

KONINKRIJK BELGIE

Federale  
Overheidsdienst  
Financiën  
Administratie van  
de Thesaurie



# FEDERALE STAATSSCHULD

## Jaarverslag 2004



Gedrukt door de FOD Financiën - Thesaurie  
Drukkerij van de Staatsschuld  
Kunstlaan 30 - B 1040 Brussel

Mei 2005

Bijkomende inlichtingen zijn te verkrijgen bij de Studiedienst van de Staatsschuld  
op het voormelde adres.  
(D. Deletrain Tel.: +32 2 233 73 96)

Logo en lay-out: MM TEAM + ACG  
© Foto's: F. Overmeire

<http://www.debtagency.be>



JAARVERSLAG 2004



# JAARVERSLAG 2004

Federale Overheidsdienst Financiën  
Administratie van de Thesaurie  
Kunstlaan 30  
1040 Brussel

<http://www.debtagency.be>



D/2005/0676/2

Mei 2005

Voorwoord van de heer D. Reynders, Minister van Financiën	4
Deel I: Economische ontwikkelingen en overheidsfinanciën	6
1. Economische ontwikkelingen	6
2. Overheidsfinanciën	8
Deel II: Realisatie van het financieringsplan	15
1. Financieringsbehoeften in 2004	15
2. Financieringsmiddelen in 2004	15
3. Lineaire obligaties	17
3.1. Uitgifte door syndicaties en aanbestedingen	17
3.2. Terugkoop van lineaire obligaties ("buy-backs")	21
4. Schatkistcertificaten	22
5. Belgian Treasury Bills (BTB's) in euro en in deviezen	24
6. Producten voor privé-investeerders: Staatsbons en OLOp's	26
7. Schatkistbons - Zilverfonds	29



## Deel III: Strategische aandachtspunten 30

- |  |    |
|--|----|
| 1. Een strategie gericht op liquide beleggingsproducten voor professionele investeerders | 30 |
| 2. Een performant korps van primary en recognized dealers                                | 30 |
| 3. Een sterk verhoogde liquiditeit van de strips   | 31 |
| 4. Een efficiënte secundaire markt   | 33 |
| 5. Uitbreiding van de investeerdersbasis   | 34 |
| 6. Een strikte beheersing van de risico's  | 36 |

## Statistische bijlagen

- |  |    |
|--|----|
| - De overheidsschuld in cijfers  |    |
| - Evolutie van de gewogen gemiddelde actuariële rentevoet van de schuld in euro  | 43 |
| - OLO's: uitstaande bedragen, resultaten van de uitgiften en verhandelde volumes op de secundaire markt en de repomarkt                      | 44 |
| - Schatkistcertificaten: uitstaande bedragen, resultaten van de aanbestedingen en verhandelde volumes op de secundaire markt en de repomarkt | 47 |
| - Schatkistbons - Zilverfonds: uitgiften en uitstaande bedragen  | 51 |
| - Organigram van het Agentschap van de Schuld en van de Dienst van de Staatsschuld   | 52 |
| - Dealers in Belgische schatkistwaarden en plaatsende instellingen voor het jaar 2005  | 53 |

Lk

heb het genoeg u bij deze het Jaarverslag 2004 van de federale staatsschuld voor te stellen.

De resultaten die ons land dat jaar boekte, liggen in de lijn van de doelstellingen opgelegd in het stabiliteitsprogramma, namelijk het realiseren van een begroting zonder tekort en de verdere afbouw van de schuldratio. Opnieuw onderscheidt België zich in positieve zin binnen de eurozone, aangezien slechts twee andere landen het even goed deden. De gezondmaking van de openbare financiën werd voortgezet en de schuldratio van de gezamenlijke overheid werd op 95.5% van het bbp gebracht. Tussen 1999 en 2004 verminderde deze ratio met zo'n 20%, wat neerkomt op een gemiddelde vermindering van 4% op jaarbasis, ongeacht het feit dat wij drie jaren (2001 tot 2003) beleefden met een zeer zwakke economische groei. Dankzij deze gunstige evolutie kon de federale Staat een groot deel van de NMBS-schulden overnemen, een essentiële voorwaarde voor het herstel van deze maatschappij. Daarbij kwam de structurele vermindering van de schuldratio niet in het gedrang, want voor eind 2005 voorziet men dat deze zal zijn gedaald tot 94.6%. Wij zitten dus op de goede weg en gaan meer en meer in de richting van het Europees gemiddelde.

Deze goede resultaten bevestigen dat de invoering van de economische en monetaire unie in 1999 voor België positieve gevolgen had. Wij konden genieten van een rentedaling en, als gevolg daarvan, van een convergentie van de rente tussen de landen uit de eurozone. Naast dit mechanisch effect oefende ook de ervaring, opgedaan door de Schatkist inzake schuldbeheer, haar heilzame werking uit. Het Agentschap van de Schuld bleef gebruik maken van de kansen die de markt boden om de uitgiftekosten te drukken zonder de risico's op te drijven. Deze twee factoren samen zorgden ervoor dat de interestlasten ingeschreven op de begroting, constant verminderden en nu nog slechts 4.6% van het bbp bedragen tegen 6% in 1999.

Dankzij de goede begrotingscijfers bleven de financieringsbehoeften voor 2004 beperkt, niettegenstaande er dat jaar grote bedragen op verval dag kwamen. Ook op kwalitatief vlak kan men tevreden terugkijken op het jaar 2004. Het Agentschap van de Schuld bleef een uitgiftebeleid volgen dat zo goed mogelijk inspeelde op de marktomstandigheden zonder supplementaire risico's te lopen. Eens te meer genoot het het vertrouwen van de markt en van de investeerders. De portefeuille werd ook minder gevoelig voor de rente-evolutie.



# Van de heer Didier Reynders, Minister van Financiën



Het rentevershil tussen de Belgische referentieleningen en deze van de andere grote soevereine emittenten uit de eurozone bereikte een historisch dieptepunt: 4 basispunten tussen de Belgische OLO op 10 jaar en de Duitse Bund met dezelfde looptijd. Het wisselrisico is marginaal geworden en zal geleidelijk verdwijnen naarmate de schuld in deviezen wordt afgebouwd, conform de doelstellingen. Ook in het buitenland is er meer belangstelling voor Belgisch overheidspapier o.a. dankzij de grote liquiditeit die geboden wordt aan institutionele investeerders. Deze laatste willen immers hun beleggingen diversifiëren aan de hand van hoogstaande soevereine effecten. In het bijzonder wil ik wijzen op de doorbraak die is gebeurd op de markten in het Verre Oosten. Reeds enkele jaren werd hiermee gestart in het kader van de diversificatie van het houderschap van de schuld en in 2004 werd dit beleid nog versterkt.

De toestand zoals wij die nu kennen, en waarover ik mij ten zeerste verheug, is het resultaat van een constante aanpassing van de uitgiftetechnieken op de primaire markt en van de werking van de secundaire markt. Met de invoering van performantie-indicatoren krijgt het Agentschap van de Schuld er een beleidsinstrument bij, als nuttige aanvulling bij de jaarlijks vastgelegde algemene richtlijnen. Hoe positief deze evolutie ook moge wezen, de Schatkist moet attent de markten blijven opvolgen en bereid zijn zich aan te passen in functie van de marktomstandigheden en de politieke beslissingen.

Dankzij de oprichting van het Agentschap van de Schuld beschikt de Schatkist over een deskundig financieel centrum. Het betreft een waardevol instrument, niet alleen voor het operationeel beheer van de federale schuld maar ook, ruimer gezien, voor andere belangrijke regeringsdossiers zoals de overname van de NMBS-schulden of het beheer van de gelden van het Zilverfonds.

Door de combinatie van gezonde openbare financiën en een dynamisch schuldbeheer kan België de toekomst binnen de Europese Unie met vertrouwen tegemoet gaan.

De Minister van Financiën

Didier Reynders

## ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN OVERHEIDSFINANCIËN

### 1. Economische ontwikkelingen

De heropleving van de wereldeconomie die begonnen was in de helft van 2002, heeft zich in 2004 voortgezet met een bbp-groei die geraamd wordt op 5%. De Verenigde Staten en de opkomende Aziatische economieën, in het bijzonder China, waren de belangrijkste gangmakers van deze sterke expansie.

De tekorten die de Verenigde Staten optekenden op hun begroting en op hun lopende rekening zorgden wel voor ongerustheid omwille van de druk die zij uitoefenden op de internationale kapitaalmarkten. Deze tekorten werden immers gedeeltelijk gefinancierd door investeerders uit de eurozone en Azië, die een deel van hun tegoeden belegden in Amerikaanse vastrentende effecten en door opgestapelde wisselreserves in USD van Aziatische monetaire overheden. Deze aanzienlijke instroom van kapitaal heeft geleid tot een neerwaartse druk op de Amerikaanse lange-termijnrente. Deze bleef relatief laag ondanks de vermelde tekorten en ondanks de fikse economische groei (het bbp van de Verenigde Staten steeg met 4.4% op jaarbasis). De hoge olieprijs, een gevolg van de grote vraag uit de Verenigde Staten en China, hebben ongetwijfeld een domper gezet op de groeiverwachtingen en vormen een bijkomende verklaring voor het relatief lage niveau van de Amerikaanse lange-termijnrente.

De Amerikaanse korte-termijnrente van zijn kant steeg naarmate de tussenkomsten van de Federal Reserve zich opvolgden. De Amerikaanse Centrale Bank liet zich daarbij leiden door het herstel van de economie, de gestegen werkgelegenheid en bepaalde inflatoire spanningen die de kop opstaken. De "Fed Funds rate" steeg met 125 basispunten over het jaar 2004 en bedroeg 2.25% op het einde van het jaar.

De wisselkoers van de US dollar zakte in het begin van het jaar omdat de markt zich ongerust maakte over het tekort op de lopende rekening. In de maand april namen de spanningen af door de optimistische groeiverwachtingen en de mogelijke renteverhogingen van de Federal Reserve. Op het einde van het jaar leidde het lopende tekort opnieuw tot een verzwakking van de dollar.

In de eurozone heeft de economische heropleving, op gang gekomen in de loop van 2003, zich in 2004 doorgezet met een groei van +2% en dit voornamelijk onder impuls van de buitenlandse vraag. De economie van het eurogebied leed wel onder de hoge petroleumrijzen. Zij jagen immers de productiekosten voor de bedrijven de hoogte in, knagen aan het reële beschikbare inkomen van de gezinnen en tasten de export aan door een verminderde mondiale vraag. Vooral in de tweede helft van het jaar had dit een economische terugval voor gevolg.

De lange-termijnrente kende in de eurozone in de eerste tien maanden van 2004 een stabiel verloop dan in de Verenigde Staten. Maar zij bleef dalen in de laatste maanden van 2004 tot historisch lage niveaus, in tegenstelling tot de Amerikaanse lange-termijnrente. Deze ongelijke evolutie vertaalde zich in een gevoelige toename van het renteverval op de lange-termijnrente tussen USD en EUR (van 0.1% in januari tot 0.6% in december 2004) en was typerend voor het conjunctuurverschil tussen de Verenigde Staten en de eurozone en voor de tegenstrijdige inflatieverwachtingen op lange termijn tussen beiden.

In tegenstelling tot de Amerikaanse korte-termijnrente bleef de korte-termijnrente in de eurozone uiterst stabiel in 2004. De ECB diende haar leidinggevende tarieven inderdaad niet

*Fikse groei van de wereldeconomie*

te wijzigen, aangezien haar inflatievooruitzichten beantwoordden aan het objectief van de prijsstabiliteit, en dit in weerwil van de gestegen olieprijs die de inflatie op jaarbasis gemiddeld op 2.1% brachten in 2004. De verdere waardevermeerdering van de euro, de aanhoudende werkloosheid, en de loonsmatiging hebben er inderdaad voor gezorgd dat de interne druk op de prijzen niet te groot werd.

In België heeft het conjunctuurherstel zich in het beschouwde jaar voortgezet, wat een bbp-groei opleverde van 2.7%. Dat is een zeer goede prestatie, vergeleken met de bbp-groei in de eurozone die 2% bedroeg. Niet alleen het gestegen exportvolume (+6%), maar ook de binnenlandse vraag en meer bepaald het privé-verbruik (+2.1%) dat een flinke stimulans kreeg o.a. door de belastingvermindering en de geringere spaarneiging van de huishoudens, hebben bijgedragen tot dit fraaie resultaat.

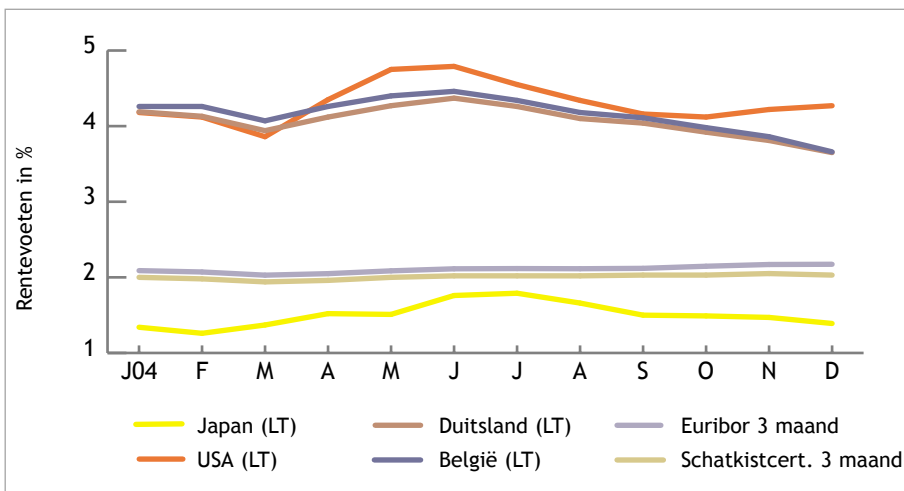
De sterke groei van de invoer deed de netto-uitvoer wel dalen zodat de bbp-groei hierdoor lichtjes negatief beïnvloed werd. Tot slot hebben ook de bedrijfs- en overheidsinvesteringen en de voorraadwijzigingen een bijdrage geleverd tot onze economische heropleving.

Ondanks de gestegen olieprijs bleef de inflatie in België beperkt (1.9% in 2004 tegen 1.5% in 2003). Dit was te danken aan de waardevermeerdering van de euro en de beheersing van de loonkost.

De werkloosheid, traditioneel het zwakke punt van ons land, is in 2004 licht gestegen. Het geharmoniseerde werkloosheidscijfer, d.w.z. het percentage werkzoekenden in verhouding tot de actieve bevolking, steeg van 8.2% in 2003 naar 8.6% in 2004 en dit ongeacht de verbeterde conjunctuur en de creatie van ongeveer 31 000 nieuwe banen.

1

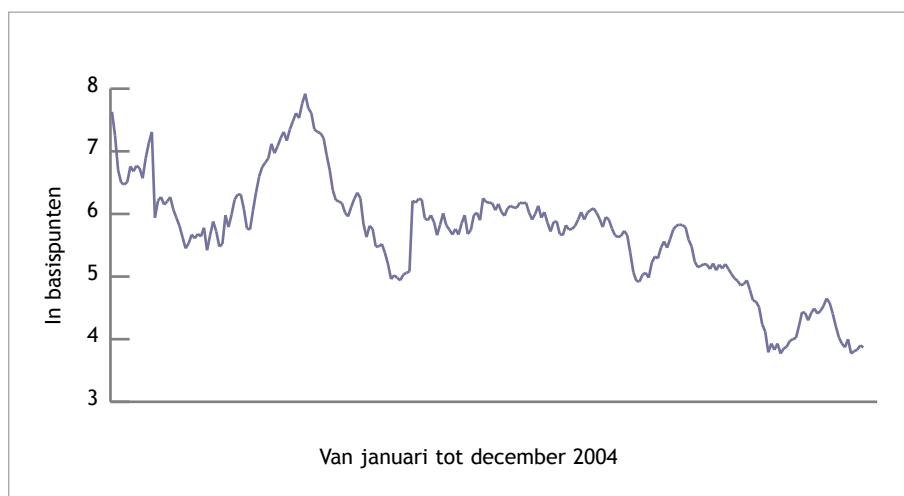
Evolutie van de gemiddelde rentevoeten op 3 maand en van de rendementen van de referentieleningen op 10 jaar (einde periode)





2

Evolutie van het rentevershil tussen de Duitse (Bunds) en de Belgische (OLO's) referentieleningen op 10 jaar ("asset swap spreads")



De rentevoeten in België weken nauwelijks af van het gemiddelde in de eurozone. De korte-termijnrente kende een zeer stabiel verloop. De rente van de schatkistcertificaten op 3 maand schommelde gemiddeld rond 2%.

In het lange-termijnsegment steeg het rendement van de referentie-OLO op 10 jaar van 4.26% in januari naar 4.46% in juni om op het einde van het jaar te zakken tot een historisch laag peil van 3.66%. Het rentevershil tussen de Belgische en de Duitse referentieleningen bleef in 2004 het hele jaar door klein en bedroeg eind december gemiddeld minder dan 4 basispunten. Merk op dat de rentevershillen worden berekend in termen van "asset swap spreads" om het effect van het verschil in vervaldag tussen beide leningen weg te filteren.

De interestlasten op de federale staatsschuld zijn in absolute termen opnieuw afgenomen: van 14.52 miljard euro in 2003 tot 13.07 miljard in 2004. Dit was het gevolg van de continue daling van de gewogen gemiddelde rentevoet van de federale staatsschuld (van 5.05% in 2003 naar 4.8% in 2004) en van een degelijk schuldbeheer door de Schatkist.

## 2. Overheidsfinanciën

### 2.1. De toepassing van het stabiliteitsprogramma 2004-2007

Sinds het jaar 2000 is de begroting van de gezamenlijke overheid in evenwicht of vertoont zij een licht overschot. De regering die is aangetreden na de verkiezingen in de lente van 2003, heeft nadrukkelijk bevestigd dat zij het cyclisch gecorrigeerd begrotings-evenwicht wou behouden of een licht overschot realiseren, volledig in de lijn van het stabiliteits- en groeipact.

Voor de begroting van 2004 werd bijgevolg opnieuw gemikt op een evenwicht. Daarnaast werden er tal van maatregelen in opgenomen om meer in het bijzonder de fiscale en parafiscale druk op arbeid te verminderen. Zo werd de hervorming van de personenbelasting verder uitgevoerd en werden de patronale bijdragen nog meer verminderd.

Bij de opstelling van de begroting voor 2004 waren de eerste tekenen zichtbaar van een economische heropleving.

