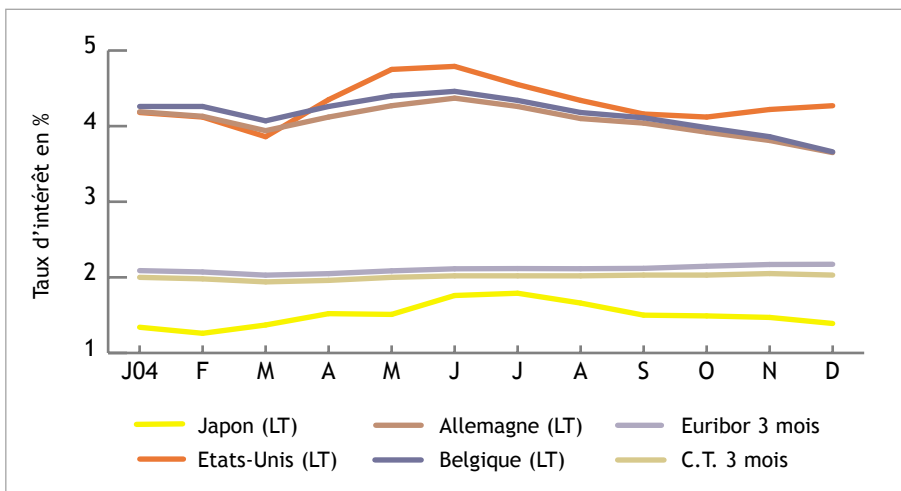
la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été légèrement négative en 2004. Les investissements des entreprises ainsi que la consommation, les investissements publics et les variations de stock ont également apporté leur soutien à la croissance.

En dépit de la hausse des cours pétroliers, l'inflation est demeurée limitée en Belgique (1.9% en 2004 contre 1.5% en 2003) sous l'influence de l'appréciation de l'euro et de l'évolution modérée des coûts du travail.

Le traditionnel talon d'Achille de la Belgique, à savoir le chômage, est en légère hausse en 2004. Le taux de chômage harmonisé, mesuré par le pourcentage de demandeurs d'emploi par rapport à la population active, est en effet passé de 8.2% en 2003 à 8.6% en 2004, et ce en dépit de l'amélioration du climat conjoncturel et de la création de quelque 31 000 nouveaux postes de travail.

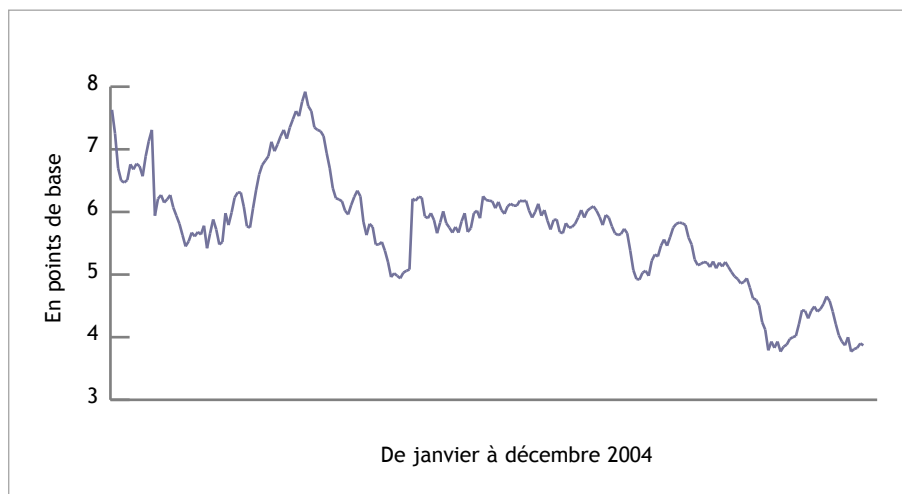
1

Moyennes des taux d'intérêt à 3 mois et moyenne des rendements des emprunts de référence à 10 ans en 2004



2

Différentiels de taux entre les "Bunds" et les OLO à 10 ans sur une base journalière en 2004 ("asset swap spreads")



Les taux d'intérêt en Belgique ne se sont guère écartés de la moyenne de la zone euro. Le segment du court terme a affiché une évolution très stable. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois ont ainsi évolué, en moyenne, autour de 2%.

Dans le segment du long terme, l'OLO à 10 ans a affiché un profil haussier au deuxième trimestre de l'année, en passant, en moyenne, de 4.26% à 4.46% entre janvier et juin 2004 pour ensuite redescendre à un niveau historiquement bas de 3.66% à la fin de l'année. Le différentiel d'intérêt entre les emprunts de référence belges et allemands est resté très étroit tout au long de l'année pour atteindre moins de quatre points de base en moyenne à fin décembre 2004. L'on notera que 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.

Les charges d'intérêt sur la dette de l'Etat fédéral ont à nouveau diminué en termes absolus, revenant de 14.52 milliards en 2003 à 13.07 milliards d'EUR en 2004. Cette évolution résulte essentiellement de la baisse continue, ces dernières années, du taux d'intérêt

moyen pondéré de la dette de l'Etat fédéral, qui est passé de 5.05% en 2003 à 4.8% en 2004, ainsi que de la bonne gestion de la dette par le Trésor.

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2004

2.1. L'application du programme de stabilité 2004-2007

Depuis l'année 2000, le budget de l'ensemble des pouvoirs publics est clôturé en équilibre ou en léger excédent. Le gouvernement issu des élections du printemps 2003 a réaffirmé sa volonté de respecter l'équilibre budgétaire corrigé du cycle ou de réaliser un léger excédent, dans la ligne des orientations du pacte de stabilité et de croissance.

Le budget 2004 prévoyait ainsi à nouveau l'équilibre. Il intégrait par ailleurs un certain nombre de mesures, en particulier de réduction de la pression fiscale ou parafiscale sur le travail, qu'il s'agisse de la poursuite de la mise en œuvre de la réforme de l'impôt des personnes physiques ou d'un renforcement de la réduction des cotisations sociales patronales.

Taux d'intérêt belges relativement stables

1

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

	2003	2004	
	Réalisations	Objectifs (1)	Estimations
Ensemble des pouvoirs publics			
° solde de financement	0.3	0.0	0.0
° surplus primaire	5.7	5.1	4.9
Entité I			
° solde de financement	-0.1	-0.3	-0.4
° surplus primaire	4.9	4.2	4.1
Entité II			
° solde de financement	0.4	0.4	0.4
° surplus primaire	0.9	0.8	0.8

*Un budget en
équilibre*

(1) Programme de stabilité 2004-2007

Lors de l'élaboration du budget 2004, les premiers signes d'une reprise de l'activité économique étaient perceptibles. Néanmoins, tout en intégrant une accélération par rapport à 2003, la croissance avait été estimée avec prudence à 1.8%. Au fil du temps, le rythme de la reprise s'accélérait, les prévisions de croissance pour 2004 ont été révisées à la hausse, à 2% lors du contrôle budgétaire du printemps 2004 et 2.4% lors de l'élaboration du budget 2005, à l'automne. Au début de l'année 2005, enfin, la croissance économique, à prix constants, fut estimée à 2.7% pour 2004.

Grâce à cette croissance relativement soutenue, l'équilibre budgétaire a pu être à nouveau atteint en 2004, sans un apport important de recettes non fiscales exceptionnelles, lesquelles avaient influencé favorablement le solde en 2003. La croissance a en effet entraîné, entre autres, une progression soutenue des recettes fiscales, supérieure aux premières estimations.

Evolution au niveau des sous-secteurs

Sur base des données disponibles en mars 2005, les réalisations, tant au niveau de l'Entité I que de l'Entité II se sont établies au voisinage immédiat des objectifs fixés dans le Programme de stabilité. L'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) se situerait légèrement en deçà, en enregistrant un besoin de financement de 0.4% du PIB (en définition SEC 95), en regard d'un objectif de 0.3%. L'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux), quant à elle, aurait réalisé un surplus de 0.4% conforme aux objectifs qui lui étaient assignés.

Une situation similaire se retrouve au niveau du surplus primaire, qui atteindrait 4.1% du PIB pour l'Entité I, l'objectif fixé dans le Programme de stabilité étant de 4.2%, et 0.8% pour l'Entité II, ce qui correspond à l'objectif assigné.

2

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

	2003 Réalizations	2004 Estimations
Recettes (1)	52.2	50.1
dont Recettes fiscales et parafiscales	45.7	45.8
dont Recettes fiscales	31.3	31.7
Dépenses primaires (2)	46.5	45.3
Solde primaire (3=1-2)	5.7	4.9
Charges d'intérêt (4)	5.4	4.9
Solde de financement (5=3-4)	0.3	0.0

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

Recettes et dépenses

En pour cent du PIB, les recettes des pouvoirs publics ont affiché un recul sensible, de l'ordre de 2 points de pour cent, en 2004. Ce recul est essentiellement le reflet de l'influence que la reprise du fonds de pensions de Belgacom par l'Etat fédéral avait eu sur les recettes non fiscales en 2003. En proportion du PIB, les recettes fiscales et parafiscales ont très légèrement augmenté en 2004, passant de 45.7 à 45.8%.

Cette augmentation est une conséquence du renforcement de la croissance économique. Elle provient des recettes fiscales, qui passent de 31.3 à 31.7% du PIB, malgré la poursuite de la mise en œuvre de la réforme de l'impôt des personnes physiques. La progression fut particulièrement sensible, dépassant les prévisions, pour les impôts indirects (TVA, droits d'enregistrement, accises, ...) et l'impôt

des sociétés. La progression des recettes de l'impôt des personnes physiques fut plus modérée, ces recettes reflétant l'impact de la réforme fiscale et se ressentant de l'évolution de l'emploi, qui ne réagit à la reprise qu'après un certain délai.

Les cotisations sociales ont légèrement diminué en 2004 en conséquence des mesures d'allégement du coût indirect du travail, et compte tenu de l'évolution de l'emploi.

Les dépenses primaires ont nettement diminué passant de 46.5% du PIB en 2003 à 45.3%. Cette diminution traduit pour une large part (à hauteur de 0.8% du PIB environ) de simples opérations comptables, à savoir le glissement d'une partie de la dotation accordée à la SNCB de l'année 2004 vers 2003.

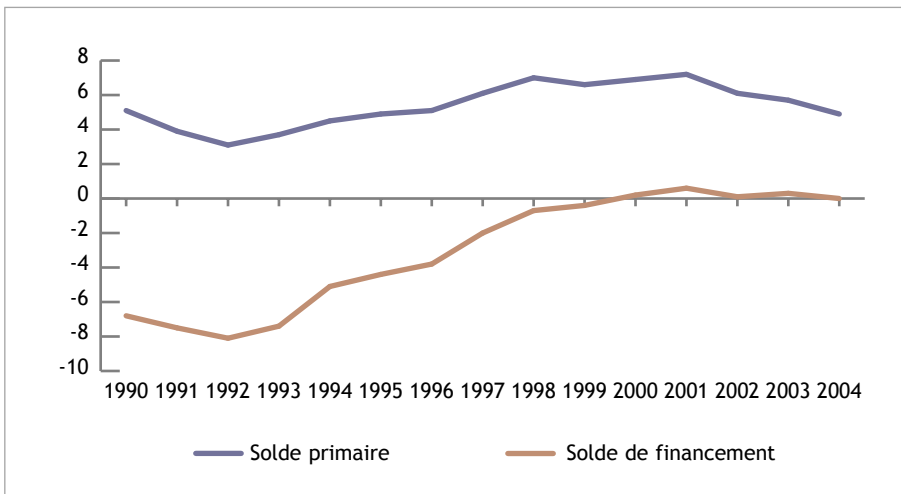
Les évolutions respectives des recettes et des dépenses ont conduit à un tassement de l'excédent primaire qui est passé de 5.7 à 4.9% du PIB.

Le poids des charges d'intérêt a une fois encore connu une forte baisse en 2004, passant de 5.4 à 4.9% du PIB. Cette baisse est due tant à la diminution du taux d'intérêt implicite, qui est passé de 5.3% en 2003 à 5.1% environ, qu'à la réduction du taux d'endettement.

En 2003, le taux d'endettement, exprimé en pour cent du PIB, était passé juste sous la barre des 100%. A fin 2004, il est revenu à 95.5%, la réduction étant ainsi très proche de celle prévue dans le programme de stabilité 2004-2007 malgré une moindre baisse du taux d'intérêt implicite.

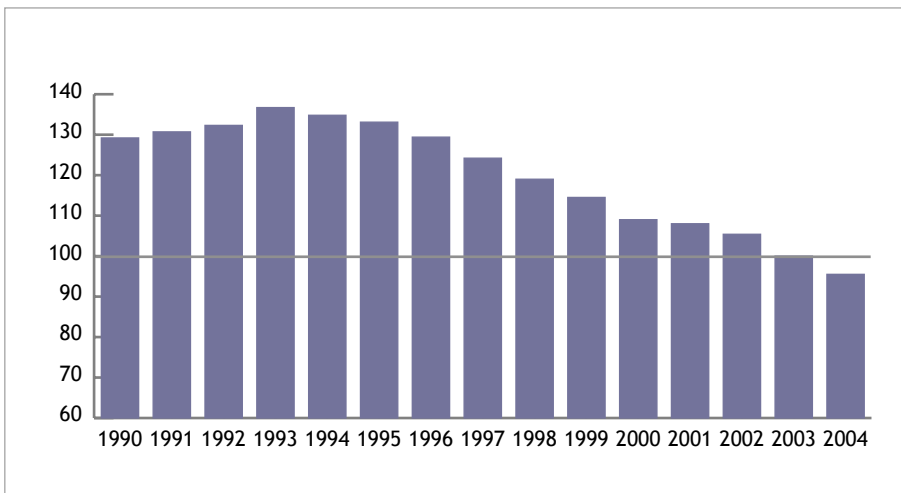
3

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



4

Evolution du taux d'endettement de 1990 à 2004
(en % du PIB)



La Belgique figure à nouveau en 2004 dans le groupe restreint des pays de la zone-euro qui ont réalisé un équilibre ou un surplus budgétaire, en compagnie de l'Irlande et de la Finlande. Ces trois pays sont également les seuls dans la zone qui, selon les estimations de la Commission européenne, réalisent un excédent budgétaire après correction pour les effets du cycle économique.

Par ailleurs, le processus de convergence progressive du taux d'endettement de la Belgique vers la moyenne européenne se poursuit. En moyenne, dans la zone euro, ce taux a, à nouveau, augmenté en 2004 (+0.5 point de pour cent), atteignant 71.3%, tandis qu'il baissait de 4.5 points de pour cent en Belgique.

2.2. Le programme de stabilité 2005-2008

Comme le programme précédent, dont il constitue l'actualisation, le programme de stabilité 2005-2008 s'inscrit dans la

ligne des orientations budgétaires définies lors de la formation du gouvernement issu des élections de mai 2003. L'équilibre budgétaire et une réduction continue du taux d'endettement en demeurent les objectifs essentiels. S'y ajoute le souci de dégager des moyens pour certains objectifs prioritaires.

Ce programme a été préparé dans le contexte d'une arrivée accélérée au sommet du cycle conjoncturel, dès 2004, ce qui implique une croissance en 2005 légèrement plus faible que ce qui était prévu.

L'ampleur de cette révision est cependant limitée. Elle n'empêche pas le maintien de l'objectif d'équilibre pour le budget en 2005 et, au-delà, de la trajectoire esquissée dans le programme 2004-2007. Pour 2006, un équilibre est donc à nouveau prévu, et un solde positif de 0.3% du PIB est retenu comme objectif pour 2007. L'objectif d'un

3

Evolution budgétaire des différents sous-secteurs des pouvoirs publics dans le programme de stabilité 2005-2008 (en % du PIB) (1)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Réalisations	Estimations	Objectifs			
Ensemble des pouvoirs publics						
° Surplus primaire	5.7	4.9	4.5	4.4	4.5	4.7
° Charges d'intérêt	5.4	4.9	4.5	4.4	4.2	4.1
° Solde de financement	0.4	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6
Entité I						
° Surplus primaire	4.9	4.0	3.8	3.9	3.9	4.0
° Charges d'intérêt	4.9	4.4	4.1	4.0	3.8	3.7
° Solde de financement	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.3
Entité II						
° Surplus primaire	0.9	0.9	0.7	0.5	0.6	0.7
° Charges d'intérêt	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
° Solde de financement	0.4	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3

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

surplus de 0.6% du PIB, présenté pour 2008, est cohérent avec la trajectoire pluriannuelle de moyen terme recommandée dans les Avis du Conseil supérieur des Finances.

Comme par le passé, l'engagement est pris dans le programme de consacrer prioritairement une éventuelle marge de manœuvre, due à une croissance économique plus favorable que prévu, à l'amélioration du solde de financement.

La réforme de l'impôt des personnes physiques atteindra sa vitesse de croisière en 2006. Jusqu'à cette année-là, la pression fiscale diminuera sensiblement, avant de se stabiliser approximativement. Quant aux cotisations sociales, elles fléchiront encore en 2005 suite à l'entrée en vigueur d'une nouvelle tranche de réductions. A partir de 2006, elles subiront par contre une légère pression à la hausse due à un relèvement des cotisations des indépendants concomitant à l'extension de leur assurance maladie aux petits risques.

Globalement, la pression fiscale et parafiscale devrait donc baisser jusqu'en 2006 et pourrait se relever ensuite marginalement.

