ROYAUME
DE BELGIQUE

Service Public Fédéral
FINANCES

Administration générale
de la Trésorerie

Dette de
l'Etat Fédéral

Rapport annuel
2007

AGENCE
DE LA DETTE

.be

RAPPORT ANNUEL 2007

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

http://www.debtagency.be

D/2008/0676/2

Juin 2008

AGENCE DE LA DETTE

TABLE DES MATIÈRES

Avant-propos du Ministre des Finances 4

Les grands chiffres de la dette de l'Etat 6

Partie 1: Evolution économique et des finances des pouvoirs publics en 2007 9

1. Evolution de l'économie belge et des taux d'intérêt 10

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2007 12

Partie 2: La politique de financement en 2007 17

1. Besoins et moyens de financement en 2007 18

2. Une politique d'émission basée sur l'émission de deux types de produits 19

2.1. Des produits liquides dont l'émission se déroule de manière transparente et prévisible 19
a. Obligations linéaires 19
b. Certificats de Trésorerie 26
c. Bons d'Etat 29
d. Strips 30

2.2. Des produits taillés sur mesure 32
a. "Belgian Treasury Bills" en EUR et en devises 32
b. Emission d'un produit structuré: le LOBO 33
c. Bons du Trésor – Fonds de vieillissement 33

3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques 34

3.1. Le risque de change 34

3.2. Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux 34

3.3. Le risque de crédit 35

Partie 3: Principaux points stratégiques 37

1. Instruments de financement alternatifs sous un programme EMTN 38

2. Compétition entre les plates-formes de e-trading 39

3. Le contrat "EMA": un accord cadre pour les «repos» 40

4. Les indicateurs de performance:
les instruments pour la gestion et la communication 40

5. Road shows 41

Annexes

- Echéancier de la dette de l'Etat fédéral à long terme en EUR
- Evolution du taux actuariel moyen pondéré de la dette en EUR
- OLO: encours, résultats des émissions,
  volumes traités sur le marché secondaire, marché des
  cessions-rétrocessions ("repo")
- Certificats de Trésorerie: encours, résultats des adjudications,
  volumes traités sur le marché secondaire,
  marché des cessions-rétrocessions ("repo")
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement: émissions et encours
- Organigramme de l'Agence de la Dette et du Service de la Dette de l'Etat
- Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor pour l'année 2008

AVANT-PROPOS DE DIDIER REYNDERS,

VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES ET DES RÉFORMES INSTITUTIONNELLES

"Subprime" est vraisemblablement le mot qui, dans le monde financier, a été le plus utilisé depuis l'été 2007. Il est l'expression pour beaucoup qui est à la base de la crise qui a frappé le secteur immobilier aux Etats-Unis. Depuis lors elle s'est propagée à l'ensemble des marchés financiers et a ébranlé nombre d'établissements financiers prestigieux.

Plus que les turbulences qui avaient eu lieu auparavant depuis la fin de la Deuxième Guerre Mondiale, elle a conduit à une révision à la hausse des risques liés aux produits financiers et à un climat de méfiance entre opérateurs, eu égard aux incertitudes quant à l'ampleur de son impact, incertitudes qui sont toujours présentes en ce moment. Cette situation a eu pour effet un assèchement de la liquidité, obligeant les banques centrales à intervenir de manière concertée. Elle a été néfaste aux transactions et a provoqué une fuite vers la qualité, en faveur des instruments présentant le moins de risques. Les produits émis par les souverains ont été recherchés avec une prime supplémentaire aux titres les plus liquides, bénéficiant d'un marché des futures profond comme le Bund allemand qui a encore renforcé son statut de référence au niveau européen.

En Belgique, le budget de l'ensemble des pouvoirs publics s'est en 2007, pour la première fois depuis le début du XXIe siècle, clôturé par un léger déficit estimé à 0.2 % du PIB alors que le programme de stabilité de la Belgique avait fixé un excédent. Cette situation, qui reste malgré tout encore positive si on la compare à la moyenne européenne, est essentiellement la conséquence de la non-réalisation d'un certain nombre d'opérations de valorisation d'actifs qui avaient été planifiées au moment de l'établissement du budget pour 2007. Elle a permis de maintenir la trajectoire de réduction du taux d'endettement de la Belgique et de le rapprocher un peu plus encore de la moyenne européenne à la fin de l'année.

C'est donc dans un contexte globalement moins favorable en Belgique et franchement négatif au niveau des marchés financiers que l'Agence de la dette a accompli sa mission en 2007 de mobiliser aux meilleures conditions possibles les moyens financiers nécessaires à la couverture des besoins de l'Etat. Je peux une fois de plus me réjouir du résultat présenté dans le présent rapport annuel.

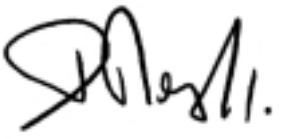
Ceci démontre que les choix qui ont été effectués au cours des dernières années en matière de gestion de la dette sont judicieux et notamment celui visant à consolider la structure de la dette plutôt qu'à se laisser guider par des avantages de coût à court terme. En émettant des produits de référence liquides et en promouvant leur diversification géographique, l'Agence de la dette a assuré une place de choix aux OLO dans les portefeuilles des grands investisseurs institutionnels non seulement dans la zone euro mais aussi au-delà. Elle a pu obtenir des conditions favorables qui se sont reflétées par les niveaux des spreads vis-à-vis des obligations de même maturité émis par les autres souverains de la zone euro, même ceux bénéficiant d'un rating supérieur. Dans le courant de 2007, d'une manière bien compréhensible, les spreads se sont sensiblement élargis à l'égard de l'obligation la plus liquide, le Bund, ce phénomène n'étant pas propre à notre seul pays. Les incertitudes liées à la situation politique en Belgique dans le second semestre de 2007 ont également eu un impact négatif mais dans une mesure modérée.

Les grands chiffres de la dette le montrent : le ratio des charges d'intérêt sur les dépenses de l'Etat a encore diminué en 2007, permettant de dégager une marge supplémentaire pour les autres dépenses. Afin de tirer profit des opportunités que peuvent offrir les marchés et en outre diminuer le coût pour le budget sans augmenter les risques, le Trésor a émis avec succès un produit structuré, ouvrant ainsi un nouveau créneau pour l'avenir. Ce type de produits complètera les produits de référence liquides qui resteront ses principaux produits. Je me réjouis que le Trésor a ainsi commencé à concrétiser le souhait que j'émettais l'année passée d'adopter une attitude réactive et proactive.

En ce début d'année 2008, les incertitudes continuent à peser sur les marchés qui restent volatils mobilisant l'attention des régulateurs et des autorités de contrôle. Je suis convaincu que la petite équipe de l'Agence de la dette saura mobiliser son énergie et faire preuve de créativité pour boucler avec succès le plan de financement de l'Etat fédéral.

Dans le cadre de la politique du Gouvernement visant à maintenir des finances publiques saines, le Trésor, par une gestion moderne et raisonnée de la dette publique, est un élément majeur pour permettre à notre pays de faire face aux grands défis des prochaines années, que sont notamment le vieillissement de la population et la préservation de l'environnement.

Le Ministre des Finances,



Didier Reynders

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE DE L'ETAT

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

	2007	2006
I. Encours des principaux instruments de la dette de l'Etat fédéral		
1. Encours brut de la dette fédérale	285.81	278.60
- Financements et placements du Trésor	0.50	0.10
- Financement autres entités	0.64	0.66
- Titres en portefeuille	8.92	1.11
- Réserve pour placements	0.00	0.01
- Financement Fonds des Rentes	0.03	0.06
Encours net de la dette fédérale	275.72	276.66
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR:	284.87	277.14
- Obligations linéaires (OLO)	220.90	214.22
- Emprunts classiques	0.05	0.06
- Bons d'Etat	6.28	6.84
- Certificats de Trésorerie	30.39	26.97
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	15.49	14.66
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	1.48	0.78
- Emprunts privés, interbancaires et divers	9.32	5.16
- Dette émise en devises et swappée en EUR	0.37	0.45
- Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0.59	8.00
En % de la dette en EUR:		
- Obligations linéaires	77.54 %	77.30 %
- Emprunts classiques	0.02 %	0.02 %
- Bons d'Etat	2.20 %	2.47 %
- Certificats de Trésorerie	10.67 %	9.73 %
- Autres	9.57 %	10.48 %
B. Instruments en monnaies étrangères:	0.94	1.46
- Dette à long et moyen termes	0.94	0.98
- "Belgian Treasury Bills" en devises	0.00	0.48
II. Evolution de l'encours net de la dette de l'Etat fédéral sur l'année		
1. Evolution (en milliards d'EUR)	-0.94	3.74
- Solde net à financer (SNF)	3.78	4.05
- Reprise de dettes	2.08	0.00
- Différences de change	-0.05	-0.13
- Capitalisation d'intérêts	0.66	0.60
- Divers	0.00	0.00
- Dette de certains organismes	-7.41	-0.78
2. Evolution (en %)	-0.33 %	1.34 %

	2007	2006
III. Caractéristiques de la dette de l'Etat fédéral		
1. Rating octroyé par les différentes agences de rating		
- Rating pour le long terme (S&P/Moody's/Fitch)	AA+/Aa1/AA+	AA+/Aa1/AA+
2. Répartition selon les monnaies		
- Dette en EUR	99.67 %	99.48 %
- Dette en devises	0.33 %	0.52 %
3. Répartition selon le terme		
- long et moyen terme (>1 an)	86.74 %	88.25 %
- court terme	13.26 %	11.75 %
4. Répartition selon le taux		
- Taux fixe	87.12 %	87.01 %
- Taux variable	12.88 %	12.99 %
5. Duration effective de la dette en EUR	4.68	4.52
Duration effective de la dette en devises	0.13	0.18
6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	12.32	11.85
7. Taux d'intérêt moyen pondéré	4.56 %	4.60 %
8. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %	26.91 %	27.18 %
IV. Passage de la dette fédérale (Trésor) à la dette de l'ensemble des pouvoirs publics		
1. Encours de la dette fédérale	285.81	278.60
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (1)	8.44	3.90
3. Dette des Communautés et Régions et des pouvoirs locaux	29.30	29.34
4. Effet de consolidation	43.05	32.55
5. Autres corrections	0.00	0.00
6. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4-5)	280.51	279.28
7. PIB	330.80	316.62
8. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (6/7)	84.80 %	88.21 %

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

PARTIE 1

AGENCE DE LA DETTE

PARTIE 1. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2007

1. Evolution de l'économie belge et des taux d'intérêt

Economie belge

Soutenue par un environnement extérieur favorable en Europe et ailleurs ainsi que par le dynamisme de la demande intérieure, l'économie belge a affiché en 2007 un taux de croissance du PIB estimé à 2.8% - en légère diminution par rapport à 2006 (+2.9%). Ce bon résultat s'est inscrit dans le sillage de la croissance mondiale estimée à quelque 5% et de celle de la zone euro estimée à 2.6%. Dans un contexte de renchérissement des matières premières énergétiques et agricoles, d'utilisation croissante des capacités de production et d'appréciation du cours de l'euro, l'inflation, mesurée par l'augmentation de l'indice des prix à la consommation harmonisé, a atteint 1.8% sur l'ensemble de l'année 2007, rebondissant toutefois à 2.7% au dernier trimestre.

Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt ont évolué selon la conjoncture propre aux différentes économies; à partir du mois de juillet, leurs mouvements ont toutefois partout été affectés par les turbulences financières. Durant les sept premiers mois de l'année, les politiques monétaires se sont en général resserrées, à l'exception des Etats-Unis, tandis que les taux à long terme demeuraient assez stables, hormis une légère hausse au deuxième trimestre. A partir du mois d'août, les taux directeurs de la politique monétaire ont été diminués aux Etats-Unis et au Royaume Uni, et sont demeurés inchangés dans la zone euro. Pour leur part, les taux à long terme des obligations d'Etat ont reculé.

Etats-Unis

Tenant compte du ralentissement de l'économie américaine (croissance du PIB estimée à +2.2% en 2007 contre 2.9% en 2006), résultant essentiellement de la crise du secteur immobilier résidentiel et de ses répercussions financières sur les marchés aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a décidé d'assouplir sa politique monétaire. Elle a procédé ainsi en plusieurs étapes à la baisse de son principal taux directeur qui est passé de 5.25% en septembre à 4.25% en fin d'année. La crise du marché américain des prêts hypothécaires a engendré une augmentation des primes de risque comprises dans les taux interbancaires et les taux des prêts à court terme. Afin de gérer les tensions sur le marché monétaire et la crise de liquidité, la Réserve Fédérale a également procédé à des injections de liquidités sous la forme de prêts aux banques. Sur l'ensemble de l'année, les taux du marché monétaire américain ont diminué de manière globale.