*Rentevoeten in België blijven relatief stabiel*

1

Doelstellingen en realisaties inzake vorderingensaldo  
(in % van het bbp)

	2003	2004	
	Realisaties	Doelstellingen (1)	Ramingen
<b>Gezamenlijke overheid</b>			
° Vorderingensaldo	0.3	0.0	0.0
° Primair overschot	5.7	5.1	4.9
<b>Entiteit I</b>			
° Vorderingensaldo	-0.1	-0.3	-0.4
° Primair overschot	4.9	4.2	4.1
<b>Entiteit II</b>			
° Vorderingensaldo	0.4	0.4	0.4
° Primair overschot	0.9	0.8	0.8

*Een begroting  
in evenwicht*

(1) Stabiliteitsprogramma 2004-2007

Alhoewel een verbetering opgetekend werd ten opzichte van 2003, werd de groei voorzichtig geraamd op 1.8%. Met de tijd, naarmate het groeiritme versnelde, werden de groeiverwachtingen in de hoogte bijgesteld, en kwam men bij de begrotingscontrole in de lente van 2004 op 2%, en bij de opstelling van de begroting voor 2005 in de herfst op 2.4%. In het begin van 2005 werd de economische groei tegen constante prijzen voor 2004 geraamd op 2.7%.

Dankzij deze relatief krachtige groei werd in 2004 opnieuw een begrotingsevenwicht bereikt en dit zonder de inbreng van uitzonderlijke niet-fiscale inkomsten die het saldo van 2003 in gunstige zin hadden beïnvloed. Bovendien stegen de fiscale ontvangsten meer dan oorspronkelijk geraamd.

*Evolutie per entiteit*

Op basis van de gegevens beschikbaar in maart 2005 komen de resultaten van zowel Entiteit I als Entiteit II zeer dicht in de buurt van de doelstellingen vervat in het stabiliteitsprogramma. Entiteit I (de federale Staat en de sociale zekerheid)

zou lichtjes onder de maat blijven met een vorderingentekort van 0.4% van het bbp (volgens ESR 95) terwijl het objectief 0.3% bedroeg. Entiteit II (gemeenschappen, gewesten en lokale besturen) zou dan weer een overschot boeken van 0.4%, conform de opgelegde doelstellingen.

Een gelijkaardige situatie doet zich voor op het vlak van het primair overschot: Entiteit I zou hier uitkomen op 4.1% (het stabiliteitsprogramma voorzag 4.2%) en Entiteit II op 0.8%, hetgeen overeenstemt met de doelstellingen.

*Ontvangsten en uitgaven*

De ontvangsten van de overheid zijn in 2004 gevoelig gedaald, namelijk met zo'n 2 procentpunten. Deze daling was voornamelijk het gevolg van het effect van de overname van het Belgacom-pensioenfonds door de federale Staat op de niet-fiscale ontvangsten in 2003. In verhouding tot het bbp zijn de fiscale en parafiscale ontvangsten in 2004 lichtjes gestegen van 45.7 naar 45.8%.

Ontvangsten en uitgaven van de gezamenlijke overheid  
(in % van het bbp)

	2003 Realisaties	2004 Ramingen
Ontvangsten (1)	52.2	50.1
Fiscale en parafiscale ontvangsten	45.7	45.8
Fiscale ontvangsten	31.3	31.7
Primaire uitgaven (2)	46.5	45.3
Primair saldo (3=1-2)	5.7	4.9
Interestlasten (4)	5.4	4.9
Vorderingensaldo (5=3-4)	0.3	0.0

(1) en (2) Met inbegrip van de ontvangsten overgedragen aan de EU

Deze stijging was het gevolg van de toegenomen economische groei. Zij vloeit voort uit fiscale ontvangsten die stijgen van 31.3 naar 31.7% van het bbp, ondanks de uitvoering van de hervorming van de personenbelasting. De stijging overtrof de verwachtingen en was vooral voelbaar bij de indirecte belastingen (BTW, registratierechten en accijnzen etc....) en bij de belasting op de vennootschappen. De inkomsten van de personenbelasting stegen minder snel, als gevolg van de fiscale hervorming en van het feit dat de personenbelasting beïnvloed wordt door de evolutie van de werkgelegenheid. Indien er daar een verbetering optreedt, wordt dit slechts na een zekere termijn voelbaar.

De sociale bijdragen zijn in 2004 lichtjes gedaald als gevolg van de maatregelen om de indirecte loonkost te verminderen en ook door de evolutie van de werkgelegenheid.

De primaire uitgaven zijn fiks gedaald: van 46.5% van het bbp in 2003 naar 45.3% in 2004. Deze daling is voor een groot deel (ongeveer 0.8% van het bbp)

het resultaat van eenvoudige boekhoudkundige operaties zoals het doorschuiven van een deel van de NMBS-dotatie voor 2004 naar 2003.

De respectieve evolutie van uitgaven en ontvangsten hebben geleid tot een terugloop van het primair overschot van 5.7 naar 4.9% van het bbp.

#### *Interestlasten en schuldratio*

De interestlasten zijn in 2004 terug flink gedaald (van 5.4 naar 4.9% van het bbp). Zowel de daling van de impliciete rentevoet van de schuld, die van 5.3% in 2003 zakte naar 5.1% in 2004, en de vermindering van de schuldratio hebben daartoe bijgedragen.

In 2003 was de schuldratio, uitgedrukt als een percentage van het bbp, gezakt tot net onder de 100%. Op het einde van 2004 was zij reeds gedaald tot 95.5%, een vermindering die zeer dicht lag bij de doelstelling voorzien in het stabiliteitsprogramma 2004-2007, en dit ondanks de iets minder sterke daling van de impliciete rentevoet.

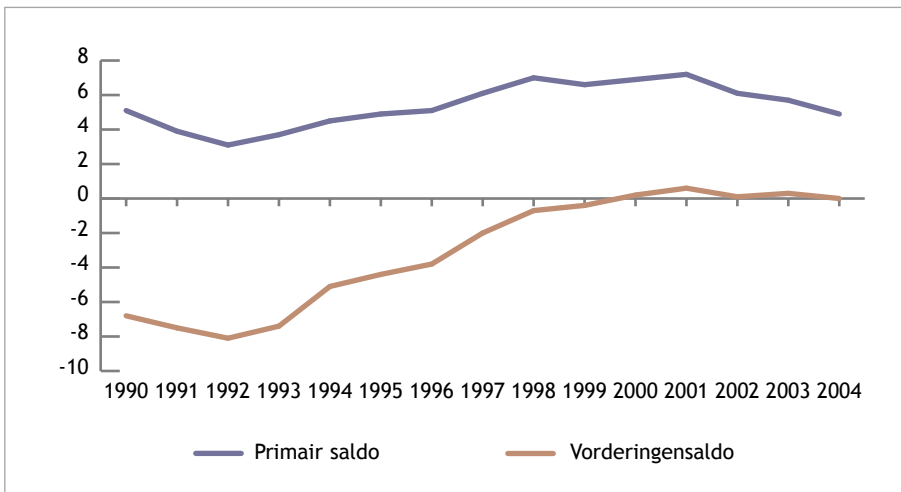
Vergelijking met Europa

Samen met Ierland en Finland behoorde België in 2004 opnieuw tot de beperkte groep landen uit de eurozone die er in slaagden het jaar af te sluiten met een begroting die in evenwicht was of een overschot vertoonde. Deze drie landen zijn ook de enigen binnen de eurozone die volgens de ramingen van de Europese commissie een begrotings-

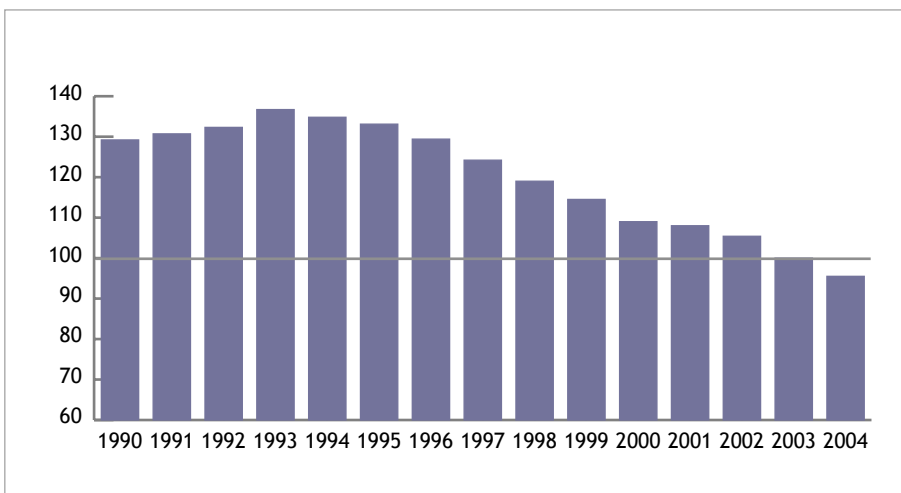
overschot realiseren na correctie voor het effect van de economische cyclus.

Overigens evolueert de schuldratio van België steeds meer in de richting van het Europees gemiddelde. Dit gemiddelde is binnen de eurozone in 2004 gestegen met 0.5 procentpunten tot 71.3%, terwijl ons land dat jaar een daling noteerde van 4.5 procentpunten.

3 Evolutie van het primair saldo en het vorderingensaldo (in % van het bbp)



4 Evolutie van de schuldratio over de periode 1990-2004 (in % van het bbp)



## 2.2. Het stabiliteitsprogramma 2005-2008

Zoals het vorige programma kadert het stabiliteitsprogramma 2005-2008 - dat in feite een geactualiseerde versie is van het stabiliteitsprogramma 2004-2007 - volledig in de doelstellingen die de regering zich had gesteld op het vlak van de begroting. Het nastreven van een begrotingsevenwicht en een continue afbouw van de schuldratio blijven de essentiële doelstellingen van dit programma. Voorts wil men er ook middelen in vrijmaken om bepaalde prioritaire doelstellingen te realiseren.

Bij de voorbereiding van dit programma werd ervan uitgegaan dat men vanaf 2004 versneld de top van de conjunctuurcyclus zou bereiken, wat betekent dat de groei in 2005 minder groot is dan voorheen werd aangenomen.

De draagwijdte van deze herziening is echter beperkt en sluit geenszins uit dat men niet blijft vasthouden aan een begrotingsevenwicht in 2005 en later, en aan het traject uitgestippeld in het stabiliteitsprogramma 2004-2007. Voor 2006 voorziet men bijgevolg opnieuw een evenwicht en voor 2007 een overschot van 0.3% van het bbp. Voor 2008 stelt men een overschot van 0.6% in het vooruitzicht. Dit past exact in het meerjarentraject op middellange termijn dat werd aanbevolen in het Advies van de Hoge Raad voor Financiën.

Zoals in het verleden gaat men ook in dit programma de verbintenis aan om de middelen, die zouden vrijkomen indien de economie sneller zou groeien dan geraamd, in de eerste plaats aan te wenden voor de verbetering van het vorderingensaldo.

3

Begrotingstraject van de verschillende entiteiten in het stabiliteitsprogramma 2005-2008 (in % van het bbp) (1)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Realisaties	Ramingen	Doelstellingen			
<b>Gezamenlijke overheid</b>						
° Primair overschot	5.7	4.9	4.5	4.4	4.5	4.7
° Interestlasten	5.4	4.9	4.5	4.4	4.2	4.1
° Vorderingensaldo	0.4	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6
<b>Entiteit I</b>						
° Primair overschot	4.9	4.0	3.8	3.9	3.9	4.0
° Interestlasten	4.9	4.4	4.1	4.0	3.8	3.7
° Vorderingensaldo	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.3
<b>Entiteit II</b>						
° Primair overschot	0.9	0.9	0.7	0.5	0.6	0.7
° Interestlasten	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
° Vorderingensaldo	0.4	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3

(1) Door afrondingen kan het totaal verschillen van de som van de elementen

De hervorming van de personenbelasting zal op kruissnelheid komen in 2006. Tot dan zal de fiscale druk gevoelig afnemen om zich dan min of meer te stabiliseren. De sociale bijdragen zullen in 2005 nog verder zakken als gevolg van het van kracht worden van een nieuwe reeks maatregelen. Vanaf 2006 zullen zij echter lichtjes stijgen door de verhoging van de bijdragen van de zelfstandigen, gelijktijdig met de uitbreiding van hun ziekteverzekering tot de kleine risico's.

Globaal gezien zal de fiscale en parafiscale druk dus afnemen tot in 2006, waarna hij terug marginaal zou kunnen toenemen.

Op het vlak van de uitgaven voorziet het federaal regeerakkoord dat de primaire uitgaven in reële cijfers gemiddeld slechts met 1.2% mogen stijgen, met uitzondering van de investeringen in de overheidsbedrijven. Op het niveau van de sociale zekerheid dient een stijging in de gezondheidszorg gepaard te gaan met een daling van de werkloosheidsuitgaven en met een tijdelijk minder snelle aangroei van de pensioenuitgaven. De ratio van de primaire uitgaven zou dus tussen 2004 en 2008 lichtjes dalen, met een korte opstoot in 2005.

De vermindering van de interestuitgaven zal zich doorzetten, zij het tegen een lager tempo omdat er geleidelijk een einde komt aan de daling van de impliciete rentevoet. Deze vermindering vormt dus de weerspiegeling van de daling van de schuldratio.

Volgens de budgettaire en conjuncturele voorwaarden voorzien in het stabiliteitsprogramma zal de schuldratio nog verder dalen, wat trouwens een fundamentele doelstelling is van het Belgisch begrotingsbeleid. Van 100% in 2003 zou deze zakken tot zo'n 84% in 2008, ongeacht het feit dat de NMBS-schulden (2.5% van het bbp in 2005) worden opgenomen in de overheids-schuld. Dit heeft voor gevolg dat de afbouw van de schuldratio tijdelijk minder vlug verloopt.

De progressieve vermindering van de schuldratio zal ook een cruciale rol spelen in de opvang van de begrotingskost van de vergrijzing. Volgens de Studiecommissie voor de Vergrijzing zullen de uitgaven van de overheid voor pensioenen en gezondheidszorgen met 5.2% stijgen tussen 2003 en 2030. Rekening houdende met de waarschijnlijke daling van een aantal andere uitgaven zoals de kinderbijslag of de werkloosheidsuitkeringen, zouden de sociale uitgaven van de overheid in dezelfde periode kunnen verhogen met 3.4% van het bbp.

Om de gestegen pensioenuitgaven in de periode 2010-2030 te kunnen financieren, werd het Zilverfonds opgericht. Dit fonds kan gespijsd worden met begrotingsoverschotten, overschotten van de sociale zekerheid of niet-fiscale ontvangsten. Eind 2004 bedroeg zijn kapitaal 12 miljard euro of 4% van het bbp. De regering heeft zich tot doel gesteld om tegen 2007 dit bedrag op te trekken tot 13 miljard euro (zie ook Deel II, punt 7, Schatkistbons-Zilverfonds).

De vermindering van de schuldratio leidt tot een daling van de interestlasten. Zo ontstaat er ruimte op de begroting die zou moeten toelaten om, samen met de geleidelijke afbouw van de opgestapelde overschotten, na 2010 de begrotingskost van de vergrijzing op te vangen, zonder te moeten snoeien in de andere uitgaven of het fiscale beleid te moeten ombuigen.

## REALISATIE VAN HET FINANCIERINGSPLAN

### 1. Financieringsbehoeften in 2004

De financieringsbehoeften van de Schatkist beliepen 31.86 miljard euro in 2004. Dit relatief hoge cijfer wordt verklaard door belangrijke stortingen ten gunste van het Zilverfonds ten belope van 7.80 miljard euro. Het gaat hoofdzakelijk om bedragen die voortkwamen uit de overname door de Staat van het Belgacom-pensioenfonds alsook uit de ALeSH-operatie per einde 2003, en die, door de beslissing van de regering, aan het Zilverfonds toegewezen werden. Deze transfers werden opgenomen in de financieringsbehoeften van de Schatkist, maar ze gaven geen aanleiding tot een externe financieringsbehoefte aangezien de gelden onmiddellijk teruggeplaatst werden bij de Schatkist tegen de uitgifte van Schatkistbons-Zilverfonds. Zonder deze transfers zouden de financieringsbehoeften beperkt gebleven zijn tot 24.06 miljard euro.

De behoefte aan nieuwe financieringen kwam grotendeels voort uit de op vervalddag komende schuld op middellange en lange termijn (21.14 miljard euro). Andere oorzaken waren de terugkoop van effecten met vervalddag in 2005 (4.50 miljard euro), en het federale begrotingstekort als dusdanig (6.19 miljard euro, inclusief de vermelde transfers naar het Zilverfonds).

De effectieve financieringsbehoeften vielen lager uit dan de bedragen die voorheen vooropgesteld werden. Enerzijds was er de ALeSH-operatie die in het begin van het jaar 2004 bijkomende middelen verschafte, en

anderzijds kwamen zowel het federale begrotingstekort als de terugkopen van effecten lager te liggen dan de eerdere schattingen.

### 2. Financieringsmiddelen in 2004

De financieringsmiddelen die de Schatkist in 2004 gebruikte, bestonden voor het overgrote deel uit leningen op middellange en lange termijn. OLO's vormden de hoofdmoot met een uitgifte van in totaal 22.36 miljard euro. Het bedrag aan Schatkistbons-Zilverfonds van 7.80 miljard euro kwam overeen met de stortingen in het Zilverfonds. De producten voor de particuliere spaarder (Staatsbons en, in mindere mate, de OLO's) leverden 0.88 miljard euro op.

Het uitstaand bedrag aan schatkistcertificaten nam licht af (-0.14 miljard euro), net zoals dat van de korte-termijnschuld in deviezen (-0.05 miljard euro). Enkel de netto-wijziging in andere korte-termijnschuld en in financiële activa leverde nog een bijdrage aan de financiering ten belope van 1 miljard euro.

In de loop van 2004 werd tweemaal overgegaan tot de aanpassing van het uitgifteprogramma om rekening te houden met de lager ingeschatte behoeften. De OLO-uitgiften werden in januari 2004 teruggebracht tot 26.00 miljard euro in plaats van 27.90 miljard euro, en in oktober 2004 tot 23.00 miljard euro. De laatste aanpassing was tevens het gevolg van de door de Schatkist gewenste afbouw van de kasoverschotten.