Du côté des dépenses, l'accord gouvernemental au niveau fédéral prévoit que les dépenses primaires sont soumises à une norme de croissance moyenne de 1.2% en termes réels, à l'exception du réinvestissement dans les entreprises publiques. En ce qui concerne la Sécurité sociale, à une augmentation des dépenses de soins de santé devraient répondre une baisse des dépenses de chômage et un ralentissement temporaire de la progression des dépenses de pensions. Le ratio des dépenses primaires s'inscrirait donc en légère baisse entre 2004 et 2008, un léger ressaut

temporaire étant cependant marqué en 2005.

La réduction des charges d'intérêt se poursuivra mais à un rythme ralenti du fait de l'extinction progressive de la baisse du taux d'intérêt implicite. Cette réduction reflète dès lors la diminution du taux d'endettement.

Dans les conditions conjoncturelles et budgétaires prévues dans le programme de stabilité, le taux d'endettement public poursuivra une baisse qui est un objectif essentiel de la politique budgétaire belge. Il passerait de 100% en 2003 aux alentours de 84% en 2008, malgré l'intégration de dettes de la S.N.C.B. dans la dette publique à hauteur de 2.5% du PIB en 2005, qui provoque un affaiblissement apparent et temporaire de la tendance baissière.

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% 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 dans le but de financer l'accroissement des dépenses de pensions au cours de la période 2010-2030. Il peut être alimenté par des surplus budgétaires, des excédents de la sécurité sociale ou des recettes non fiscales. Fin 2004, ses ressources étaient de l'ordre de 12 milliards d'euros, soit 4% du PIB. Le gouvernement s'est fixé pour objectif de les porter à 13 milliards d'ici à 2007 (voir aussi le point 7, page 29 sur les bons du Trésor - Fonds de vieillissement).

La réduction du taux d'endettement entraîne la baisse des charges d'intérêt. Une marge budgétaire est ainsi créée qui conjointement à la réduction progressive

des surplus accumulés devrait permettre, après 2010, d'absorber les coûts budgétaires du vieillissement, sans devoir comprimer d'autres dépenses ou infléchir la politique fiscale.



REALISATION DU PLAN DE FINANCEMENT

1. Besoins de financement en 2004

Pour l'année 2004, les besoins de financement du Trésor se sont élevés à 31.86 milliards d'EUR. Ce niveau relativement élevé s'explique par les importants versements réalisés au profit du Fonds de vieillissement à hauteur de 7.80 milliards d'EUR. Il s'agit essentiellement de montants résultant de la reprise du fonds de pension de Belgacom par l'Etat, de l'opération portant sur le FADELS à la fin 2003 ainsi que de la décision du gouvernement de transférer ces sommes au Fonds de vieillissement. Ces transferts ont été repris dans les besoins de financement du Trésor mais n'ont pas donné lieu à un financement externe étant donné que les fonds ont directement été replacés auprès de la Trésorerie via des émissions de "bons du Trésor - Fonds de vieillissement". Sans ces transferts, les besoins de financement n'auraient pas dépassé 24.06 milliards d'EUR.

Ce sont les montants arrivés à échéance sur la dette à moyen et long termes qui ont généré la partie la plus importante du besoin de financement (21.14 milliards d'EUR). Les rachats sur les titres échéant en 2005 (4.50 milliards d'EUR) ainsi que le déficit budgétaire fédéral (6.19 milliards d'EUR, comprenant les transferts vers le Fonds de vieillissement, mentionnés plus haut) sont autant d'autres facteurs expliquant le besoin de financement.

Les besoins de financement réalisés ont été moins importants qu'initialement prévus. D'une part, l'opération du FADELS a apporté des moyens supplémentaires au début de l'année 2004 et, d'autre part, le déficit budgétaire fédéral et les rachats de titres se sont révélés être moins importants qu'initialement estimés.

2. Moyens de financement en 2004

Pour faire face à ses besoins de financement en 2004, le Trésor a essentiellement eu recours à des ressources à moyen et long termes. Les OLO en ont constitué la majeure partie avec un montant émis de 22.36 milliards d'EUR. Le montant de 7.80 milliards d'EUR en "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" correspondait à ce qui a été versé au Fonds de vieillissement. Les produits destinés aux particuliers (bons d'Etat et, dans une moindre mesure, les OLOp) ont permis de récolter 0.88 milliard d'EUR.

Par ailleurs, l'encours des certificats de Trésorerie a légèrement diminué (-0.14 milliard d'EUR) tout comme celui de la dette à court terme en devises (-0.05 milliard d'EUR). Seule la variation nette dans d'autres dettes à court terme et dans les actifs financiers a encore contribué au financement à hauteur d'un milliard d'EUR.

Dans le courant de l'année sous revue, le programme d'émission a été revu à deux reprises afin de tenir compte des estimations à la baisse en matière de besoins. C'est ainsi qu'en janvier 2004, les émissions d'OLO ont été ramenées de 27.90 milliards à 26 milliards d'EUR et, en octobre 2004, à 23 milliards d'EUR. La dernière adaptation résultait du souhait du Trésor de diminuer les surplus de caisse.

Solde net à financer limité

4

Le financement du Trésor en 2004 (en milliards d'EUR)

	Budget 2004 (1)	Réalisation au 31/12/2004
I. Solde brut à financer 2004	33.67	31.86
1. Besoins de financement 2004	29.14	27.33
Déficit budgétaire (2):	8.00	6.19
<i>Y compris les transferts au Fonds de vieillissement</i>	7.80	7.80
Dette venant à échéance en 2004	21.14	21.14
- Dette à moyen et long termes en EUR	20.07	20.08
- Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	1.07	1.06
2. Préfinancement prévu (obligations à échéance en 2005 ou ultérieurement)	4.24	4.50
Rachats (3)	4.24	4.50
3. Autres besoins de financement (4)	0.29	0.03
II. Moyens de financement 2004	31.80	31.05
1. Emissions à moyen et long termes en EUR	31.80	31.05
OLO	23.00	22.36
Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	7.80	7.80
Bons d'Etat - OLOp	1.00	0.88
Divers (5)	0.00	0.02
2. Emissions à moyen et long termes en devises	0.00	0.00
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises	0.00	-0.05
IV. Variation dans le stock des certificats de Trésorerie (6)	-0.18	-0.14
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers (7)	2.05	1.00

(1) Réestimation du mois d'octobre 2004

(2) Le déficit budgétaire est un paramètre dépendant de facteurs saisonniers. Ainsi, par exemple, les recettes fiscales sont sensiblement plus élevées dans le second semestre de l'année que dans le premier.

(3) Au 1er janvier 2004, la dette à moyen et long termes échéant en 2005 s'élevait à 24.11 milliards d'EUR.

(4) Y compris les options "put" exercées sur les bons d'Etat ainsi que les remboursements nets de bons du Trésor représentant la participation de la Belgique dans divers organismes internationaux.

(5) Y compris les émissions nettes de bons du Trésor représentant la participation de la Belgique dans divers organismes internationaux.

(6) Encours du stock de certificats de Trésorerie le 01/01/2004: 26.16 milliards d'EUR.

(7) Cette rubrique contient les instruments de financement résiduel utilisé en complément des certificats de Trésorerie mentionnés dans la section précédente. Un chiffre positif représente une augmentation du stock de financement résiduel et/ou une diminution des actifs financiers.

En raison d'arrondis, la somme des éléments peut ne pas correspondre au total mentionné.

3. Obligations linéaires (OLO)

3.1. Emissions via syndications et adjudications

En 2004, le Trésor belge a émis des OLO pour un montant de 22.36 milliards d'EUR. A chaque fois, il a fait appel à un syndicat de primary dealers pour le lancement de ses deux emprunts de référence (les "benchmarks"). Durant l'année, le Trésor a également organisé quatre adjudications d'OLO.

A l'instar des années précédentes, le Trésor a lancé la syndication d'un nouvel emprunt de référence à 10 ans au mois de janvier. L'OLO 43, portant comme échéance finale le 28 septembre 2014, a été placée par un syndicat ayant comme "lead-managers" les primary dealers CALYON, Goldman Sachs et ING. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement respectivement en tant que "co-lead managers" et membres du "selling group". Le montant total des ordres (11.3 milliards d'EUR) a largement dépassé le montant finalement émis (5 milliards d'EUR).

Le coupon de cette OLO a été fixé à 4.25% et le prix d'émission à 99.783%, ce qui correspond à un "pricing" de seulement 13 points de base au-dessus de l'emprunt de référence allemand à 10 ans (en l'occurrence, le "Bund" à 4.25% avec échéance finale le 4 janvier 2014) et ce en dépit d'une différence de maturité de près de 10 mois. L'émission a également bénéficié d'une "prime de benchmark" de 1 point de base par rapport à la courbe des OLO.

Pour l'allocation des ordres, le Trésor a, à nouveau, eu recours au système du "mixed pot". Comme pour les syndications précédentes, ce système a permis de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du "book-building" et de l'allocation. Un contrôle de qualité a été effectué sur la majorité des souscriptions permettant ainsi d'éviter les doubles souscriptions en provenance d'investisseurs travaillant avec plusieurs primary dealers. L'ensemble du processus a ainsi contribué à améliorer la qualité de l'allocation et a, en outre, donné la possibilité au Trésor de mieux orienter, tant géographiquement que sur le plan du type d'investisseurs, le placement des ordres.

Un nouvel emprunt de référence à 10 ans

Mixed pot syndication

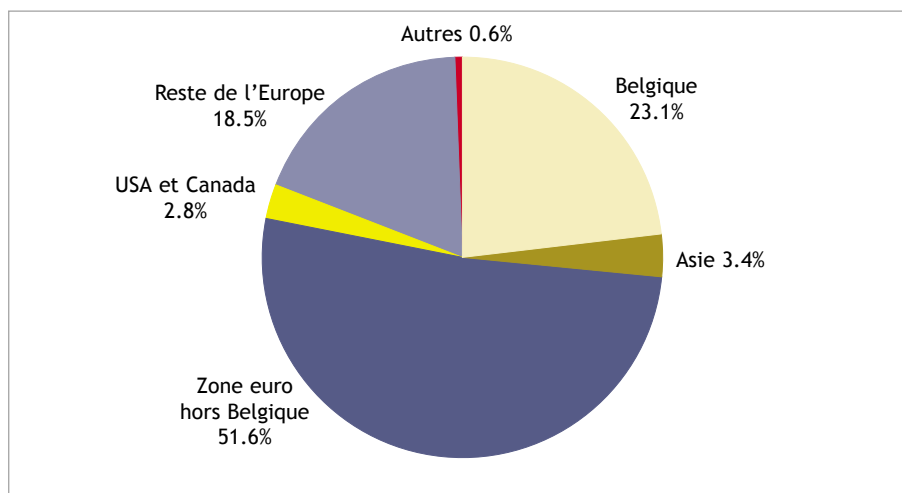
Dans le cas d'une "mixed pot syndication" comme dans celui d'une "pot syndication" normale, le Trésor bénéficie d'une transparence absolue pour ce qui est de l'identité de l'acheteur. Il y a toutefois deux différences avec la "pot syndication" normale qui font que le contrôle sur l'allocation n'est pas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

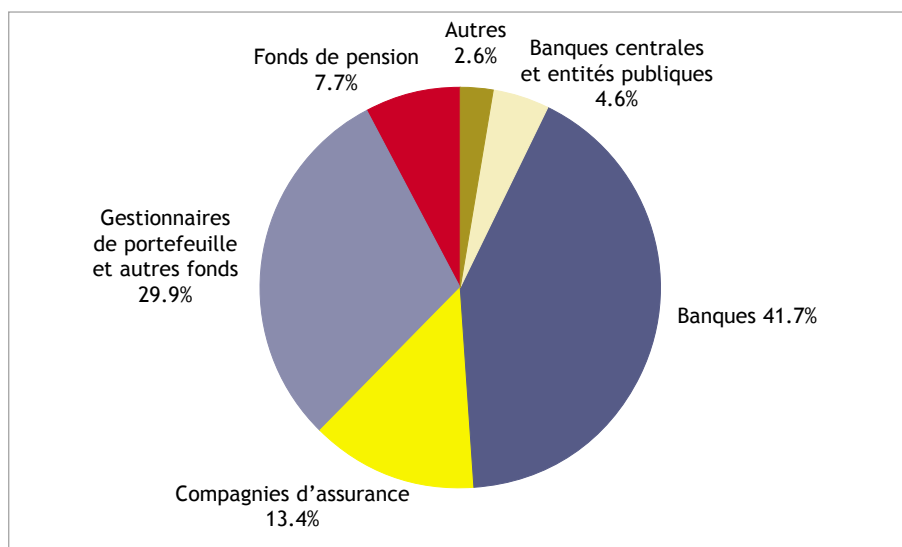
5

Distribution géographique de l'OLO 43 (28/09/2014)



6

Répartition de l'OLO 43 par type d'investisseurs



Plus de 75% de l'emprunt a été placé en dehors de la Belgique et plus de 25% en dehors de l'eurozone. Les banques et les gestionnaires de portefeuilles représentent la plus grosse part des ordres mais il faut noter également que plus de 20% du placement s'est retrouvé aux mains de compagnies d'assurance et de fonds de pension. Au total, les ordres ont ainsi été alloués à 231 investisseurs différents.

Afin de répondre à une forte demande de la part des investisseurs pour des

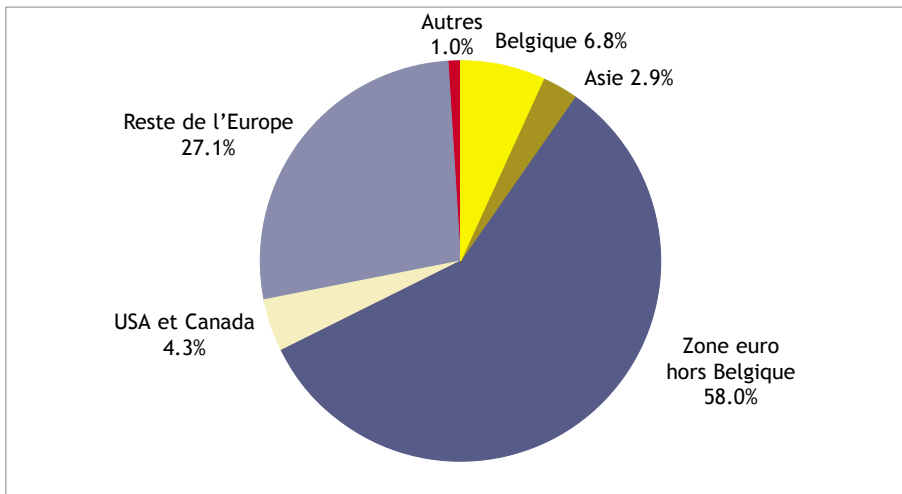
maturités à très long terme, le Trésor a décidé, en mai 2004, d'émettre un nouvel emprunt de référence à 30 ans.

C'est ainsi que l'OLO 44, avec comme échéance finale le 28 mars 2035 et portant un coupon de 5%, a été émise au prix de 98.842%. Ceci correspond à un "pricing" de seulement 8 points de base au-dessus de l'emprunt de référence allemand, avec comme échéance finale le 4 juin 2034 mais doté d'une maturité plus courte de 9 mois.

*Un nouvel emprunt
de référence
à 30 ans*

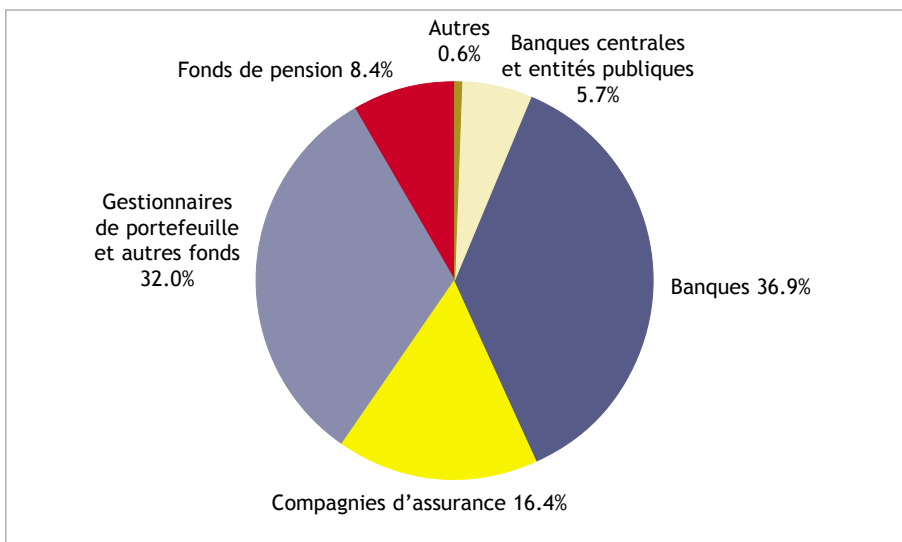
7

Distribution géographique de l'OLO 44 (28/03/2035)



8

Répartition de l'OLO 44 par type d'investisseurs



Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "lead-managers" les quatre primary dealers suivants: Deutsche Bank, Fortis, JP Morgan et Société Générale. En 48 heures, le montant total des ordres a atteint 10.48 milliards d'EUR en raison de l'extrême diversité des investisseurs. Compte tenu du succès de l'opération, le Trésor a augmenté le montant initialement envisagé pour le porter à 5 milliards d'EUR. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance ont souscrit à près de 25% de cet emprunt tandis qu'une grosse partie a été prise dans les portefeuilles ALM bancaires.

Pour ce qui est de la répartition géographique, 94% des ordres ont été placés en dehors de la Belgique, principalement en France (26%), au Royaume-Uni (19%), en Italie (11%) et aux Pays-Bas (10%).

L'on notera qu'à l'occasion des deux syndications un "duration manager" a été désigné: ING pour l'OLO 43 et Deutsche Bank pour l'OLO 44. Leur tâche a consisté à limiter la volatilité au moment du "pricing".