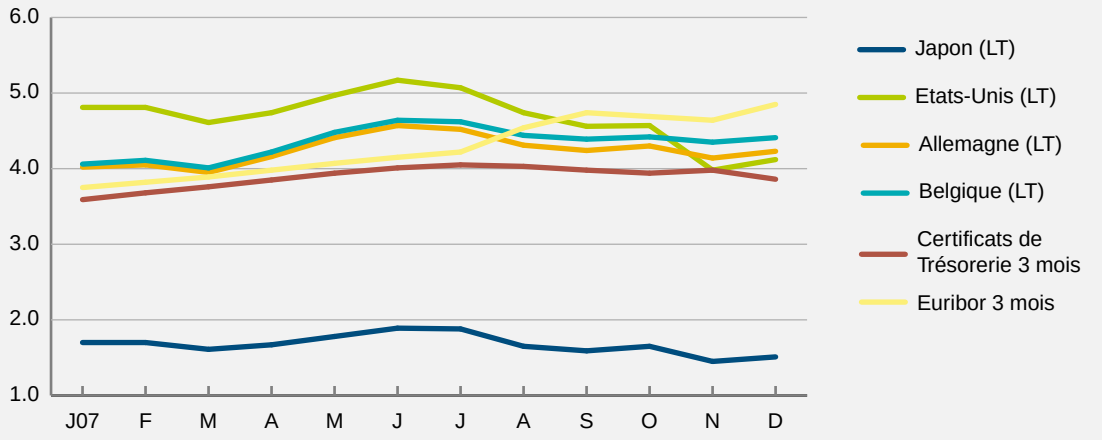
Les taux des titres de la dette publique ont, quant à eux, augmenté à la fin du premier semestre sous l'effet d'attentes positives à ce moment en matière d'évolution économique pour ensuite baisser après l'été en raison du comportement de "fuite vers la qualité " adopté par les investisseurs. En revanche, les taux à long terme des emprunts des sociétés moins bien notées ont augmenté en raison de la réévaluation des risques.

Etant donné que les taux du marché monétaire ont baissé dans une plus forte mesure que les taux du marché des capitaux, la courbe des taux américaine est redevenue positive durant l'année sous revue.

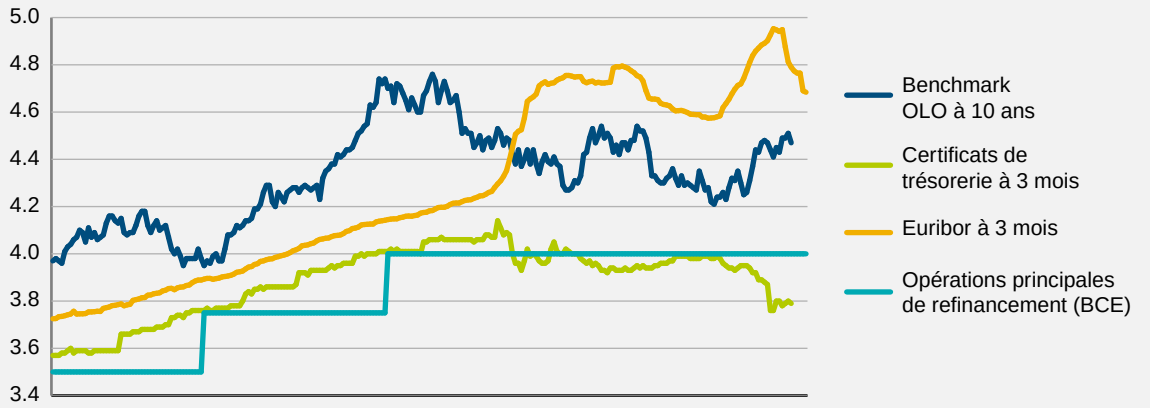
Zone euro

Etant donné l'existence de risques pour la stabilité des prix, la Banque Centrale Européenne (BCE) a, quant à elle, poursuivi, au premier semestre 2007, le relèvement de son taux directeur porté de 3.5% à 3.75% en mars et à 4% en juin. Dans le courant du second semestre, la BCE n'a procédé à aucune augmentation de ses taux dans l'attente d'une clarification de la situation économique après l'apparition au mois d'août des turbulences financières américaines. En outre, afin de faire face à la crise de liquidité qui a découlé de ces turbulences,

G1. Moyennes des taux d'intérêt (en %) à 3 mois et moyennes des rendements des emprunts de référence à 10 ans en 2007



G2. Evolution des taux d'intérêt (en %) en 2007 (zone euro)



G3. Différentiels de taux entre les "Bunds" et les OLO à 10 ans sur une base journalière en 2007 ("asset swap spreads") (en points de base)

l'Eurosystème a procédé à des injections de liquidités dans le marché. Ce faisant, la BCE visait essentiellement à maintenir le taux au jour le jour proche du taux d'intérêt directeur. La stratégie suivie visait à stabiliser les taux du segment du très court terme.

Ainsi, en raison des hausses de taux de la BCE d'abord, et des turbulences sur les marchés financiers ensuite, la plupart des taux à court terme de la zone euro ont augmenté tout au long de l'année tout en restant à des niveaux modérés.

Les taux à long terme des obligations du secteur public de la zone euro ont affiché un profil à la hausse durant le premier semestre de l'année sous revue résultant en partie des anticipations des relèvements possibles des taux directeurs de la BCE. Au second semestre, la tendance a été à la baisse étant donné que les marchés financiers ont révisé à la baisse leurs attentes en matière de politique monétaire et que les placements ont été caractérisés par une fuite vers la qualité.

Sur les marchés financiers belges, les différentes hausses des taux de la politique monétaire ont eu un impact à la hausse sur les taux des certificats de Trésorerie pendant la première moitié de l'année. Ceux-ci ont ensuite évolué à la baisse durant le second semestre. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont ainsi passés de 3.59% en janvier à 4.05% en juillet pour redescendre à 3.86% en décembre. Les taux Euribor ont, quant à eux, suivi le même profil à la hausse pendant le premier semestre mais ont ensuite sensiblement plus augmenté durant le second semestre à la suite des turbulences sur les marchés financiers. Les spreads entre les taux Euribor et les certificats de Trésorerie se sont alors très sensiblement élargis pour avoisiner les 100 points de base à la fin de l'année.

En ce qui concerne les taux à long terme belges, ils ont suivi le même profil que les taux de la zone euro, à savoir une hausse dans la première moitié de l'année suivie d'une baisse au second semestre. Le taux de l'OLO de référence à 10 ans est ainsi passé, en moyenne, de 4.06% en janvier à 4.64% en juin pour ensuite redescendre et tourner autour de 4.40% durant le second semestre.

Le différentiel d'intérêt entre les emprunts de référence belges et allemands à 10 ans, calculé en termes "d'asset swap spreads", est resté à un niveau historiquement bas au cours du premier semestre. Toutefois, la recherche de liquidité et de qualité de crédit – la Belgique n'ayant pas la note AAA de la part des Agences de rating – a eu pour résultat un élargissement de ce spread au courant du deuxième semestre. Au début du mois de décembre, ce spread s'approchait ainsi des 25 points de base. En outre, la crise politique que la Belgique a traversée durant le second semestre, a contribué en partie à l'augmentation de cet écart.

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2007

En 2007, le budget de l'ensemble des pouvoirs publics a été clôturé avec un léger déficit, équivalent à 0.2 % du PIB.

Conformément au programme de stabilité 2007-2010, il était prévu de dégager un surplus de 0.3 % du PIB. Cet objectif était en outre associé à la continuation du programme de réformes destiné à stimuler l'activité économique et l'emploi, à une amélioration de la politique sociale et à une série d'initiatives dans des domaines prioritaires (justice, sécurité, mobilité, recherche, environnement et logement).

Le contexte conjoncturel en 2007 s'est avéré plutôt favorable aux finances publiques mais la possibilité d'adopter des mesures d'ajustement budgétaire a été limitée dans le contexte de formation du nouveau gouvernement à la suite des élections législatives de juin 2007.

Une prévision prudente de croissance de 2.2 % du PIB avait été retenue lors de l'élaboration du budget initial et confirmée lors du contrôle budgétaire de mars 2007. Or, selon les dernières estimations de la Banque nationale de Belgique de février 2008, la croissance économique en 2007 a atteint 2.7 % du PIB.

Néanmoins, plusieurs facteurs permettent d'expliquer plus précisément les résultats budgétaires. Tout d'abord, contrairement aux années précédentes, le budget 2007 a été clôturé sans qu'aucune mesure de nature non récurrente ne soit prise. La vente d'une série de bâtiments et la reprise de fonds de pension initialement prévues n'ont pas été exécutées. De plus, en vertu de la décision d'Eurostat, l'opération de titrisation de créances fiscales n'a pas pu être comptabilisée comme recette. Ces mesures ponctuelles, prévues lors de l'établissement du budget, représentaient un montant total de 1.25 milliard d'euros.

D'autre part, la progression des recettes fiscales s'est révélée inférieure aux estimations, de l'ordre de 1.4 milliard d'euros. L' écart se marque notamment au niveau des versements anticipés des sociétés. Enfin, les dépenses ont dépassé les prévisions à concurrence de 0.1 % du PIB.

Dans son allocution à la Chambre des Représentants en décembre 2007, le Premier Ministre a marqué l'intention du gouvernement de ramener le plus rapidement possible le solde de financement dans la trajectoire définie dans le programme de stabilité. Pour le budget 2008, il est prévu de parvenir à un équilibre.

Evolution au niveau des différents sous-secteurs

D'après les données disponibles en mars 2008, le déficit au niveau de l'ensemble des pouvoirs publics se décompose en un déficit de 0.5 % au niveau de l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et d'un surplus de 0.3 % au niveau de l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux). Les réalisations sont par conséquent inférieures aux objectifs fixés pour l'Entité I et plus favorables pour l'Entité II.

Au niveau de l'Entité I, le Pouvoir fédéral enregistre un déficit de 1 % du PIB, alors que la Sécurité sociale réalise un surplus de 0.6 %. Outre les facteurs déjà mentionnés, le déficit du Pouvoir fédéral s'explique par l'augmentation des transferts en faveur des Communautés et Régions, ainsi que de la Sécurité sociale. La diminution des dépenses d'allocations de chômage et la hausse des recettes de cotisations sociales ont également contribué à dégager l'excédent au niveau de la Sécurité sociale.

T1. Objectifs et réalisations en matière de solde de financement (en % du PIB)[1]

	2006 Rélisations	2007 Objectifs	2007 Estimations
Ensemble des pouvoirs publics			
solde de financement	0.3	0.3	- 0.2
surplus primaire	4.3	4.2	3.7
Entité I			
solde de financement	0.3	0.2	- 0.5
surplus primaire	4.2	3.7	3.2
Entité II			
solde de financement	0.0	0.1	0.3
surplus primaire	0.2	0.5	0.5

[1] En raison des arrondis, les totaux peuvent légèrement différer de la somme des parties.

Dans l'Entité II, le surplus résulte de l'excédent de 0.3 % du PIB obtenu par les Communautés et Régions et de l'équilibre affiché par les Pouvoirs locaux.

Recettes et dépenses

T2. Recettes et dépenses de l'ensemble des pouvoirs publics (en % du PIB)

	2006 Rélisations	2007 Estimations
Recettes totales	48.8	48.7
dont recettes fiscales	30.4	30.1
dont recettes parafiscales	13.6	13.8
Dépenses primaires	44.5	45.0
Dépenses totales	48.4	48.8

Le poids des recettes fiscales a diminué de près de 0.35 % du PIB en 2007, en s'établissant à 30.1 % du PIB. Cette évolution reflète notamment la poursuite de la politique d'allégement de charges pesant sur le travail. En addition à la réforme de l'impôt des personnes physiques, qui a encore influencé les enrôlements en 2007, la déduction forfaitaire pour les charges professionnelles a à nouveau été relevée. De plus, une réduction forfaitaire d'impôts a été accordée par la Région flamande aux travailleurs résidant dans cette Région. Le tassement du poids des recettes est

également attribuable à la disparition d'une série de mesures non récurrentes, dont avaient pu bénéficier les recettes de 2006 (à savoir l'enrôlement accéléré de l'impôt des sociétés et la titrisation de créances fiscales).

Malgré l'introduction de nouvelles réductions de cotisations sociales patronales, la pression parafiscale a connu une augmentation en 2007, de l'ordre d'un peu plus de 0.15 % du PIB. Cette hausse résulte de la perception directe de cotisations sociales sur le pécule de vacances anticipé, payé par l'employeur à la fin d'un contrat de travail, ainsi que d'un changement dans le mode de financement des pensions des anciens travailleurs de la SNCB.

Les dépenses primaires enregistrent une progression par comparaison à l'année précédente, pour représenter 45 % du PIB. Cet accroissement s'explique premièrement par un ensemble de facteurs ponctuels: le remboursement de taxes par le Pouvoir fédéral, l'annulation de dettes de pays en voie de développement et le versement de subsides exceptionnels par la Région flamande.

L'augmentation des dépenses primaires découle en outre du renforcement des réductions de précompte professionnel, enregistrées comme subsides aux entreprises en comptabilité nationale. Une autre explication réside dans la croissance plus soutenue des dépenses de Sécurité sociale hors chômage. Cette évolution est liée aux nouvelles mesures en faveur des pensions, à une croissance plus rapide des dépenses de soins de santé et au système des titres-services. Les achats de biens et services du Pouvoir fédéral s'inscrivent en outre à la hausse, alors qu'ils avaient été fortement limités en 2006. Enfin, l'absence de ventes de bâtiments, comptabilisées comme dépenses négatives, se traduit par un niveau plus élevé de dépenses.

Les évolutions respectives des recettes et des dépenses primaires donnent lieu à un tassement du solde primaire à 3.7 % du PIB. Ce résultat est en retrait par rapport à l'objectif du programme de stabilité.