*Beperkt netto te financieren saldo*



4

## De financiering van de Schatkist in 2004 (in miljarden euro)

	Begroting 2004 (1)	Realisatie op 31/12/2004
<b>I. Bruto te financieren saldo 2004</b>	<b>33.67</b>	<b>31.86</b>
<b>1. Financieringsbehoeften in 2004</b>	<b>29.14</b>	<b>27.33</b>
Begrotingstekort (2):	8.00	6.19
<i>Met inbegrip van de transfers naar het Zilverfonds</i>	7.80	7.80
Schuld op vervaldag in 2004	21.14	21.14
- Schuld op lange en middellange termijn in euro	20.07	20.08
- Schuld op lange en middellange termijn in vreemde munt	1.07	1.06
<b>2. Geplande prefinanciering (effecten op vervaldag in 2005 of later)</b>	<b>4.24</b>	<b>4.50</b>
Terugkopen (3)	4.24	4.50
<b>3. Andere financieringsbehoeften (4)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.03</b>
<b>II. Financieringsmiddelen in 2004</b>	<b>31.80</b>	<b>31.05</b>
<b>1. Uitgiften op lange en middellange termijn in euro</b>	<b>31.80</b>	<b>31.05</b>
OLO's	23.00	22.36
Schatkistbons - Zilverfonds	7.80	7.80
Staatsbons - OLOp's	1.00	0.88
Diversen (5)	0.00	0.02
<b>2. Uitgiften op lange en middellange termijn in vreemde munt</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>III. Netto evolutie van de schuld op korte termijn in vreemde munt</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.05</b>
<b>IV. Wijziging in het uitstaand bedrag van de schatkistcertificaten (6)</b>	<b>-0.18</b>	<b>-0.14</b>
<b>V. Netto evolutie van andere schulden op korte termijn en van de financiële activa (7)</b>	<b>2.05</b>	<b>1.00</b>

(1) Ramingen van oktober 2004.

(2) Het begrotingstekort is seizoensgebonden. Zo zijn bijvoorbeeld de fiscale ontvangsten groter in het tweede semester van het jaar dan in het eerste.

(3) Op 1 januari 2004 bedroeg de schuld op lange en middellange termijn met vervaldag in 2005 24.11 miljard euro.

(4) Inclusief de "puts" uitgeoefend op Staatsbons en de netto terugbetalingen van Schatkistbons die de Belgische deelname in internationale instellingen vertegenwoordigen.

(5) Inclusief de netto uitgiften van Schatkistbons die de Belgische deelname in internationale instellingen vertegenwoordigen.

(6) Op 01/01/2004 bedroeg het uitstaand bedrag van de schatkistcertificaten 26.16 miljard euro.

(7) Deze rubriek omvat de financieringsmiddelen die aangewend worden ter aanvulling van de in vorige rubriek vermelde schatkistcertificaten. Een positief cijfer wijst op een toename van de aanvullende financieringsmiddelen en/of op een daling van de financiële activa.

N.B.: Door afrondingen kan het totaal verschillen van de som van de elementen.

### 3. Lineaire obligaties (OLO's)

#### 3.1. Uitgifte door syndicaties en aanbestedingen

In 2004 gaf de Belgische Schatkist OLO's uit voor een bedrag van 22.36 miljard euro. De Schatkist deed telkens een beroep op een syndicaat van primary dealers voor de lancering van haar twee nieuwe referentieleningen ("benchmarks"), en organiseerde tevens vier aanbestedingen.

In navolging van voorgaande jaren werd in de maand januari gestart met de uitgifte van een nieuwe referentielening op 10 jaar. De OLO 43, met eindvervaldag 28 september 2014, werd geplaatst door een syndicaat onder leiding van drie primary dealers (CALYON, Goldman Sachs en ING). De overige primary dealers en recognized dealers namen eveneens deel aan de plaatsing, respectievelijk als co-lead manager en als lid van de selling group. Het totaal bedrag aan orders (11.3 miljard euro) overschreed ruimschoots het uitgiftebedrag van 5.0 miljard euro.

De coupon werd vastgesteld op 4.25% en de uitgifteprijs op 99.783%. De lening werd gelanceerd tegen een kostprijs die slechts 13 basispunten (= 0.13%) hoger was dan die van de Duitse referentielening op 10 jaar (met name de Bund 4.25% met vervaldag 4 januari 2014), ondanks een verschil in looptijd van bijna 10 maand. De uitgifte had ook een benchmarkpremie van 1 basispunt ten opzichte van de OLO-curve.

Voor de toewijzing van de orders werd opnieuw gebruik gemaakt van het "mixed pot" systeem. Zoals bij de vorige syndicaties droeg het gebruik van dit systeem bij tot een efficiënter, transparanter en objectiever proces van "book building" en allocatie. De meerderheid van de intekeningen werden gecontroleerd op hun kwaliteit, zodat dubbel gebruik van de inschrijvingen van investeerders via verschillende primary dealers kon worden vermeden. Het hele proces leidde tot een meer kwalitatieve toewijzing en liet de Schatkist bovendien toe om de plaatsing, zowel geografisch als qua type investeerder, beter te oriënteren.

*Een nieuwe 10-jarige referentielening*

#### Mixed pot syndication

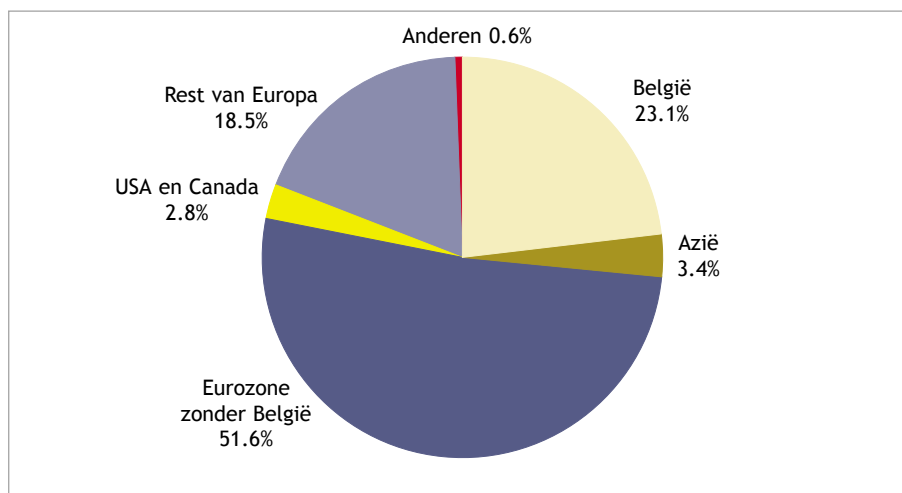
Bij de "mixed pot syndication"-structuur is er voor de Schatkist, zoals bij het gewone pot-systeem, volledige transparantie inzake de identiteit van de koper. Er zijn echter twee verschillen met het gewone pot-systeem zodat de controle op de toewijzing niet volledig is:

a) de aanwezigheid van een "blind retention" voorbehouden aan de co-lead managers en de selling group. De toekenning van de OLO's wordt hen voor dit gedeelte gegarandeerd zonder dat de identiteit van de koper moet meegedeeld worden aan de joint lead managers. De co-lead managers en de selling group zijn respectievelijk de primary dealers die het mandaat van joint lead manager niet bekomen hebben en de recognized dealers. De "blind retention" vormt een tegenprestatie vanwege de Schatkist voor hun inzet bij de plaatsing van de OLO's en de schatkistcertificaten tijdens het voorbije jaar;

b) gezien het vertrouwelijk karakter hoeven de joint-lead managers de identiteit van sommige van hun klanten niet te onthullen (X-accounts), maar de mogelijkheid is beperkt qua volume.

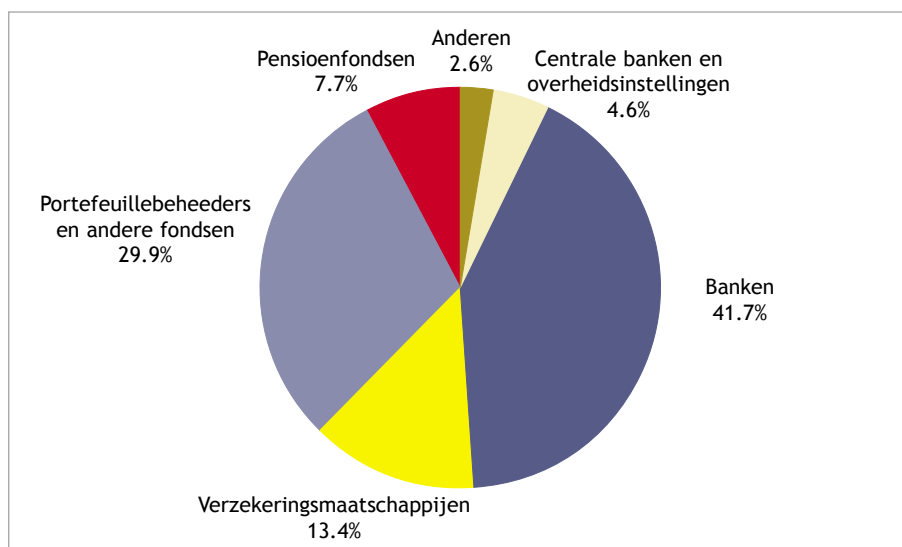
5

Overzicht van de geografische plaatsing van OLO 43 (28/09/2014)



6

Overzicht van de plaatsing van OLO 43 per investeerderstype



Meer dan 75% van de lening werd geplaatst buiten België, en meer dan 25% buiten de eurozone. Banken en fondsbeheerders namen het grootste deel voor hun rekening, maar anderzijds kwam meer dan 20% van de plaatsing in de handen van verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. In totaal werden de effecten verdeeld over 231 verschillende investeerders.

Om aan de sterke vraag van de investeerders naar zeer lange looptijden

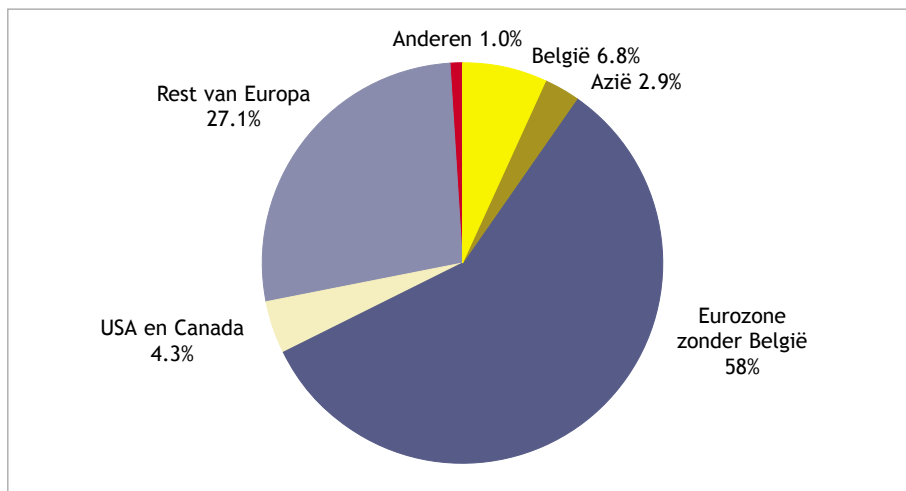
tegenoet te komen, besloot de Schatkist in mei 2004 om een nieuwe referentielening op 30 jaar uit te geven.

De OLO 44, met eindvervaldag 28 maart 2035 en coupon van 5.00%, werd uitgegeven tegen een prijs van 98.842%. Dit hield in dat kostprijs slechts 8 basispunten (0.08%) meer bedroeg dan deze van de Duitse referentielening, die met zijn eindvervaldag op 4 juli 2034 toch een 9 maanden kortere looptijd had.

*Een nieuwe 30-jarige referentielening*

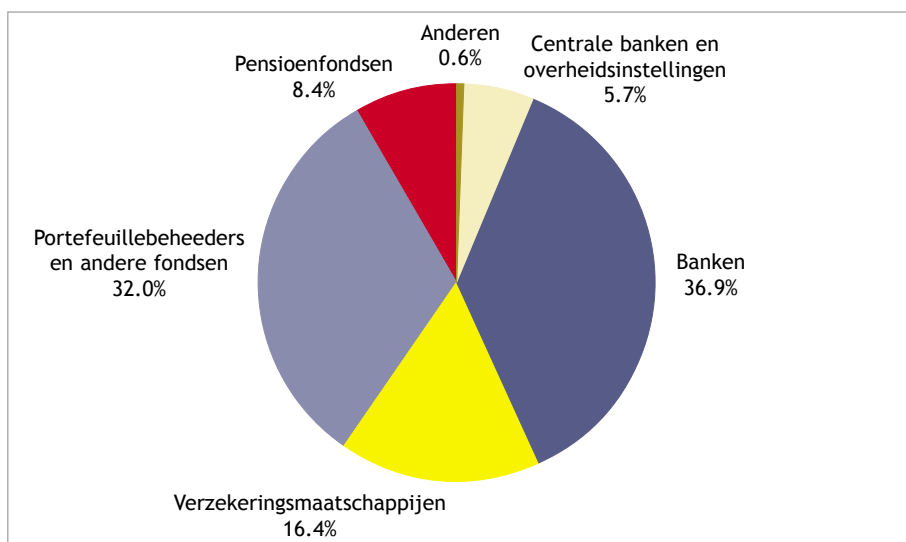
7

Overzicht van de geografische plaatsing van OLO 44 (28/09/2035)



8

Overzicht van de plaatsing van OLO 44 per investeerderstype



De Schatkist koos vier primary dealers (Deutsche Bank, Fortis, JP Morgan en Société Générale) als lead-managers van het syndicaat. Het totale bedrag aan orders bereikte binnen de 48 uren 10.48 miljard euro, komende van een uitermate grote verscheidenheid aan investeerders. Het succes van de operatie liet dan ook toe om 5.0 miljard euro uit te geven. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen schreven voor bijna 25% in op deze lening, terwijl ook de bancaire ALM-portefeuilles een

groot deel voor hun rekening namen.

Meer dan 94% werd buiten België geplaatst, met als voornaamste landen Frankrijk (26%), het Verenigd Koninkrijk (19%), Italië (11%) en Nederland (10%).

Bij beide syndicaties werd een "duration manager" aangeduid (ING voor de OLO 43 en Deutsche Bank voor de OLO 44). Hun taak bestond uit het inperken van de volatiliteit op het ogenblik van de prijszetting.

## Competitieve aanbestedingen

Bij elke aanbesteding biedt de Schatkist de drie klassieke looptijden (middellang, lang en zeer lang) aan, tenzij de marktomstandigheden het niet toelaten. Vermits de tweede referentielening in 2004 een lening op 30 jaar was, werd besloten om de OLO 32 (3.75 % - maart 2009) in het segment van de 5 jaar te heropenen en aan te bieden bij de aanbestedingen. Deze heropening kaderde in de strategie om niet alleen in het segment van de 10 jaar aanwezig te zijn, maar ook, indien mogelijk, in dit van de 5 jaar.

Bij de vier OLO-aanbestedingen van 2004 werd OLO 32 tweemaal aangeboden, met daarnaast viermaal de referentie-OLO op 10 jaar (OLO 43), tweemaal de referentie-OLO op 15 jaar (OLO 40), en tweemaal de referentie-OLO op 30 jaar (OLO 44). Dit gebeurde steeds na raadpleging van de primary dealers.

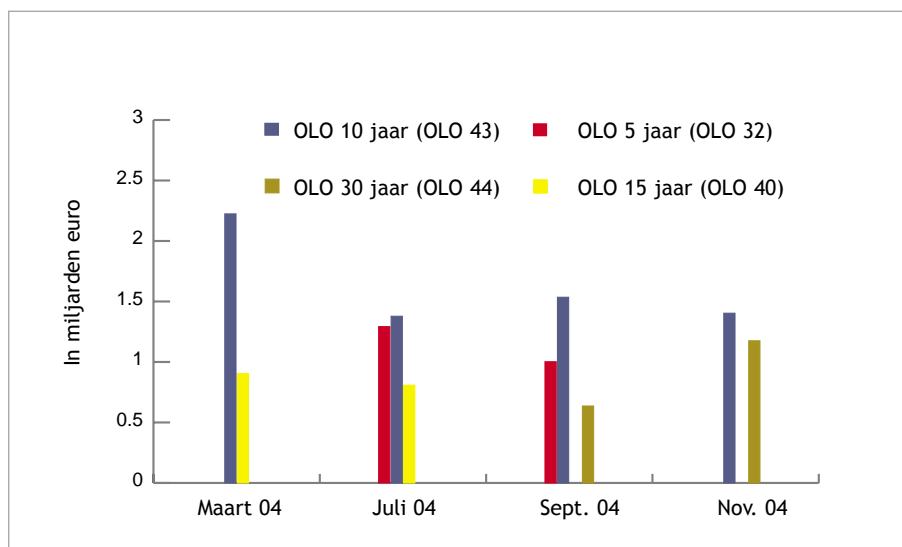
De gemiddelde "bid to cover" ratio van de vier aanbestedingen bedroeg 2.15.

Dit cijfer lag in de lijn van de resultaten van de vorige jaren (2.23 in 2003 en 2.19 in 2002).

Als tegenprestatie voor hun actieve participatie in de primaire markt hebben de primary dealers het recht om deel te nemen aan niet-competitieve inschrijvingen. Zij kunnen dan voor een bepaald percentage van hun aanvaarde biedingen effecten aankopen tegen de gewogen gemiddelde prijs van de aanbesteding. Het recht op niet-competitieve inschrijvingen bedroeg voor alle primary dealers samen 3.55 miljard euro. Daarvan werd effectief slechts 3.4% uitgeoefend, tegenover 44.7% in 2003. De uitoefening hangt volledig af van de marktomstandigheden op het ogenblik van die niet-competitieve inschrijvingen. Door de stijging van de rentevoeten onmiddellijk na de aanbesteding in de maanden maart, juli en november zagen de primary dealers af van hun recht op niet-competitieve inschrijvingen.