Adjudications compétitives

Lors de chaque adjudication, le Trésor propose les trois maturités classiques, sauf si les circonstances de marché ne le permettent pas, en émettant des OLO à moyen, long et très long termes. Etant donné que le deuxième emprunt de référence émis en 2004 avait une maturité de 30 ans, le Trésor a décidé de rouvrir dans le segment du 5 ans l'OLO 32 (3.75% - mars 2009) et de la proposer aux adjudications. Cette réouverture s'inscrivait dans le cadre de la stratégie visant à ne pas seulement être présent dans le segment du 10 ans mais également, dans la mesure du possible, dans celui du 5 ans.

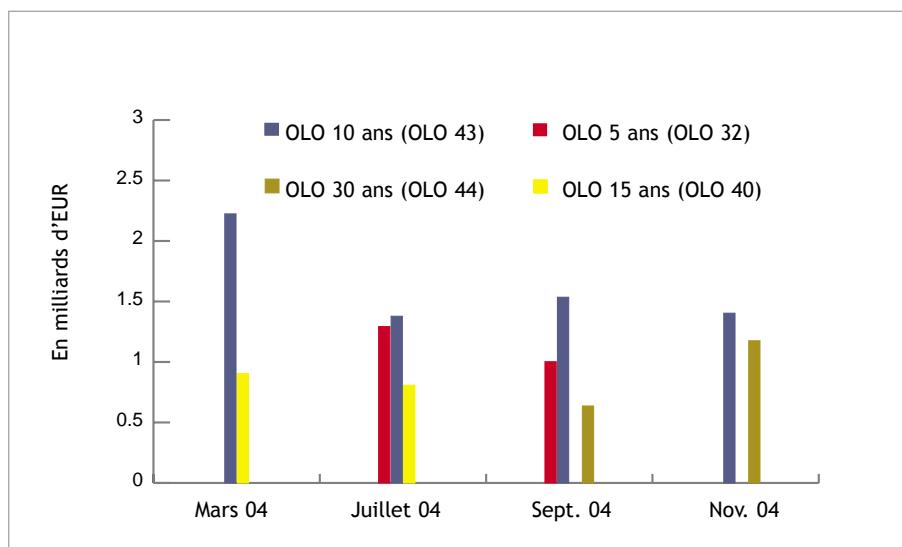
Lors des quatre adjudications de 2004, l'OLO 32 a été proposée à deux reprises, l'OLO de référence à 10 ans (OLO 43) à quatre reprises, l'OLO de référence à 15 ans (OLO 40) à deux reprises et enfin, l'OLO de référence à 30 ans (OLO 44) à deux reprises et ce, à chaque fois, après consultation des primary dealers.

Par ailleurs, le "bid to cover ratio" des quatre adjudications s'est élevé à 2.15, ce qui reste dans la ligne des résultats des années précédentes (2.23 en 2003 et 2.19 en 2002).

Comme on le sait, en contrepartie de leur participation active au marché primaire, les primary dealers ont le droit de participer aux souscriptions non compétitives. Ils peuvent ainsi, à concurrence d'un pourcentage déterminé de leurs offres acceptées, acquérir 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 3.55 milliards d'EUR dont seulement 3.4% ont été effectivement exercés (contre 44.7% en 2003). L'exercice de ce droit dépend exclusivement des conditions du marché au moment de la tenue du tour non compétitif. Etant donné l'augmentation des taux intervenue immédiatement après les adjudications des mois de mars, juillet et novembre, les primary dealers ont renoncé à leur droit au tour non compétitif.

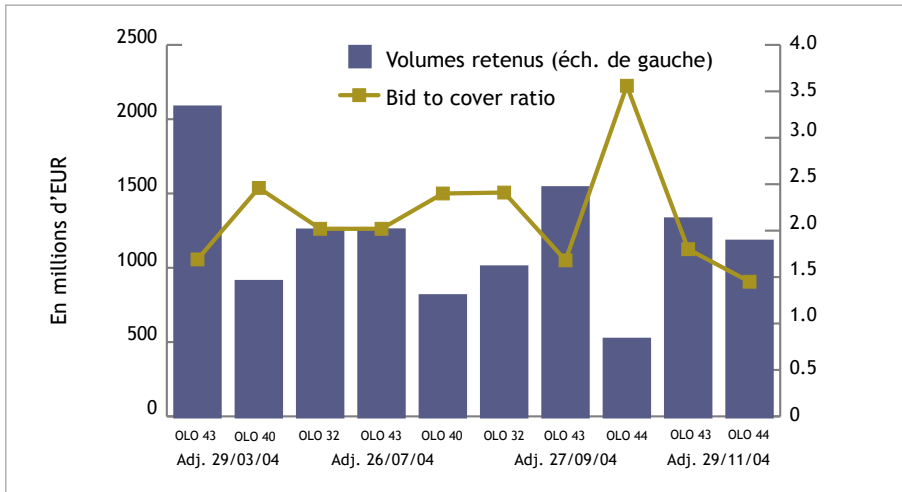
9

Répartition des émissions à 5, 10, 15 et 30 ans
lors des adjudications d'OLO en 2004



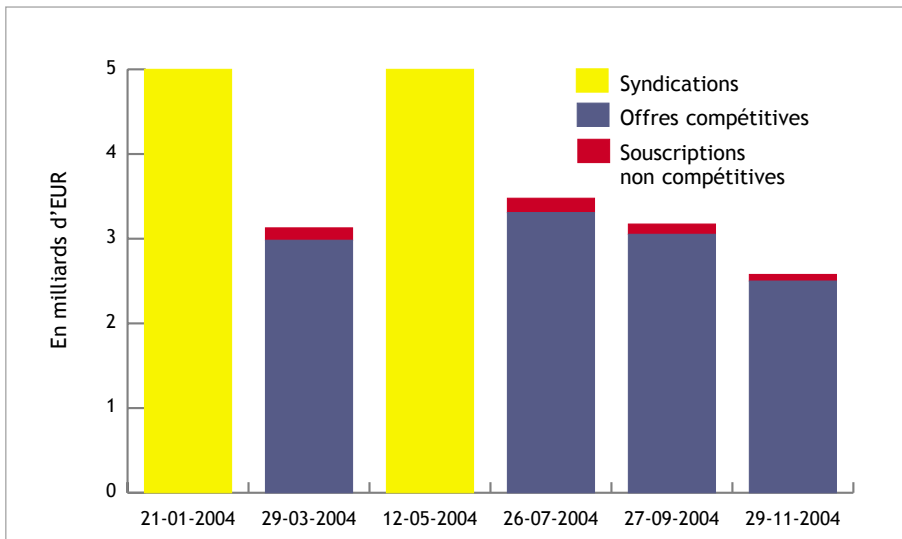
10

Ratio "bid to cover" lors des adjudications d'OLO en 2004



11

Emissions d'OLO en 2004 réparties par type sur une base mensuelle



3.2. Rachat d'obligations linéaires

Dès qu'elles sont arrivées à moins de 12 mois de leur échéance finale, les OLO 19 (31 mars 2005) et 34 (28 septembre 2005) ont été ajoutées au programme de buy-backs de la Trésorerie. Les OLO 14 et 20, qui avaient déjà été intégrées dans le programme de rachat, ont continué à faire l'objet d'opérations de rachat ainsi que le dernier emprunt classique "Philippe XVII".

Pour ses buy-backs, le Trésor a recours, depuis juillet 2001, à la plate-forme de trading électronique MTS Belgium qui offre à la fois liquidité, efficacité et pricing transparent. Les rachats s'opèrent via un segment à part (Belgian Buy-Backs / BBB) qui est exclusivement accessible aux primary dealers et au Trésor. Celui-ci dispose seulement 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.

"Buy-backs"

MTS Belgium

" MTS AM, Belgian market segment " est une plate-forme de trading électronique sur laquelle sont négociés les OLO, les CT et depuis début 2004, également les strips. C'est une société anonyme, créée en 2000 sous le nom de MTS Belgium. Ses actionnaires fondateurs sont l'ensemble des primary dealers, la société MTSspa qui a créé le logiciel et l'Etat belge. La société a été restructurée en 2002 et 2003 afin de pouvoir accueillir deux nouveaux segments de marché, respectivement pour les Fonds d'Etat de la Finlande et du Danemark. A cette occasion, MTS Belgium fut rebaptisé MTS Associated Markets. La création de MTS AM a permis de profiter d'une synergie opérationnelle pour les différents marchés concernés tout en gardant des comités de Marchés distincts pour traiter des sujets qui leur sont spécifiques.

C'est ainsi que les buy-backs sur l'emprunt "Philippe XVII" se sont élevés à 472 millions d'EUR. Sous l'effet des buy-backs, l'encours de l'OLO 14 a diminué de 1.02 milliard d'EUR pour être ramené à 7.42 milliards d'EUR. Pour l'OLO 20, la diminution a été de 898 millions d'EUR, ramenant ainsi l'encours à 3.58 milliards d'EUR. Pour l'OLO 19, il s'est agi d'une diminution de 2.87 milliards d'EUR avec un encours en fin d'année de 7.31 milliards d'EUR et enfin, pour l'OLO 34, la diminution a été de 1.63 milliard d'EUR avec un encours ramené à 10.27 milliards d'EUR. Ces diminutions représentaient respectivement 12.11%, 20.05%, 2.82% et 13.67% des encours concernés.

Une analyse de la concentration des rachats montre que les volumes les plus importants coïncident avec les deux principales échéances des OLO, à savoir les 28 mars et 28 septembre.

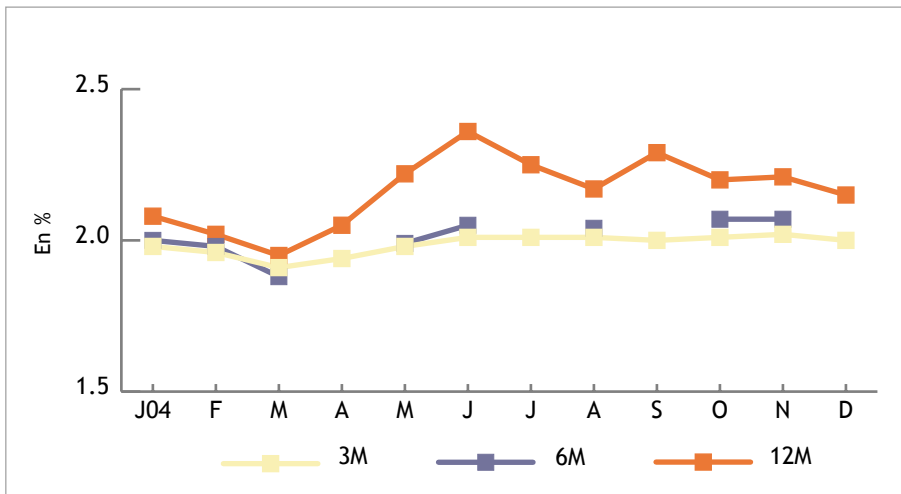
4. Certificats de Trésorerie

Tout au long de l'année 2004, les encours à fin de mois des certificats ont évolué dans une fourchette de 25.89 à 30.97 milliards d'EUR avec une moyenne de 28.06 milliards d'EUR.

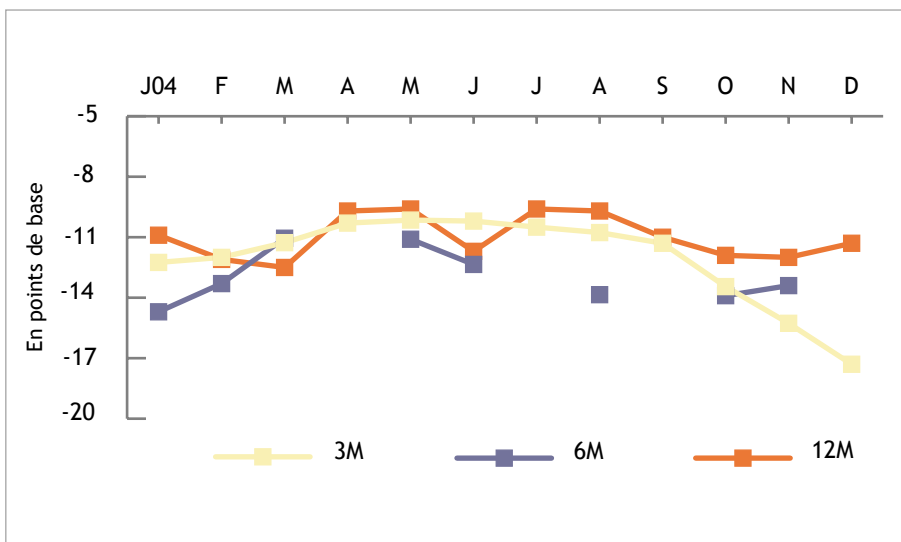
En janvier 2004, le calendrier d'émission des certificats a été remanié et le nombre d'adjudications réduit de moitié, à seulement deux adjudications par mois au lieu de quatre, selon le schéma suivant: en début de mois, une ligne à 3 mois et une ligne à 6 mois sont proposées, alors qu'une nouvelle ligne à 12 mois est présentée à l'adjudication au milieu du mois simultanément avec une ligne à 3 mois. Ce nouveau calendrier permet d'augmenter le volume émis lors de chaque adjudication et d'assurer ainsi une liquidité supérieure dès la création d'une nouvelle ligne. Cette modification du calendrier a été accompagnée d'autres changements dont notamment la possibilité de soumettre les offres par demi-point de base et non plus par points de base comme c'était le cas auparavant.

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. Il faut néanmoins placer ces chiffres dans le nouveau schéma d'émission entraînant une augmentation du volume émis par adjudication et, en conséquence, une diminution du ratio "bid to cover".

12 Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 3, 6 et 12 mois en 2004



13 Spreads à l'émission entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor à 3, 6 et 12 mois en 2004



La moyenne de ce ratio s'est élevée à 5.31 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par les investisseurs de 2.1 milliards d'EUR, à 3.78 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3.6 milliards d'EUR et enfin à 2.58 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 4.17 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 et donc d'accepter un montant plus élevé d'offres introduites.

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 1.46 et 1.80 milliard d'EUR. En outre, les volumes moyens émis sur les segments du 3, 6 et 12 mois se sont

"Bid to cover"

élevés en 2004 à 0.42, 1.00 et 1.63 milliard 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. 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 sur 15 ont été servis, 11 participants sur 15 pour les lignes à 6 mois et 12 sur 16 pour celles à 12 mois.

Le graphique 13 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 sont restés relativement constants sauf pour le segment du 3 mois où un élargissement progressif est apparu à partir du mois d'août. Il faut toutefois remarquer que le volume émis lors de cette période était relativement faible (300 millions d'EUR) et que l'intérêt pour le papier à 3 mois est traditionnellement élevé en fin d'année. Ainsi, la moyenne des spreads par rapport à l'Euribor s'est élevée en 2004 à -11.98, -12.86 et -11.10 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement, et ce à l'avantage du Trésor.

En 2004, les primary dealers ont fait usage, en termes de volumes, à concurrence de 10% seulement de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication et ils n'ont souscrit au tour non compétitif que dans une adjudication sur trois.

Il convient de souligner que l'intérêt des investisseurs pour les offres non compétitives dépend très fortement des conditions du marché.

5. Belgian Treasury Bills ("BTB") en euro et en devises

Les BTB sont émis dans le cadre d'un programme multi-devises qui permet au Trésor d'emprunter à court terme tant en euro que dans les devises des pays-membres de l'OCDE. Il y a toutefois des différences notoires entre la stratégie d'émission en euro et celle en devises. Le programme BTB constitue en effet le principal instrument de financement dans le cadre de la gestion de la dette en monnaies étrangères à court terme alors que pour la gestion de la dette à court terme en euro, c'est plutôt le rôle des certificats de Trésorerie.

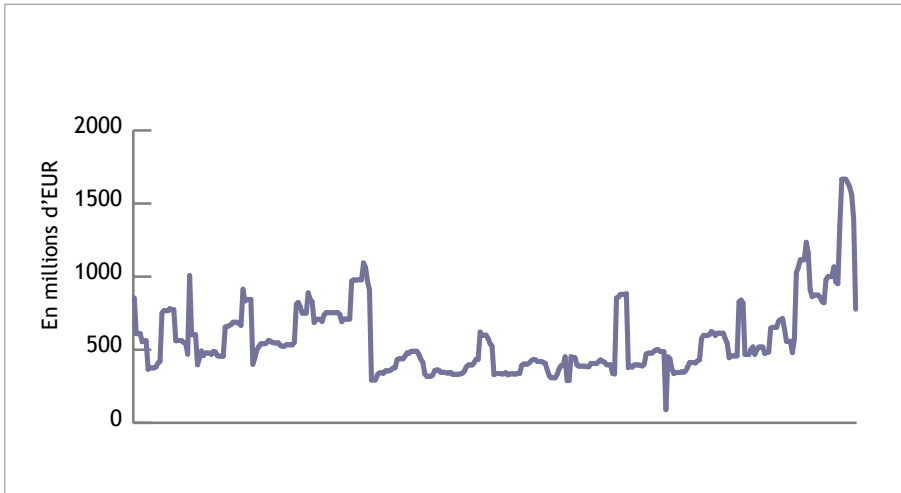
Les émissions en euro

Dans la pratique, les BTB en euro sont exclusivement utilisés par les institutions publiques belges pour la gestion de leurs surplus de liquidité à très court terme. Cette caractéristique a pour effet d'en faire l'instrument idéal pour remplir leurs obligations en matière de consolidation des actifs financiers du secteur public pour le calcul du ratio d'endettement conformément aux critères de Maastricht.