Cette diminution n'a pas pu être compensée par la baisse du poids de la charge d'intérêts sur la dette publique qui a été ramenée de 4 % à 3.8 % du PIB. Par comparaison aux années précédentes, le rythme de réduction de cette charge a de nouveau ralenti: elle s'élève à seulement 0.15 % du PIB en 2007, alors que la moyenne depuis 1990 atteint 0.5 % du PIB. A la suite de la hausse des taux à court terme due au resserrement monétaire, la tendance à la baisse du taux d'intérêt implicite[1] sur la dette de l'ensemble des pouvoirs publics s'est arrêtée. Après s'être stabilisé en 2006, ce taux a même connu un très léger accroissement en 2007. Dès lors, l'évolution du taux d'endettement rend compte à lui seul de la diminution de la charge d'intérêts sur la dette.

Le taux d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics a en effet poursuivi sa réduction, pour être ramené à 84.8 % du PIB à la fin 2007[2]. Il s'agit d'une diminution de 3.3 points de pourcentage par comparaison à l'année antérieure.

Comparaison européenne

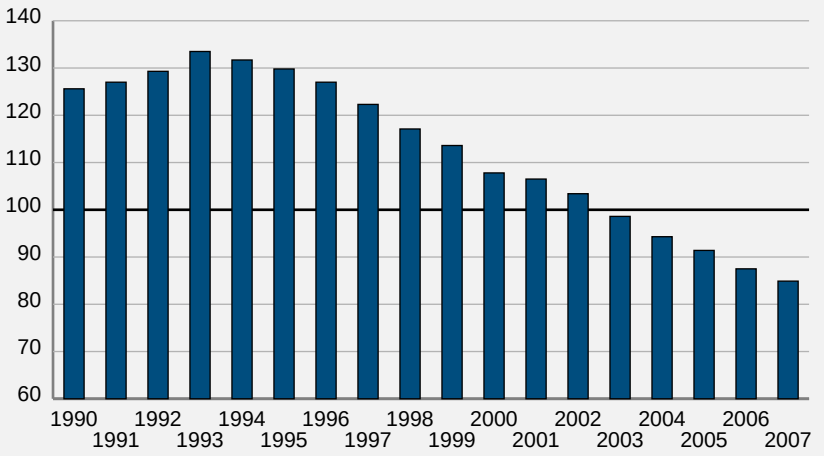
La baisse du taux d'endettement a été plus prononcée en Belgique par rapport à la diminution estimée en moyenne dans la zone euro, ce qui permet au taux d'endettement public belge de se rapprocher davantage de la moyenne de la zone euro.

Malgré le déficit budgétaire en 2007, le solde de financement des pouvoirs publics belges est plus favorable par comparaison au solde de financement moyen de la zone euro, affichant un déficit de 0.8 % du PIB. Les résultats au niveau du solde primaire reflètent également de meilleures performances. Ce solde représente 3.7 % du PIB pour la Belgique, alors qu'il s'élève en moyenne à 2.1 % du PIB dans la zone euro.

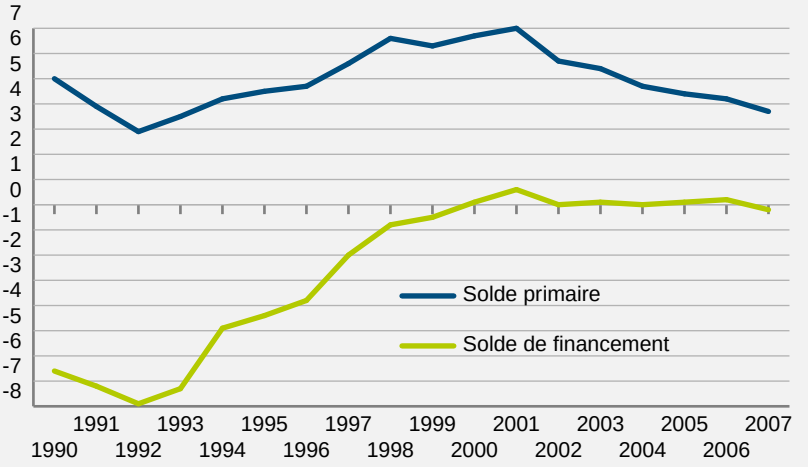
[1] Il est à noter que le taux d'intérêt moyen pondéré de la dette de l'Etat fédéral a toutefois continué à diminuer en 2007 (de 4.60% à 4.56%).

[2] Depuis 2005, il existait une divergence entre Eurostat et l'Institut des Comptes nationaux (ICN) dans le mode de comptabilisation de la reprise de la dette de la SNCB par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF). A la suite de ce désaccord, des statistiques différentes du ratio de la dette et du solde de financement avaient été établies. La reconsolidation du FIF, décidée lors de l'élaboration du budget 2008, a mis fin à cette divergence.

G4. Evolution du taux d'endettement de 1990 à 2007 (en % du PIB)



G5. Evolution du solde primaire et du solde de financement (en % du PIB)



PARTIE 2

AGENCE DE LA DETTE

PARTIE 2. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2007

1. Besoins et moyens de financement en 2007

Les besoins de financement en 2007

En décembre 2006, le Trésor estimait ses besoins bruts de financement pour l'année 2007 à 29.39 milliards d'EUR. Les réalisations se sont avérées très proches des prévisions puisque les besoins bruts de financement se sont finalement élevés à 29.76 milliards d'EUR. Toutefois, le déficit budgétaire de l'Etat fédéral au sens strict a atteint un montant de 3.28 milliards d'EUR, soit un montant supérieur au déficit qui avait été prévu (1.71 milliard d'EUR). L'impact de ce déficit sur les besoins de financement a été atténué par des transferts moins élevés que prévu au Fonds de vieillissement (en 2007 en effet, seuls 177 millions d'EUR ont été transférés au lieu du montant prévu de 900 millions d'EUR) et par des rachats de titres échéant en 2008 pour un montant de 4.87 milliards d'EUR au lieu de 5.56 milliards d'EUR.

T3. Le financement du Trésor en 2007 (en milliards d'EUR)

	Plan de financement (1)		Réalisation au 31/12/2007	
I. Solde brut à financer 2007		**29.39**		**29.76**
1. Déficit budgétaire:		3.11		3.78
- Déficit budgétaire (au sens strict)	1.71		3.28	
- Transferts au Fonds de vieillissement	0.90		0.18	
- Remboursement de la dette du FADELS	0.50		0.32	
2. Dette venant à échéance en 2007		20.72		20.92
- Dette à moyen et long termes en EUR	20.72		20.92	
- Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0.00		0.00	
3. Préfinancement de titres échéant en 2008		5.56		4.87
- Rachats	5.56		4.87	
4. Autres besoins de financement		0.00		0.19
II. Moyens de financement 2007		**25.40**		**29.58**
1. Emissions à moyen et long termes en EUR		25.40		29.58
- OLO	23.80		27.88	
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	0.90		0.18	
- Instruments destinés aux particuliers	0.70		0.52	
- Divers	0.00		1.00	
2. Emissions à moyen et long termes en devises		0.00		0.00
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**-0.58**		**-0.46**
IV. Variation dans le stock des certificats de Trésorerie (2)		**2.58**		**3.42**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**1.99**		**-2.78**

(1) Tel que publié le 11 décembre 2006.
(2) Le 1er janvier 2007, le montant en circulation sur les certificats de Trésorerie s'élevait à 26.97 milliards d'EUR.

Tandis que les besoins de financement correspondaient aux prévisions, ce ne fut pas le cas pour les moyens de financement à moyen et long termes qui se sont avérés plus élevés que prévu. Le Trésor a, en effet, émis un montant de 29.58 milliards d'EUR à moyen et long termes alors que le plan de financement prévoyait un montant de 25.40 milliards d'EUR.

La principale raison de cet écart par rapport aux prévisions a résulté de la volonté du Trésor de limiter le risque de refinancement qui commençait à poindre étant donné les importants volumes de remboursement sur l'échéance de 2008. C'est ainsi que le Trésor a émis une OLO à taux variable pour un montant de 3.0 milliards d'EUR. Au total, les émissions d'OLO se sont élevées à 27.88 milliards d'EUR. Le Trésor a également émis un produit structuré (le LOBO) pour un montant de 1.0 milliard d'EUR. Ces émissions supplémentaires n'ont été que partiellement compensées par un niveau moins élevé d'émissions de bons d'Etat et de bons du Trésor – Fonds de vieillissement.

Enfin, l'encours des certificats de Trésorerie a augmenté de 3.42 milliards d'EUR. Tout ceci a abouti vers la fin de l'année à la formation d'actifs financiers qui peuvent être utilisés pour le financement des importants besoins de financement de l'année 2008.

2. Une politique d'émission basée sur l'émission de deux types de produits

2.1. Des produits liquides dont l'émission se déroule de manière transparente et prévisible

a. Obligations linéaires (OLO)

En 2007, le Trésor belge a émis des OLO pour un montant de 27.88 milliards d'EUR. Pour le lancement de ses deux nouveaux emprunts de référence, il a eu recours, comme à l'accoutumée, à la technique de la syndication. En outre, le Trésor a émis une OLO à taux variable (OLO FRN 51) pour assurer une marge confortable dans le respect des limites de son risque de refinancement. Durant l'année sous revue, le Trésor a également organisé quatre adjudications d'OLO.

Poursuivant la tradition d'émettre au mois de janvier une échéance à 10 ans, le Trésor a lancé la syndication d'un nouvel emprunt de référence, l'OLO 49. Outre la demande des investisseurs pour cette maturité, le Trésor souhaitait ajouter à son portefeuille de dette un nouveau "benchmark" à 10 ans.

L'OLO 49, portant comme échéance finale le 28 mars 2017, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers ABN-AMRO, Deutsche Bank, HSBC et KBC. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement respectivement en tant que "co-lead managers" et comme membres du "selling group". Le montant total des ordres s'est élevé à 16.05 milliards d'EUR et a concerné plus de 215 investisseurs. Le montant finalement émis a été de 5 milliards d'EUR.

Cet emprunt a rencontré un vif succès pour les raisons suivantes: le niveau du rendement (4.10%), les attentes de bonne performance de l'OLO par rapport au taux swap équivalent ainsi que la traditionnelle bonne performance sur le marché secondaire des OLO après syndication. Le succès fut tel que les livres, d'une qualité exceptionnelle, ont été clôturés après seulement un jour de "book-building" tout en restant ouverts durant la nuit pour les éventuels investisseurs asiatiques.

Le coupon de cette OLO a été fixé à 4% et le prix d'émission à 99.176%, ce qui correspondait à un coût de seulement 6 points de base au-dessus de l'emprunt de référence allemand à 10 ans (Bund 3.75% janvier 2017).

Pour l'allocation des ordres, le Trésor a, à nouveau, eu recours au système du "mixed pot". Comme pour les syndications précédentes, ce système a permis de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le le processus du "book-building" et de l'allocation. Un contrôle de qualité a été effectué sur la majorité des souscriptions permettant ainsi d'éviter les doubles

Syndication

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

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

2. Co-lead manager: celui-ci se situe à un niveau juste en dessous du lead manager. Il garantit une petite part du placement.

3. Selling Group: il s'agit du niveau le moins élevé dans la structure de la syndication. Dans le cas de la Belgique, le selling group est formé des recognized dealers. Ils sont invités à participer mais ne doivent pas garantir leur participation. Celle-ci se limite en fait au placement d'un petit volume de titres. Ils n'ont pas d'autres tâches ou responsabilités.

Mixed pot syndication

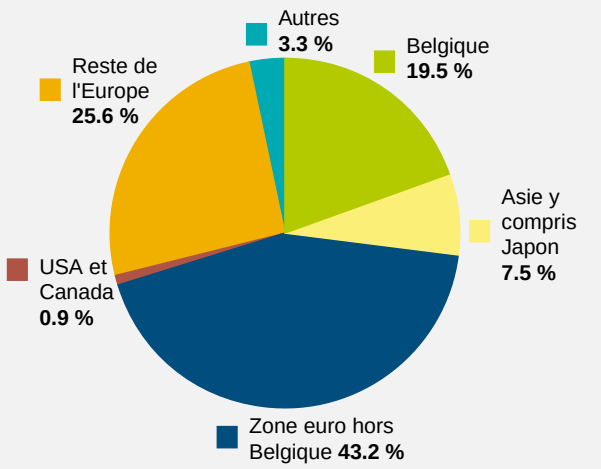
Dans le cas d'une "mixed pot syndication" comme dans celui d'une "pot syndication" normale, le Trésor bénéficie d'une transparence absolue pour ce qui est de l'identité de l'acheteur. Il y a toutefois deux différences avec la "pot syndication" normale qui font que le contrôle sur l'allocation n'est pas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

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

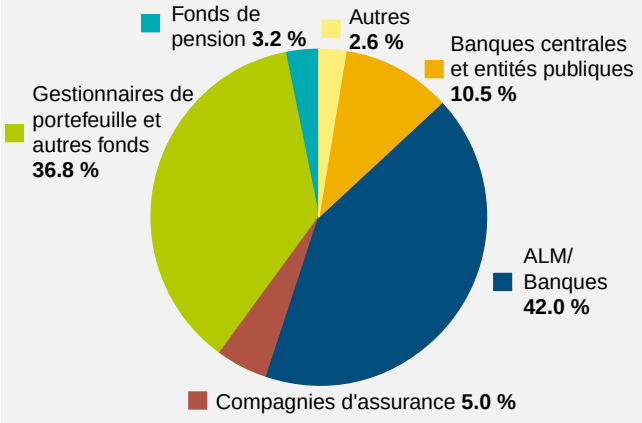
2. La présence d'une "réserve stratégique". Une fraction du montant de l'emprunt est réservée pour l'allocation de certains ordres d'achats présentés par les "co-leads" et le "selling group". Dans l'allocation de la réserve stratégique, l'Agence de la Dette s'attache à allouer les ordres introduits par les "co-leads" et les "selling group members" sur base des critères suivants: 1. l'ordre d'achat émane d'un investisseur pas encore présent dans le livre des chefs de files ; 2. l'ordre d'achat est d'excellente qualité et représente une diversification réelle ou est introduit par un investisseur que l'Agence souhaite particulièrement fidéliser.