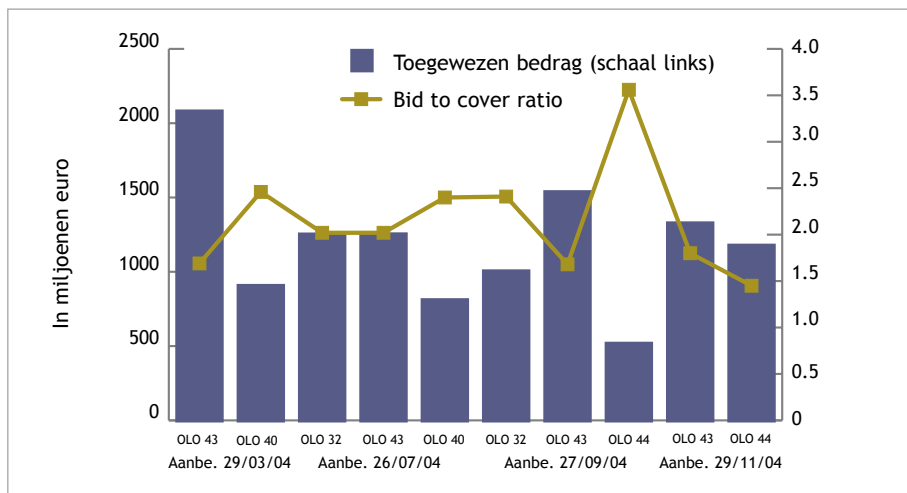
9

Opsplitsing van de OLO-aanbestedingen per looptijd in 2004



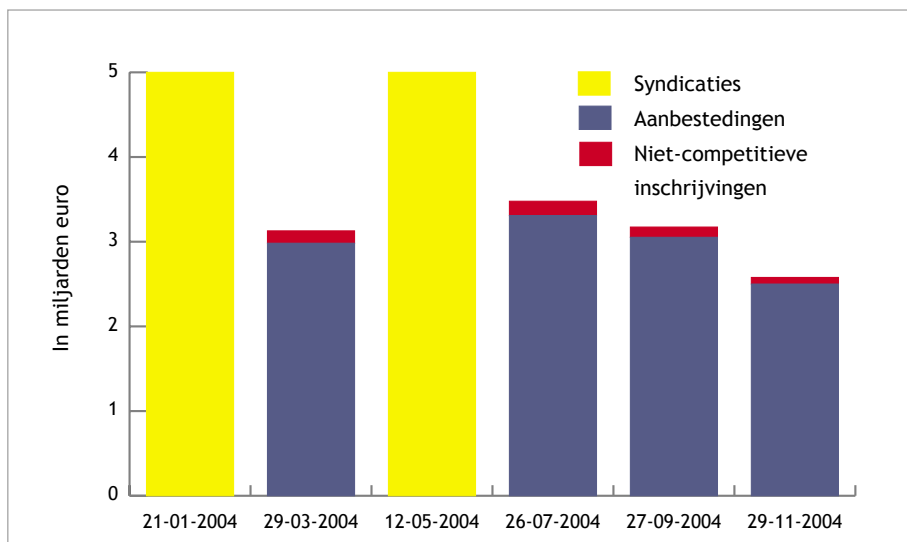
10

“Bid to cover” ratio bij de OLO-aanbestedingen in 2004



11

Maandelijkse OLO-uitgiften in 2004 opgesplitst per soort



### 3.2. Terugkoop van lineaire obligaties (“buy-backs”)

De OLO’s 19 (vervaldag 31 maart 2005) en 34 (vervaldag 28 september 2005) werden aan het buy-back programma toegevoegd van zodra hun resterende looptijd minder dan 12 maanden bedroeg. Daarnaast bleef het buy-back programma voor de reeds opgenomen OLO’s 14 en 20 en voor de laatste klassieke lening, de “Philippe XVII”, gewoon doorlopen.

Voor haar buy-backs maakt de Schatkist sinds juli 2001 gebruik van het elektronisch platform MTS Belgium. Dit platform biedt liquiditeit, efficiëntie en een transparante prijsvorming. De terugkoop geschiedt via een apart segment (Belgian Buy-Backs / BBB) dat uitsluitend toegankelijk is voor de primary dealers en de Schatkist. De Schatkist beschikt enkel over de mogelijkheid om aankooprijzen te afficheren (minimum 4 uur per dag), maar ze kan wel ingaan op de genoteerde verkooprijzen van de primary dealers.

“Buy-backs”

### MTS Belgium

“MTS AM, Belgian market segment” is een elektronisch platform waarop OLO’s, schatkistcertificaten, en sinds begin 2004, ook strips worden verhandeld. Dit verhandelingsplatform werd in 2000 opgericht als een naamloze vennootschap onder de benaming “MTS Belgium”, met als stichtende aandeelhouders alle primary dealers, de firma MTSspa - die de software leverde - en de Belgische Staat. In 2002 en 2003 werd de vennootschap geherstructureerd met het oog op twee nieuwe marktsegmenten namelijk Fins en Deens overheidspapier. Bij deze gelegenheid werd de benaming “MTS Belgium” gewijzigd in “MTS Associated Markets”. Door de oprichting van “MTS Associated Markets” kon gebruik gemaakt worden van een operationele synergie tussen de verschillende betrokken markten, maar met het behoud van afzonderlijke marktcomités voor de behandeling van eigen specifieke materies.

De buy-backs op “Philippe XVII” bedroegen 472 miljoen euro. Het uitstaande bedrag van OLO 14 verminderde door de buy-backs met 1.022 miljard euro en kwam op 7.42 miljard euro. Voor de OLO 20 was er een vermindering met 898 miljoen euro naar 3.58 miljard euro, voor de OLO 19 met 2.87 miljard euro naar 7.31 miljard euro en voor de OLO 34 met 1.63 miljard naar 10.27 miljard euro. Deze verminderingen bedroegen respectievelijk 12.11%, 20.05%, 2.82% en 13.67% van het uitstaand bedrag van de betrokken leningen.

Een analyse van de concentratie van de terugkopen toont dat de grootste volumes samenvallen met de twee voornaamste vervaldagen van de OLO-leningen (28 maart en 28 september).

#### 4. Schatkistcertificaten

In 2004 schommelde het uitstaand bedrag van de schatkistcertificaten tussen 25.89 en 30.97 miljard euro met een gemiddelde van 28.06 miljard.

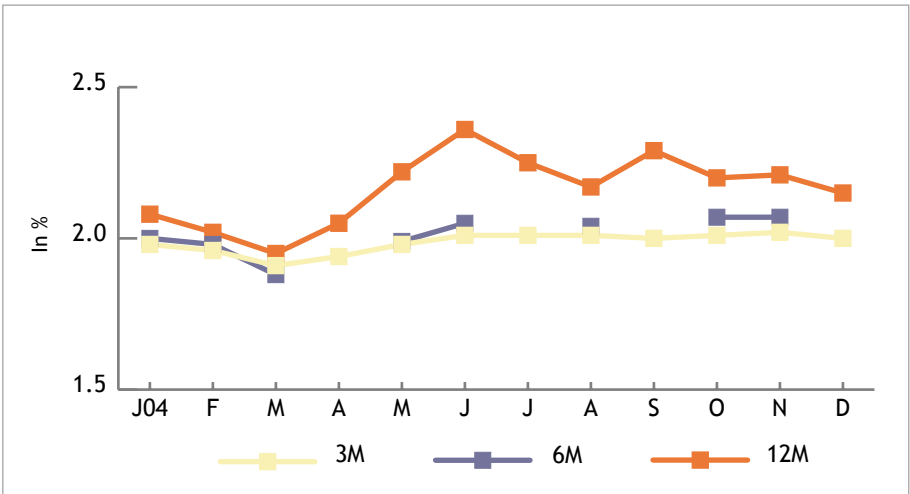
In de maand januari werd de uitgiftekalender van de schatkist-

certificaten aangepast teneinde het aantal aanbestedingen tot de helft te herleiden. Voortaan waren er maandelijks nog slechts twee aanbestedingen. In het begin van de maand werd een 3 en een 6-maandslijn aangeboden, terwijl in het midden van de maand een nieuwe 12-maandslijn werd aangeboden, samen met een 3-maandslijn. Op die manier kon bij iedere aanbesteding een groter bedrag worden uitgegeven en beschikte elke nieuwe lijn van bij de lancering over voldoende liquiditeit. De nieuwe uitgiftekalender ging gepaard met nog een aantal andere hervormingen waaronder de mogelijkheid om offertes in te dienen tot op een half basispunt en niet meer tot op een volledig basispunt zoals vroeger het geval was.

De investeerders bleven interesse vertonen voor de schatkistcertificaten zoals blijkt uit de “bid to cover” ratio, t.t.z. de verhouding tussen aangeboden en toegewezen bedragen bij de aanbesteding. Bij de interpretatie van de cijfers dient wel rekening gehouden te worden met de gewijzigde uitgiftekalender die een verhoging van het uitgiftebedrag per aanbesteding teweegbracht en logischerwijze ook een daling van de “bid to cover” ratio.

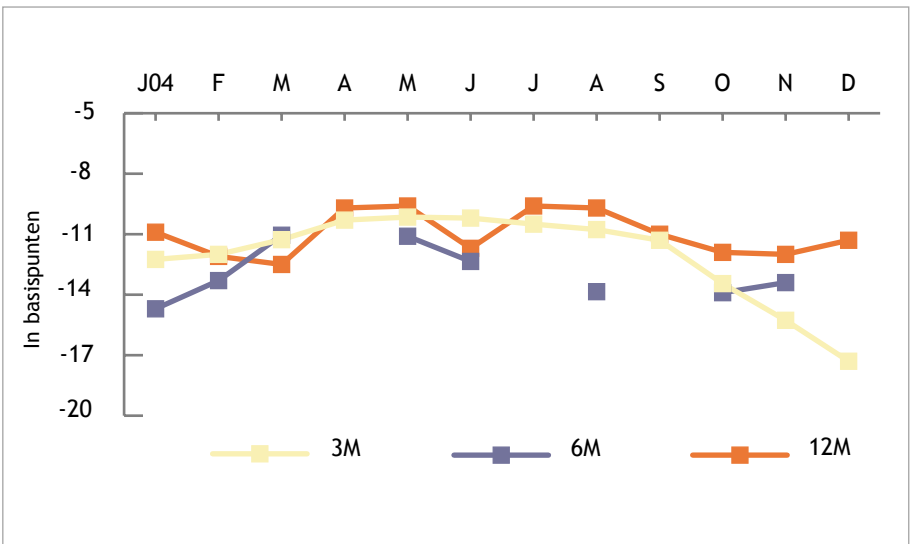
12

Gewogen gemiddelde rentevoet van de schatkistcertificaten op 3, 6 en 12 maand in 2004



13

Spread tussen de gewogen gemiddelde rentevoet van de schatkistcertificaten en de Euribor op 3, 6 en 12 maand in 2004



Gemiddeld bedroeg deze laatste 5.31 voor de 3 maand, 3.78 voor de 6 en 2.58 voor de 12 maand. De gemiddelde bedragen die door de investeerders werden aangeboden, bedroegen voor de 3, 6 en 12 maand respectievelijk 2.1 miljard, 3.6 miljard en 4.17 miljard euro. De lagere "bid to cover" ratio voor de 12 maand kan verklaard worden door de bekommernis van de Schatkist om van bij het begin voldoende liquiditeit te garanderen en bijgevolg een groter bedrag toe te wijzen. Omgekeerd werd in het segment van de 3 maand een hogere "bid to cover" ratio genoteerd omdat de Schatkist de voorkeur

gaf aan de creatie van een nieuwe 12-maandslijn eerder dan aan het aandikken van een bestaande 3-maandslijn, en omdat de investeerders aanzienlijke bedragen aanboden voor deze "benchmark" van de korte termijn.

Het volume van de nieuwe lijnen op 12 maand schommelde na de eerste aanbesteding tussen 1.46 en 1.80 miljard euro. Gemiddeld bedroegen de uitgaven op 3, 6 en 12 maand respectievelijk 0.42 miljard euro, 1.00 miljard en 1.63 miljard.

"Bid to cover" ratio



De efficiënte werking van de markt van de schatkistcertificaten en de interesse van de investeerders bleek ook uit het feit dat bij de aanbestedingen het verschil tussen de limietrentevoet en de laagst aangeboden rentevoet gemiddeld minder dan 2 basispunten bedroeg. Ondanks dit miniem verschil zagen slechts gemiddeld zo'n 50% van de deelnemers aan een aanbesteding hun offerte aanvaard. Voor de 3-maandslijnen werd gemiddeld de offerte van 7 op de 15 deelnemers aanvaard. Voor de 6-maandslijnen was dit 11 op de 15 en voor de 12-maandslijnen 12 op de 16.

Grafiek 13 toont de evolutie van de spread tussen de gewogen gemiddelde rentevoet van de schatkistcertificaten en de Euribor bij de uitgifte van de 3, 6 en 12 maandslijnen. De spreads tegenover de Euribor bleven voor de drie looptijden relatief constant met uitzondering van de spreads bij de 3-maandsaanbestedingen die vanaf augustus geleidelijk toenamen. Het dient wel gezegd dat er in deze periode een relatief klein bedrag werd uitgegeven (300 miljoen euro) en dat er op het einde van het jaar traditioneel veel vraag is naar papier op 3 maand. Gemiddeld werd in 2004 een spread in het voordeel van de Schatkist genoteerd van -11.98, -12.86 en -11.10 basispunten voor de 3, de 6 en de 12 maand.

De primary dealers maakten in 2004 in termen van volumes maar voor 10% gebruik van hun recht om via niet-competitieve inschrijvingen schatkistcertificaten te verwerven tegen de gewogen gemiddelde rentevoet van de aanbesteding, en zij schreven slechts in een derde van de gevallen in op de niet-competitieve ronde. Hieruit blijkt dat de niet-competitieve inschrijvingen sterk afhankelijk zijn van de marktvoorwaarden.

## 5. Belgian Treasury Bills (BTB's) in euro en in deviezen

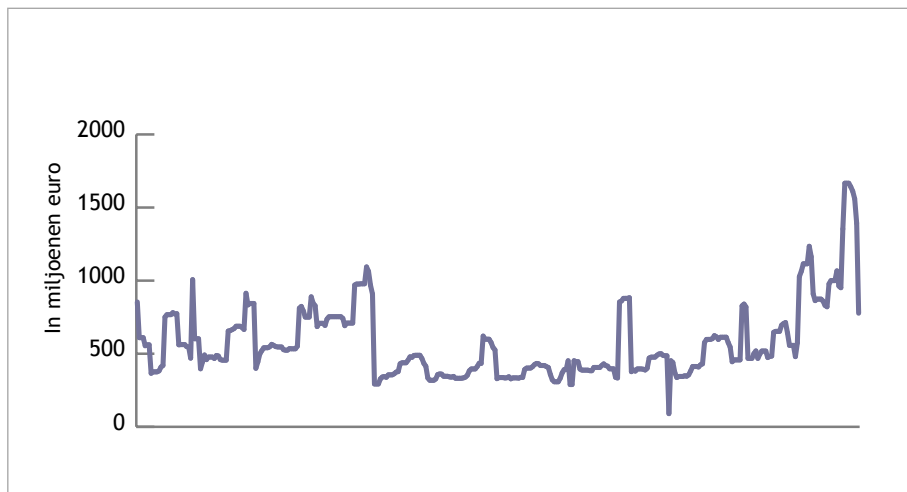
Het BTB-programma is een multi-deviezenprogramma dat de mogelijkheid biedt om uit te geven in euro of in de munten van de OESO-lidstaten. Er is wel een groot verschil in uitgiftestrategie tussen de uitgiftes in euro en deze in deviezen. Voor het beheer van de korte-termijnschuld in deviezen is het BTB-programma het belangrijkste financieringsinstrument. Voor het beheer van de korte-termijnschuld in euro zijn dat de schatkistcertificaten.

### *De uitgiftes in euro*

De BTB's in euro worden in de praktijk uitsluitend aangewend door de Belgische openbare instellingen voor het beheer van hun liquiditeitsoverschotten op zeer korte termijn. Dit maakt van de BTB's het instrument bij uitstek om hun verplichtingen na te komen in het kader van de consolidatie van de financiële activa van de overheid voor de berekening van de openbare schuld volgens de Maastricht-criteria.

Het uitstaand bedrag in 2004 varieerde sterk (tussen 200 en 1 600 miljoen euro) en wijzigde in functie van de liquiditeitsoverschotten van de openbare instellingen en het aanbod van ander overheidspapier zoals schatkistcertificaten of OLO's met een resterende looptijd korter dan 1 jaar.

BTB's zijn in feite op maat van de investeerder geknipte schatkistcertificaten. Dit verklaart tevens waarom de BTB's in vergelijking met de schatkistcertificaten een minder hoge financieringskost geven.



De Schatkist kan zelf ook optreden als dealer in het BTB-programma. In deze hoedanigheid werden 6 verrichtingen afgesloten in 2004.

In totaal werden 1 201 deals afgesloten voor een gemiddeld bedrag van 10.3 miljoen euro en met een gemiddelde looptijd van 20 dagen.

#### *De BTB's in deviezen*

Voor de herfinanciering van de deviezenschuld die op vervaldag kwam, deed de Schatkist traditiegetrouw een beroep op het BTB-programma. Deze financiering kadert in de algemene politiek die gevolgd werd in 2004, met name de afbouw van de schuld in deviezen wanneer de omstandigheden gunstig zijn. Het BTB-programma wordt aldus hoofdzakelijk gebruikt om in deviezen uitgedrukte vervaldagen te herfinancieren op korte termijn.

Het uitstaand bedrag van de BTB's in deviezen schommelde tussen 1 en 3 miljard euro. Een efficiënte werking van dit BTB-programma veronderstelt wel dat het uit te geven bedrag voldoende

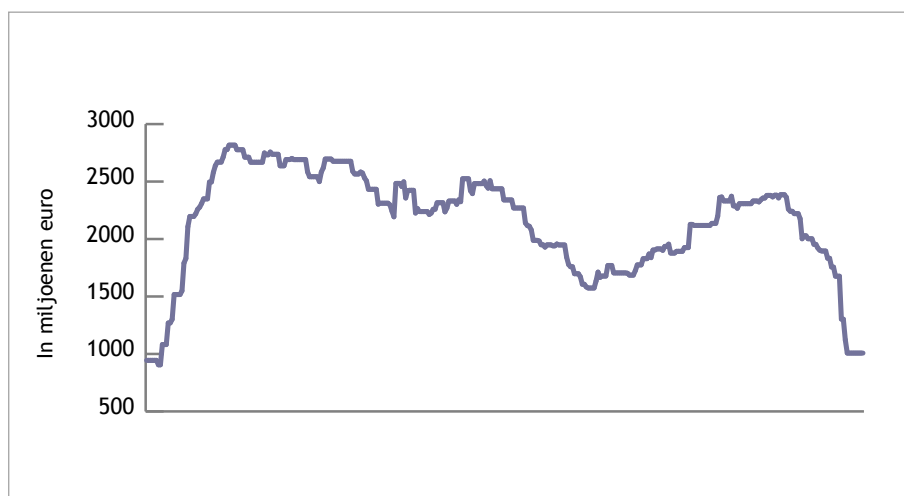
groot is en de emittent regelmatig aanwezig is in de markt. Om aan deze eisen tegemoet te komen, werd het uitgifteprogramma zodanig gestructureerd dat er gemiddeld per week 2 uitgiften waren voor een bedrag van elk zo'n 50 miljoen euro.