Les montants en circulation en 2004 ont varié dans une très large fourchette (de 200 à 1600 millions d'EUR) et ce, en fonction des surplus de liquidité des institutions publiques ainsi que de l'offre de papier souverain tels que les certificats de Trésorerie ou les OLO dotées d'une maturité résiduelle inférieure à 1 an.

Les BTB sont en fait des certificats de Trésorerie taillés sur mesure pour l'investisseur, ce qui explique pourquoi

Evolution de l'encours des BTB en euro en 2004



ils présentent un coût de financement inférieur à celui des certificats.

Par ailleurs, le Trésor peut également intervenir en tant que dealer dans le programme BTB, ce qui s'est passé à 6 reprises dans le courant de l'année 2004.

En tout, 1201 opérations ont été conclues pour un montant moyen de 10.3 millions d'EUR et une maturité moyenne de 20 jours.

Les BTB en devises

A l'instar des années précédentes, la dette en devises venant à échéance a été refinancée par le programme BTB. Ce financement se réalise dans le cadre de la politique générale menée en 2004 et visant à supprimer progressivement la dette en devises lorsque les circonstances de marché sont favorables. Le programme BTB est ainsi principalement utilisé pour refinancer à court terme des échéances libellées en monnaies étrangères.

L'encours des BTB en devises a varié dans une fourchette de 1 à 3 milliards d'équivalent EUR. Un fonctionnement efficace du programme BTB implique

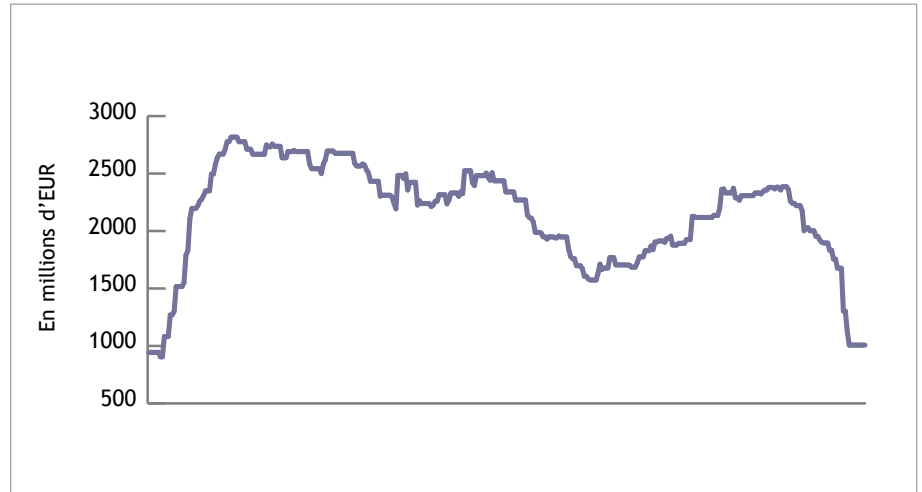
que le montant à émettre soit suffisamment important et que l'émetteur soit régulièrement présent dans le marché. Pour satisfaire ces exigences, le programme d'émission a été structuré de telle manière qu'il y ait en moyenne deux émissions par semaine pour un montant de l'équivalent de 50 millions d'EUR chacune.

En 2004, la durée moyenne pondérée des émissions s'est élevée à 3 mois et le montant moyen à l'équivalent de 58 millions d'EUR.

Comme à l'accoutumée, le Trésor a toujours cherché à se financer au "bid" du marché. A certains moments, les devises n'ont pas pu être refinancées par les émissions de BTB étant donné une forte demande en provenance d'émetteurs quasi-souverains, ce qui a eu un impact sur le pricing des BTB en devises. Le financement s'est alors opéré via le marché interbancaire ou par un swap de surplus de caisse en euro vers du CHF. A cette fin, une étude d'opportunité a été réalisée par rapport à un placement en euro sur le marché interbancaire. Deux opérations ont été conclues dans ce cadre pour une contre-valeur de 302 millions d'EUR.

15

Evolution de l'encours des BTB en devises en 2004



Par ailleurs, durant la période de fin d'année, une partie de la dette en CHF a été swappée en euro pour une contre-valeur de 1865 millions d'EUR. Ces opérations s'inscrivaient dans la stratégie visant à utiliser de manière efficiente les liquidités disponibles en fin d'année en euro. Au début de l'année 2005, les montants correspondants ont à nouveau été repris dans la dette en CHF à court terme.

6. Les bons d'Etat et les OLO pour particuliers (OLOp)

6.1. Les bons d'Etat

Pour la neuvième année consécutive, l'Etat belge a émis des bons d'Etat.

Emprunts en EUR, à long terme, à revenu fixe et coupons annuels, les bons d'Etat sont placés par l'intermédiaire d'un panel d'"Etablissements placeurs" agréés par le Trésor après une procédure de sélection (voir liste en annexe).

Sur le marché primaire, ce produit "retail" est destiné essentiellement aux personnes physiques (1).

En 2004, le Trésor a, comme chaque année, procédé à quatre émissions de bons d'Etat. Lors de chacune d'elles, un bon d'Etat à 5 ans et un bon d'Etat à 8 ans ont été émis simultanément.

(1) Il est destiné aussi aux investisseurs suivants :

- les fondations;
- les associations sans but lucratif;
- les fabriques d'église ou établissements classés par le registre national des personnes morales dans la catégorie "temporel du culte";
- les entités établies dans l'Espace économique européen qui sont similaires aux entités énumérées ci-dessus et qui disposent des mêmes droits de souscription en vertu du droit communautaire.

EMISSIONS DES BONS D'ETAT EN 2004

EMISSION DU 4 MARS 2004

BONS D' ETAT	COUPON	Total souscrit
S.B.E. à 5 ans	3.10%	73 000 000
S.B.E. à 8 ans	3.60%	103 000 000
Total souscrit		176 000 000

EMISSION DU 4 JUIN 2004

BONS D' ETAT	COUPON	Total souscrit
S.B.E. à 5 ans	3.30%	128 600 000
S.B.E. à 8 ans	3.80%	129 500 000
Total souscrit		258 100 000

EMISSION DU 4 SEPTEMBRE 2004

BONS D' ETAT	COUPON	Total souscrit
S.B.E. à 5 ans	3.15%	103 500 000
S.B.E. à 8 ans	3.65%	116 200 000
Total souscrit		219 700 000

EMISSION DU 4 DECEMBRE 2004

BONS D' ETAT	COUPON	Total souscrit
S.B.E. à 5 ans	2.90%	64 500 000
S.B.E. à 8 ans	3.40%	130 000 000
Total souscrit		194 500 000

Total 2004 848 300 000

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 sans frais 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.

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. Le volume global des transactions relatives aux bons d'Etat opérées sur ce marché

*Marché secondaire
des Bons d'Etat*

est en constante augmentation. De 22 % en 1998, la part relative des transactions en bons d'Etat sur ce marché est passée à 78% en 2004. Par ailleurs, en 2004, le Trésor y a racheté, par l'intermédiaire du Fonds des Rentes, des Bons d'Etat pour un montant de 131 190 012.71 EUR. Les bons d'Etat émis depuis janvier 2003 peuvent être amortis dès leur rachat par le Trésor.

6.2. Les OLO pour particuliers (OLOp)

Deux obligations linéaires réservées aux investisseurs personnes physiques ont été émises pour la première fois le 6 avril 2004. Ce sont les Obligations Linéaires Obligatées pour Particuliers ou OLOp.

Deux autres émissions ont suivi, le 3 août et le 7 octobre 2004.

A la suite de la troisième émission (octobre 2004), il a été décidé de ne plus émettre d'OLOp, le succès des premières émissions restant en dessous des attentes. Il faut toutefois remarquer que les particuliers qui désirent investir en OLO peuvent continuer à le faire, comme dans le passé, sans passer par le canal des OLOp.

En ce qui concerne les OLOp déjà émises, aucun changement n'est apporté au régime existant. Ces dernières seront assimilées à l'OLO correspondante à partir du premier coupon suivant l'émission de l'OLOp et elles seront soumises au même régime légal.

Le Fonds des Rentes continuera à réguler en bourse (Euronext Bruxelles) le marché secondaire des OLOp jusqu'à leur assimilation à l'OLO correspondante.

EMISSIONS DES OLOp EN 2004

EMISSION DU 6 AVRIL 2004

OLOp	Rendement brut	Total souscrit
4.25% - 28 septembre 2014	4.054%	6 400 000
5.50% - 28 septembre 2017	4.297%	1 840 000
Total souscrit		8 240 000

EMISSION DU 3 AOÛT 2004

OLOp	Rendement brut	Total souscrit
3.75% - 28 mars 2009	3.511%	3 100 000
4.25% - 28 septembre 2014	4.321%	8 100 000
5.50% - 28 septembre 2017	4.501%	750 000
Total souscrit		11 950 000

EMISSION DU 7 OCTOBRE 2004

OLOp	Rendement brut	Total souscrit
3.75% - 28 mars 2009	3.220%	2 619 400
4.25% - 28 septembre 2014	4.030%	5 925 000
5.00% - 28 mars 2035	4.650%	1 692 800
Total souscrit		10 237 200

Total 2004 30 427 200

7. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

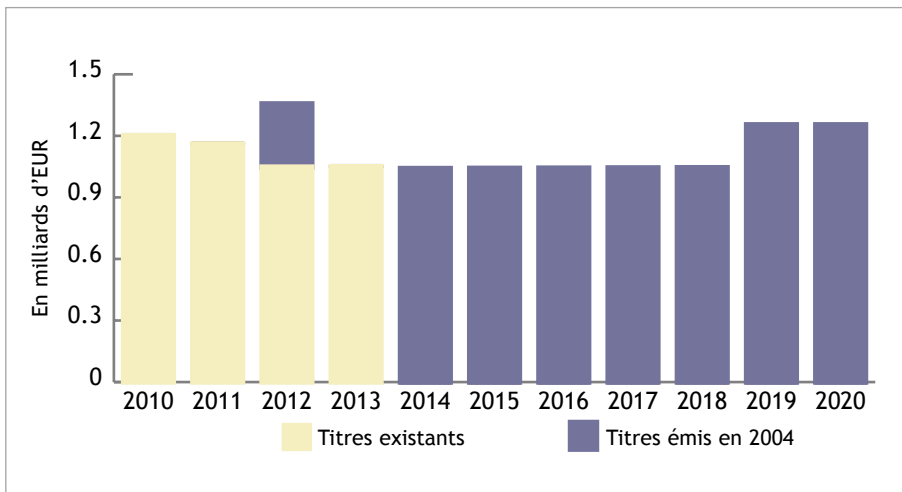
Dans le courant de l'année 2004, la Trésorerie a émis des "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" pour un montant de 7.80 milliards d'EUR au profit du Fonds de vieillissement qui a ainsi eu recours à ce seul instrument pour placer les fonds qu'il avait reçus pour la réalisation de sa mission. Cette année-là, le Fonds a en effet perçu d'importants montants provenant essentiellement de la reprise du fonds de pension de Belgacom ainsi que des opérations avec le Fonds d'Amortissement des Emprunts du Logement Social ("FADELS").

Les "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" sont des obligations à

zéro-coupon, ce qui signifie qu'il n'y a pas de paiement d'intérêt avant l'échéance finale. Les intérêts, qui sont déterminés à l'émission et sont basés sur les rendements des OLO, sont donc capitalisés jusqu'à l'échéance finale. Les titres sont comptabilisés dans la dette de l'Etat fédéral à une valeur tenant compte de l'intérêt couru. Au 31 décembre 2004, les nouveaux titres créés en 2004 avaient déjà ainsi atteint une valeur de 8.03 milliards d'EUR. L'encours des "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" atteint, quant à lui, 12.49 milliards d'EUR.

A l'exception des "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" qui échoient en 2012, l'ensemble des nouveaux titres émis ont une échéance finale qui tombe après celle des titres émis antérieurement (ils ont des échéances s'échelonnant entre 2014 et 2020).

16 Echancier des bons du Trésor - Fonds de vieillissement au 31/12/2004



LIGNES DE FORCE DE LA STRATEGIE DE L'AGENCE DE LA DETTE

1. Une stratégie axée sur des produits financiers liquides pour les investisseurs professionnels

En 2004, le Trésor a poursuivi sa stratégie visant à émettre des instruments financiers liquides à l'attention des investisseurs professionnels. C'est ainsi que l'OLO 43 (à 10 ans) et l'OLO 44 (à 30 ans) ont atteint, après la dernière adjudication de novembre 2004, un encours de respectivement 11.04 et 6.81 milliards d'EUR. En outre, l'OLO 44 restera, dans les prochaines années, l'emprunt de référence pour le très long terme. Offert lors des prochaines adjudications, son encours augmentera encore. A fin 2004, les OLO à taux fixe affichaient un encours moyen de 10.41 milliards d'EUR, ce qui, en combinaison avec la diversification de la détention, explique la liquidité de ces titres. Cette liquidité est attestée encore par les écarts limités entre les prix proposés à l'achat et à la vente des OLO sur des marchés comme MTS Belgium ou encore par l'activité sur le marché secondaire. Le clearing de la BNB estime ainsi que le volume total négocié en OLO a porté sur plus de 500 milliards d'EUR en 2004.

Avec les OLO, le Trésor combine une politique d'émission prévisible - à la fois en termes de volumes et de timing - avec la volonté de répondre aux attentes des investisseurs. C'est ainsi que la forte demande de produits à très long terme a convaincu le Trésor d'émettre un nouvel emprunt à 30 ans. En outre, le choix des lignes à émettre lors des adjudications s'est fait en concertation avec les primary dealers, ce qui a permis au Trésor de tenir compte de la demande du marché à ce moment-là.

Dans le segment du court terme également, le Trésor se finance principalement au moyen d'un produit

standardisé qui a l'intérêt des investisseurs professionnels, à savoir les certificats de Trésorerie. En 2004, une série de modifications ont été apportées à la procédure d'adjudication (dont une diminution du nombre d'émissions) dans le but de promouvoir la liquidité. Avec un volume journalier de plus de 750 millions d'EUR négociés en certificats via le clearing de la BNB - pour un encours tournant autour de 26 milliards d'EUR - il apparaît que le Trésor a atteint son objectif pour l'année 2004.

2. Un corps de primary et recognized dealers performants

Le Trésor a constitué un corps de 16 primary et 5 recognized dealers pour la promotion et la distribution des titres de la dette de l'Etat ainsi que pour en assurer la liquidité sur les marchés secondaires.

Les droits et les obligations des primary dealers ont été consignés dans un cahier des charges.

Le Trésor procède à une évaluation régulière de ses primary dealers. Ce faisant, il ne se limite pas aux activités décrites dans le cahier des charges mais s'efforce d'évaluer l'ensemble des aspects de la mission de ses intermédiaires. Il s'agit ainsi de leurs prestations sur une base quantitative sur les marchés primaires et secondaires des OLO, des certificats de Trésorerie et des strips, de la promotion des titres par le moyen de publications, de road shows et de rencontres avec des investisseurs et enfin de l'information et des conseils qu'ils fournissent au Trésor en ce qui concerne les marchés, la gestion de la dette et la stratégie de financement.

En compensation de ces obligations, le Trésor implique étroitement ses primary

16 primary dealers

dealers dans la gestion de la dette. Ils constituent ainsi des partenaires privilégiés pour les opérations financières. Des réunions de concertation sont régulièrement organisées avec eux.

Chaque année, les primary dealers établissent un "business plan" dans lequel ils décrivent une série d'objectifs à réaliser sur le plan quantitatif ainsi que les actions qu'ils prévoient pour la promotion et la distribution des titres de la dette de l'Etat.

Dans le courant du dernier trimestre de l'année, les primary dealers reçoivent une invitation individuelle pour une discussion d'évaluation sur les prestations réalisées durant l'année en cours, sur la mise en application du "business plan" en vigueur ainsi que sur le projet de "business plan" pour l'année suivante. Durant cette période, le Trésor invite également des institutions qui ont montré de l'intérêt pour le statut de primary dealer. Il procède ensuite à la sélection de ses primary dealers pour l'année suivante. Lors de la formation du groupe, le Trésor attache de l'importance à la diversité géographique des différentes institutions ainsi qu'à la qualité de la distribution et du service fourni tant aux investisseurs qu'au Trésor lui-même.

La société Nomura a été désignée comme nouveau primary dealer pour l'année 2004. Ce choix s'intégrait parfaitement dans l'optique du Trésor visant à améliorer la promotion et la distribution des OLO et des certificats de Trésorerie en Extrême-Orient. Par ailleurs, l'ensemble des primary dealers ont été reconduits dans leurs fonctions à la fin de l'année sous revue. Le corps actuel de 16 primary dealers comprend ainsi 4 banques régionales, 8 banques

européennes, 3 banques américaines et une banque japonaise.

La mission spécifique des recognized dealers consiste à promouvoir les titres de l'Etat belge dans des secteurs géographiques déterminés ainsi qu'à fournir des conseils sur certains segments de marché. Lors de la sélection de ce corps de recognized dealers, le Trésor accorde également de l'importance au critère de la diversité géographique des institutions.

3. Un marché des strips de plus en plus liquide

Depuis quelques années déjà, le Trésor met tout en oeuvre pour réunir toutes les conditions en vue de promouvoir le fonctionnement du marché des titres scindés (strips):

- la majorité des OLO ont ainsi comme échéances finale et de coupon le 28 mars ou le 28 septembre;
- les OLO sont scindables à partir de la date valeur de leur première émission;
- les coupons de même échéance sont fongibles.