OLO 49	
Echéance	Mars 2017
Spread au-dessus du Bund (3.75% janvier 2017)	+ 6 points de base
Spread en termes d'asset swap au-dessus du BUND	+ 5.7 points de base
Asset Swap Spread OLO	- 17.4 points de base
Prime de benchmark	+ 0.25 point de base

G6. Distribution géographique de l'OLO 49 (4 % - 28/09/2017)



G7. Répartition de l'OLO 49 par type d'investisseurs (4 % - 28/09/2017)



souscriptions en provenance d'investisseurs travaillant avec plusieurs primary dealers. L'ensemble du processus a ainsi contribué à améliorer la qualité de l'allocation et a, en outre, donné la possibilité au Trésor de mieux orienter, tant géographiquement que sur le plan du type d'investisseurs, le placement des ordres.

Le placement s'est concentré dans l'euro-zone avec une part importante en Belgique (19.5%), en France (18.4%), en Italie (8.3%) et en Allemagne (6.8%). Par ailleurs, le Royaume-Uni et l'Asie ont pris respectivement 20.6% et 7.5% des ordres. Sur le plan de la répartition par investisseur, les comptes de type "real money" ont représenté 75% de la transaction et concernaient essentiellement des gestionnaires de portefeuille ainsi que des gestionnaires ALM des banques. Au total, les ordres ont été alloués à 188 investisseurs différents.

Pour la deuxième syndication de l'année, le Trésor avait envisagé d'émettre en mai soit sur le segment du 5 ans soit sur celui du 30 ans qui, tous deux, s'inscrivaient bien dans l'échéancier de la dette. Etant donné que le marché obligataire était peu porteur à ce moment, il a été décidé d'opter plutôt pour une maturité de 5 ans d'autant plus que le Trésor n'avait plus émis depuis deux ans de nouveaux emprunts de référence de cette maturité. En outre, aucun autre émetteur souverain n'avait encore émis d'emprunts syndiqués à 5 ans cette année-là. Un "long 5 ans" a été choisi pour bien intégrer la courbe existante des OLO et pour pouvoir le garder comme emprunt de référence à 5 ans pour l'année 2008.

L'OLO 50, portant comme échéance finale le 28 mars 2013 et un coupon de 4.0%, a été émise au prix de 99.168%, ce qui correspond à un coût de 3 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "Bund janvier 2013" et procure un rendement de 4.16%.

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "lead-managers" les quatre primary dealers suivants: Barclays, Dexia, JP Morgan et Société Générale. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement respectivement en tant que "co-lead managers" et membres du "selling group". Les ordres de placement se sont élevés à plus de 14 milliards d'EUR répartis sur 105 investisseurs. Le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR.

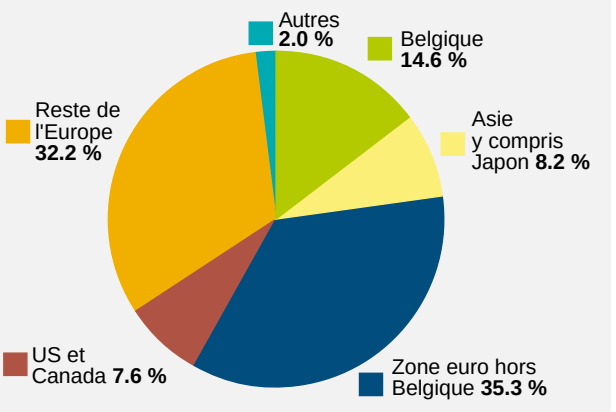
Pour ce qui est de la répartition géographique, la moitié des ordres a été placée dans l'euro-zone. La

part la plus importante a été formée par la France (14.2%), la Belgique (14.6%) et le Luxembourg (8.6%). Des ordres ont également été placés au Royaume-Uni (23.8%), aux USA (7.6%), en Scandinavie (5.8%) et en Asie (8.2%). En ce qui concerne la répartition par investisseur, le Trésor a favorisé les banques centrales et les investisseurs finaux qui ont pris plus de 70% des ordres alloués.

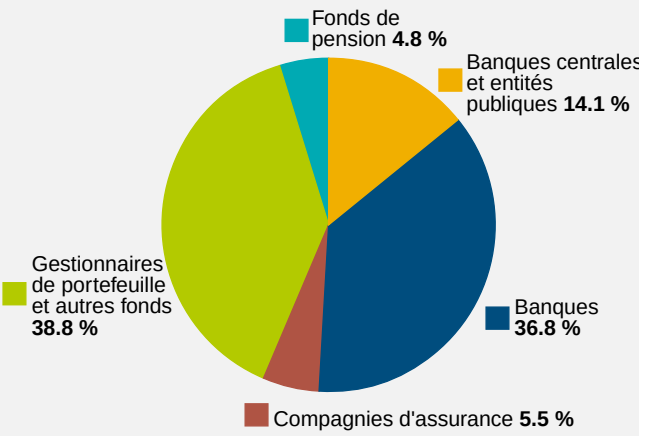
L'on notera qu'à l'occasion de ces deux syndications, un "duration manager" a été désigné: ABN pour l'OLO 49 et Barclays pour l'OLO 50. La fonction d'un "duration manager" consiste à stabiliser le marché au moment de la fixation du prix d'émission de l'emprunt en se portant contrepartie pour compte de l'ensemble des membres du syndicat des "switch orders" présentés par les investisseurs, c'est-à-dire les ordres d'achat présentés sous condition de la vente simultanée d'un autre titre à un certain prix minimum.

OLO 50	
Echéance	Mars 2013
Spread au-dessus du Bund (4.50% janvier 2013)	+ 3 points de base
Spread en termes d'asset swap au-dessus du BUND	+ 2.7 points de base
Asset Swap Spread OLO	- 17.5 points de base
Prime de benchmark	+ 0.7 point de base

G8. Distribution géographique de l'OLO 50 (4 % - 28/03/2013)



G9. Répartition de l'OLO 50 par type d'investisseurs (4 % - 28/03/2013)



Afin de gérer son risque de refinancement de manière plus efficiente, le Trésor a exceptionnellement lancé, au mois de juin de l'année sous revue, une émission syndiquée à taux flottant et d'une maturité de 4 ans (OLO 51 – FRN – 22/06/2011).

L'objectif était de garder une marge raisonnable en dessous des limites fixées dans les Directives Générales en matière de risque de refinancement eu égard, entre autres, aux importants montants de dette à rembourser dans le courant de l'année 2008. Ce faisant, le Trésor évitait d'émettre un montant plus important d'OLO lors de l'adjudication du mois de juillet, ce qui aurait pu peser sur un marché déjà perturbé. En outre, en émettant une OLO FRN en remplacement partiel de l'augmentation prévue du stock de certificats de Trésorerie, le Trésor a pu garder le même niveau de risque de taux en allongeant la période de refinancement. Le Trésor a également voulu offrir aux investisseurs un produit plus défensif dans un marché obligataire peu porteur.

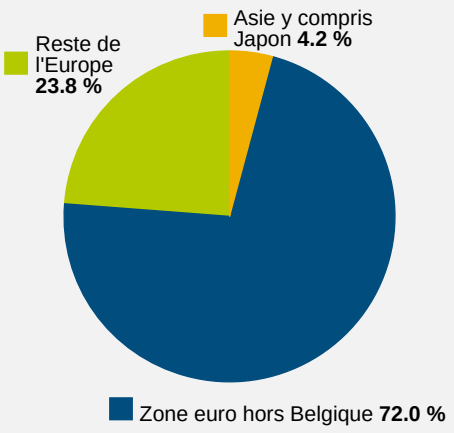
Une OLO FRN a généralement une maturité standard de 3 ou 5 ans. Le choix de la maturité de 4 ans a été dicté par des impératifs d'échéancier, l'année 2011 étant moins chargée en termes de volumes venant à échéance.

L'OLO 51 a rapporté 3 milliards d'EUR placés par l'intermédiaire des primary dealers Barclays et Deutsche Bank qui étaient "lead managers" pour cette transaction. Celle-ci a été émise au prix de 99.925%

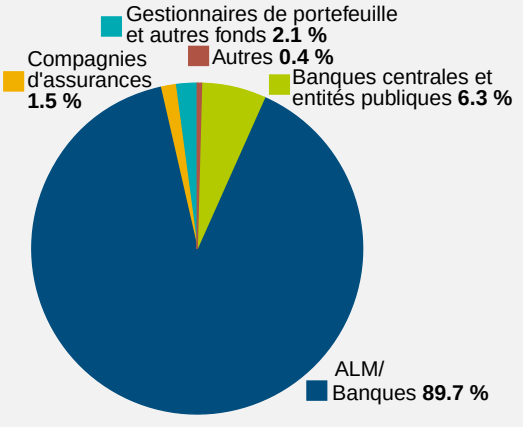
avec un coupon déterminé à Euribor 3 mois moins 15 points de base, ce qui correspond à un prix de Euribor moins 13 points de base.

Les "notes" ont été placées à 95% en Europe, principalement en Allemagne et au Royaume-Uni. Les investisseurs intéressés étaient essentiellement des banques ALM.

G10. Distribution géographique de l'OLO 51 (FRN - 22/06/2011)



G11. Répartition de l'OLO 51 par type d'investisseurs (FRN - 22/06/2011)



Adjudications d'OLO

Les deux premières syndications ont remplacé les adjudications initialement prévues en janvier et mai tandis que les quatre autres adjudications se sont déroulées aux dates prévues dans le calendrier d'émission indicatif.

Ce calendrier ne mentionne ni les lignes à adjuger ni le nombre de lignes. Ces données sont publiées en accord avec les primary dealers une semaine avant l'adjudication. En effet, lors d'une concertation, le Trésor et les primary dealers s'entretiennent dans le détail sur la demande du marché et les circonstances de marché afin de prendre une décision sur les lignes à adjuger.

Pour les quatre adjudications restantes, le Trésor a toujours offert trois lignes. Le nouvel emprunt de référence à 10 ans, l'OLO 49, a été proposé à chaque adjudication accompagné d'une ligne à moyen terme et d'une autre à très long terme. Le moyen terme a chaque fois concerné le segment du 5 ans. Tout d'abord, il s'est agi de l'OLO 38 – 28/09/2012 pour l'adjudication du mois de janvier suivie de la nouvelle OLO 50 pour les adjudications des mois de juillet, septembre et novembre. C'est ainsi que les montants en circulation sur cette OLO sont passés de 5 milliards lors de la syndication à 9.1 milliards d'EUR après les trois adjudications.

Pour le segment du très long terme, c'est l'OLO 48 (15 ans) qui a été proposée trois fois aux adjudications alors que l'OLO 31 (20 ans) ne l'était qu'une seule fois lors de l'adjudication du mois de septembre.

Contrairement à l'année précédente, l'OLO 44 (échéance finale le 28 mars 2035) n'a pas été proposée à l'adjudication étant donné qu'il n'y avait pas de demande pour de si longues maturités dans le marché.

La stratégie du Trésor consiste à tenir compte de la demande du marché. En 2007, cette demande s'est déplacée vers des maturités plus courtes par rapport à l'année 2006. La maturité la plus longue dans laquelle le Trésor a émis ses emprunts s'est limitée au segment du 20 ans.

Pour l'ensemble des quatre adjudications, le ratio " bid to cover " s'est élevé en moyenne à 2.46 contre 1.94 en 2006 et 1.80 en 2005. Ce ratio est le rapport entre les offres et les montants retenus. C'est un indicateur

assez important qui permet de voir si l'adjudication est suffisamment couverte par les offres et par conséquent, s'il y a assez de demande pour les titres dans le marché.

Après le tour compétitif, les primary dealers – et non les recognized dealers – ont le droit de participer aux souscriptions non compétitives en contrepartie de leur participation active aux adjudications. Ils peuvent ainsi, à concurrence d'un pourcentage de leurs offres acceptées, acquérir des titres au prix moyen pondéré de l'adjudication. Ce droit aux soumissions non compétitives s'est élevé, pour l'ensemble des primary dealers, à 4.73 milliards d'EUR dont 43.32% ont été effectivement exercés (contre 31.26% en 2006). L'exercice de ce droit dépend des conditions de marché au moment de la tenue du tour non compétitif. Etant donné l'augmentation des cours des OLO intervenue le lendemain de l'adjudication des mois de septembre et novembre, les primary dealers ont largement exercé leur droit aux souscriptions non compétitives. Ceci ne s'est pas produit pour l'adjudication du mois de mars et dans une moindre mesure pour l'adjudication de juillet 2007.