De gewogen gemiddelde looptijd van de uitgiften bedroeg 3 maand in 2004 en het gemiddeld uitgegeven bedrag 58 miljoen euro.

Zoals de voorgaande jaren trachtte de Schatkist steeds uit te geven aan de biedzijde van de markt. Op sommige momenten konden de deviezen niet geherfinancierd worden via BTB-uitgiftes door de grote vraag van andere quasi-overheidsemissanten. Dit had een invloed op de pricing van de BTB's in deviezen. De financiering gebeurde dan via de interbankenmarkt of via het swappen van kasoverschotten in euro naar CHF. Er werd hiervoor een opportuniteitsanalyse gemaakt versus een belegging in euro op de depomarkt. In totaal werden in dit kader twee verrichtingen afgesloten voor een tegenwaarde van 302 miljoen euro.

15

Evolutie van het uitstaand bedrag van de BTB's in deviezen in 2004



Tijdens de eindejaarsperiode werd eveneens een deel van de schuld in CHF (voor een tegenwaarde van 1 865 miljoen euro) geswapt naar euro. Dit kaderde in de strategie van het efficiënt gebruik van beschikbare liquiditeiten in euro op het einde van het jaar. Begin 2005 werd het overeenstemmend bedrag terug opgenomen in de CHF-schuld op korte termijn.

## 6. Producten voor privé-investeerders: Staatsbons en OLOp's

### 6.1. De Staatsbons

2004 was het negende jaar op rij waarin de Schatkist Staatsbons heeft uitgegeven. Staatsbons zijn vastrentende

leningen op lange termijn met een jaarlijkse coupon.

Zij worden geplaatst via een korps van "plaatsende instellingen" (zie bijlagen) die na een selectieprocedure een officiële erkenning krijgen van de Minister van Financiën.

Staatsbons zijn hoofdzakelijk bestemd voor natuurlijke personen (1).

Zoals ieder jaar waren er ook in 2004 vier emissies. Bij iedere uitgifte werd gelijktijdig een bon op 5 en op 8 jaar uitgegeven.

In de tabel hierna wordt een overzicht gegeven van de uitgiftevoorwaarden en de opgehaalde bedragen.

(1) Voorts kunnen ook andere investeerders intekenen op Staatsbons zoals stichtingen, sommige openbare instellingen, verenigingen zonder winstoogmerk, kerkfabrieken of instellingen die in het nationaal register van rechtspersonen geklasseerd worden onder de rubriek "erediensten" en gelijkaardige buitenlandse verenigingen die volgens het Europees gemeenschapsrecht dezelfde rechten genieten.

## De uitgifte van Staatsbons in 2004

## UITGIFTE VAN 4 MAART 2004

Staatsbon	Coupon	Bedrag
op 5 jaar	3.10%	73 000 000
op 8 jaar	3.60%	103 000 000
<b>Totaal</b>		<b>176 000 000</b>

## UITGIFTE VAN 4 JUNI 2004

Staatsbon	Coupon	Bedrag
op 5 jaar	3.30%	128 600 000
op 8 jaar	3.80%	129 500 000
<b>Totaal</b>		<b>258 100 000</b>

## UITGIFTE VAN 4 SEPTEMBER 2004

Staatsbon	Coupon	Bedrag
op 5 jaar	3.15%	103 500 000
op 8 jaar	3.65%	116 200 000
<b>Totaal</b>		<b>219 700 000</b>

## UITGIFTE VAN 4 DECEMBER 2004

Staatsbon	Coupon	Bedrag
op 5 jaar	2.90%	64 500 000
op 8 jaar	3.40%	130 000 000
<b>Totaal</b>		<b>194 500 000</b>

**Totaal 2004 848 300 000**

Beleggers kunnen kosteloos rechtstreeks bij de Dienst van de Grootboeken intekenen op Staatsbons onder de vorm van inschrijvingen op naam. Deze mogelijkheid werd voor het eerst geboden bij de uitgifte van 4 juni 2002. Voordien konden inschrijvingen op naam enkel via de tussenkomst van een financiële instelling. Voor een goed begrip: inschrijvingen op naam zijn vermeldingen in een speciaal register, een "grootboek", dat voor elke lening wordt bijgehouden en waarin de identiteit van de schuldeiser en het ingeschreven bedrag vermeld staan. De inschrijving op naam in het grootboek zelf vormt het eigenlijke bewijs voor de ingeschreven schuldeisers.

De Dienst van de Grootboeken van de Schatkist staat tevens in voor de financiële dienst van de leningen, zoals de uitbetaling van de rente en de terugbetaling van het kapitaal bij een tussentijdse vervaldag of op de eindvervaldag.

Inschrijvingen op naam zijn niet alleen mogelijk bij de intekening op Staatsbons, maar ook bij een aankoop op de secundaire markt.

De Staatsbons worden genoteerd op de fixingmarkt van Euronext Brussels vanaf de tweede maandag volgend op het afsluiten van de inschrijvingsperiode. Door de permanente liquiditeit op deze markt kunnen zij dus op ieder moment

worden aangekocht of verkocht. Hun aandeel op deze secundaire markt is constant gestegen: van 22% in 1998 tot 78% in 2004.

Sedert maart 2003 koopt de Schatkist Staatsbons tegen marktprijs terug. In 2004 werd zo via het Rentenfonds voor 131.19 miljoen euro teruggekocht.

### 6.2. De OLO's voor particulieren (OLOp's)

Op 6 april 2004 werden voor het eerst twee lineaire obligaties (OLOp's) uitgegeven die uitsluitend bestemd waren voor particulieren, vandaar de "p" van "particulier" in de benaming.

De volgende uitgiften vonden plaats op 3 augustus en op 7 oktober 2004. Na de laatste uitgifte werd besloten om geen

OLOp's meer uit te geven omdat het succes ervan onder de verwachtingen bleef. In de onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven van de uitgiftevoorwaarden en de opgehaalde bedragen.

Particulieren die dat willen kunnen echter nog steeds OLO's aankopen, zoals dit vroeger het geval was en dus zonder gebruik te maken van OLOp's.

Voor de reeds uitgegeven OLOp's verandert er niets. Bij hun eerste couponvervaldag worden zij geassimileerd met de corresponderende OLO en vallen zij onder hetzelfde fiscaal regime.

#### De uitgifte van OLOp's in 2004

##### Uitgifte van 6 april 2004

OLOp	Bruto rendement	Bedrag
4.25% - 28 september 2014	4.054%	6 400 000
5.50% - 28 september 2017	4.297%	1 840 000
	<b>Totaal</b>	<b>8 240 000</b>

##### Uitgifte van 3 augustus 2004

OLOp	Bruto rendement	Bedrag
3.75% - 28 maart 2009	3.511%	3 100 000
4.25% - 28 september 2014	4.321%	8 100 000
5.50% - 28 september 2017	4.501%	750 000
	<b>Totaal</b>	<b>11 950 000</b>

##### Uitgifte van 7 oktober 2004

OLOp	Bruto rendement	Bedrag
3.75% - 28 maart 2009	3.220%	2 619 400
4.25% - 28 september 2014	4.030%	5 925 000
5.00% - 28 maart 2035	4.650%	1 692 800
	<b>Totaal</b>	<b>10 237 200</b>

**Totaal 2004 30 427 200**

Het Rentenfonds regelt de koersen van de OLOp's op de secundaire beursmarkt (Euronext Brussels) tot zij geassimileerd worden met de corresponderende OLO.

### 7. Schatkistbons-Zilverfonds

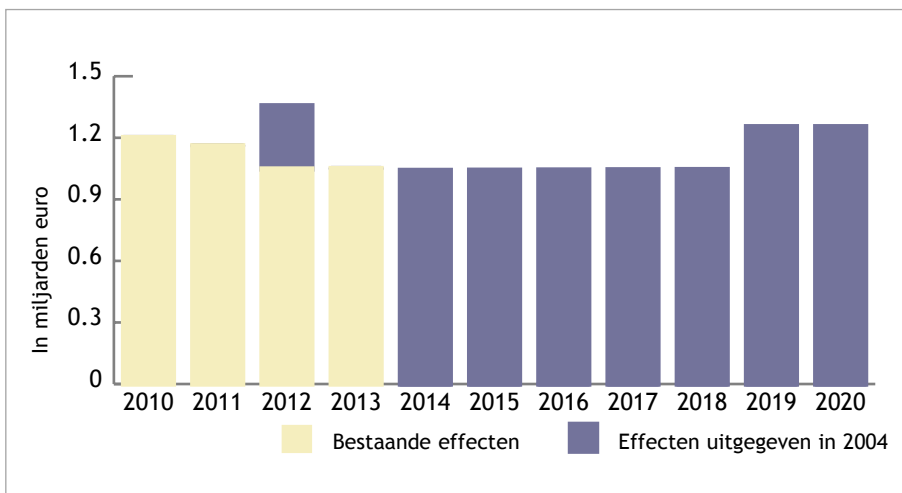
In de loop van het jaar 2004 gaf de Schatkist tevens voor een bedrag van 7.80 miljard euro aan Schatkistbons-Zilverfonds uit, ten gunste van het Zilverfonds dat via dit exclusieve instrument de gelden belegde die het verkregen had voor de realisatie van zijn doelstellingen.

Het Zilverfonds ontving in 2004 immers belangrijke bedragen, die hoofdzakelijk voortkwamen uit de operaties met het

Belgacom-pensioenfonds en met het Amortisatiefonds voor de Leningen van de Sociale Huisvesting (ALeSH).

De Schatkistbons-Zilverfonds zijn zero-coupon beleggingen, wat betekent dat er geen interestbetalingen plaatsvinden vóór de eindvervaldag. De interesten, die bij de uitgifte bepaald worden en gebaseerd zijn op de rendementen van de OLO's, worden aldus gekapitaliseerd tot op de eindvervaldag. De effecten worden in de schuld van de Schatkist genoteerd tegen een waarde die rekening houdt met de gelopen interest. Per 31 december 2004 bedroeg het totaal uitstaand bedrag van de Schatkistbons-Zilverfonds 12.49 miljard euro en hadden de nieuw gecreëerde effecten in 2004 een waarde van 8.03 miljard euro.

16 Vervaldagenkalender Schatkistbons-Zilverfonds per 31/12/2004



## STRATEGISCHE AANDACHTSPUNTEN

### 1. Een strategie gericht op liquide beleggingsproducten voor professionele investeerders

De Schatkist heeft in 2004 haar strategie voortgezet die gebaseerd is op een financiering via liquide beleggingsproducten bedoeld voor professionele investeerders. Zo bereikten de nieuwe OLO's 43 (op 10 jaar) en 44 (op 30 jaar) na de laatste aanbesteding in november 2004, een uitstaand volume van respectievelijk 11.04 en 6.81 miljard euro. OLO 44 zal bovendien in de komende jaren nog de referentielening op de zeer lange termijn blijven, zodat haar volume bij de volgende aanbestedingen nog zal toenemen. Globaal genomen hadden de OLO's met vaste rentevoet per einde 2004 een gemiddeld uitstaand bedrag van 10.41 miljard euro, wat, samen met het gediversifieerde houderschap, de liquiditeit van deze effecten verklaart. Deze liquiditeit blijkt uit de beperkte verschillen die op de markten zoals MTS Belgium geconstateerd worden tussen de geboden prijzen voor de aankoop en de verkoop van de OLO's, en uit de omzetcijfers op de secundaire markt. Zo schatte de NBB-clearing in 2004 de totale handel in OLO's op meer dan 500 miljard euro.

Inzake OLO's combineert de Schatkist een voorspelbare uitgiftepolitiek, zowel qua bedragen als qua timing, met het verlangen om tegemoet te komen aan de interesse van de investeerders. Zo was het vooral de sterke vraag naar producten op zeer lange termijn die de Schatkist deed besluiten om een nieuwe 30-jarige lening uit te geven. Verder wordt de keuze van de bij de aanbestedingen uit te geven effecten gemaakt na consultatie van de primary dealers, zodat de Schatkist eveneens rekening kan houden met de marktvraag die op dat moment leeft.

Ook in het segment van de korte termijn financiert de Schatkist zich hoofdzakelijk via een gestandaardiseerd product dat de interesse wegdraagt van de professionele investeerder, met name de schatkistcertificaten. In 2004 werden er een aantal wijzigingen doorgevoerd in de aanbestedingsprocedure (o.a. een vermindering van het aantal aanbestedingen) met als doel de liquiditeit van deze effecten te bevorderen. Met een dagelijkse omzet aan schatkistcertificaten in de NBB-clearing van meer dan 750 miljoen euro – voor een uitstaand bedrag van om en bij de 26 miljard euro – lijkt de Schatkist voor 2004 in haar opzet geslaagd.

### 2. Een performant korps van primary en recognized dealers

Een korps van 16 primary en 5 recognized dealers staat in voor de promotie en de distributie van de effecten van de staatsschuld en verzekert de liquiditeit ervan op de secundaire markt.

De rechten en plichten van de primary dealers worden vastgelegd in een lastenboek dat in onderling overleg wordt opgesteld.

De Schatkist evalueert regelmatig de prestaties van haar primary dealers. Zij beperkt zich hierbij niet tot de activiteiten die in het lastenboek beschreven staan, maar tracht alle aspecten van de dienstverlening door de primary dealers te evalueren: hun kwantitatieve prestaties op de primaire en secundaire markt voor OLO's, schatkistcertificaten en strips, de promotie van de effecten door middel van publicaties, roadshows en ontmoetingen met investeerders, en tenslotte de informatie en het advies dat zij leveren aan de Schatkist met betrekking tot de markten, het schuldbeheer en de financieringsstrategie.

16 primary  
dealers

Tegenover die verplichtingen staat dat de Schatkist de primary dealers beschouwt als partners die nauw betrokken worden bij het schuldbeheer. Ze zijn dan ook de geprivilegieerde tegenpartijen voor de financiële beheersverrichtingen. Regelmatig worden er ook met hen overlegvergaderingen georganiseerd.

Elk jaar stelt de primary dealer een businessplan op. Dit plan beschrijft een aantal doelstellingen die hij wil realiseren op het vlak van kwantitatieve prestaties en geplande acties ter promotie en distributie van de staatsschuld.

In het najaar wordt elke primary dealer individueel uitgenodigd voor een evaluatiegesprek over de prestaties van het lopende jaar, de implementatie van het huidige businessplan en de voorstelling van het businessplan voor het komende jaar. De Schatkist nodigt in die periode eveneens instellingen uit die belangstelling getoond hebben om primary dealer te worden. De Schatkist gaat daarna over tot de selectie van de primary dealers voor het volgende jaar. Bij de samenstelling van de groep wordt tevens rekening gehouden met de geografische diversiteit van de verschillende instellingen, met het oog op een goede distributie en een verzekerde service zowel naar de investeerders als naar de Schatkist toe.

Voor het jaar 2004 werd Nomura opgenomen als nieuwe primary dealer. Deze keuze paste volledig in de optiek van de Schatkist om de promotie en de distributie van schatkistcertificaten en OLO's in het Verre Oosten te verbeteren. Eind 2004 werden alle primary dealers in hun functie herbevestigd. De huidige

groep van 16 primary dealers bestaat uit 4 regionale banken, 8 Europese banken, 3 Amerikaanse banken en een Japanse bank.

De specifieke opdracht van de recognized dealers bestaat in het promoten van de Belgische staatsleningen in bepaalde geografische gebieden en het verlenen van advies in bepaalde marktsegmenten. Ook bij de selectie van deze groep is de geografische diversiteit van de instellingen een belangrijk criterium.

### 3. Een sterk verhoogde liquiditeit van de strips

De Schatkist creëerde enkele jaren geleden al de randvoorwaarden voor een goed functionerende markt van gesplitste effecten (strips):

- de meerderheid van de OLO's heeft 28 maart of 28 september als eind- en couponvervaldag;
- de OLO's zijn splitsbaar vanaf de valutadag van hun eerste uitgifte en
- de coupons met éézelfde vervaldag zijn fungibel.

Deze strategie leidde tot een stijging van het aantal splitsbare lijnen tot 16 en van het onderliggende splitsbare bedrag tot 175 miljard euro per einde 2004.

Toch werd de ontwikkeling van de markt geremd door een gebrek aan transparante prijszetting. Teneinde de transparantie van de markt te bevorderen, vroeg de Schatkist eind 2003 aan haar primary dealers of zij vrijwillig de rol van markthouder in strips op MTS Belgium wensten te vervullen.

*5 recognized dealers*



Twaalf primary dealers gingen in op die vraag, en bijgevolg beschikt de Schatkist vanaf begin 2004 over een groep van primary dealers die op vrijwillige basis de markt maken in de mantels van 10 OLO-lijnen (evenwichtig verdeeld over de rentecurve, en tussen de maart- en septemberlijnen). Iedere markthouder in strips dient drie mantels te noteren waarvan minimum één benchmark. Als benchmarks fungeren de mantels september 2017 en maart 2028. De uitbreiding van de repofaciliteit naar de genoteerde strips helpt de markthouders om hun noteringsverplichtingen naar behoren te vervullen.

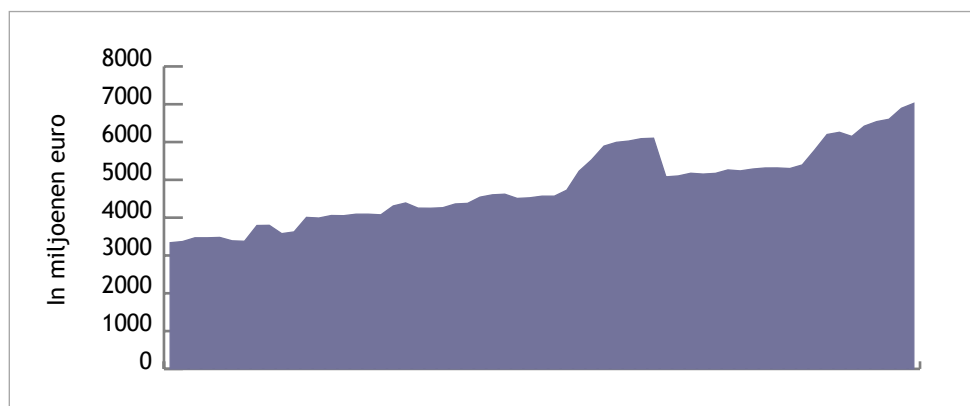
Als gevolg daarvan is er dagelijks gedurende minimum vijf uur een verhandelbare prijs beschikbaar.