Cette stratégie a abouti à une augmentation du nombre de lignes scindables à 16 et a amené le montant sous-jacent strippable à 175 milliards d'EUR à la fin 2004.

Il faut toutefois noter que le développement du marché était entravé par un manque de transparence dans la fixation des prix. Afin de promouvoir la transparence de ce marché, le Trésor a donc demandé à ses primary dealers, à la fin de l'année 2003, s'ils acceptaient sur une base volontaire de remplir le rôle de teneurs de marché en strips sur MTS Belgium.

5 recognized dealers

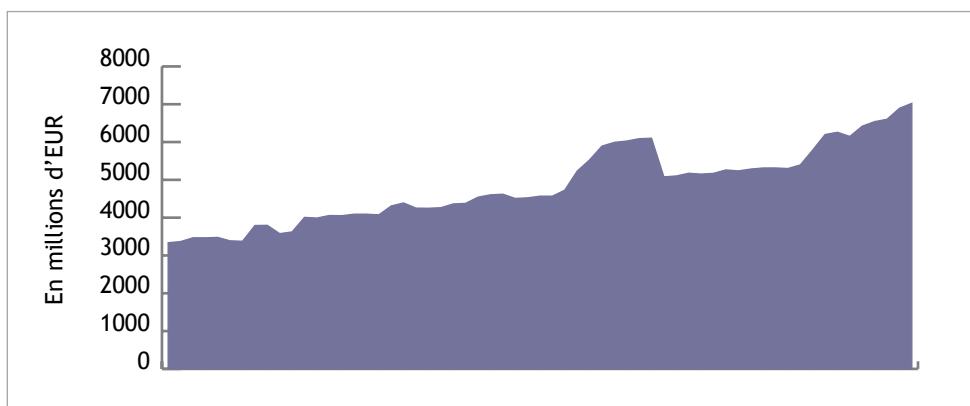
Douze primary dealers ont répondu positivement à cette proposition, permettant ainsi au Trésor de disposer, dès le début de l'année 2004, d'un groupe d'intermédiaires animant, sur une base volontaire, le marché des manteaux de 10 lignes d'OLO (réparties équitablement sur la courbe des taux ainsi qu'entre les lignes de mars et septembre). Chaque teneur de marché en strips doit ainsi coter trois manteaux dont un "benchmark" au moins. Ce sont les manteaux de septembre 2017 et de mars 2028 qui ont fait fonction de "benchmarks". L'extension de la "repo facility" aux strips cotés a, par ailleurs, aidé les teneurs de marché à remplir leurs obligations de cotation convenablement.

Le marché a ainsi pu disposer de cotations pour les strips pendant au minimum cinq heures par jour.

L'amélioration de la transparence a eu un impact positif sur l'activité de scission et de reconstitution des titres. D'une part, l'encours des titres scindés est passé de 5.2 milliards à 7.0 milliards d'EUR entre le début et la fin de l'année 2004 (soit, en termes relatifs à l'encours, un pourcentage qui passe de 3.43% à 4%). D'autre part, il apparaît qu'il y a eu une part importante de reconstitutions alors que cela était plutôt exceptionnel auparavant. Il est intéressant de remarquer que les évolutions assez marquées des mouvements de scission et de reconstitution ont suivi celles des marchés français et espagnol qui tous deux ont développé une activité importante dans ces produits. Cette similitude dans les variations tend à démontrer qu'une partie de la demande de strips en euro a été canalisée vers le marché des OLO scindées.

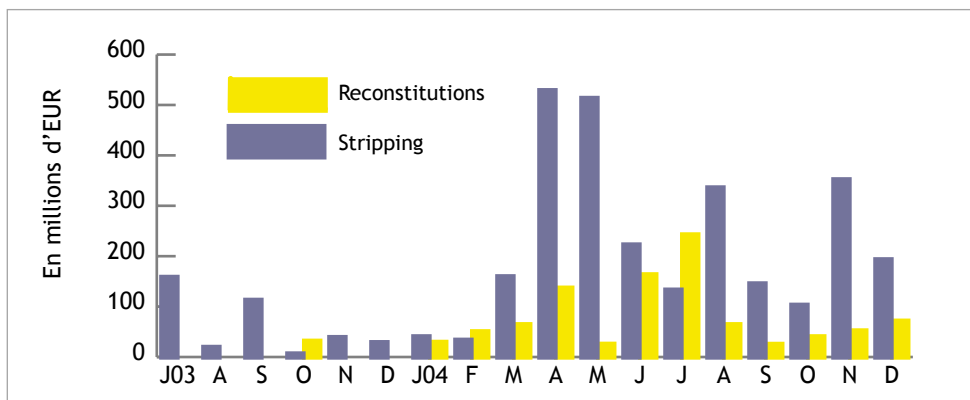
17

Evolution du montant net strippé depuis janvier 2000

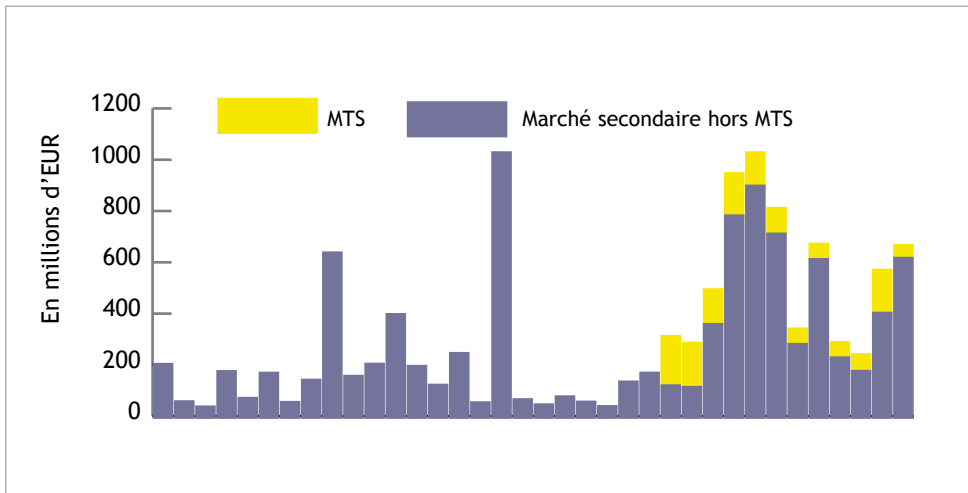


18

Scissions et reconstitutions de juillet 2003 à décembre 2004



Volumes négociés en strips sur le marché secondaire de janvier 2002 à décembre 2004



L'activité sur le marché secondaire des strips a également sensiblement augmenté en 2004. La moyenne mensuelle sur ce marché (à l'exception des volumes traités sur MTS Belgium) s'est élevée à 436 millions d'EUR contre à peine 200 millions en 2002 et 2003. Quant à la moyenne mensuelle sur MTS Belgium, elle s'est élevée à 113 millions d'EUR.

Tout ceci tend à démontrer que la transparence dans la fixation des prix a eu un impact positif sur la demande de l'investisseur final en matière de strips.

4. Un marché secondaire efficient

Un marché secondaire liquide et efficient constitue la garantie d'un pricing correct et optimalise le coût de financement de la dette. C'est ainsi qu'un corps de 19 "market makers", dont les 16 primary dealers, assurent la fixation des prix des OLO et des certificats de Trésorerie sur la plateforme inter-dealer de trading électronique MTS Belgium. En tant que market makers, ces intermédiaires se sont engagés à coter, pendant 5 heures par jour, toute une série d'emprunts et ce, pour des montants minimaux déterminés et à des "spreads bid-offer"

maximaux. Ces cotations négociables constituent la base de la fixation des prix à l'attention des investisseurs.

Le volume des transactions négociées sur les plates-formes de trading électronique avec les investisseurs finaux a fortement augmenté en 2004. Dans leurs relations avec les intermédiaires financiers, les investisseurs ont accès à des plates-formes dites "single dealer" sur lesquelles ils peuvent trouver des cotations immédiatement négociables. A côté de cela, beaucoup d'investisseurs ont également recours à des plates-formes dites "multi dealer - dealer to customer". Ces plates-formes affichent des prix indicatifs et offrent la possibilité de se renseigner auprès de plusieurs intermédiaires avant de conclure une transaction sur base de leurs cotations.

L'efficience des marchés secondaires se trouve encore renforcée par le niveau d'activité sur le marché des "repos" tant pour les OLO que pour les certificats de Trésorerie. Ces deux instruments font l'objet de cotations en continu sur différentes plates-formes électroniques. En outre, une grande majorité des "repos" sur OLO et certificats de Trésorerie sont cotés comme "general

Liquidité sur les marchés secondaires

collateral" ⁽¹⁾, ce qui démontre encore la liquidité de ces instruments.

Par ailleurs, afin d'éviter le risque de non livraison des titres, le Trésor a mis sur pied une "repo-facility" qui coexiste avec la possibilité de prêt automatique auprès du clearing de la Banque Nationale de Belgique. L'ensemble des primary dealers et des market-makers actifs sur la plate-forme MTS Belgium ont accès à cette "repo-facility" qui implique qu'en cas de non livraison, le Trésor livre les titres demandés à la date valeur via un "repo". Les montants de cette "facility" sont toutefois limités par emprunt et par participant.

Depuis le début de 2004, il existe aussi une "repo-facility" pour les strips, ce qui constitue une étape logique étant donné que ces titres sont également cotés sur MTS Belgium.

En 2004, il y a eu 104 demandes dans le cadre de la "repo-facility" pour un montant total de 1.87 milliard d'EUR.

Près de 75% de ces demandes concernaient des OLO. Les montants moyens par transaction - 24 millions pour les OLO, 12.7 millions pour les certificats de Trésorerie et 9 millions d'EUR pour les strips - sont restés très limités et attestent ainsi une utilisation optimale de cet instrument.

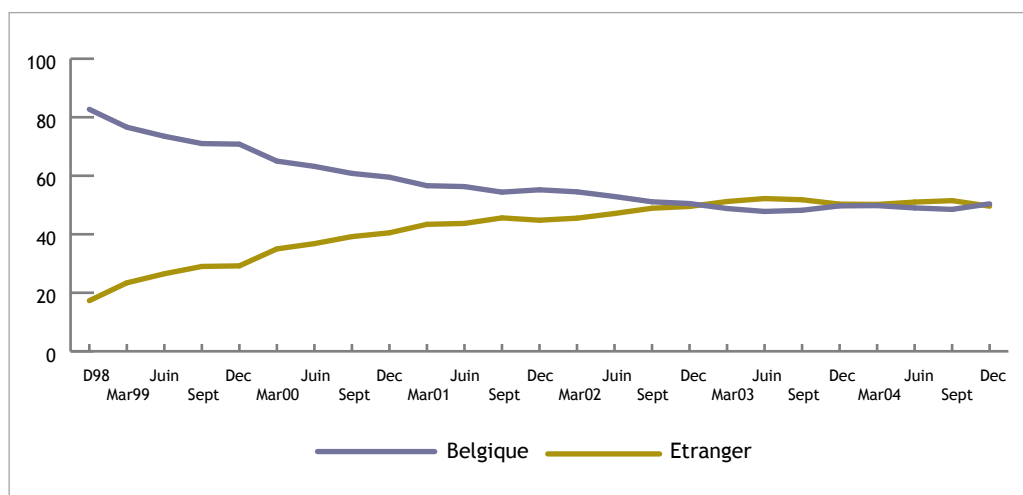
Le système de prêt automatique auprès de la Banque Nationale de Belgique constitue l'instrument de dernier recours en cas de non livraison de titres. En cas de besoin, un intermédiaire peut ainsi emprunter les titres nécessaires à partir d'une réserve qui est alimentée par les participants au marché.

5. Elargissement de la base des investisseurs

La proportion des OLO détenues à l'étranger s'est élevée à 49.6% en 2004 (contre 50.3% en 2003) affichant ainsi une stabilité autour de 50% ces dernières années.

20

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



(1) "General Collateral" : Liste de titres qui, après analyse par la " European repo Council", sont acceptés comme garanties dans les transactions de "repo" faites entre dealers. Lorsqu'un titre est "general collateral", il peut être remplacé par un autre.

Le graphique 21 montre que l'intérêt des investisseurs étrangers pour les OLO a rapidement augmenté après l'introduction de l'euro. C'est ce que démontre en particulier leur part dans la détention des nouvelles OLO émises par syndications depuis le 1er janvier 1999 puisqu'elle s'élève à environ 83%. Ce sont donc les OLO émises en francs belges avant l'introduction de l'euro qui sont encore détenues en majorité par des investisseurs belges.

Cette situation implique que, pour la promotion de ses instruments financiers, le Trésor s'oriente tant vers les investisseurs étrangers que belges. A côté de toute une série de contacts avec des investisseurs belges, des road shows ont ainsi été organisés dans 26 pays différents permettant de rencontrer 148 investisseurs institutionnels.

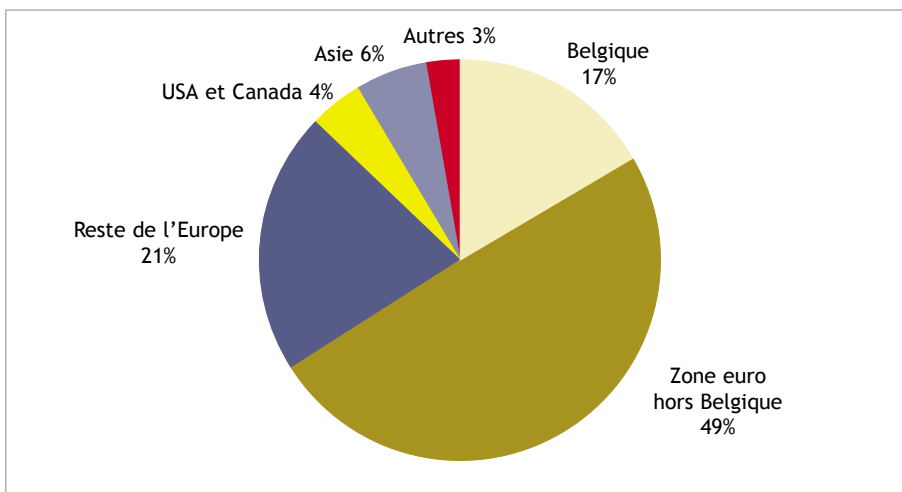
En ce qui concerne les certificats de Trésorerie, la proportion de titres

détenus à l'étranger est passée de 49.3% au 31/12/2003 à 61.6% au 31/12/2004. 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, comme l'illustre le graphique 22.

Ces résultats confirment l'intérêt croissant que les investisseurs étrangers manifestent pour la dette belge et qui est bien entendu soutenu par la réputation dont jouit le Royaume de Belgique en matière d'assainissement de ses finances publiques. Il faut noter que l'élargissement de la base des investisseurs va normalement de pair avec un accroissement de la liquidité des titres et une diminution du coût de financement de la dette.

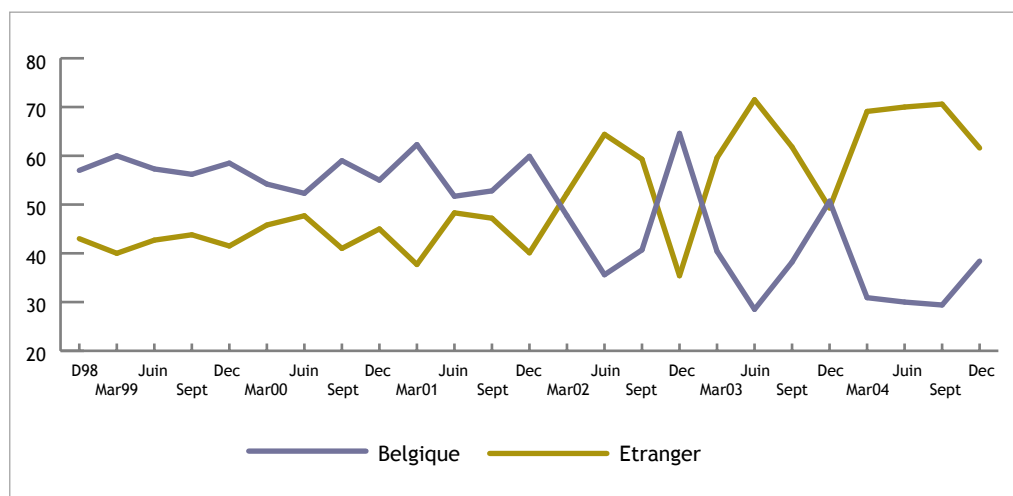
21

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



22

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



6. Un contrôle strict des risques

L'Agence de la Dette assure au sein de la Trésorerie le suivi des différents risques liés à la gestion de la dette et fait régulièrement rapport de la situation à son Comité Stratégique. 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 fixe annuellement dans les Directives Générales sur la Dette de l'Etat fédéral. En ce qui concerne la gestion du risque de crédit, celui-ci est basé sur des directives internes établies par le Comité Stratégique de la Dette.

6.1. 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 a été volontairement réduite ces dernières années de sorte que le risque de change a lui aussi diminué.

A la fin 2004, la dette en monnaies étrangères s'élevait à 0.92% du total de l'encours contre 1.42% en 2003. Cette

diminution est en ligne avec les Directives Générales qui préconisent une suppression progressive de la dette en monnaies étrangères en fonction des conditions du marché.