Rachat d'obligations linéaires

Pour le rachat de ses obligations, le Trésor a recours, depuis juillet 2001, à la plate-forme de trading électronique MTS Belgium qui offre à la fois liquidité, efficience et "pricing" transparent. Les rachats s'opèrent via un écran ("Belgian Buy-Backs"/ BBB) qui est exclusivement accessible aux primary dealers et au Trésor. Celui-ci dispose seulement de la possibilité d'afficher des prix à l'achat (minimum 4 heures par jour) mais peut également accepter les prix à la vente affichés par les primary dealers sur ce segment.

Dès qu'une ligne d'OLO est arrivée à moins de 12 mois de son échéance finale, le Trésor la propose au rachat, ce qui permet aux investisseurs de se défaire anticipativement de leurs titres. Pour le Trésor, les rachats permettent un préfinancement en prévision des échéances à venir des OLO.

Le rachat des lignes 26 et 9 avait déjà commencé en 2006 et s'est poursuivi en 2007 jusqu'à leurs échéances finales respectives les 28 mars et 1er octobre. Sous l'effet des "buy-backs", l'encours de l'OLO 26 a diminué de 3.56 milliards d'EUR pour atteindre 9.93 milliards d'EUR. Quant à l'OLO 9, il s'est agi d'une diminution de 2.23 milliards d'EUR pour atteindre un encours de 6.19 milliards d'EUR. Ces diminutions représentaient 26.39% et 26.45% des encours respectifs.

Dans le courant de l'année 2007, le Trésor a organisé deux adjudications à l'envers ("reverse auctions"). En effet, trois lignes d'OLO arrivent à leur échéance finale dans le courant de l'année 2008. Il s'agit de l'OLO 28 le 28 mars, de l'OLO 16 le 29 juillet et de l'OLO 42 le 28 septembre 2008. Au total, elles représentent un montant à rembourser de 28.9 milliards d'EUR. Le Trésor a tenu compte des ces lourdes échéances en prévoyant dans ses besoins de financement pour 2007 des opérations de rachat pour un montant de 5.6 milliards d'EUR.

Afin de pouvoir réaliser ces 5.6 milliards d'EUR, le Trésor ne s'est pas limité à ses opérations de rachat quotidiennes via MTSB mais a donc également procédé à des adjudications à l'envers. Une adjudication de ce type constitue un événement de marché accompagné d'une certaine publicité. Le Trésor augmente ainsi ses chances de pouvoir racheter un montant plus important.

La première "reverse auction" s'est déroulée le 12 février 2007 où la Trésorerie a pu racheter un montant total de 2.65 milliards d'EUR, à savoir respectivement 1 015 millions d'EUR sur l'OLO 28, 918 millions d'EUR sur l'OLO 16 et 715 millions d'EUR sur l'OLO 42.

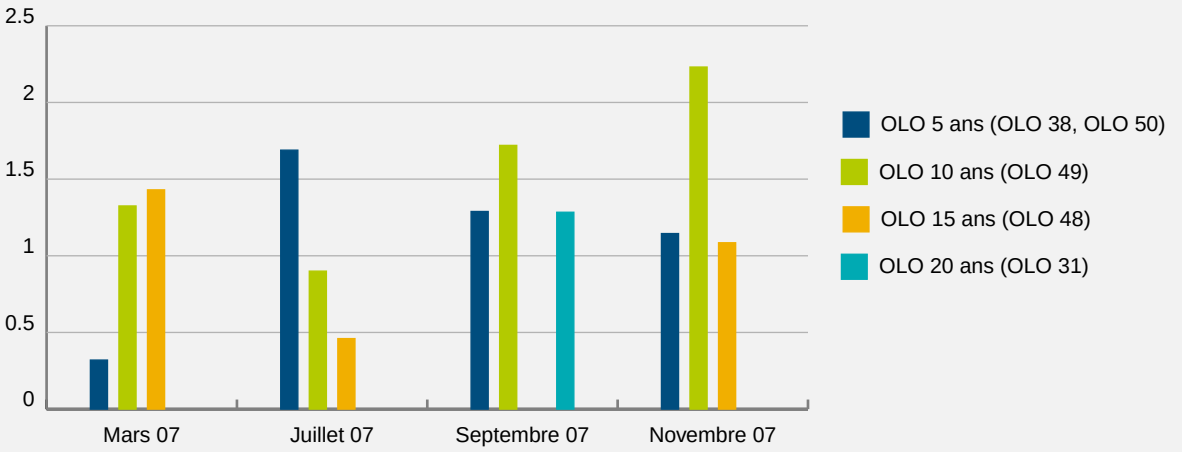
C'est le 15 octobre qu'a eu lieu la deuxième adjudication à l'envers. Les OLO arrivant à échéance finale en 2008 ont à nouveau été prises en considération avec les résultats suivants: rachat de 335 millions d'EUR pour l'OLO 28, 134 millions d'EUR pour l'OLO 16 et 40 millions d'EUR pour l'OLO 42, soit 509 millions d'EUR au total

Les titres rachetés lors de ces deux "reverse auctions" ont été gardés en portefeuille afin de permettre au Trésor de les utiliser en "repos" dans le cadre de sa gestion de caisse.

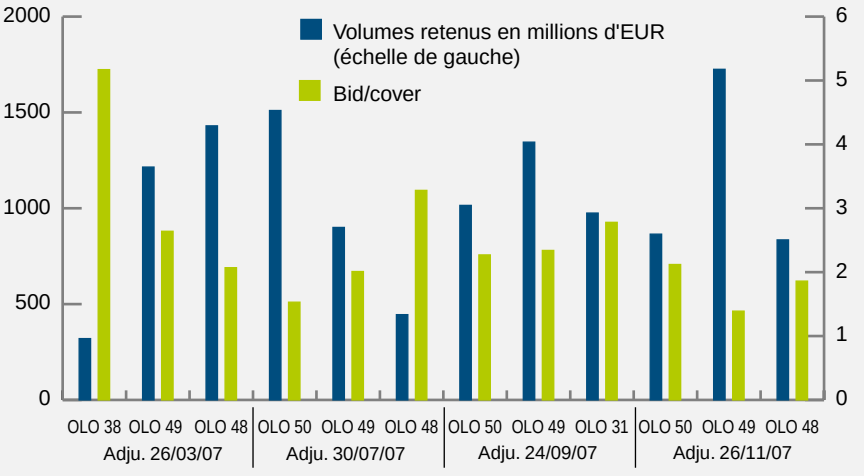
Par la suite, les OLO ayant fait l'objet d'une "reverse auction" ont été ajoutées au programme des rachats aux moments prévus. L'OLO 28 a ainsi encore été rachetée à concurrence de 1.2 milliard d'EUR, ce qui a ramené son encours en fin d'année à 11.21 milliards d'EUR. Les rachats sur l'OLO 16 se sont élevés à 296.5 millions d'EUR, diminuant ainsi son encours pour le porter à 7.67 milliards d'EUR.

Enfin, en ce qui concerne l'OLO 42, le Trésor a racheté pour un montant de 136 millions d'EUR lors de ses rachats quotidiens, ramenant l'encours sur cette OLO à 8.36 milliards d'EUR à la fin de l'année 2007. En prenant en compte l'ensemble des opérations de rachat, que ce soit via MTSB ou via les "reverse auctions", il en a résulté, exprimé en pourcentage, une diminution des encours des OLO de respectivement 20.41%, 16.93% et 10.48%.

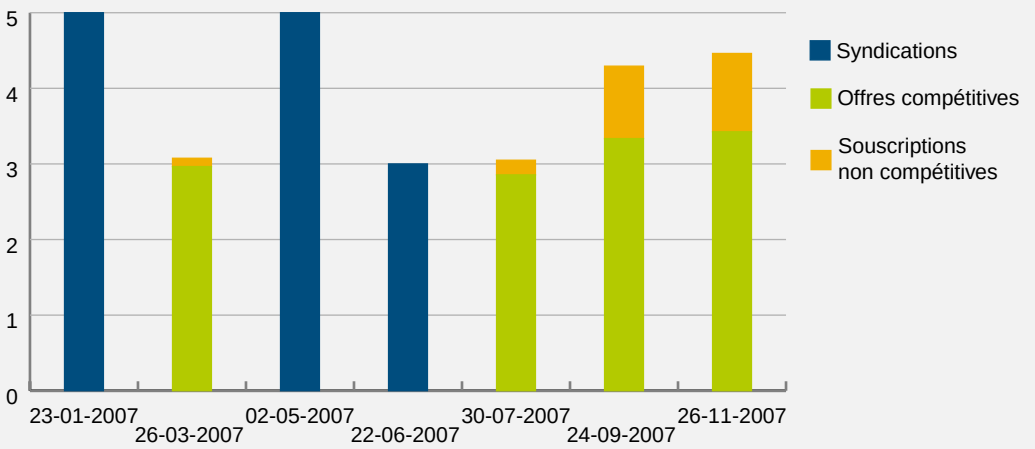
G12. Répartition des émissions à 5, 10, 15 et 20 ans lors des adjudications d'OLO en 2007 (en milliards d'EUR)



G13. Ratio "bid to cover" lors des adjudications d'OLO en 2007



G14. Emissions d'OLO en 2007 réparties par type sur une base mensuelle (en milliards d'EUR)



T4. Rachats opérés par le Trésor en 2007 sur une base mensuelle

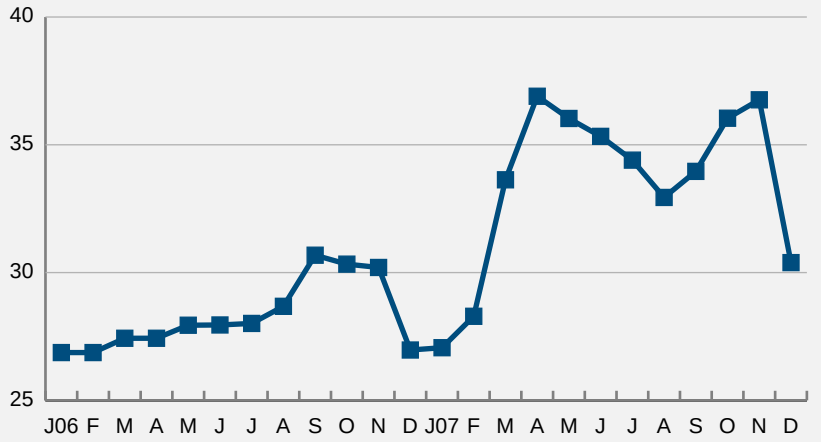
(millions d'EUR)	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Total
OLO 26 - Mars 2007	1 396	783	101										2 279
OLO 9 - Oct. 2007	35	200			495	183	183	31	63				1 190
OLO 28 - Mars 2008		1 015		60	351	20	183	105	105	447	9	234	2 528
OLO 16 - Juillet 2008		918						60	37	258		76	1 349
OLO 42 - Sept. 2008		715								76	10	90	891
Total par mois	1 431	3 631	101	60	846	203	366	196	205	781	19	400	8 236

b. Certificats de Trésorerie

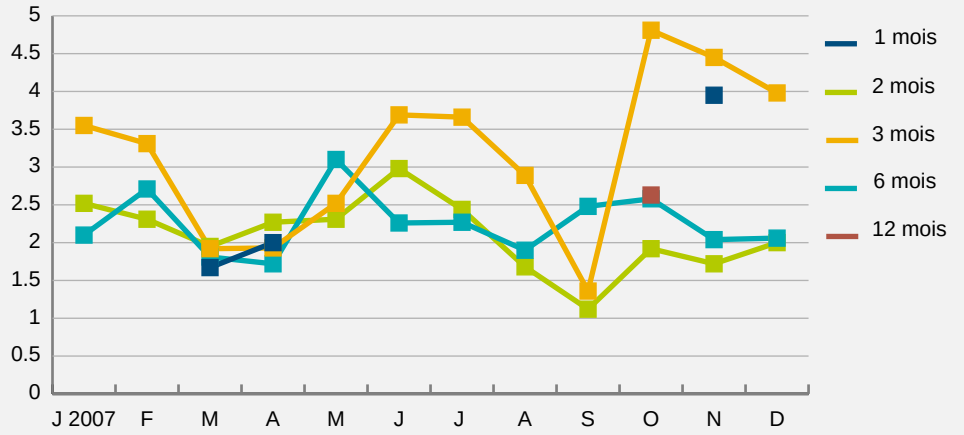
En 2007, les encours à fin de mois des certificats ont évolué dans une fourchette de 27.06 à 36.90 milliards d'EUR avec une moyenne de 33.47 milliards d'EUR.

Durant l'année sous revue, le calendrier des émissions de certificats de Trésorerie est resté inchangé par rapport au calendrier introduit en 2005. Toutefois, pour des raisons de gestion de trésorerie, le Trésor a également émis à partir du mois de mars 2007 des "Cash Management T-Bills" à 1, 2, 3 et 6 mois simultanément avec les émissions classiques. Les "Cash Management T-Bills" sont des émissions de certificats de Trésorerie qui s'ajoutent au volume du programme linéaire des émissions classiques tournant, elles, autour de 4 milliards d'EUR par mois. Les émissions de "Cash Management T-Bills" sont ainsi réalisées sans modification de la structure du calendrier, l'objectif étant de lisser la situation de trésorerie. Elles offrent une certaine flexibilité atténuant ainsi l'aspect figé que pouvait avoir auparavant le programme d'émission des certificats. Le recours à cet instrument financier est dicté par le choix du financement à court terme le moins onéreux, notamment par rapport aux conditions prévalant sur le marché interbancaire. De la sorte, le Trésor a pu assurer de manière optimale la couverture de ses besoins de financement engendrés entre autres par le remboursement de l'OLO 26 (6.25% - 28/03/07) et de l'OLO 9 (8.50% - 01/10/07) et le paiement des coupons.