De verhoogde transparantie had een

positieve weerslag op de activiteit inzake splitsingen en wedersamenstellingen. Enerzijds steeg het uitstaand bedrag aan gesplitste effecten van 5.2 miljard euro begin 2004 tot 7.0 miljard euro per einde 2004 (in relatieve termen betekent dit een verhoging van 3.43% tot 4.00%). Anderzijds blijkt dat er ook een groot aantal wedersamenstellingen plaatsvonden, daar waar die voorheen vrij uitzonderlijk waren. Het is interessant om op te merken dat het variabele patroon van splitsingen en wedersamenstellingen over de maanden gelijklopend was met dat van Frankrijk en Spanje, die beiden een belangrijke activiteit ontwikkeld hebben in deze producten. Dit wijst erop dat een deel van de vraag naar strips in euro gekanaliseerd werd naar de markt van de gesplitste OLO's.

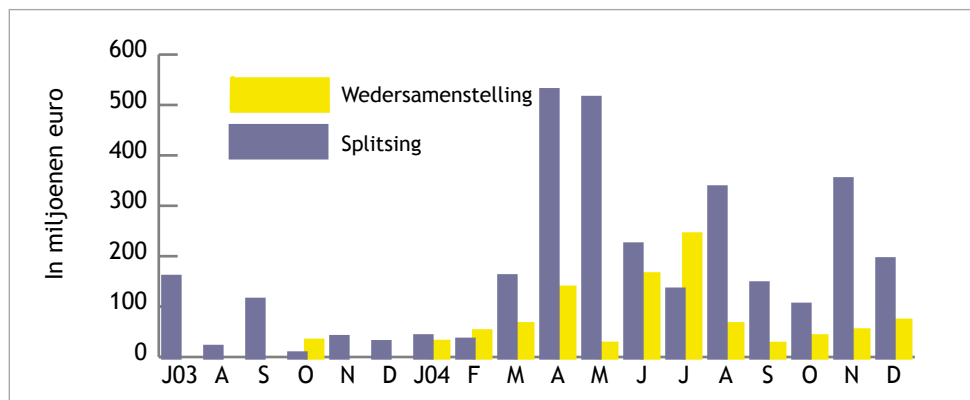
17

Evolutie van het totaal gesplitste bedrag sinds januari 2000

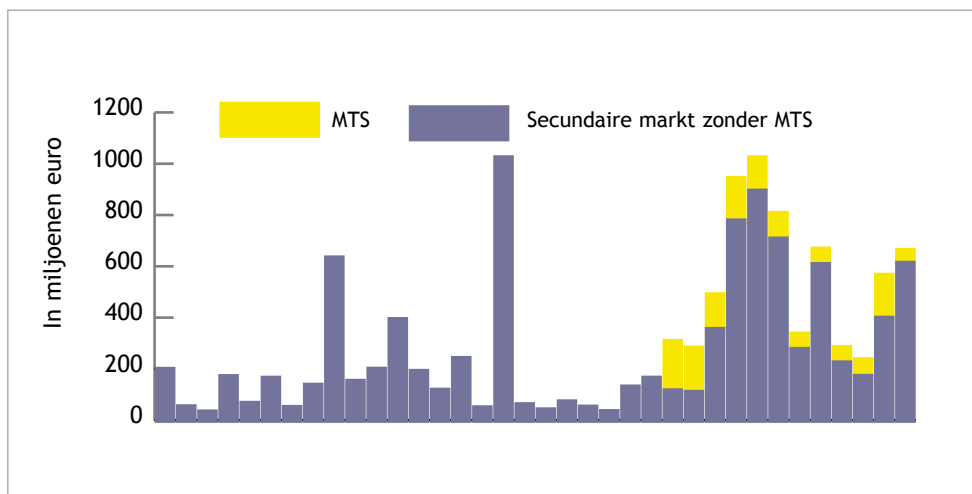


18

Splitsingen en wedersamenstellingen van juli 2003 tot december 2004



Gesplitste bedragen verhandeld op de secundaire markt  
van januari 2002 tot december 2004



Ook de activiteit op de secundaire markt nam gevoelig toe in 2004. Het maandgemiddelde op de secundaire markt (zonder de volumes verhandeld op MTS Belgium) bedroeg 436 miljoen euro tegenover amper 200 in 2002 en 2003. De gemiddelde maandomzet op MTS Belgium bedroeg 113 mio euro.

Dit toont aan dat transparantie in de prijszetting een positieve invloed heeft op de vraag van de eindinvesteerders naar dit product.

#### 4. Een efficiënte secundaire markt

Een efficiënte en liquide secundaire markt staat garant voor een correcte prijsvorming en voor een optimale financieringskost van de schuld.

19 market makers, waaronder de 16 primary dealers, zorgen voor een doorlopende prijszetting van de OLO's en de schatkistcertificaten op het elektronisch inter-dealer platform MTS Belgium. Gedurende 5 uur per dag zijn zij als market maker verplicht om een aantal leningen te noteren en dit voor bepaalde minimumbedragen en tegen een maximale "bid-offer spread". Deze

verhandelbare prijzen vormen dan de basis voor de prijszetting naar het cliënteel toe.

Qua transacties met eindinvesteerders is het volume dat verhandeld wordt via elektronische platformen in 2004 sterk gestegen. In het kader van hun relatie met een financiële instelling hebben de investeerders toegang tot "single dealer" platformen waarop onmiddellijk verhandelbare prijzen beschikbaar zijn. Daarnaast zijn veel investeerders ook aangesloten op de zogenaamde "multi dealer - dealer to customer" platformen. Deze platformen afficheren indicatieve prijzen en bieden de mogelijkheid om een aantal instellingen te ondervragen vooraleer transacties af te sluiten op basis van de door hen genoteerde prijzen.

De efficiëntie op de secundaire markten wordt eveneens bevorderd door een zeer actieve repomarkt, zowel voor OLO's als schatkistcertificaten. Beiden worden continu genoteerd op verschillende elektronische platformen. De liquiditeit van deze instrumenten blijkt tevens uit het feit dat de repo's op OLO's en schatkistcertificaten groten-

*Liquide secundaire markten*

deels genoteerd worden als "general collateral". (1)

Om het risico van een niet-levering van de effecten te vermijden, heeft de Schatkist een repofaciliteit gecreëerd, met daarnaast ook nog de automatische ontleningsfaciliteit via de clearing van de Nationale Bank van België. Alle primary dealers en marktmakers op het interdealer platform MTS Belgium hebben toegang tot de repofaciliteit. Deze faciliteit houdt in dat, in geval van niet-levering, de Schatkist op de vereffeningsdatum de gevraagde effecten levert via een repo. De bedragen van de repofaciliteit zijn echter beperkt per lening en per deelnemer.

Vanaf begin 2004 is er tevens een repofaciliteit voor strips beschikbaar. Dit was een logische stap gezien de notering van die effecten op MTS Belgium.

In 2004 waren er 104 aanvragen voor een repofaciliteit voor een totaal bedrag

van 1.87 miljard euro. Bijna 75 % van de aanvragen had betrekking op OLO's.

De gemiddelde bedragen per transactie (24 miljoen euro voor OLO's, 12.7 miljoen voor schatkistcertificaten en 9 miljoen euro voor strips) waren zeer beperkt, wat wijst op een doelmatig gebruik van het product.

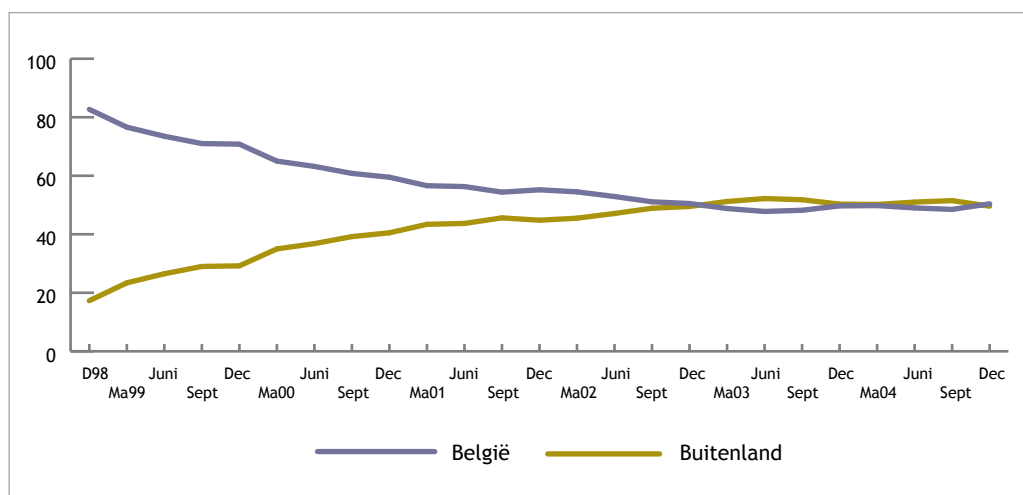
Het ultieme vangnet voor een niet-levering van effecten is de automatische ontleningsfaciliteit binnen de clearing van de Nationale Bank. Via deze faciliteit kan een dealer het nodige papier ontlenen vanuit een reserve die bevoorrad wordt door de deelnemers aan de markt.

## 5. Uitbreiding van de investeursbasis

Het aandeel van de OLO's aangehouden in het buitenland bleef de jongste jaren schommelen rond de 50% (50.3% in 2003 en 49.6% in 2004).

20

Evolutie van het houderschap van de OLO's (in % van het totaal)



(1) Lijst van effecten die na onderzoek door de "European repo council" als onderpand aanvaard worden bij repotransacties tussen dealers. Een "general collateral"-effect kan door een ander vervangen worden

Grafiek 21 toont aan dat de belangstelling van de buitenlandse investeerders voor de OLO's snel toenam na de invoering van de euro. Dit wordt in het bijzonder aangetoond door hun deel in de opname van de nieuwe OLO's uitgegeven via syndicaat sedert 1 januari 1999 (de introductiedatum van de euro), dat ongeveer 83% beslaat. Het zijn derhalve de OLO's die vóór de invoering van de euro in Belgische frank werden uitgegeven, die nog voor een groot deel worden aangehouden door Belgische investeerders.

Dit betekent dat de Schatkist zich voor de promotie van haar producten zowel naar de Belgische als naar de buitenlandse investeerders richt. Naast diverse contacten met Belgische investeerders vonden er aldus nog roadshows plaats in 26 verschillende

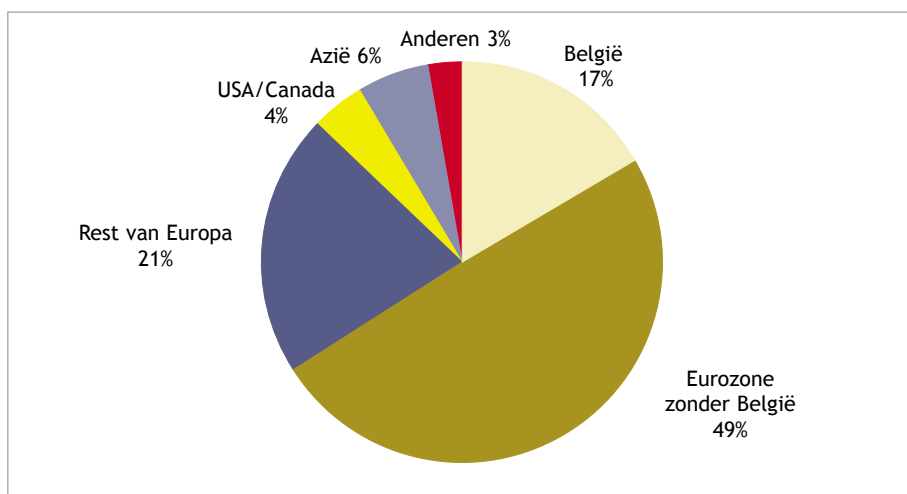
landen waarbij 148 institutionele beleggers werden bezocht.

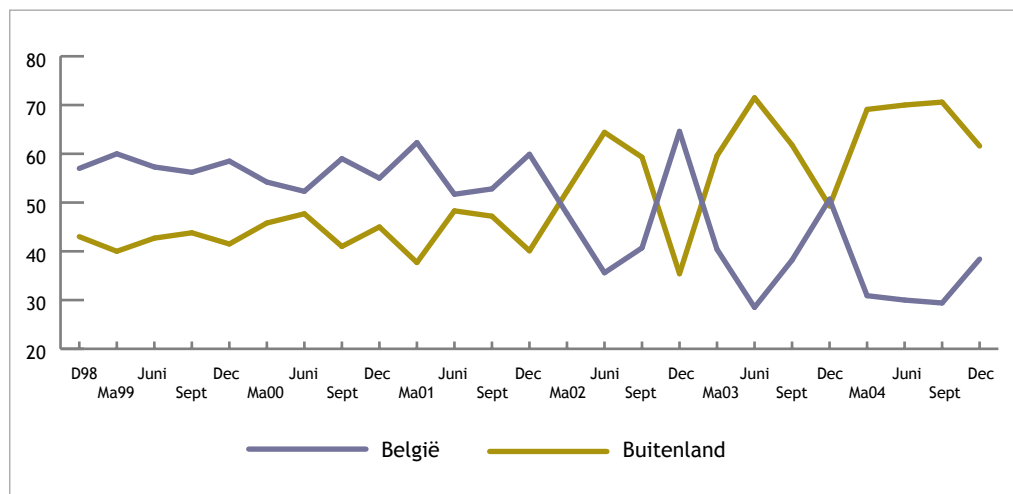
Het aandeel van de schatkistcertificaten aangehouden in het buitenland is gestegen van 49.3% eind 2003 naar 61.6% eind 2004. Gezien de aard van deze effecten varieert het internationaal houderschap meer dan bij de OLO's zoals blijkt uit grafiek 22.

Deze resultaten bevestigen de toenemende belangstelling van de buitenlandse investeerders voor de Belgische schuld, die ongetwijfeld ook steunt op de reputatie die België opgebouwd heeft inzake de gezondmaking van zijn overheidsfinanciën. Een meer uitgebreide investeerdersbasis gaat normaliter gepaard met een hogere liquiditeitsgraad van de effecten en met een vermindering van de financieringskost.

21

Overzicht van de plaatsing van de gesyndiceerde OLO-uitgiften vanaf januari 1999





## 6. Een strikte beheersing van de risico's

Via het Agentschap van de Schuld volgt de Schatkist de diverse risico's op eigen aan het schuldbeheer en brengt zij hierover regelmatig verslag uit aan het Strategisch Comité van de Schuld. Het beheer van de risico's zoals het wisselkoersrisico, het herfinancieringsrisico en het renterisico vindt plaats binnen het kader van de Algemene Richtlijnen van de Schuld, die jaarlijks opgelegd worden door de Minister van Financiën. Voor het beheer van het kredietrisico gelden interne richtlijnen, opgesteld door het Strategisch Comité van de Schuld.

### 6.1. Het wisselkoersrisico

Het aandeel van de schuld in deviezen bepaalt in grote mate het wisselkoersrisico waaraan de Schatkist onderhevig is. Dit aandeel werd in de laatste jaren bewust afgebouwd zodat ook het wisselkoersrisico in verhouding verminderd is.

Op het einde van 2004 bedroeg de schuld in deviezen 0.92% van de totale schuld tegenover 1.42% in 2003.

De trend om de schuld in deviezen geleidelijk af te bouwen, zoals de Algemene Richtlijnen het voorschrijven, heeft zich dus in 2004 voortgezet.

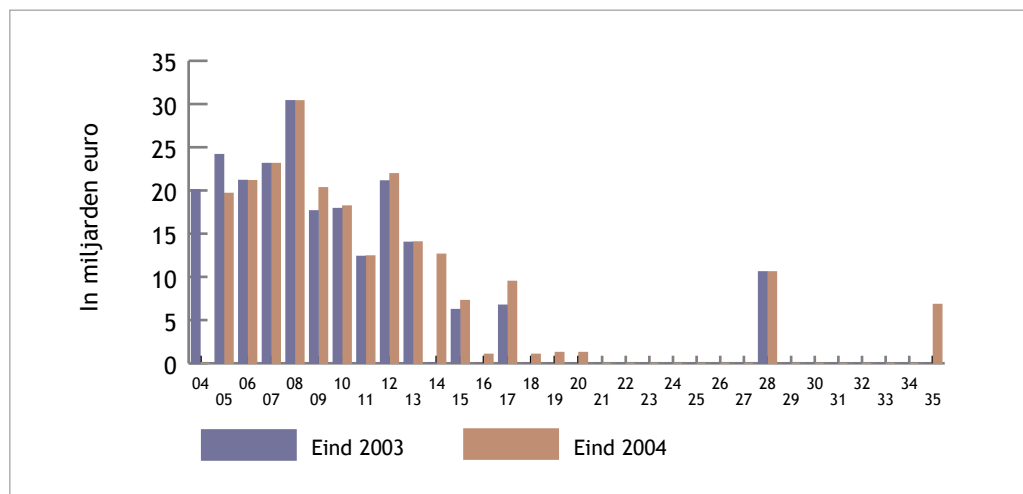
De schuld in deviezen bestond in 2004 uit CHF en JPY. De CHF vertegenwoordigde 0.72% van de totale schuld en de JPY 0.20%. De USD verdween helemaal uit de schuld in deviezen.

### 6.2. Het herfinancieringsrisico en het herzettingsrisico

Bij het beheer van de schuld wordt bijzondere aandacht besteed aan het herfinancieringsrisico en het herzettingsrisico. De twee risico's kunnen los van elkaar bekeken worden.

Het herfinancieringsrisico kan worden beperkt door een vervaldagenkalender voor de schuld te beogen, waarbij jaarlijks ongeveer hetzelfde bedrag aan leningen op eindvervaldag komt. Het voordeel hiervan is tweërlei: de investeerders weten jaar na jaar waaraan ze zich kunnen verwachten en het risico dat tegen een hogere rente geleend moet worden, wordt beperkt.

Vervaldagenkalender van de federale schuld in euro



Grafiek 23 toont de vervaldagenstructuur van de federale schuld in euro. Men merkt dat de structuur relatief vlak is met uitzondering van het jaar 2008 waar een bedrag van circa 30 miljard euro uitstaat. Met uitzondering van de piek in 2008, kan men stellen dat er jaarlijks tussen 20 en 25 miljard euro op eindvervaldag komt.