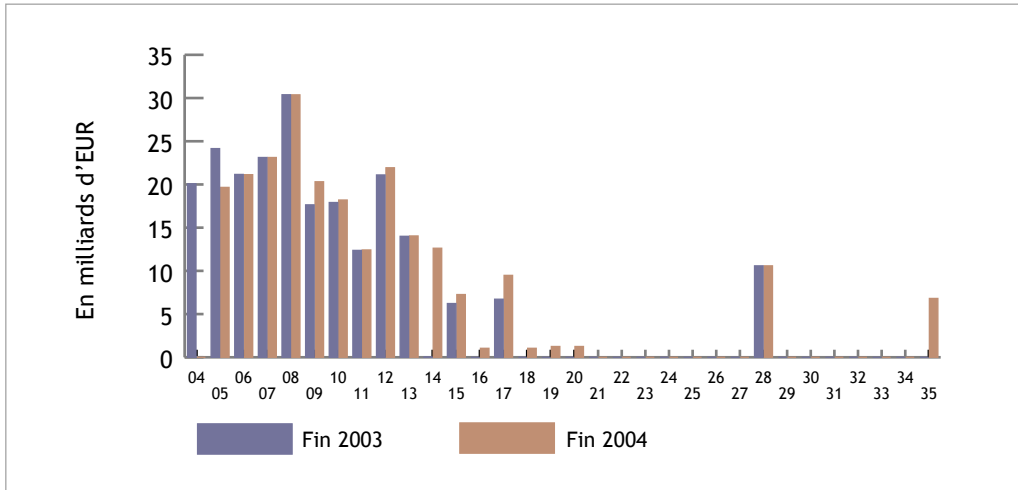
En 2004, la dette en devises ne comprenait plus que du CHF et du JPY à concurrence de 0.72% et 0.20% respectivement du montant total de la dette. Le USD, quant à lui, a complètement disparu des livres du Trésor.

6.2. Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux

Dans le cadre de la gestion de la dette, le Trésor attache 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.

L'analyse du risque de refinancement a pour objectif de limiter les montants à refinancer aux échéances finales à des montants relativement stables sur une base annuelle. L'avantage de cette analyse est double: d'une part, les investisseurs savent à quoi s'attendre

Echéancier de la dette de l'Etat fédéral en EUR



d'années en années et, d'autre part, le Trésor limite son risque de devoir se refinancer à des taux plus élevés.

Le graphique 23 illustre l'échéancier de la dette en euro de l'Etat fédéral. L'on notera sa structure relativement étale à l'exception de l'année 2008 qui affichait un encours de l'ordre de 30 milliards d'EUR. Mis à part ce pic, les montants à refinancer annuellement varient dans une fourchette de 20 à 25 milliards d'EUR.

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 fixé 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.

Le graphique 24 illustre l'évolution de ces deux paramètres tout au long de l'année 2004. L'on constate ainsi que le risque de refinancement a évolué en dessous des limites fixées mais qu'en mars et en septembre, la limite a été dépassée pour le risque de refinan-

cement à 12 mois et en mars uniquement pour le risque à 60 mois. Cela résulte du fait qu'une ou plusieurs échéances importantes en termes de volumes et de moins de 12 mois ont été comprises mécaniquement dans le calcul de ces indicateurs, le 28 mars et le 28 septembre étant les deux dates d'échéance des emprunts OLO.

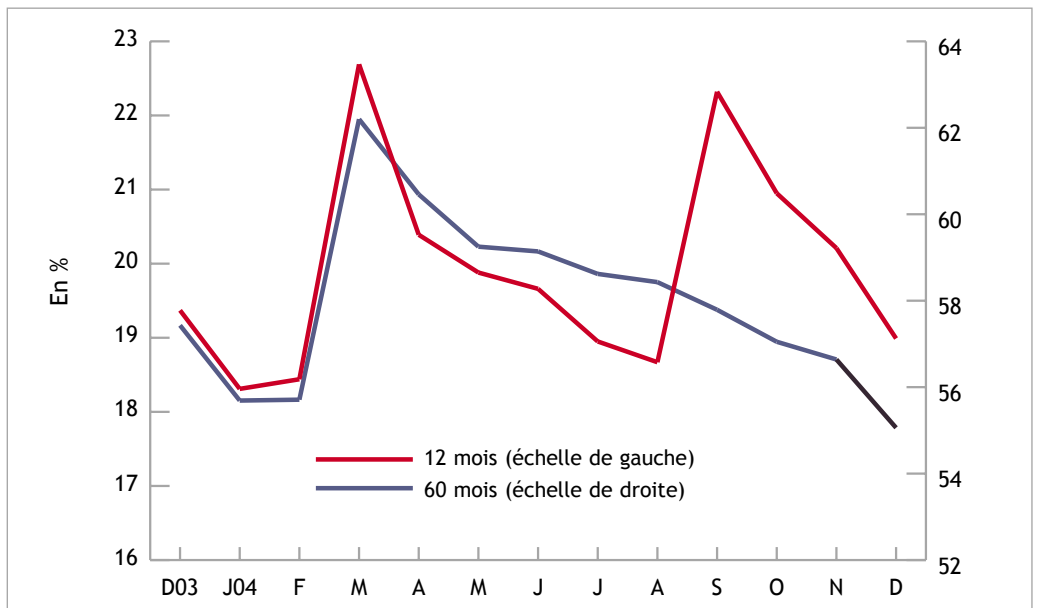
A côté du risque de refinancement, le Trésor suit également de manière permanente un deuxième indicateur, à savoir le risque de refixation du taux. Celui-ci dépend de la variabilité des taux d'intérêt qui, de son côté, est liée aux échéances des emprunts ainsi qu'aux swaps qui y sont éventuellement attachés.

En 2004, le Trésor a swappé 16 milliards d'EUR vers du moyen ou du court terme. Lors de ces opérations, il a tenu compte des limites imposées pour le risque de refixation du taux à 12 et 60 mois.

La limite pour le risque de refixation du taux à douze mois est de 25% de la dette en EUR alors qu'elle est de 65% pour le risque à 60 mois. Le graphique 25 ci-après illustre l'évolution de ces limites tout au long de l'année 2004.

24

Risque de refinancement de la dette en euro



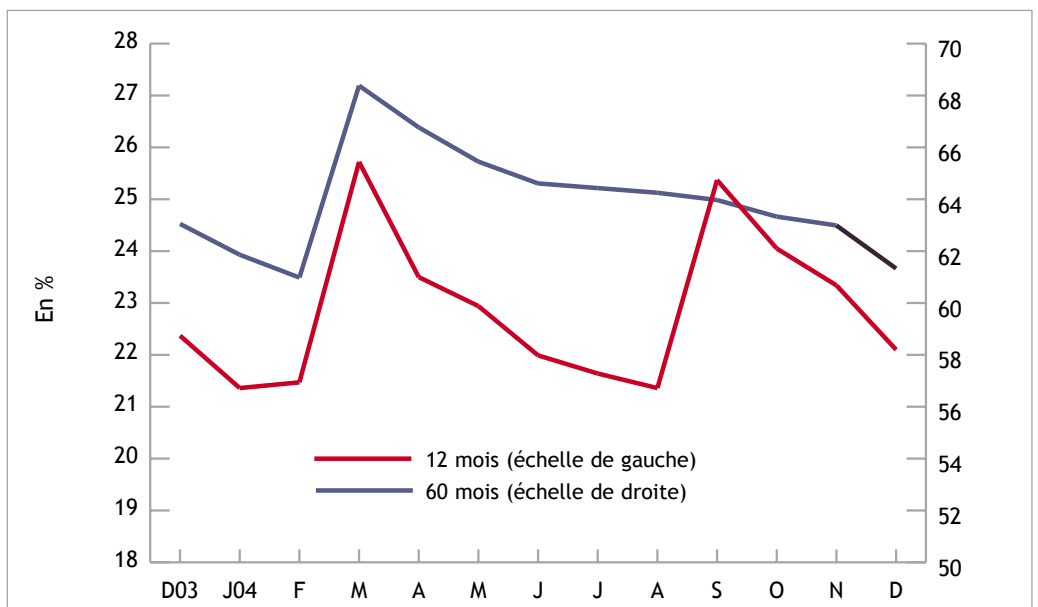
Les risques de refixation du taux à 12 mois et 60 mois ont dépassé les limites autorisées en mars. En septembre, cela a été le cas uniquement pour le risque de refixation à 12 mois.

Le dépassement des limites tant pour le risque de refinancement que pour le risque de refixation à certains moments de l'année n'a cependant jamais impli-

qué une augmentation de prise de risques. Comme mentionné plus haut, d'importants volumes d'OLO sont entrés dans le calcul de ces indicateurs sous l'effet du raccourcissement normal de leurs maturités. Afin d'éviter que ce phénomène ne se reproduise mécaniquement, les indicateurs en question sont calculés sur la base d'une moyenne à 6 mois à partir de 2005.

25

Risque de refixation de taux pour la dette en euro



Le "Budget at Risk" est une méthode de calcul mise au point par la cellule "Gestion des risques" de l'Agence de la Dette et qui permet d'estimer le dépassement potentiel du budget de la dette en matière de charges d'intérêt.

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'intérêts 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 instrument de valorisation et ne font donc pas l'objet de trading dans le marché.

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

A l'image du budget, le calcul du "Budget at risk" s'effectue sur base de caisse et sur base économique (=proratisation des charges d'intérêts).

C'est au début du cycle budgétaire que le risque de dépassement du budget est tout naturellement le plus important. Il diminue ensuite en principe au fur et à mesure que les émissions à court et long termes ont lieu et que les charges d'intérêt réelles sont connues.

6.3. 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.

Le Trésor ne traite qu'avec des contreparties dont le rating s'élève à minimum "A". Au 31 décembre 2004, 98% de l'exposition de crédit se situait au niveau des produits dérivés. Il ressort du tableau 5 que pour les produits dérivés, 89.7% du risque de crédit se situait auprès de contreparties avec un rating de "AA" ou plus, contre 84.8% à fin 2003. 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 2004.

L'Agence de la Dette établit un rapport hebdomadaire sur le risque de crédit ainsi qu'une analyse détaillée sur base mensuelle.

5

Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating à fin décembre 2004

Rating (*)	Nbre de transactions	%	Exposition totale en EUR	%
AAA	7	3.4	50 239 954	0.7
AA	157	76.2	6 600 696 600	89.0
A	42	20.4	764 496 329	10.3
Total	206	100	7 415 432 883	100

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

6

Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating et par produit à fin décembre 2004

Rating (*)	Swaps de taux d'intérêt en EUR	%	Swaps de devises en EUR	%	Forward rate agreement en EUR	%	Autres en EUR	%
AAA	15 637 431	0.2	34 602 523	36.1	0	0.0	0	0.0
AA	6 015 423 224	90.1	20 710 046	21.6	506 903 744	91.1	57 659 586	64.2
A	642 276 602	9.6	40 510 201	42.3	49 562 803	8.9	32 146 723	35.8
Total	6 673 337 256	100	95 822 769	100	556 466 548	100	89 806 310	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 2004

	Total	Interest Rate Swap	Currency Swap	Forward rate agreement	Autres
< 1 an	2.0%	0.7%	26.2%	23.4%	76.6%
1 à 5 ans	1.7%	0.7%	73.8%	76.6%	-
6 à 10 ans	36.6%	37.3%	-	-	23.4%
>= 10 ans	59.8%	61.4%	-	-	-
Total	100%	100%	100%	100%	100%



LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE DE L'ETAT

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

	2004	2003
I. Encours des principaux instruments de la dette de l'Etat fédéral		
1. Encours brut de la dette fédérale	269.78	263.02
- Financements et placements du Trésor	0.15	0.02
- Financement autres entités	0.81	0.69
- Titres en portefeuille	3.37	4.33
- Réserve pour placements	0.01	0.03
- Financement Fonds des Rentes	0.09	0.08
Encours net de la dette fédérale	265.35	257.87
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR :	267.34	259.29
- Obligations linéaires (OLO)	210.12	205.15
- Emprunts classiques	0.06	5.75
- Bons d'Etat	8.19	8.51
- Certificats de Trésorerie	26.02	26.16
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	12.49	4.27
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	0.78	0.85
- Emprunts privés. interbancaires et divers	4.86	8.28
- Dette émise en ex-devises "zone euro"	0.11	0.11
- Dette émise en devises et swappée en EUR	0.45	0.21
- Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat Fédéral intervient dans les charges financières	4.26	0.00
En % de la dette en EUR :		
- Obligations linéaires	78.60 %	79.12 %
- Emprunts classiques	0.02 %	2.22 %
- Bons d'Etat	3.06 %	3.28 %
- Certificats de Trésorerie	9.73 %	10.09 %
- Autres	8.58 %	5.29 %
B. Instruments en monnaies étrangères :	2.44	3.73
- Dette à long et moyen termes	1.50	2.79
- "Belgian Treasury Bills" en devises	0.94	0.94
- 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)	7.48	2.49
- Solde net à financer (SNF)	6.17	0.73
- Reprise de dettes	0.00	0.81
- Différences de change	0.08	- 0.46
- Capitalisation d'intérêts	0.43	0.03
- Opérations avec le FMI	-3.46	- 0.54
- Divers	0.00	1.92
- Dette de certains organismes	4.26	0.00
2. Evolution (en %)	2.77 %	0.95 %

2004

2003

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	99.10 %	98.58 %
- Dette en devises	0.90 %	1.42 %

3. Répartition selon le terme

- long et moyen termes (>1 an)	86.82 %	88.15 %
- court terme	11.60 %	11.85 %

4. Répartition selon le taux

- Taux fixe	84.58 %	84.97 %
- Taux variable	15.42 %	15.03 %

5. Duration effective de la dette en EUR

4.26

3.93

Duration effective de la dette en devises

0.18

0.29

6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral

13.07

14.52

7. Taux d'intérêt moyen pondéré

4.80 %

5.05 %

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

24.88 %

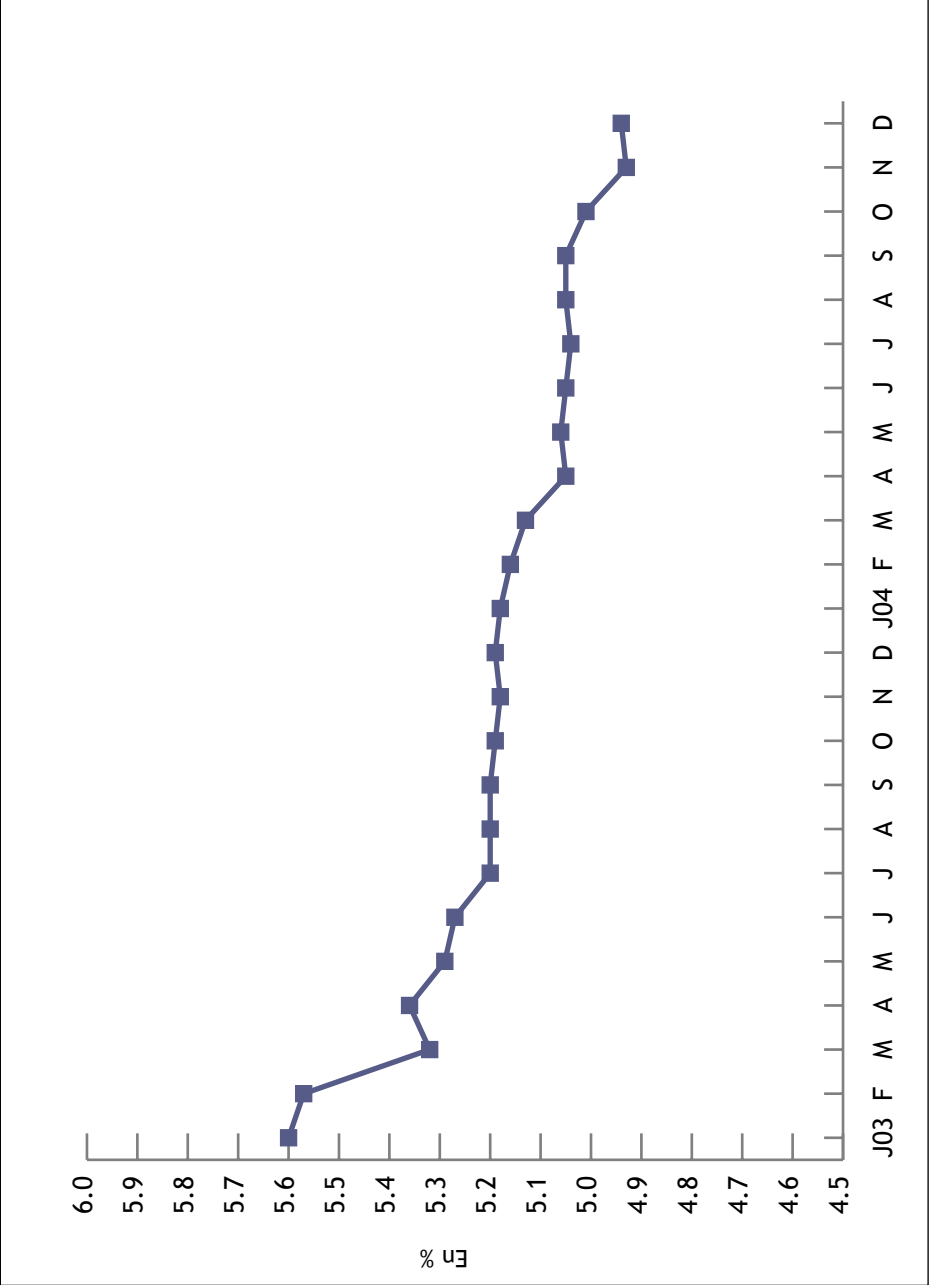
30.30 %

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

1. Encours de la dette fédérale	269.78	263.02
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (1)	1.35	6.41
3. Dette des Communautés et Régions et des pouvoirs locaux	29.53	29.44
4. Effet de consolidation	29.26	25.73
5. Certificats au profit du FMI	0.00	3.46
6. Autres corrections	0.43	0.27
7. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4-5-6)	270.97	269.42
8. PIB	283.75	269.55
9. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (7/8)	95.50 %	100.00 %