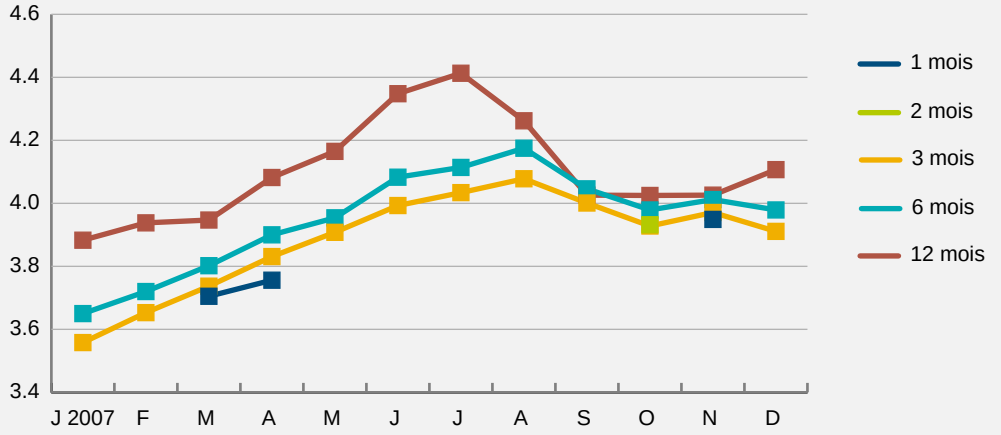
G15. Encours à fin de mois des certificats de Trésorerie en 2007 (en milliards d'EUR)



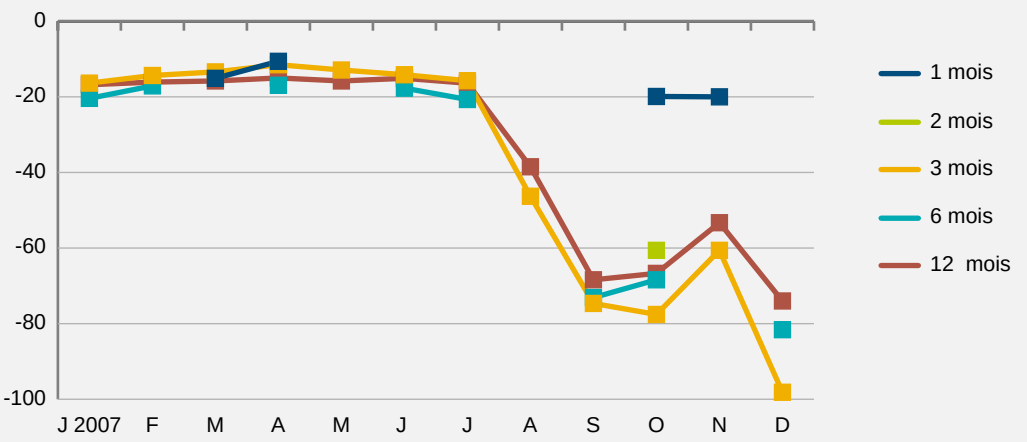
G16. Ratio "bid to cover" moyen pour les adjudications de certificats de Trésorerie en 2007



G17. Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 1, 2, 3, 6 et 12 mois en 2007



G18. Spreads à l'émission entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor à 3, 6 et 12 mois en 2007 (en points de base)



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

La moyenne de ce ratio s'est élevée à 3.17 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par les investisseurs de 2.03 milliards d'EUR, à 2.25 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3.27 milliards d'EUR et enfin à 2.10 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 3.81 milliards d'EUR. Ces ratios sont restés à des niveaux confortables tout en étant inférieurs à ceux observés en 2006. Les émissions de "Cash Management T-Bills" à 3 et 6 mois expliquent en partie la diminution du ratio "bid to cover" pour ces maturités.

Pour les nouvelles lignes à 12 mois, le volume après la première adjudication a oscillé entre 1.60 et 2.11 milliards d'EUR, ce qui a permis au Trésor d'assurer, dès l'ouverture de la ligne, une masse critique suffisante en augmentation par rapport à l'année 2006.

Le fonctionnement efficace du marché des certificats de Trésorerie et l'intérêt manifesté par les investisseurs se sont reflétés également par un écart, lors des adjudications, de moins de 2 points de base en moyenne entre le taux limite et le taux offert le moins élevé. Malgré cette dispersion minime des taux acceptés, deux tiers des participants, en moyenne, ont vu leurs offres acceptées lors des adjudications à 3 mois. Pour les segments du 6 mois et du 12 mois, il s'est agi d'une proportion de l'ordre de 80%.

Le graphique G18 illustre l'évolution du spread entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor au moment des émissions des lignes à 3, 6 et 12 mois. La moyenne des spreads par rapport à l'Euribor en faveur du Trésor s'est élevée en 2007 à -37.47, -36.87 et -34.33 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement. En 2006, ceux-ci s'élevaient à -17.78, -21.11 et -15.36 respectivement. Cette très sensible augmentation des spreads résulte de l'augmentation de l'euribor pendant le second semestre de l'année. L'euribor a en effet fortement augmenté à la suite de l'augmentation du risque de crédit sur les marchés financiers comme expliqué dans la partie 1 du présent rapport.

En 2007, les primary dealers ont fait usage, en termes de volumes, à concurrence de 6% seulement de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication. Ils ont ainsi souscrit au tour non compétitif lors de 6 adjudications sur les 24 de l'année. Rappelons que l'exercice par les investisseurs de leur droit aux offres non compétitives dépend des conditions du marché.

c. Les bons d'Etat

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

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

Sur le marché primaire, ce produit est destiné aux particuliers essentiellement et à certaines autres catégories d'investisseurs: les fondations, les associations sans but lucratif, les fabriques d'église ou établissements classés par le registre national des personnes morales dans la catégorie "temporel du culte", les entités établies dans l'Espace économique européen qui sont similaires aux entités énumérées ci-dessus et qui disposent des mêmes droits de souscription en vertu du droit communautaire.

Lors de la première émission de l'année 2007, le Trésor a émis, comme en décembre 2006, un bon d'Etat à 8 ans exclusivement sous la forme dématérialisée à côté de son traditionnel bon à 5 ans sous la forme papier.

A partir de la nouvelle campagne lancée en juin 2007, le Trésor a introduit une importante modification en n'offrant plus à la souscription que des bons d'Etat exclusivement sous la forme dématérialisée. En effet, l'émission sous la forme dématérialisée s'inscrivait dans le cadre de la loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur. Cette loi stipule qu'à partir du 1er janvier 2008, les titres ne pourront plus être émis sous forme papier. L'émission de ces bons avait donc pour objectif de sensibiliser et de préparer le grand public à cette importante réforme que constitue la suppression des titres au porteur. Par ailleurs, les titulaires de titres au porteur ont jusqu'au 31 décembre 2013 au plus tard pour demander leur conversion en titres nominatifs ou en titres dématérialisés.

Outre l'émission de bons d'Etat à 5 ans et 8 ans dématérialisés, le Trésor a émis pour la première fois un bon à 3 ans également sous la forme dématérialisée. Le choix d'une maturité plus courte répondait à une demande du marché.

L'on notera que, pour les bons d'Etat dématérialisés, il reste possible d'opter pour une inscription nominative auprès du Service des Grands-Livres au sein de la Trésorerie et ce, sans aucun frais. La forme nominative est également possible en cas d'achat sur le marché secondaire.

Les bons d'Etat sont cotés sur Euronext Brussels, ce qui leur assure une liquidité permanente, la régulation étant assurée par le Fonds des Rentes et un apporteur de liquidité. Depuis le mois d'août 2007, la société Florint BV est le seul apporteur de liquidité sur le marché continu d'Euronext. Cette nouvelle société provient de la reprise des activités sur obligations de Binck Securities B.V. via un "management buy-out". Auparavant, il y avait deux apporteurs de liquidité mais Van der Moolen Obligaties B.V. a entretemps cessé d'exercer cette activité.

Suivant l'article 18, alinéa 2 de l'Arrêté Royal du 14 juin 2005 portant sur le marché des rentes, il doit y avoir au moins deux apporteurs de liquidité pour l'admission de nouveaux emprunts sur ce marché. Il en a résulté que les bons d'Etat émis à partir du mois de septembre 2007 n'ont pas pu être admis sur le marché continu et ont donc dû être cotés sur le marché du fixing. La recherche d'un deuxième apporteur de liquidité n'a rien donné jusqu'à présent : l'article 18 susmentionné sera donc adapté pour qu'un seul apporteur de liquidité suffise pour ce marché.

Par ailleurs, afin de faciliter la liquidation et le règlement fiscal des bons d'Etat, ceux-ci sont repris dans le système de liquidation X/N de la Banque Nationale de Belgique. Ce système permet à un investisseur exonéré du précompte mobilier de percevoir directement le montant brut des intérêts et, inversement, à un investisseur non exonéré de percevoir l'intérêt net de précompte mobilier.

T5. Emissions des Bons d'Etat en 2007

EMISSION DU 4 MARS 2007		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 5 ans	3.70 %	136 300 000
SBE à 8 ans	4.00 %	53 300 000
		189 600 000
EMISSION DU 4 JUIN 2007		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	3.80 %	32 200 000
SBE à 5 ans	4.00 %	75 300 000
SBE à 8 ans	4.10 %	18 500 000
		126 000 000
EMISSION DU 4 SEPTEMBRE 2007		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	4.10 %	54 500 000
SBE à 5 ans	4.10 %	57 500 000
SBE à 8 ans	4.15 %	13 000 000
		125 000 000
EMISSION DU 4 DECEMBRE 2007		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	3.85 %	36 500 000
SBE à 5 ans	3.90 %	24 000 000
SBE à 8 ans	4.00 %	18 000 000
		78 500 000
Total 2007		**519 100 000**

d. Strips

A l'instar des années précédentes, le Trésor a poursuivi en 2007 sa politique visant à créer le cadre idéal pour le bon développement du marché des "strips" (titres scindés) sur OLO. C'est ainsi que le Trésor est resté attaché à certaines mesures et initiatives introduites les années précédentes:

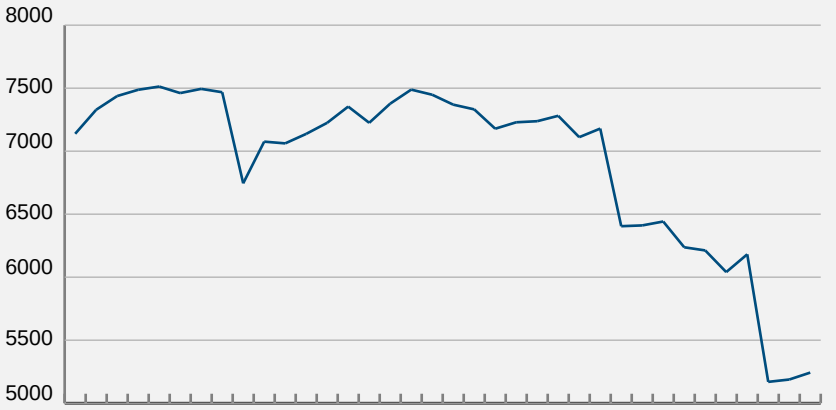
- concentration des échéances de coupon des obligations linéaires sur deux dates d'échéance fixes: le 28 mars et le 28 septembre ;
- cotation de prix pour les strips sur MTSB par une série de primary dealers sur une base volontaire.

Cette politique s'est traduite par une augmentation du montant scindable sur OLO qui est passé de 197 milliards en 2006 à 201.6 milliards d'EUR en 2007.