De Algemene Richtlijnen leggen twee limieten op voor de beheersing van het herfinancieringsrisico. De eerste indicator beperkt het bedrag dat binnen de twaalf maanden mag herfinancierd worden tot maximaal 22.5% van de totale schuld in euro. Een tweede gelijkaardige indicator beperkt het te herfinancieren bedrag binnen de zestig maanden tot 60% van de totale schuld in euro.

Grafiek 24 geeft een idee van de evolutie van deze twee parameters over het jaar heen. Het blijkt dat de plafonds gerespecteerd werden in de beschouwde periode maar dat het herzettingsrisico op twaalf maanden zowel in maart als in september de limiet overschreed, terwijl het

herzettingsrisico op zestig maanden in maart de limiet niet respecteerde. Dit was het gevolg van de opname van één of meerdere op vervaldag komende leningen in de beschouwde periode; veel OLO's hebben immers ofwel 28 maart, ofwel 28 september als eindvervaldag.

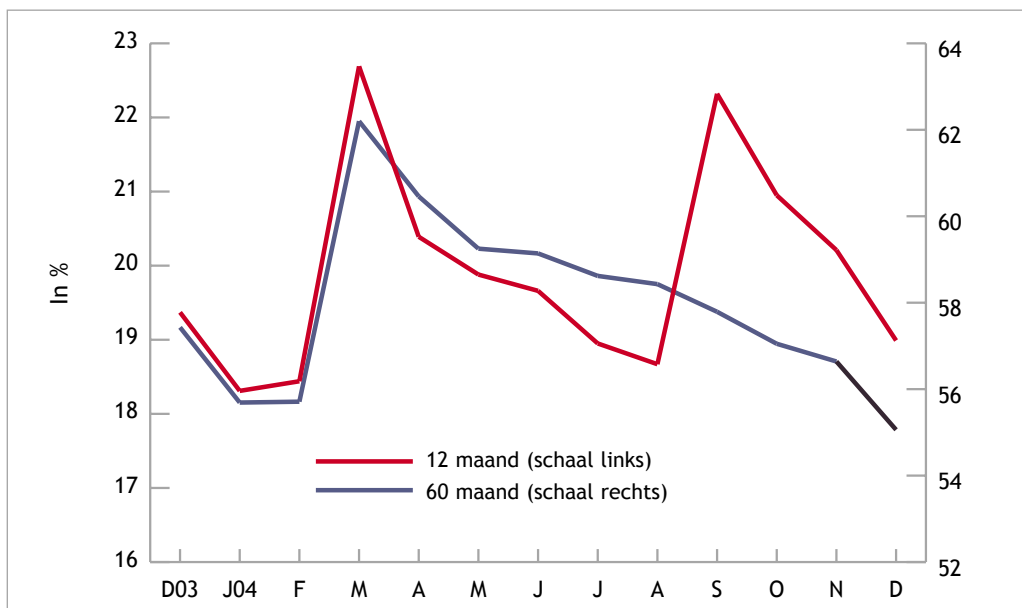
Naast het herfinancieringsrisico is het herzettingsrisico het tweede risico dat op regelmatige basis gevolgd wordt. Het herzettingsrisico vloeit voort uit de variabiliteit van de rente, die op haar beurt een functie is van de vervaldagen van de leningen, en van de swaps die er eventueel aan gekoppeld zijn.

In 2004 werd 16 miljard euro naar de middellange of de korte termijn gewapt. Bij deze swaps werd rekening gehouden met de limieten opgelegd voor het herzettingsrisico op twaalf en zestig maanden.

De limiet voor het herzettingsrisico op twaalf maanden werd in 2004 vastgelegd op 25%, terwijl het maximumrisico op zestig maanden 65% bedroeg. Grafiek 25 illustreert de evolutie van deze limieten in de loop van 2004.

24

Evolutie van het herfinancieringsrisico van de schuld in euro in 2004



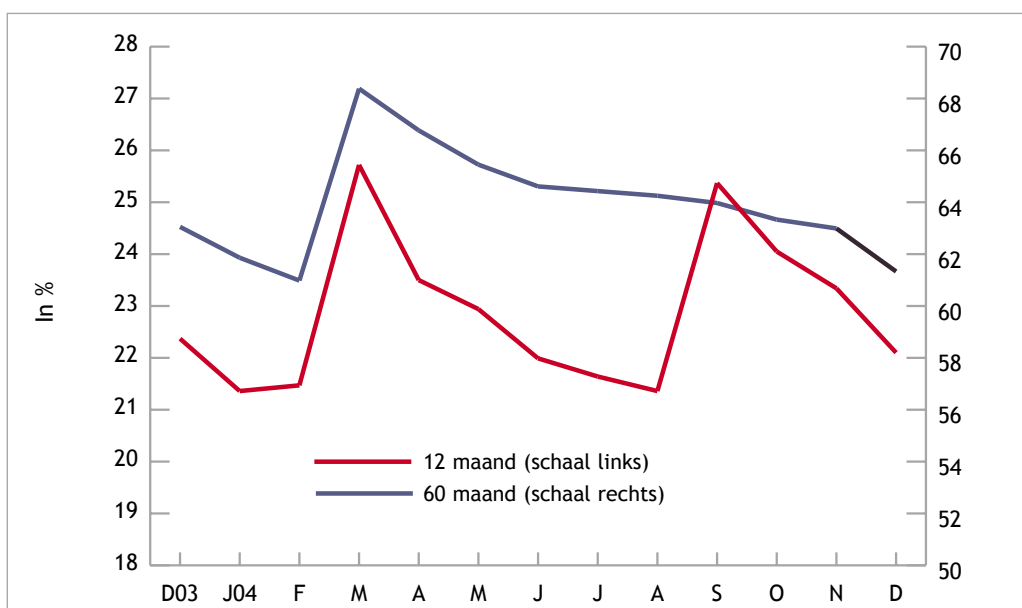
Zowel het herzettingsrisico op twaalf als op zestig maanden overschreden het toegelaten niveau in maart. In september was dit enkel het geval voor het herzettingsrisico op twaalf maanden.

Het overschrijden van het herfinancieringsrisico en van het herzettingsrisico op bepaalde ogenblikken

in 2004 betekende geenszins dat er plots meer risico genomen werd. Net zoals voor het herfinancieringsrisico is de oorzaak de opname van bepaalde OLO-vervaldagen op die momenten. Om een dergelijk fenomeen in de toekomst te vermijden, zullen de indicatoren vanaf 2005 berekend worden als een zesmaandelijks gemiddelde.

25

Evolutie van het herzettingsrisico van de schuld in euro



*“Budget at risk”*

Om een raming te maken van de potentiële overschrijding van de op de begroting van de schuld ingeschreven interestlasten heeft het Agentschap van de Schuld een berekeningsmethode ontwikkeld, “budget at risk” genaamd.

Voor de korte termijn bestaat deze methode erin een valorisatie toe te kennen aan “caps” (opties op vlottende rentevoeten) waarvan de uitoefenprijzen gelijk zijn aan de rentevoeten van de schatkistcertificaten op 3, 6 en 12 maand, die gebruikt worden voor de berekening van de interestlasten op de begroting.

Voor de lange termijn wordt deze methode aangewend om de mogelijke overschrijding te ramen van de op de begroting ingeschreven interestlasten van de OLO-uitgiften. Ze bestaat eveneens in de valorisatie van “caps” waarvan de uitoefenprijzen de begrote langetermijnrentevoeten zijn. Het onderliggend instrument van de “cap” is de “constant maturity swap”-rente (CMS-rente) of de interestvoet toepasselijk voor de valorisatie van rentederivaten op obligaties.

De caps worden gebruikt als valorisatie-instrument en worden niet verhandeld op de markt. Iedere maand wordt een valorisatie opgemaakt en een verslag hiervan wordt overgemaakt aan het Uitvoerend en het Strategisch Comité.

Zoals bij de begroting wordt de “budget at risk” berekend op kasbasis en op economische basis (= proratisering van de interestlasten).

In het begin van de begrotingscyclus is het potentieel risico dat het budget overschreden wordt normaliter het grootst. Naarmate de uitgiften op korte en lange termijn zich opvolgen en de reële rentelasten gekend zijn, neemt dit risico in principe af.

**6.3. Het kredietrisico**

Het kredietrisico wordt bepaald door het verlies dat de Schatkist zou kunnen oplopen als één of meerdere tegenpartijen hun contractuele betalingsverplichtingen niet zouden nakomen. Het Strategisch Comité van de Schuld bepaalt de regels voor de berekening van het kredietrisico en voor het toekennen van kredietlimieten aan tegenpartijen. De Schatkist aanvaardt uitsluitend tegenpartijen met een rating van minimum A.

Op 31 december 2004 vertegenwoordigden de afgeleide producten 98% van het kredietrisico. Zoals blijkt uit tabel 5 lag bij deze producten 89.7% van het kredietrisico bij tegenpartijen met een rating van AA of hoger, tegen 84.8% in 2003. Geen enkele tegenpartij zakte in 2004 onder de A-limiet. Een meer gedetailleerd overzicht per product vindt u in tabel 6.

Tabel 7 toont de “credit exposure” van de afgeleide producten in functie van hun resterende looptijd op 31 december 2004.

Het Agentschap van de Schuld stelt wekelijks een verslag op over het kredietrisico en maakt maandelijks een gedetailleerde analyse.



5

Credit exposure van de afgeleide producten  
per ratingniveau op 31 december 2004

Rating (*)	Aantal transacties	%	Totaal exposure in 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
<b>Totaal</b>	<b>206</b>	<b>100</b>	<b>7 415 432 883</b>	<b>100</b>

(\*) Rating van de tegenpartij of van de moedermaatschappij.

6

Credit exposure van de afgeleide producten per product  
en per ratingniveau op 31 december 2004

Rating (*)	Interest Rate Swaps in EUR	%	Currency Swaps in EUR	%	Forward rate agreement in EUR	%	Anderen in 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
<b>Totaal</b>	<b>6 673 337 256</b>	<b>100</b>	<b>95 822 769</b>	<b>100</b>	<b>556 466 548</b>	<b>100</b>	<b>89 806 310</b>	<b>100</b>

(\*) Rating van de tegenpartij of van de moedermaatschappij.

7

Opsplitsing van de credit exposure van de afgeleide producten  
per resterende looptijd op 31 december 2004

	Totaal	Interest Rate Swap	Currency Swap	Forward rate agreemant	Anderen
< 1 jaar	2.0%	0.7%	26.2%	23.4%	76.6%
1 tot 5 jaar	1.7%	0.7%	73.8%	76.6 %	-
6 tot 10 jaar	36.6%	37.3%	-	-	23.4%
>= 10 jaar	59.8%	61.4%	-	-	-
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100 %</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

# DE OVERHEIDSSCHULD IN CIJFERS

(in miljarden euro of in %, per 31 december)

	2004	2003
<b>I. Uitstaand bedrag en voornaamste instrumenten</b>		
1. Bruto uitstaand bedrag van de federale staatsschuld	269.78	263.02
- Financieringen en plaatsingen door de Schatkist	0.15	0.02
- Financiering andere entiteiten	0.81	0.69
- Effecten in portefeuille	3.37	4.33
- Beleggingsreserve	0.01	0.03
- Financiering Rentenfonds	0.09	0.08
Netto uitstaand bedrag van de federale staatsschuld	265.35	257.87
<b>2. Schuldinstrumenten</b>		
A. Instrumenten in euro :	267.34	259.29
- Lineaire obligaties (OLO's)	210.12	205.15
- Klassieke leningen	0.06	5.75
- Staatsbons	8.19	8.51
- Schatkistcertificaten	26.02	26.16
- Schatkistbons - Zilverfonds	12.49	4.27
- "Belgian Treasury Bills" in euro	0.78	0.85
- Privé-leningen, interbankenmarkt en diversen	4.86	8.28
- Schuld uitgegeven in ex-deviezen van de eurozone	0.11	0.11
- Schuld uitgegeven in deviezen en gewapt in euro	0.45	0.21
- Schuld van bepaalde instellingen, waarvoor de federale Staat tussenkomt in de financiële lasten	4.26	0.00
In % van de schuld in euro :		
- Lineaire obligaties (OLO's)	78.60 %	79.12 %
- Klassieke leningen	0.02 %	2.22 %
- Staatsbons	3.06 %	3.28 %
- Schatkistcertificaten	9.73 %	10.09 %
- Andere	8.58 %	5.29 %
B. Instrumenten in vreemde munt :	2.44	3.73
- Schuld op middellange en lange termijn	1.50	2.79
- "Belgian Treasury Bills" in deviezen	0.94	0.94
- Andere schuld op korte termijn	0.00	0.00
<b>II. Variatie van het netto uitstaand bedrag van de federale staatsschuld over het jaar</b>		
1. Variatie	7.48	2.49
- Netto te financieren saldo (NFS)	6.17	0.73
- Overname van schulden	0.00	0.81
- Wisselkoersverschillen	0.08	- 0.46
- Kapitalisatie van interesten	0.43	0.03
- Verrichtingen met het IMF	-3.46	- 0.54
- Diversen	0.00	1.92
- Schuld van bepaalde instellingen	4.26	0.00
2. Variatie in %	2.77 %	0.95 %

2004

2003

### III. Karakteristieken van de federale staatsschuld

#### 1. Rating toegekend door de diverse agentschappen

- Lange-termijnrating (S&P/Moody's/Fitch)	AA+/Aa1/AA	AA+/Aa1/AA
---	------------	------------

#### 2. Opsplitsing per munt

- Schuld in euro	99.10 %	98.58 %
- Schuld in vreemde munt	0.90 %	1.42 %

#### 3. Opsplitsing per looptijd

- Lange en middellange termijn (> 1 jaar)	86.82 %	88.15 %
- Korte termijn	11.60 %	11.85 %

#### 4. Opsplitsing volgens de rentevoet

- Vaste rentevoet	84.58 %	84.97 %
- Variabele rentevoet	15.42 %	15.03 %

#### 5. Effectieve duratie van de schuld in euro

4.26

3.93

#### Effectieve duratie van de schuld in deviezen

0.18

0.29

#### 6. Interestlasten van de federale overheid

13.07

14.52

#### 7. Gewogen gemiddelde rentevoet

4.80 %

5.05 %

#### 8. Federale interestlasten als percentage van de federale uitgaven

24.88 %

30.30 %

### IV. Relatie federale staatsschuld - schuld van de gezamenlijke overheid

#### 1. Uitstaand bedrag van de federale staatsschuld

269.78

263.02

#### 2. Uitstaand bedrag van de schuld van andere federale instellingen (1)

1.35

6.41

#### 3. Schuld van gemeenschappen en gewesten en lokale besturen

29.53

29.44

#### 4. Consolidatie-effect

29.26

25.73

#### 5. Certificaten ten gunste van het IMF

0.00

3.46

#### 6. Andere correcties

0.43

0.27

#### 7. Geconsolideerde schuld van de gezamenlijke overheid (1+2+3-4-5-6)

270.97

269.42

#### 8. Bruto binnenlands product (BBP)

283.75

269.55

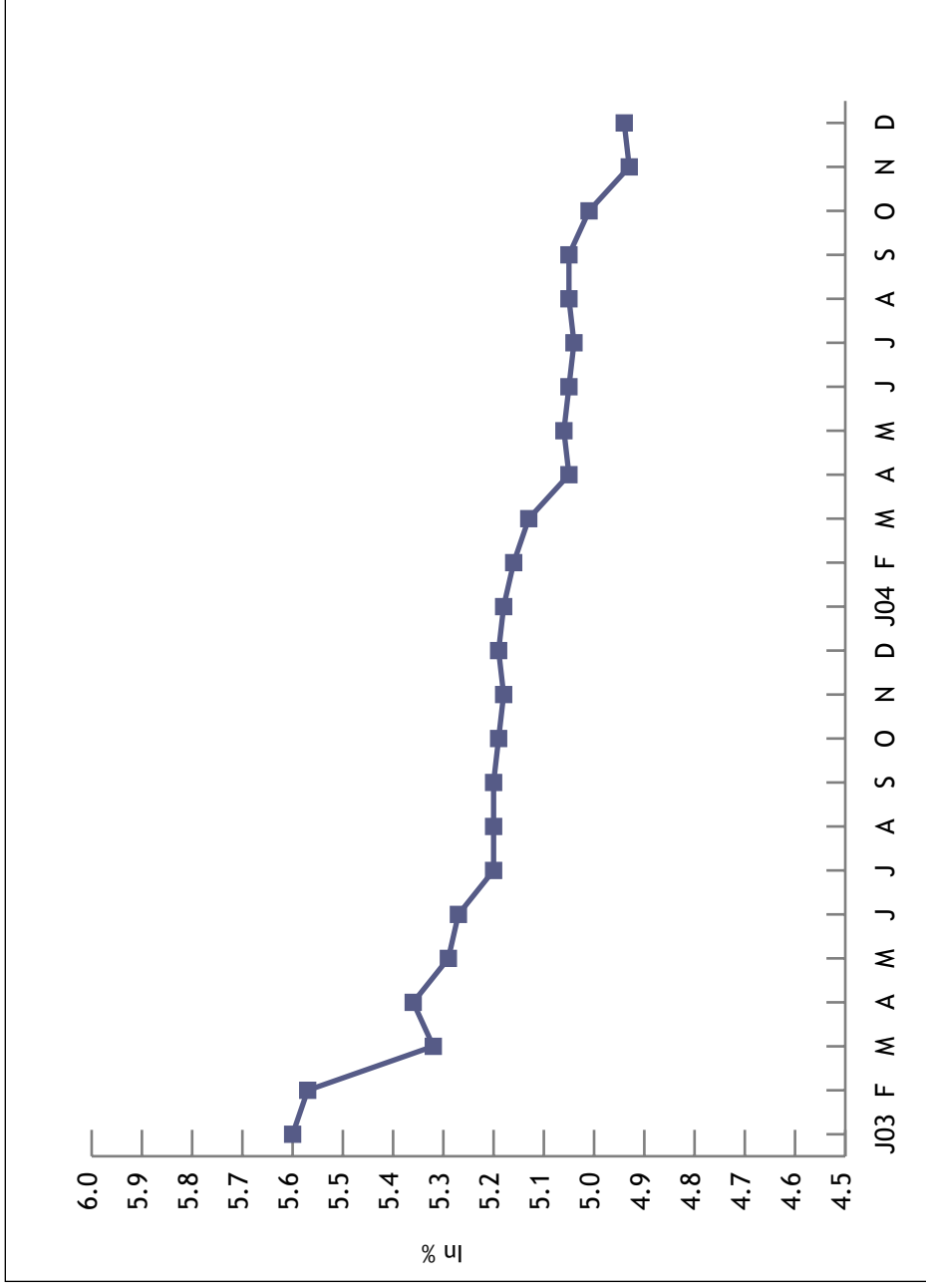
#### 9. Schuldratio van de gezamenlijke overheid (7/8)

95.50 %

100.00 %

(1) Zoals gedefinieerd in het Verdrag van Maastricht.