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

Taux actuariel moyen pondéré de la dette en euro du Trésor



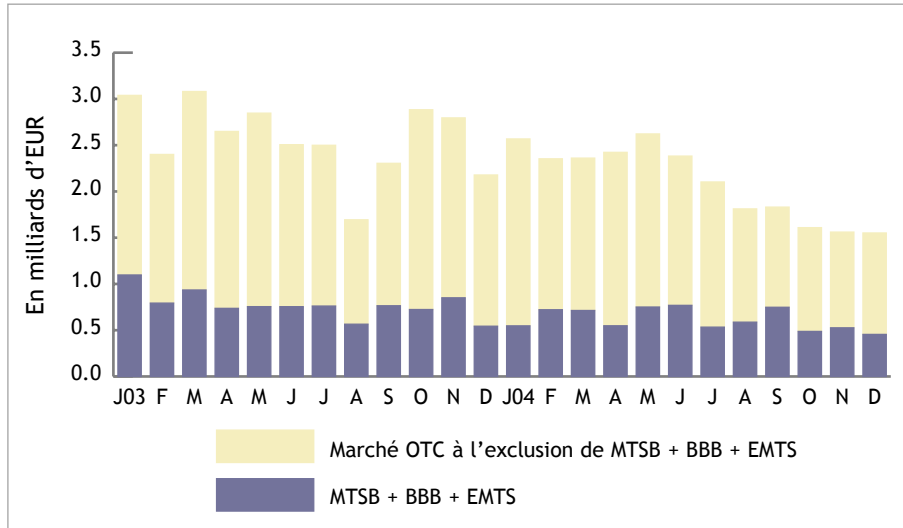
Montants en circulation par OLO (en EUR) à fin décembre 2004

Maturité	Coupon	Code	Encours	OLO n°	% Strips
31/03/2005	6.50	273	7 307 933 069.42	19	
28/09/2005	4.75	294	10 273 900 000.00	34	7.56%
24/04/2006	FRN	299	2 000 000 000.00	39	
15/05/2006	7	283	8 465 045 674.21	24	
28/09/2006	4.75	297	9 610 900 000.00	37	1.27%
28/03/2007	6.25	286	13 491 828 228.86	26	5.98%
01/10/2007	8.50	257	8 413 164 463.71	9	15.74%
28/03/2008	5.75	288	12 386 696 740.11	28	1.26%
29/07/2008	7.50	268	7 965 558 029.24	16	
28/09/2008	3	302	8 499 600 000.00	42	0.34%
28/03/2009	3.75	292	18 757 000 000.00	32	0.77%
28/03/2009 (OLOp)	3.75	3871202 292	3 100 000.00	OLOp	
28/03/2009 (OLOp)	3.75	3871205 329	2 619 400.00	OLOp	
28/09/2010	5.75	295	15 844 200 000.00	35	1.73%
28/09/2011	5	296	10 546 400 000.00	36	0.94%
28/09/2012	5	298	11 416 900 000.00	38	2.48%
24/12/2012	8	262	8 546 896 081.16	12	
28/09/2013	4.25	301	12 975 200 000.00	41	1.00%
28/09/2014	4.25	303	11 554 150 000.00	43	2.07%
28/09/2014 (OLOp)	4.25	3871206 335	5 925 000.00	OLOp	
28/03/2015	8	282	6 220 187 157.66	23	4.23%
28/09/2017	5.5	300	8 437 637 800.00	40	6.04%
28/03/2028	5.5	291	10 575 939 136.01	31	15.64%
28/03/2035	5	304	6 811 000 000.00	44	3.13%
28/03/2035 (OLOp)	5	3871207 341	1 692 800.00	OLOp	
TOTAL			210 113 473 580.38		
ENCOURS DES LIGNES STRIPPABLES			175 814 703 526.35		4%

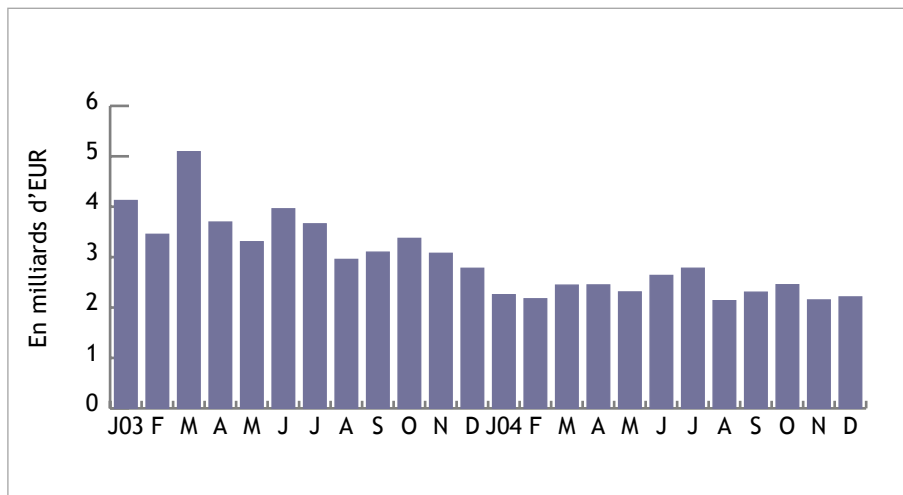
Résultats des adjudications et des syndications d'OLO en 2004 (en millions d'EUR)

Type d'émission	Date d'émission	Date valeur	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 taux limite
	21/01/04	28/01/04	28/09/14	303124		5 000.0	5 000.0		5 000.0		99.783					
SYNDICATION						5 000.0	5 000.0									
	29/03/04	1/04/04	28/09/14	303124	5 000.0	3 510.0	2 078.0	146.0	2 224.0	1.69	101.663	4.053	101.50/101.72	101.63	15	47.6923
			28/09/17	300096	6 723.2	2 220.0	904.0	0.0	904.0	2.46	112.141	4.293	111.97/112.17	112.13	9	75.5627
AUCTION					5 730.0	2 982.0		146.0	3 128.0							
	12/05/04	19/05/04	28/03/35	304130		5 000.0	5 000.0		5 000.0		98.842					
SYNDICATION						5 000.0	5 000.0									
	26/07/04	29/07/04	28/03/09	292012	1 646.3	2 530.0	1 250.0	42.0	1 292.0	2.02	101.024	3.505	100.91/101.07	101.00	13	80.0000
			28/09/14	303124	7 224.0	2 530.0	1 251.0	127.0	1 378.0	2.02	99.435	4.319	99.20/99.47	99.41	12	65.9091
			28/09/17	300096	7 627.2	1 940.0	808.0	0.0	808.0	2.40	109.776	4.498	109.60/109.81	109.75	10	42.8571
AUCTION					7 000.0	3 309.0		169.0	3 478.0							
	27/09/04	30/09/04	28/03/09	292012	17 755.0	2 415.0	1 002.0	0.0	1 002.0	2.41	102.190	3.215	102.03/102.21	102.18	12	67.7083
			28/09/14	303124	8 602.0	2 578.0	1 535.0	0.0	1 535.0	1.68	101.814	4.026	101.63/101.87	101.79	14	100.0000
			28/03/35	304130	5 000.0	1 835.0	515.0	121.0	636.0	3.56	105.746	4.643	105.45/105.81	105.70	9	100.0000
AUCTION					6 828.0	3 052.0		121.0	3 173.0							
	29/11/04	2/12/04	28/09/14	303124	10 151.2	2 380.0	1 325.0	78.0	1 403.0	1.80	103.893	3.767	103.75/103.92	103.88	13	100.0000
			28/03/35	304130	5 636.0	1 705.0	1 175.0	0.0	1 175.0	1.45	109.443	4.427	109.15/109.57	109.36	12	100.0000
AUCTION					4 085.0	2 500.0		78.0	2 578.0							

Moyennes journalières des volumes négociés en OLO sur le marché secondaire



Volumes négociés sur le marché des "repos" sur OLO (moyennes journalières)



Répartition mensuelle des composantes de la dette à court terme (en millions d' EUR)

Mois	CCP (1)	Interbancaire + divers (2)	3 mois	Certificats de Trésorerie (3) 6 mois	12 mois	Total CT	Bons du Trésor en EUR	Opérations (4) de gestion de trésorerie	Total de la (5) Dette Flottante
J2003	295.8	1475.1	4631.6	4567.5	17775.2	26974.3	493.1	9595.6	19642.7
F	289.8	1096.8	5309.3	4491.3	19063.6	28864.2	336.8	10552.9	20034.7
M	244.0	11190.4	6991.1	5366.1	18156.3	30513.5	485.0	3354.0	39078.9
A	229.0	2639.3	7440.6	6128.6	18302.8	31872.0	474.0	3344.5	31869.8
M	244.4	1482.2	7486.2	7604.9	18137.0	33228.1	386.9	4979.6	30362.0
J	348.3	1965.8	5525.8	7701.0	18968.7	32195.5	471.5	4901.6	30079.5
J	303.4	4172.7	5139.0	8255.0	18614.4	32008.4	316.0	12040.5	24760.0
A	252.9	4382.0	4890.7	7021.0	19280.9	31192.6	378.1	11262.5	24943.1
S	109.3	4374.9	4712.7	6205.4	19484.8	30402.9	676.8	6156.9	29407.0
O	331.0	1567.9	4818.0	6008.4	19597.9	30424.3	467.7	4591.6	28199.3
N	299.6	1756.4	4270.4	4445.2	19716.7	28432.3	888.4	1602.7	29774.0
D	268.4	2936.0	3016.4	3815.1	19332.2	26163.7	854.0	5148.5	25073.6
J2004	488.3	1808.0	2631.8	3913.8	18886.7	25432.3	602.4	10688.7	17642.3
F	469.0	1346.5	2796.2	4499.2	19294.8	26590.2	843.7	10773.1	18476.3
M	453.7	1633.7	3083.2	4918.5	19837.0	27838.7	828.3	6718.0	24036.4
A	424.6	2479.6	3118.1	5312.6	19771.1	28201.8	293.0	6519.0	24880.0
M	441.0	1296.1	3034.0	6492.1	19135.6	28661.7	327.3	9353.3	21372.8
J	372.0	1679.9	3138.2	5971.5	19701.2	28810.9	526.0	9223.3	22165.5
J	353.5	1345.2	2850.3	5930.9	19581.1	28362.3	308.1	13355.1	17014.0
A	309.4	1572.5	2526.1	5453.2	19431.7	27411.0	334.2	12005.8	17621.3
S	262.1	1314.1	2114.4	4979.5	19530.7	26624.6	337.1	8887.6	19650.3
O	318.1	1758.0	1899.7	4660.0	19342.5	25902.2	457.7	5602.3	22833.7
N	279.2	5194.2	1892.7	4174.8	19598.7	25666.2	575.1	1913.0	29801.7
D	432.8	3124.4	1793.3	3774.0	20453.2	26020.5	777.1	4426.5	25928.3

- (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.

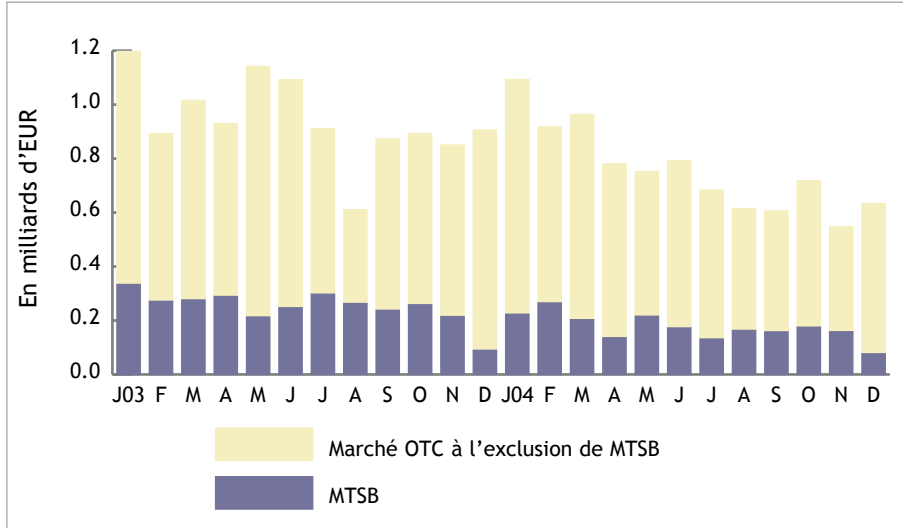
Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2004 (en millions d'EUR)

Date d'adju.	Date valeur	Range	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
6/01/04	8/01/04	1 600 - 1 800		15/04/04	582480	3	2 587.7	2 135.0	508.0	0.0	508.0	4.20	1.981	-13.20	1.970/2.020	1.990	9	28.5710
				17/06/04	584502	6	1 934.4	3 850.0	1 209.0	0.0	1 209.0	3.18	1.998	-14.70	1.980/2.020	2.005	13	35.5070
13/01/04	15/01/04	2 200 - 2 400	4 832.2	15/04/04	582480	3	3 095.7	2 830.0	562.0	0.0	562.0	5.04	1.979	-11.30	1.970/2.015	1.985	7	18.5190
				13/01/05	591572	12	0.0	3 780.0	1 803.0	0.0	1 803.0	2.10	2.080	-10.90	2.060/2.100	2.085	14	88.9470
3/02/04	5/02/04	1 600 - 1 800		13/05/04	583496	3	2 521.7	2 730.0	490.0	10.0	500.0	5.57	1.971	-11.80	1.965/2.010	1.975	6	100.0000
				15/07/04	585517	6	1 624.2	4 055.0	1 216.0	30.0	1 246.0	3.33	1.982	-13.30	1.970/2.010	1.990	13	26.4150
17/02/04	19/02/04	2 200 - 2 400	3 135.9	13/05/04	583496	3	3 021.7	2 370.0	520.0	0.0	520.0	4.56	1.944	-12.20	1.920/1.985	1.950	5	100.0000
				17/02/05	592588	12	0.0	3 680.0	1 805.0	232.0	2 037.0	2.04	2.017	-12.10	1.990/2.050	2.025	13	34.5450
2/03/04	4/03/04	1 600 - 1 800		17/06/04	584502	3	3 143.4	2 615.0	500.0	0.0	500.0	5.23	1.939	-11.30	1.930/1.970	1.945	6	50.0000
				19/08/04	586523	6	1 816.5	3 760.0	1 253.0	25.0	1 278.0	3.00	1.940	-11.40	1.930/1.960	1.945	12	35.8700
16/09/04	18/03/04	2 200 - 2 400	3 257.6	17/06/04	584502	3	3 643.4	2 570.0	504.0	5.0	509.0	5.10	1.945	-10.80	1.935/1.970	1.950	10	36.8000
				17/03/05	593594	12	0.0	3 865.0	1 803.0	425.0	2 228.0	2.14	1.953	-12.50	1.945/1.980	1.955	11	77.8120
30/03/04	1/04/04	1 600 - 1 800		15/07/04	585517	3	2 870.2	2 400.0	430.0	0.0	430.0	5.58	1.841	-11.70	1.820/1.870	1.845	5	100.0000
				16/09/04	587539	6	1 400.6	3 705.0	1 207.0	0.0	1 207.0	3.07	1.826	-10.70	1.820/1.850	1.830	12	43.0770
13/04/04	15/04/04	2 200 - 2 400	3 657.7	15/07/04	585517	3	3 300.2	1 820.0	575.0	100.0	675.0	3.17	1.935	-10.30	1.925/1.970	1.940	6	100.0000
				14/04/05	594600	12	0.0	3 865.0	1 704.0	0.0	1 704.0	2.27	2.046	-9.70	2.035/2.070	2.050	12	71.1610
4/05/04	6/05/04	1 600 - 1 800		19/08/04	586523	3	3 094.5	1 835.0	480.0	0.0	480.0	3.82	1.967	-10.60	1.955/1.995	1.970	5	100.0000
				14/10/04	588545	6	1 698.0	3 890.0	1 120.0	70.0	1 190.0	3.47	1.992	-11.10	1.990/2.010	1.995	11	40.0000
11/05/04	13/05/04	2 200 - 2 400	3 541.7	19/08/04	586523	3	3 574.5	1 970.0	456.0	0.0	456.0	4.32	1.988	-9.70	1.975/2.025	1.990	10	54.4000
				12/05/05	595615	12	0.0	4 915.0	1 758.0	118.0	1 876.0	2.80	2.223	-9.60	2.220/2.245	2.225	12	74.1700
1/06/04	3/06/04	1 600 - 1 800		16/09/04	587539	3	2 607.6	3 095.0	555.0	0.0	555.0	5.58	1.994	-9.30	1.990/2.020	2.000	10	3.4720
				18/11/04	589550	6	1 247.4	3 835.0	1 104.0	0.0	1 104.0	3.47	2.038	-11.30	2.030/2.050	2.040	13	49.3100
15/06/04	17/06/04	2 200 - 2 400	4 152.4	16/09/04	587539	3	3 162.6	2 355.0	509.0	50.0	559.0	4.63	2.021	-10.00	2.015/2.040	2.025	10	25.6000
				16/06/05	596621	12	0.0	4 745.0	1 704.0	397.0	2 101.0	2.78	2.362	-11.70	2.350/2.375	2.365	13	48.9190
29/06/04	1/07/04	1 600 - 1 800		14/10/04	588545	3	2 888.0	2 220.0	465.0	0.0	465.0	4.77	2.010	-11.30	2.010/2.040	2.010	7	100.0000
				16/12/04	590566	6	587.3	3 285.0	1 206.0	0.0	1 206.0	2.72	2.065	-13.40	2.060/2.085	2.070	12	28.8890
13/07/04	15/07/04	1 700 - 2 000	3 975.2	14/10/04	588545	3	3 353.0	1 945.0	301.0	50.0	351.0	6.46	2.010	-10.50	2.010/2.030	2.010	8	63.8300
				14/07/05	597637	12	0.0	4 450.0	1 506.0	0.0	1 506.0	2.95	2.252	-9.60	2.230/2.275	2.255	12	72.4770
3/08/04	5/08/04	900 - 1 200		18/11/04	589550	3	2 351.4	1 835.0	305.0	0.0	305.0	6.02	2.010	-10.60	2.010/2.050	2.010	6	100.0000
				13/01/05	591572	6	1 803.0	2 650.0	796.0	0.0	796.0	3.33	2.041	-15.00	2.035/2.080	2.045	10	32.0750
17/08/04	19/08/04	1 700 - 2 000	4 030.5	18/11/04	589550	3	2 856.4	2 025.0	305.0	0.0	305.0	6.64	2.006	-10.70	2.000/2.030	2.010	9	36.7820
				18/08/05	598643	12	0.0	4 280.0	1 506.0	158.0	1 664.0	2.84	2.172	-11.00	2.165/2.195	2.180	13	25.3010