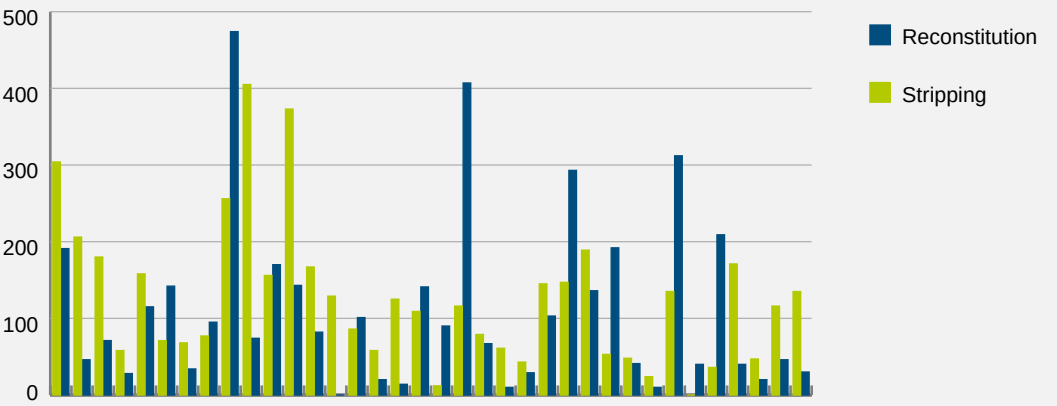
Toutefois, le montant scindé a diminué : il s'est élevé à 5.24 milliards en 2007 contre 7.28 milliards d'EUR en 2006. Deux raisons peuvent être avancées pour expliquer cette situation:

- l'OLO 9 est arrivée à son échéance finale en 2007 avec un montant nominal strippé de 1.03 milliard d'EUR;
- les OLO sous-jacentes ont affiché en 2007 une courbe des taux plate et le marché s'attendait à ce que

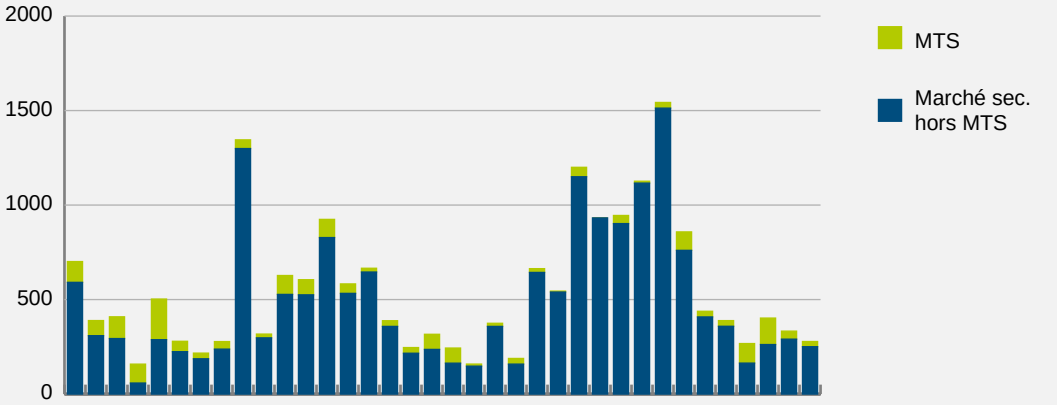
G19. Evolution du montant net strippé sur les OLO de janvier 2005 à décembre 2007 (en millions d'EUR)



G20. Activité de scission et de remembrement des OLO de janvier 2005 à décembre 2007 (en millions d'EUR)



G21. Volumes négociés en strips sur le marché secondaire de janvier 2005 à décembre 2007 (en millions d'EUR)



celle-ci se raidisse dans le courant de l'année 2008. C'est ainsi que les primary dealers ont adopté une attitude attentiste en matière de stripping. Ceci explique aussi le montant relativement élevé des remembrements.

Quant au marché secondaire des strips, il a connu la même évolution que les années précédentes. La plupart des transactions se sont effectivement réalisées dans le courant du premier semestre. Les montants traités sur une base mensuelle ont toutefois été plus importants que les années précédentes.

2.2. Des produits taillés sur mesure

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

BTB en devises

Comme à l'accoutumée, le Trésor a eu recours à son programme BTB pour le refinancement de sa dette en devises qui arrivait à échéance. La réduction du montant en circulation en 2007 peut être complètement attribuée à la diminution progressive de la dette en devises. En outre, comme pour les années précédentes, une partie de la dette en CHF a été refinancée, au cours de la période de fin d'année, par de l'euro et ce via un swap EUR/CHF. Ceci a permis de diminuer partiellement l'excédent de caisse. Au début de l'année 2008, le montant correspondant a été reconverti en CHF.

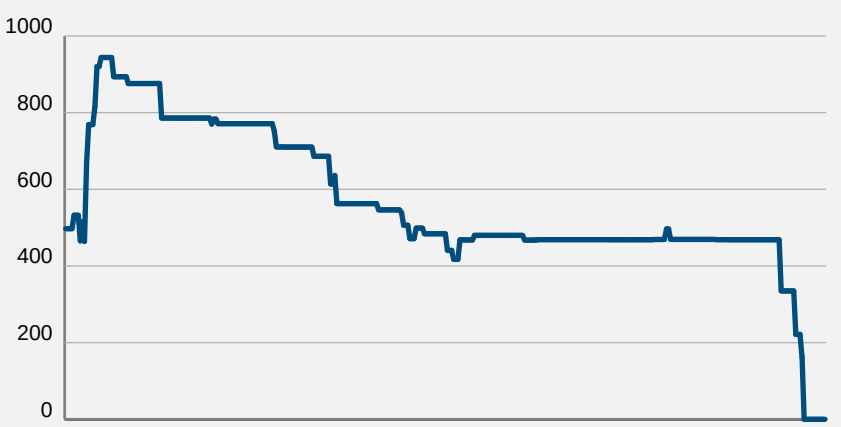
BTB en euro

La politique d'émission a été modifiée pour ce qui est du programme de BTB en euro. Celui-ci a en effet été utilisé pour la première fois pour le financement des déficits de caisse. Ces BTB ont ainsi été émis soit directement en euro soit en devises et suivis d'un swap en euro. C'est le marché du "repo" qui a servi de référence pour les maturités correspondantes. Tant les spreads vis-à-vis de ces références que les volumes émis se sont sensiblement améliorés à chaque campagne. Ceci s'est inscrit dans le sillage du comportement de fuite vers la qualité adopté par les investisseurs dans le cadre de la crise des "subprimes".

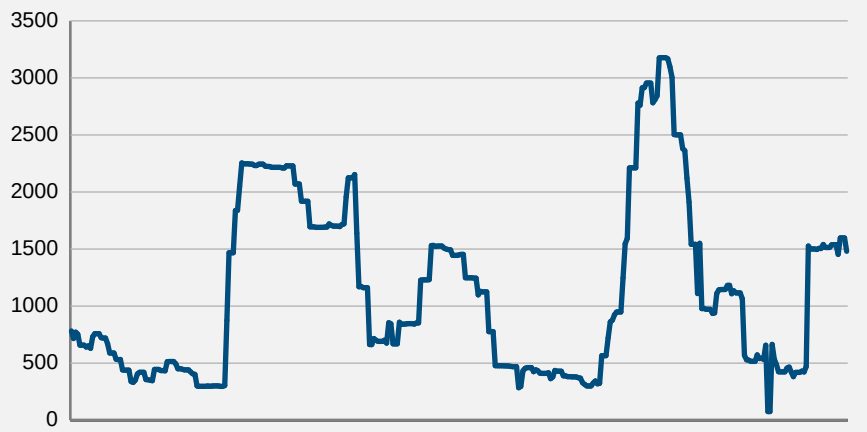
Etant donné que le niveau des émissions des certificats de Trésorerie a été moins élevé en 2007 que celui des BTB et que le Trésor voulait éviter d'instaurer une certaine concurrence entre ces deux instruments présentant des caractéristiques techniques semblables, la maturité maximale des BTB a été limitée à 2 mois.

Au total, le Trésor a émis en 2007 un montant de 5.68 milliards d'EUR en BTB afin de financer ses déficits de caisse. Ces émissions expliquent la présence d'importantes fluctuations dans les montants en circulation sur les BTB en euro dans le courant de l'année sous revue. L'on notera, en outre, l'apparition, à la fin de l'année, d'une demande assez élevée de BTB émanant des institutions

G22. Evolution de l'encours des BTB en devises en 2007 (en millions d'EUR)



G23. Evolution de l'encours des BTB en euro en 2007 (en millions d'EUR)



publiques belges. Ceci leur a permis de remplir leurs obligations en matière de consolidation des actifs financiers pour le calcul du ratio d'endettement conformément aux critères de Maastricht.

b. Emission d'un produit structuré: le LOBO

Etant donné le caractère volatil des marchés en septembre 2007, le Trésor a décidé de ne pas dépendre uniquement du marché des OLO pour se financer à long terme et a émis 1.0 milliard d'EUR en "LOBO" (Lender's Option Borrower's Option).

Le premier octobre 2007, profitant de la courbe relativement plate des taux d'intérêt en euro, le Trésor a ainsi émis 4 "LOBO Notes" de 250 millions de maturité 2037 aux taux annuels de 3.994%, 4.0245%, 4.088% et 4.088%. A la demande de l'investisseur, le taux peut être modifié une seule fois par Note. Pour les deux premières Notes, l'exercice peut avoir lieu à la date du 7 novembre 2011 ou, ensuite, tous les deux ans jusqu'en 2035. Pour les deux dernières, l'exercice peut avoir lieu à la date du 5 novembre 2012 ou, ensuite, tous les deux ans jusqu'en 2036. Néanmoins, si l'investisseur décide d'exercer son option, le Trésor peut mettre fin à l'opération en remboursant l'emprunt au pair. A titre de comparaison, les taux des OLO de référence affichés sur le marché au moment de la conclusion du LOBO étaient, pour le 4 ans de 4.235%, pour le 5 ans de 4.266% et pour le 30 ans de 4.718%.

Vu l'importance du refinancement nécessaire en 2007, cette nouvelle émission en produit structuré n'a nullement entravé la stratégie d'émission adoptée pour les OLO.

Le succès de cette émission et son taux d'intérêt particulièrement avantageux permettent d'envisager l'éventualité d'un financement complémentaire en produits structurés en 2008; à condition, bien sûr, de ne pas compromettre la liquidité des produits de référence et que le marché permette à nouveau de se financer ainsi plus avantageusement qu'à l'aide des emprunts habituels.

c. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le solde budgétaire de 2006 déterminé par la Banque Nationale de Belgique en février 2007 et s'élevant à 176 millions d'EUR a été versé au Fonds de vieillissement en mars 2007 et a été placé en un "bon du Trésor-Fonds de vieillissement" avec échéance finale en 2021.

Les "bons du Trésor-Fonds de vieillissement" sont des obligations à coupon-zéro. Les intérêts, déterminés à l'émission sur la base de la courbe des taux OLO, sont capitalisés jusqu'à l'échéance finale. Les titres sont enregistrés dans la dette de l'Etat à une valeur tenant compte des intérêts courus. Au 31 décembre 2007, les réserves du Fonds de vieillissement placées en "bons du Trésor-Fonds de vieillissement" avaient des échéances finales s'étendant de 2010 à 2021; elles s'élevaient à 15.49 milliards d'EUR.

Un ajustement effectué à la fin de l'année 2005, de la loi sur le Fonds de vieillissement prévoyait en principe l'attribution pour 2007 d'un solde budgétaire de 0.3% du PIB. Faute d'un résultat budgétaire positif pour 2007, aucun versement n'a cependant été exécuté en faveur du Fonds.

3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques

Les Directives Générales sur la Dette, que le Ministre des Finances détermine chaque année sur proposition du Comité Stratégique de la Dette, constituent le fil conducteur dans la gestion des risques assurée par l'Agence de la Dette. Celle-ci suit ainsi de très près le risque de change, le risque de refinancement, le risque de refixation de taux et le risque de crédit. Le Trésor rend régulièrement compte de l'état de la question sur les risques.

3.1. Le risque de change

L'arrivée de l'euro a considérablement diminué le risque de change sur le portefeuille de dette étant donné que toute une série d'emprunts qui ressortissaient auparavant à la dette en devises se sont retrouvés en une fois dans la dette en monnaie domestique. La dette restant libellée en monnaies étrangères, à savoir en USD, JPY et CHF, a été progressivement diminuée étant donné que le gain que le Trésor pouvait en retirer ne faisait pas le poids face au risque encouru.

A la fin de l'année 2007, la part de la dette en devises non couverte ne s'élevait plus qu'à 0.33% du total de la dette brute contre 0.52% à la fin de 2006. La diminution actée en 2007 doit être exclusivement attribuée au rachat de la dette libellée en CHF.

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

Des besoins de financement élevés peuvent générer une augmentation des coûts de financement du Trésor étant donné que celui-ci devra payer un taux d'intérêt qui s'avérera supérieur au taux en vigueur dans le marché. Ce phénomène s'amplifie encore si, dans ces périodes de refinancement, il y a moins de liquidité dans le marché.

Pour ce risque, le montant pouvant être refinancé dans les 12 mois est limité à 22.5% du portefeuille et dans les 60 mois à 60.0%. Le Trésor vérifie sur une base mensuelle si le portefeuille satisfait à ses critères, les pourcentages étant calculés sur la base d'une moyenne mobile à six mois pour lisser les variations trop importantes.