Evolutie van de gewogen gemiddelde actuariële rentevoet van de schuld in euro



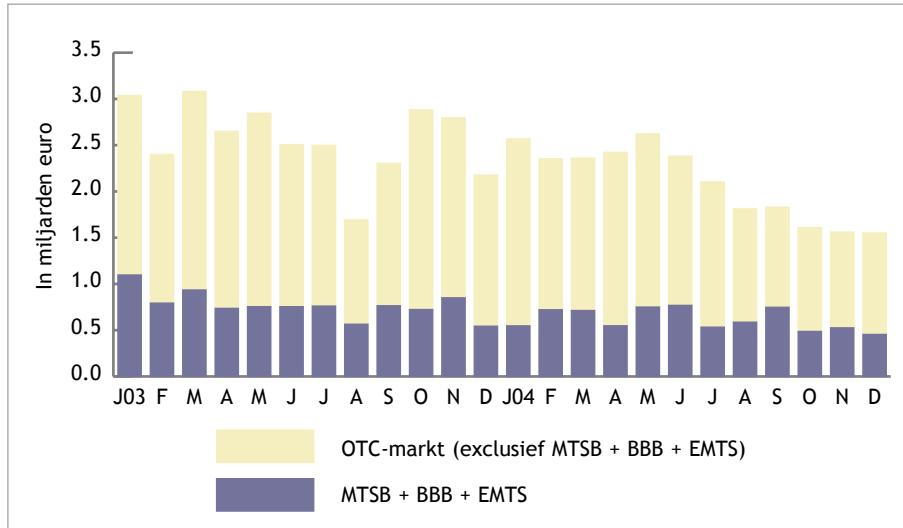
## Uitstaand bedrag van de OLO's eind december 2004

Vervaldag	Coupon	Code	Omloop	OLO nr	% 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	
<b>TOTAAL</b>			<b>210 113 473 580.38</b>		
<b>UITSTAAND BEDRAG VAN DE GESPLITSTE LIJNEN</b>			<b>175 814 703 526.35</b>		<b>4%</b>

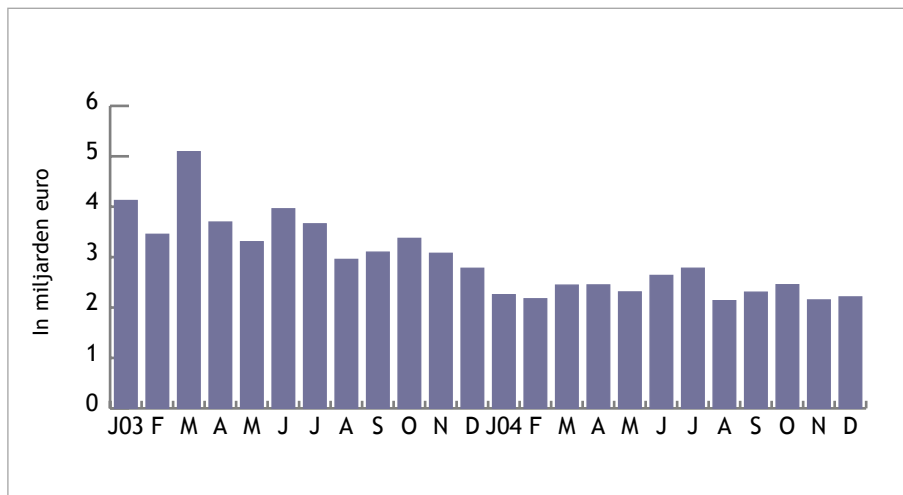
## OLO-aanbestedingen en syndicaties in 2004 (in miljoenen euro)

Type van uitgifte	Uitgifte-datum	Waarde-datum	Verval-datum	ISIN BE0000	Omloop voor aanbested.	Aangeb. bedrag	Toegew. bedrag (Comp)	Niet-comp.	Totaal toegew.	Bid to cover	Gew. gemid. prijs	Gew. gemid. rente	Bid min/max	Limiet-prijs	Aantal deelh.	% limiet-prijs
SYNDICATIE	21/01/04	28/01/04	28/09/14	303124		5 000.0	5 000.0		5 000.0		99.783					
						5 000.0	5 000.0		5 000.0							
AANBESTEDING	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
						5 730.0	2 982.0	146.0	3 128.0							
SYNDICATIE	12/05/04	19/05/04	28/03/35	304130		5 000.0	5 000.0		5 000.0		98.842					
						5 000.0	5 000.0		5 000.0							
AANBESTEDING	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
						7 000.0	3 309.0	169.0	3 478.0							
AANBESTEDING	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
						6 828.0	3 052.0	121.0	3 173.0							
AANBESTEDING	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
						4 085.0	2 500.0	78.0	2 578.0							

Verhandelde volumes op de secundaire OLO-markt (daggemiddelden)



Verhandelde volumes (daggemiddelden) op de OLO-repomarkt





## Opsplitsing van de vlottende schuld per instrument (in miljoenen euro)

Maand	PCR (1)	Interbanken + diversen (2)		Schatkistcertificaten (3)			Totaal	Schatkistbons in euro	Beheersverrichtingen Schatkist (4)	Totaal vlottende schuld (5)
		3 md	6 md	12 md	6 md	12 md				
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) Tegoeden van de particulieren bij de Postcheque.

(2) Leningen en plaatsingen gedaan op de interbankenmarkt.

(3) Certificaten uitgegeven bij aanbesteding na de hervorming van 29/01/91. Het vermelde bedrag is netto geïncasseerd door de Schatkist, d.w. z. na aftrek van de verdisconteerde interesten en de terugbetalingen van de vorige maand.

(4) Operaties om de dagelijkse toestand van de Schatkist in evenwicht te brengen; thesaurieoverschotten ingevolge fiscale ontvangsten of uitgaven van schatkistcertificaten.

(5) Totaal van de vlottende schuld verminderd met het bedrag onder punt (4).

NB: Als gevolg van afrondingen kunnen de totalen afwijken van de cijfers gepubliceerd in de maandelijkse stand van de staatsschuld.

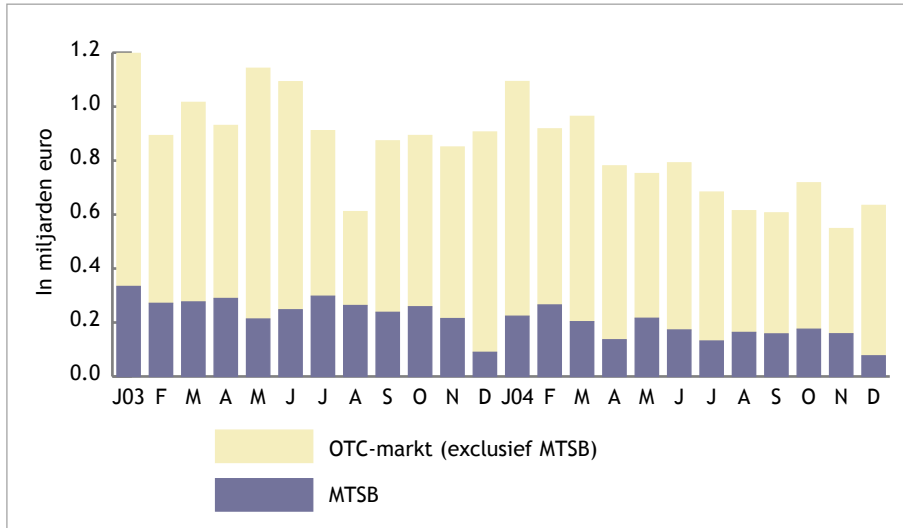
## Aanbestedingen van schatkistcertificaten in 2004 (in miljoenen euro)

Datum aanbested.	Waarde-datum	Range Min	Range Max	Vervallen bedrag	Verval-datum	ISIN BE0312	Maand	Omloop voor aanbested.	Aangeb. bedrag	Toegew. bedrag (comp)	Niet-comp.	Totaal uitg. bedrag	Bid to cover	Gew. gemidd. rente	Spread Euribor	Bid Min/Max	Limiet-prijs	Aantal deeln.	% tegen limiet-prijs
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

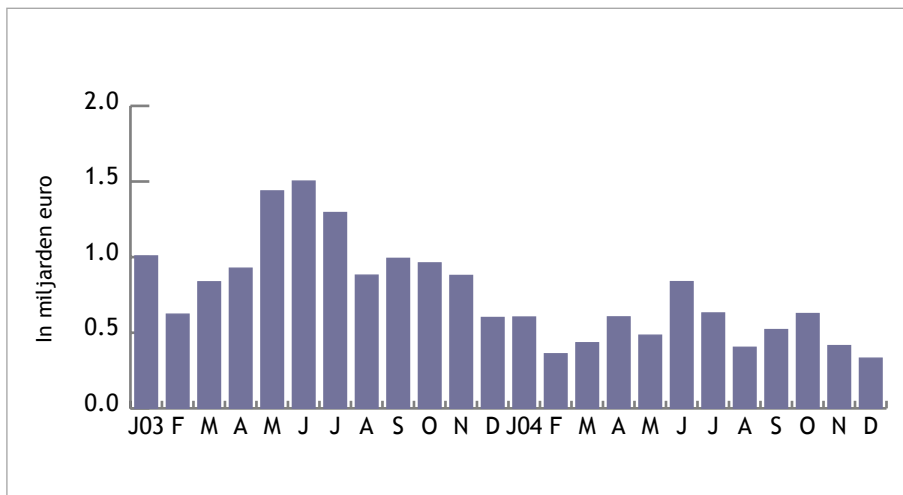
## Aanbestedingen van schatkistcertificaten in 2004 (in miljoenen euro)

Datum aanbested.	Waarde-datum	Range Min	Range Max	Vervallen bedrag	Verval-datum	ISIN BE0312	Maand	Omloop voor aanbested.	Aangeb. bedrag	Toegew. bedrag (comp)	Niet-comp.	Totaal uitg. bedrag	Bid to cover	Gew. gemid. rente	Spread Euribor	Bid Min/Max	Limiet-prijs	Aantal deeln.	% tegen limiet-prijs
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

Verhandelde volumes op de secundaire markt  
van de schatkistcertificaten (daggemiddelden)



Verhandelde volumes (daggemiddelden) op de repomarkt  
van de schatkistcertificaten



## Beleggingen in "Schatkistbons-Zilverfonds" (toestand op 31 december 2004)

Effecten "SB-ZF"	Belegd bedrag	Rentevoet	Prorata interersten op 31/12/2004	Portefeuille op 31/12/2004	Bedrag op eind- vervaldag
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
<b>Totaal:</b>	11 949 174 563.16		542 740 552.95	12 491 915 116.11	19 761 995 701.37

(1) UMITS (437 805 323.76); meerwaarde goud (177 114 565.58); intersten korte termijn (9 156 142.91).

(2) Winst NBB (429 000 000); intersten korte termijn (2 740 237.50).

(3) Winsttaandeel Belgacom ( 237 252 326.52 ); bankbiljetten (213 965 560.02); intersten korte termijn (293 449.69).

(4) Credite ( 2 645 687 591.81).

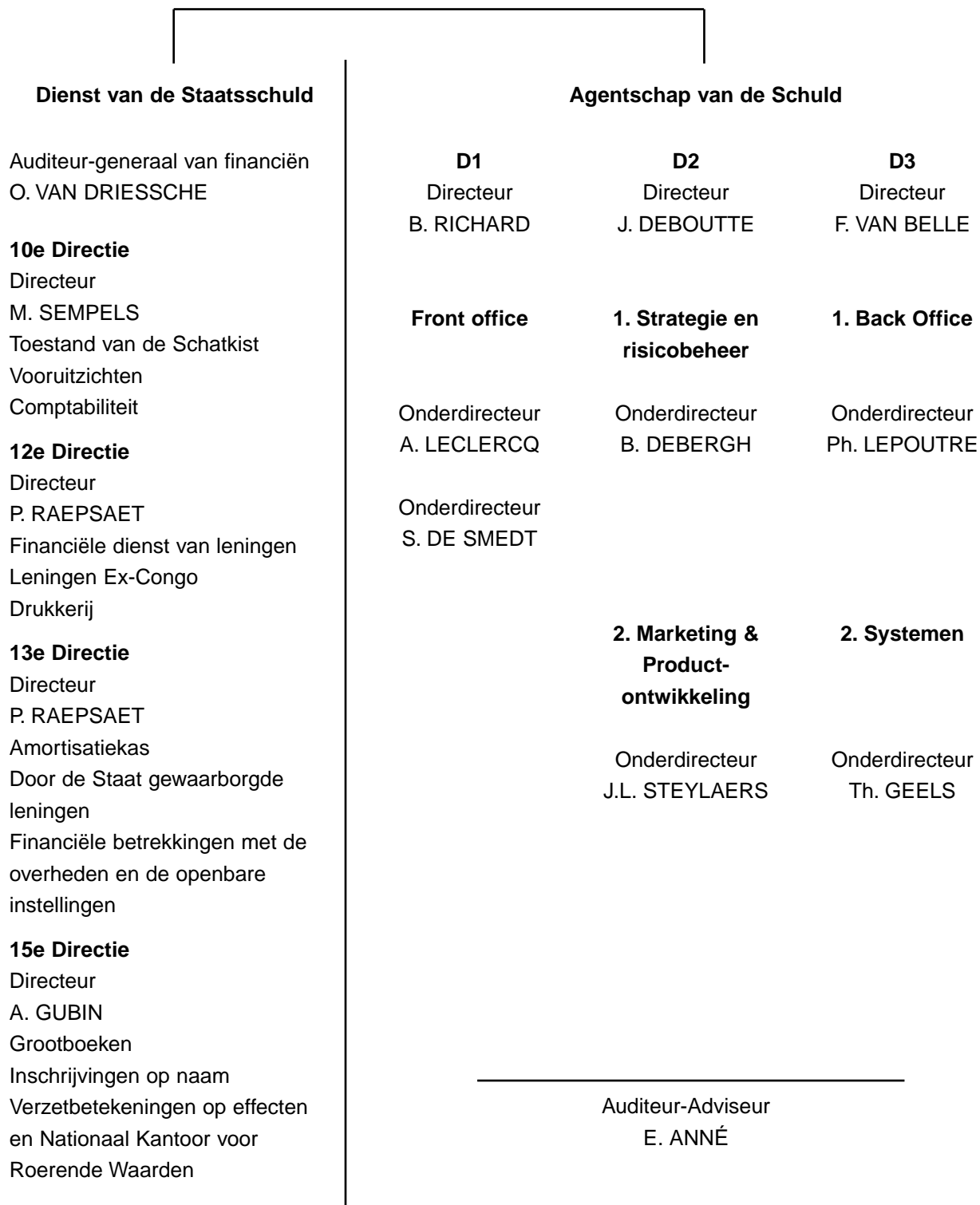
(5) Pensioenfonds Belgacom ( 5 000 000 000); winstaandeel Belgacom (290 000 021.25); intersten korte termijn (6 159 344.12).

(6) Alesh (2 500 000 000).

**Administratie van de Thesaurie  
ORGANIGRAM (per 31/12/2004)**

Jean-Pierre ARNOLDI, Administrateur-generaal

Departement van de Schuld



## DEALERS IN BELGISCHE SCHATKISTWAARDEN

### PRIMARY DEALERS

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

### RECOGNISED DEALERS

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

### BTB DEALERS

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



## PLAATSENDE INSTELLINGEN STAATSBONS

AXA BANK BELGIUM	Grote Steenweg, 214 Vorstlaan, 23	2600 BERCHEM 1170 BRUSSEL
ING BELGIUM	Marnixlaan, 24	1000 BRUSSEL
BKCP - BEROEPSKREDIET	Kunstlaan, 6-9	1210 BRUSSEL
CPH BANQUE	Rue Perdue, 7	7500 DOORNIK
LANDBOUWKREDIET	Sylvain Dupuislaan, 251	1070 BRUSSEL
BANK DEGROOF	Nijverheidsstraat, 44	1040 BRUSSEL
DEUTSCHE BANK	Marnixlaan, 13-17	1000 BRUSSEL
DEXIA BANK	Pachecolaan, 44	1000 BRUSSEL
DIERICKX, LEYS EN CO, EFFECTENBANK	Kasteelpleinstraat, 44	2000 ANTWERPEN
FORTIS BANK	Warandeborg, 3	1000 BRUSSEL
KBC BANK	Havenlaan, 2	1080 BRUSSEL
LELEUX ASSOCIATED BROKERS	Wildewoudstraat, 17	1000 BRUSSEL
BANK VAN DE POST	Koloniënstraat, 56	1000 BRUSSEL
OOSTVLAAMS BEROEPSKREDIET	Dr A. Rubbensstraat, 45	9240 ZELE
VAN DE PUT EN CO EFFECTENBANK	Mechelsesteenweg, 203	2018 ANTWERPEN
VDK SPAARBANK	Sint-Michielsplein, 16	9000 GENT
WEST-VLAAMSE BANK	Adriaan Willaertstraat, 9	8000 BRUGGE



## PLAATSENDE INSTELLINGEN OLOp's

AXA BANK BELGIUM	Grote Steenweg, 214 Vorstlaan, 23	2600 BERCHEM 1170 BRUSSEL
ING BELGIUM	Marnixlaan, 24	1000 BRUSSEL
BKCP - BEROEPSKREDIET	Kunstlaan, 6-9	1210 BRUSSEL
LANDBOUWKREDIET	Sylvain Dupuislaan, 251	1070 BRUSSEL
BANK DEGROOF	Nijverheidsstraat, 44	1040 BRUSSEL
BAN DELEN	Jan van Rijswijcklaan, 184	2020 ANTWERPEN
DEUTSCHE BANK	Marnixlaan, 13-17	1000 BRUSSEL
DEXIA BANK	Pachecolaan, 44	1000 BRUSSEL
FORTIS BANK	Warandeberg, 3	1000 BRUSSEL
KBC BANK	Havenlaan, 2	1080 BRUSSEL