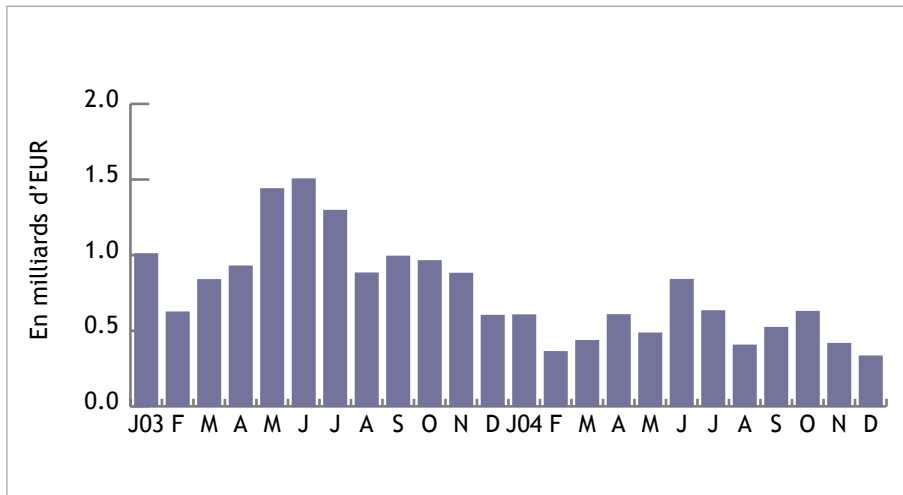
Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2004 (en millions d'EUR)

Date d'adju.	Date valeur	Range Min	Range Max	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adjudicataires	% pris au taux limite
31/08/04	2/09/04	900	1 200		16/12/04	590566	3	1 793.3	2 120.0	350.0	0.0	350.0	6.06	2.005	-11.00	2.000/2.025	2.010	11	7.2290
					17/02/05	592588	6	2 037.0	3 500.0	710.0	20.0	730.0	4.93	2.039	-12.70	2.035/2.060	2.040	6	100.0000
14/09/04	16/09/04	1 700	1 900	3 721.6	16/12/04	590566	3	2 143.3	1 480.0	350.0	0.0	350.0	4.23	2.003	-11.30	2.000/2.030	2.005	5	100.0000
					15/09/05	599658	12	0.0	4 320.0	1 505.0	0.0	1 505.0	2.87	2.285	-10.90	2.265/2.310	2.290	12	57.0650
5/10/04	7/10/04	1 000	1 200		13/01/05	591572	3	2 599.0	2 240.0	275.0	0.0	275.0	8.15	2.018	-13.10	2.005/2.050	2.025	6	60.0000
					17/03/05	593594	6	2 228.0	4 085.0	803.0	65.0	868.0	5.09	2.070	-13.90	2.060/2.095	2.075	9	60.7590
12/10/04	14/10/04	1 700	1 900	3 704.0	13/01/05	591572	3	2 874.0	2 070.0	325.0	0.0	325.0	6.37	2.008	-13.80	2.000/2.045	2.015	6	9.4340
					13/10/05	600662	12	0.0	5 620.0	1 506.0	0.0	1 506.0	3.73	2.195	-11.90	2.190/2.220	2.200	9	33.5200
2/11/04	4/11/04	900	1 200		17/02/05	592588	3	2 767.0	1 785.0	301.0	0.0	301.0	5.93	2.030	-12.30	2.015/2.060	2.040	6	35.8970
					14/04/05	594600	6	1 704.0	3 200.0	614.0	0.0	614.0	5.21	2.067	-13.20	2.060/2.095	2.075	10	12.6980
16/11/04	18/11/04	1 700	1 900	2 961.4	17/02/05	592588	3	3 068.0	1 855.0	302.0	0.0	302.0	6.14	2.002	-17.20	2.000/2.065	2.030	4	86.6670
					17/11/05	601678	12	0.0	3 955.0	1 509.0	0.0	1 509.0	2.62	2.209	-12.00	2.205/2.230	2.215	14	21.3540
30/11/04	2/12/04	900	1 200		17/03/05	593594	3	3 096.0	1 650.0	300.0	0.0	300.0	5.50	2.013	-16.30	2.005/2.050	2.020	4	80.0000
					12/05/05	595615	6	1 876.0	3 630.0	801.0	0.0	801.0	4.53	2.074	-13.60	2.065/2.100	2.080	7	77.5000
14/12/04	16/12/04	1 700	1 900	2 493.3	17/03/05	593594	3	3 396.0	1 340.0	300.0	0.0	300.0	4.47	2.002	-17.30	2.000/2.060	2.020	4	84.0000
					15/12/05	602684	12	0.0	2 620.0	1 460.0	0.0	1 460.0	1.79	2.150	-11.30	2.130/2.175	2.155	12	100.0000

Moyennes journalières des volumes négociés
en certificats de Trésorerie en 2004



Volumes négociés sur le marché des "repos"
sur certificats de Trésorerie (moyennes journalières)



Placements "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" situation au 31 décembre 2004

Titres " BT - FV "	Montant placé	Taux	Intérêts proratisés au 31/12/2004	Portefeuille au 31/12/2004	Montant à l'éch.fin.
28/03/2002 - 15/04/2010	624 076 032.25 (1)	5.43384823 %	98 404 514.16	722 480 546.41	955 734 250.39
12/09/2002 - 15/10/2010	431 740 237.50 (2)	4.54934710 %	46 662 781.33	478 403 018.83	618 936 159.87
10/04/2003 - 15/04/2011	451 511 336.23 (3)	4.23497214 %	33 619 721.66	485 131 057.89	629 682 696.99
21/11/2003 - 17/10/2011	645 687 591.81 (4)	4.24719380 %	30 653 001.27	676 340 593.08	897 230 872.37
21/11/2003 - 16/04/2012	1 000 000 000.00 (4)	4.31747266 %	48 260 872.43	1 048 260 872.43	1 426 757 473.64
21/11/2003 - 15/04/2013	1 000 000 000.00 (4)	4.44964500 %	49 741 978.25	1 049 741 978.25	1 506 014 320.05
22/01/2004 - 15/10/2012	296 159 365.37 (5)	4.22902667 %	11 824 859.13	307 984 224.50	425 297 020.86
22/01/2004 - 15/04/2014	1 000 000 000.00 (5)	4.37400828 %	41 294 567.02	1 041 294 567.02	1 549 902 169.97
22/01/2004 - 15/04/2015	1 000 000 000.00 (5)	4.45786790 %	42 085 338.15	1 042 085 338.15	1 632 358 619.37
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000.00 (5)	4.56395979 %	43 085 703.10	1 043 085 703.10	1 726 649 079.02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000.00 (5)	4.67063142 %	44 091 478.47	1 044 091 478.47	1 830 675 165.94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000.00 (5)	4.74408188 %	44 783 988.57	1 044 783 988.57	1 934 933 570.10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000.00 (6)	4.20204082 %	4 094 651.91	1 254 094 651.91	2 258 592 546.19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000.00 (6)	4.24643832 %	4 137 097.50	1 254 137 097.50	2 369 231 756.61
Total	11 949 174 563.16		542 740 552.95	12 491 915 116.11	19 761 995 701.37

(1) UMTS (437 805 323.76); plus-value or (177 114 565.58); intérêts court terme (9 156 142.91).

(2) Bénéfices BNB (429 000 000); intérêts court terme (2 740 237.50).

(3) Dividende Belgacom (237 252 326.52); billets de banque (213 965 560.02); intérêts court terme (293 449.69).

(4) Credibce (2 645 687 591.81).

(5) Fonds de pension Belgacom (5 000 000 000); dividende Belgacom (290 000 021.25);

intérêts court terme (6 159 344.12).

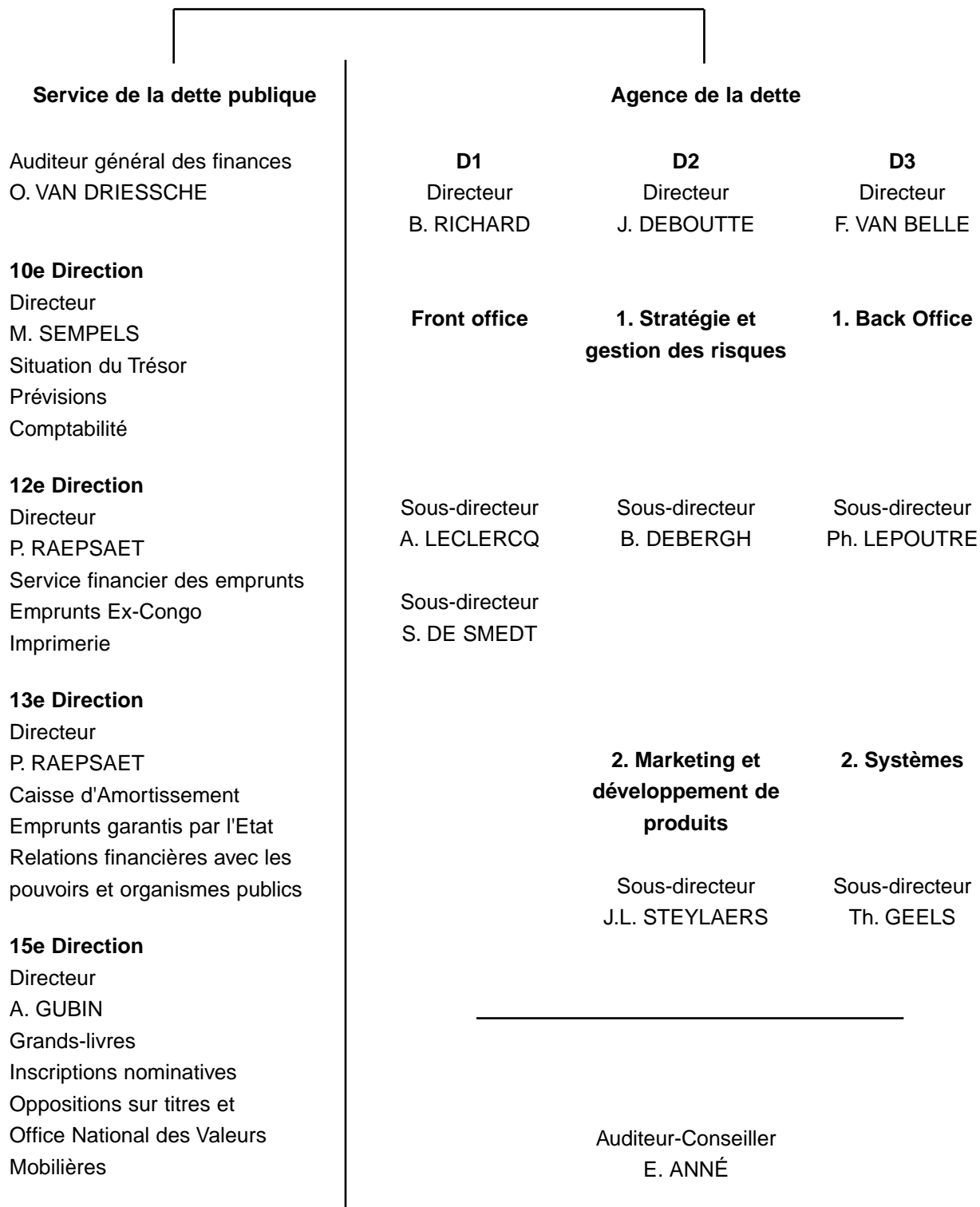
(6) Fadets (2 500 000 000).



**Administration de la Trésorerie
ORGANIGRAMME (au 31/12/2004)**

Jean-Pierre ARNOLDI, Administrateur général

Département de la Dette



Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique

PRIMARY DEALERS

ABN AMRO Bank London Branch 250 Bishopsgate GB - London EC2M 4AA	DEUTSCHE BANK Grosse Gallusstrasse 10-14 D - 60272 Frankfurt am Main	HSBC - CCF 103, avenue des Champs Elysées F - 75419 Paris Cedex 08	NOMURA INTERNATIONAL PLC Nomura House 1 St Martin's-le-Grand GB - London EC1A 4NP
BARCLAYS Bank PLC 5 The North Colonnade - Canary Wharf GB - London E14 4BB	DEXIA Bank NV Boulevard Pachéco, 44 Pachecolaan 44 B - 1000 Bruxelles B - 1000 Brussel	ING BELGIUM S.A./N.V. Avenue Marnix, 24 Marnixlaan 24 B - 1000 Bruxelles B - 1000 Brussel	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE 17, Cours Valmy - Tour Société Générale F - 92987 Paris-La Défense Cédex
BNP PARIBAS London Branch 10 Harewood Avenue GB - London NW1 6AA	FORTIS BANK/BANQUE N.V./S.A. Montagne du Parc 3 Warandeberg 3 B - 1000 Bruxelles B - 1000 Brussel	JP MORGAN SECURITIES LTD LONDON 125 London Wall GB - London EC2Y 5AY	UBS LIMITED 100 Liverpool Street GB - London EC2M 2RH
CALYON 9, Quai du Président Paul Doumer F - 92920 Paris-la-Défense Cédex	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL Peterborough Court - 133 Fleet Street GB - London EC4A 2BB	KBC Bank NV GKD/8742 Havenlaan 12 Avenue du Port, 12 B - 1080 Brussel B - 1080 Bruxelles	
CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED Citigroup Centre, 33 Canada Square Canary Wharf GB - London E14 5LB			

RECOGNISED DEALERS

BANCA D'INTERMEDIAZIONI MOBILIARE IMI SpA Corso Matteotti, 6 I - MILANO - 20121	LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE) 25 Bank Street GB - London E14 SLE
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS Avenida João XXI, 63 P - 1000-300 LISBOA	MORGAN STANLEY & CO INTERNATIONAL LTD 25 Cabot Square - Canary Wharf GB - London E14 4QA
CSFB CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (Europe) Ltd One Cabot Square GB - London E14 4QJ	NORDEA BANK Christiansbro 3 Strandgade PO Box 850 DK - 0900 Copenhagen

BTB DEALERS

CITIBANK INTERNATIONAL PLC 33 Canada Square Canary Wharf GB - London E14 5LB	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL Peterborough Court 133 Fleet Street GB - London EC4A 2BB
DEUTSCHE BANK AG LONDON London Branch Winchester House 1 Great Winchester Street GB - London EC2N 2DB	KBC BANK NV Havenlaan 12 Avenue du Port, 12 B - 1080 Brussel / Bruxelles
DEXIA BANK Boulevard Pachéco, 44 Pachecolaan 44 B - 1000 Bruxelles / Brussel	UBS LIMITED 1 Finsburg Avenue GB - London EC2M 2PP
FORTIS BANK/BANQUE Montagne du Parc, 3 Warandeberg, 3 B - 1000 Bruxelles / Brussel	CSFB (Credit Suisse First Boston) (Europe) Ltd One Cabot Square GB-London E14 4QJ



ETABLISSEMENTS PLACEURS BONS D'ETAT

AXA BANQUE BELGIUM	Grote Steenweg, 214 Boulevard du Souverain, 23	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
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
VDK SPAARBANK	Sint-Michielsplein, 16	9000 GENT
WEST-VLAAMSE BANK	Adriaan Willaertstraat, 9	8000 BRUGGE

ETABLISSEMENTS PLACEURS D'OLOp

AXA BANK BELGIUM	GROTE STEENWEG, 214 BOULEVARD DU SOUVERAIN, 23	2600 BERCHEM 1170 BRUXELLES
BKCP - CREDIT PROFESSIONNEL	AVENUE DES ARTS, 6-9	1210 BRUXELLES
ING BELGIUM	AVENUE MARNIX, 24	1000 BRUXELLES
CREDIT AGRICOLE BANQUE	BOULEVARD SYLVAIN DUPUIS, 251	1070 BRUXELLES
BANQUE DELEN	JAN VAN RIJSWIJCKLAAN, 184	2020 ANTWERPEN
BANQUE DEGROOF	RUE DE L'INDUSTRIE, 44	1040 BRUXELLES
DEUTSCHE BANK	AVENUE MARNIX, 13-17	1000 BRUXELLES
BANQUE DEXIA	BOULEVARD PACHÉCO, 44	1000 BRUXELLES
BANQUE FORTIS	MONTAGNE DU PARC, 3	1000 BRUXELLES
BANQUE KBC	AVENUE DU PORT, 2	1080 BRUXELLES

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

Mai 2005

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>