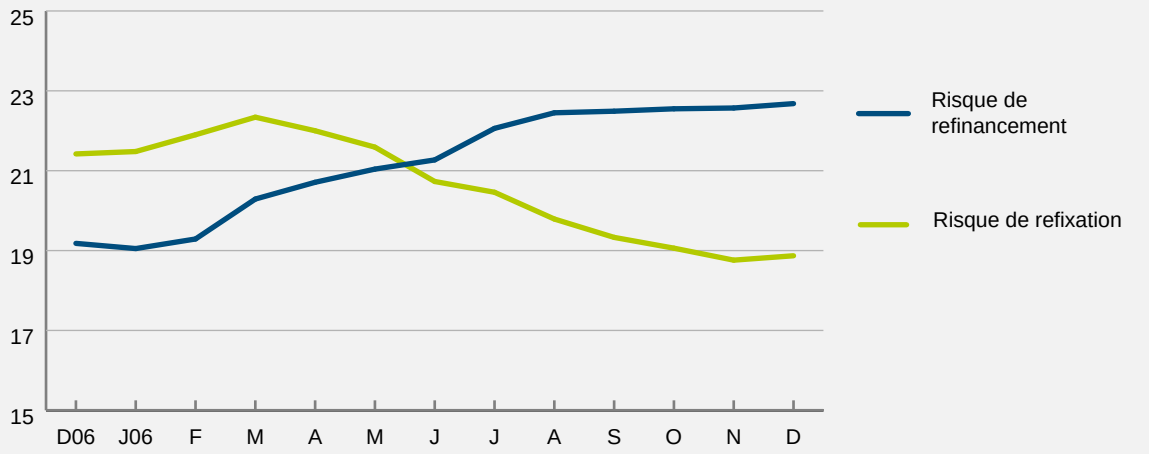
A la fin 2007, le risque de refinancement à 12 mois s'est élevé à 22.68% contre 19.18% à la fin 2006. La limite maximale a donc été légèrement dépassée. Cette augmentation résulte des importantes échéances intervenant en 2008 et d'une évolution défavorable du solde net à financer en 2007. Pour limiter cette hausse, le Trésor a émis une OLO à taux flottant (OLO FRN) pour un montant de 3 milliards d'EUR.

Le risque de refinancement à 60 mois s'est élevé à 51.88% à la fin 2007 contre 53.71% à fin 2006. Le pourcentage obtenu est donc resté largement en dessous de la limite de 60%.

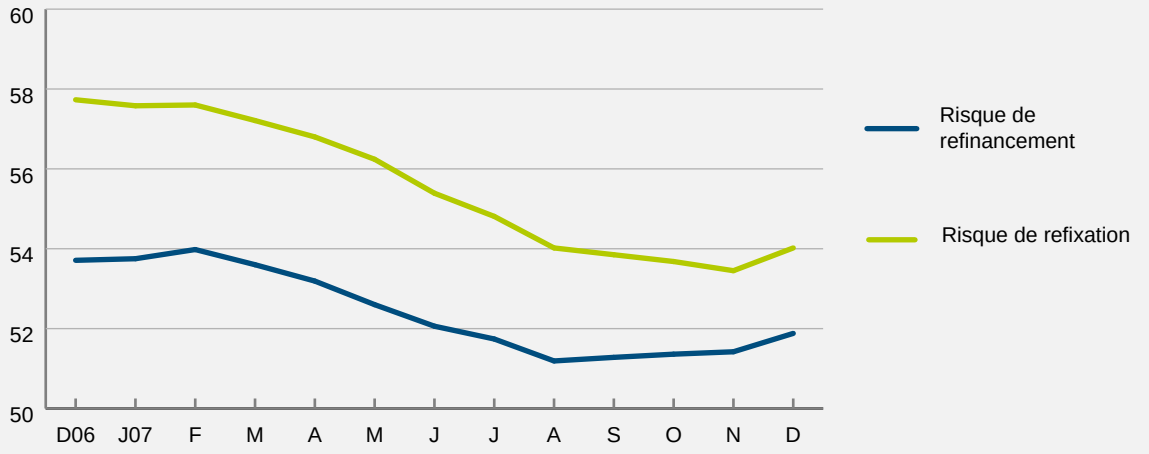
A côté du risque de refinancement, le Trésor suit également le risque de refixation de taux. Ce risque concerne la variabilité des taux et constitue un indicateur du risque de taux. Tout comme le risque de refinancement, le risque de refixation de taux est calculé sur la base d'une moyenne mobile à 6 mois. Le risque de refixation à 12 mois doit rester en dessous de 25% et celui à 60 mois en dessous de 65%.

Au début 2007, le risque de refixation de taux à 12 mois s'est élevé à 21.42% pour ensuite diminuer et atteindre 18.87% à la fin de l'année. Cette diminution est apparue après la conclusion d'une série de swaps de taux qui ont augmenté la proportion du taux fixe dans le portefeuille. Ces opérations financières ont eu le même effet positif sur le risque de refixation à 60 mois qui a diminué pour passer de 57.73% au début 2007 à 54.02% en fin d'année.

G24. Risque de refinancement et de refixation à 12 mois de la dette en euro en 2007 (en % du total)



G25. Risque de refinancement et de refixation à 60 mois de la dette en euro en 2007 (en % du total)



3.3. Le risque de crédit

Les principes appliqués par le Trésor pour la gestion du risque de crédit n'ont pas été modifiés en 2007. Pour être accepté comme contrepartie, l'établissement doit détenir un rating minimal "A" mais dans la pratique, la majeure partie a un rating "AA". Le Trésor calcule pour chaque contrepartie une limite de crédit qui dépend des fonds propres et du rating.

Le Trésor a complété sa gestion du risque de crédit en contractant avec 15 de ses 16 primary dealers un "Credit Support Annex" (CSA) qui lui permet de se couvrir dans une grande mesure contre le risque de crédit sur les produits dérivés. Une contrepartie doit en effet verser au Trésor une garantie ("collateral") sous la forme de liquidités dès que la valeur des produits dérivés, contractés entre elle et la Trésorerie, dépasse un niveau déterminé.

Les contrats CSA ne concernent que les produits dérivés et donc pas les emprunts interbancaires. Ceci a pour effet que le Trésor encourt un risque de crédit en plaçant des liquidités auprès d'une banque dans le cadre de sa gestion de caisse. Pour diminuer ce risque, le Trésor a, dans la mesure du possible, contracté des "reverse repos". Ainsi, lorsque le Trésor place des liquidités auprès d'une contrepartie, elle

T6. Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating à fin décembre 2007

Ratings (*)	Nombre de transactions	%	Exposition totale en EUR	%
AAA	1	0.7%	13 829 833.68	1.8%
AA	134	96.4%	683 822 236.73	88.9%
A	4	2.9%	71 436 403.41	9.3%
Total	**139**	**100.0%**	**769 088 473.82**	**100.0%**

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

T7. Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating et par produit à fin décembre 2007

Ratings (*)	Swaps de taux d'intérêt en EUR	%	Swaps de devises en EUR	%	Forward rate agreements en EUR	%	Autres dérivés en EUR	%
AAA	13 829 833.68	1.7	-	0%	-		-	0%
AA	748 196 090.31	89.8	-54 472 289.76	100	-		-9 901 563.81	100
A	71 436 403.41	8.6	-	0%	-		-	0%
Total	**833 462 327.40**	**100**	**-54 472 289.76**	**100**	**-**		**-9 901 563.81**	**100**

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

T8. Ventilation de l'exposition de crédit pour les produits dérivés en fonction de la durée résiduelle à fin décembre 2007

	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Forward rate agreements	Autres dérivés
< 1 an	-0.9%	0.9%	25.5%	-	3.3%
1 à 5	24.0%	28.2%	74.5%	-	96.7%
6 à 10	63.0%	58.1%	0.0%	-	0.0%
> = 10	13.9%	12.8%	0.0%	-	0.0%
Total	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**-**	**100.0%**

reçoit de celle-ci une OLO et/ou un certificat de Trésorerie en garantie. Au moment où le placement arrive à échéance, la contrepartie reverse le montant prêté et la Trésorerie rend à son tour les titres.

Le Trésor a conclu un contrat EMA avec un certain nombre de primary dealers pour les opérations de cessions-rétrocessions ("repos"). Il s'agit en fait d'un accord-cadre qui règle l'ensemble des opérations de "repos" entre deux contreparties. Le contrat EMA fait l'objet de plus amples explications à la page 40 du présent rapport.

PARTIE 3

AGENCE DE LA DETTE

PARTIE 3. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Instruments de financement alternatifs sous un programme Euro Medium Term Notes (EMTN)

Depuis l'introduction de l'euro, la stratégie d'émission poursuivie par le Trésor était basée sur la création d'importants emprunts de référence liquides qui garantissaient une distribution large et diversifiée ainsi qu'un marché secondaire profond des obligations d'Etat. L'ensemble de la stratégie était en effet axé sur la diminution des coûts d'émission des principaux instruments de financement de l'Etat belge.

Jusqu'au début de la crise du marché hypothécaire ("subprime crises") au milieu de l'année 2007, cette stratégie est apparue être la plus appropriée en matière d'émission. En effet, les différentiels d'intérêt entre les OLO et les obligations d'Etat allemandes ont fortement diminué, la détention d'investisseurs à l'étranger a augmenté pour atteindre plus de 50% et l'importance de la liquidité sur le marché secondaire des OLO était très appréciée des banques et des investisseurs.

Au fil des années, la Belgique s'est construit une réputation d'émetteur souverain prévisible, transparent et fiable.

Nouveaux canaux de financement

Sans porter préjudice à cette stratégie réussie et à sa solide réputation, le Trésor a décidé de créer un cadre permettant, à partir de l'année 2008, d'ajouter de nouveaux canaux de financement au programme d'émission existant, et ce sous la forme d'instruments de financement alternatifs. Par ceci, on entend aussi bien des émissions en devises dont le risque de change est annulé par la conclusion de swaps que des émissions de produits structurés. En recourant à ce type d'instruments, le Trésor vise la flexibilité en matière de timing et souhaite surtout tenir compte du coût des émissions et de la demande des investisseurs. Contrairement au programme d'émission régulier, la taille des émissions et la liquidité des obligations émises sont de moindre importance étant donné qu'il s'agit dans la plupart des cas d'emprunts privés taillés sur mesure pour un certain nombre de grands investisseurs.

La nouvelle stratégie d'émission du Trésor pour l'année 2008 peut donc être formulée de la manière suivante: l'instrument financier de base pour la couverture des besoins de financement reste le programme OLO standard dans lequel la taille des emprunts de référence, la liquidité et la transparence sont maintenus comme objectifs de base. A côté de ses émissions d'OLO, le Trésor peut également avoir recours à des instruments de financement alternatifs dans la mesure où le marché et les conditions de prix le permettent. Cette nouvelle stratégie d'émission aura certainement un impact positif sur plusieurs plans.

La diversification de ces émissions utilisant des instruments de financement alternatifs est basée sur des considérations de prix et contribuera à un élargissement de la palette des investisseurs. En outre, le recours à d'autres moyens de financement peut diminuer les éventuelles pressions sur le programme d'émission des OLO et en conséquence exercer un effet positif sur le coût de celles-ci.

Outre la réputation d'émetteur fiable et prévisible, le Trésor pourra, grâce à ces émissions d'instruments de financement alternatifs, s'assigner une image "d'émetteur innovant", c'est-à-dire un émetteur qui, de manière structurelle, parvient à combiner la liquidité et la transparence des "benchmarks" OLO avec l'efficience en matière de coûts des produits de financement alternatifs.

Documentation standard pour le programme EMTN

Afin de pouvoir répondre rapidement dans la pratique à l'offre d'instruments de financement alternatifs, le Trésor a préparé une documentation standard sous laquelle seront émis tous les nouveaux produits. L'élaboration d'un programme EMTN combinée à une liste d'emprunts susceptibles d'être émis ainsi qu'une

grille de décision contribueront certainement à la prévisibilité auprès des investisseurs ainsi qu'à l'efficience en matière de coûts.

Pour l'année 2008, le Trésor prévoit dans son programme de financement le recours à des instruments de financement alternatifs pour un montant total de 2 milliards d'EUR.

2. Création d'un environnement concurrentiel pour les plates-formes de trading électronique

Les primary dealers sont tenus par leur cahier des charges de coter des prix fermes à l'achat et à la vente pour les valeurs du Trésor. Dans un souci d'efficacité et de transparence, le Trésor a, dans le courant de l'année 2000, créé conjointement avec ses primary dealers la plate-forme de trading électronique "MTS Belgium" (MTSB) sur laquelle les primary dealers se sont engagés à coter des prix en continu pendant au moins cinq heures par jour en respectant certains maxima pour la fourchette entre les prix offerts et demandés et certains minima pour les montants cotés.

Pendant huit ans, le Trésor a imposé à ses primary dealers de coter sur MTSB. A l'origine, MTSB était la seule plate-forme disponible à cet effet. Par la suite, d'autres plates-formes ont été créées. Toutefois, le Trésor a estimé que la transparence des prix et la liquidité du marché étaient optimales lorsque l'obligation de cotation des primary dealers est concentrée sur une plate-forme électronique unique. MTSB fut donc la seule plate-forme sur laquelle le Trésor vérifiait le respect par les primary dealers de leur obligation de cotation. Le volume des transactions réalisées par les primary dealers sur les autres plates-formes était considéré par le Trésor seulement dans le cadre de son évaluation générale de la qualité des prestations des primary dealers.

Certains développements technologiques ont toutefois conduit le Trésor à revoir cette politique. Il s'agit en particulier de la faculté acquise par les primary dealers d'agréger les prix cotés sur différentes plates-formes et d'intervenir eux-mêmes sur celles-ci en temps réel ("consolidated best price pages"). Il devenait dès lors possible pour les primary dealers de remplir leur obligation de cotation sur différentes plates-formes sans diminuer la transparence des prix et la liquidité du marché.

Dans le courant de l'année 2007, le Trésor a, en consultation avec ses primary dealers, déterminé les conditions que les plates-formes électroniques doivent remplir pour que les transactions réalisées par les primary dealers sur celles-ci soient considérées comme l'exécution de leur obligation de cotation. Ces conditions imposent notamment que les plates-formes en question soient un marché réglementé ou une "multilateral trading facility " régie par la Directive européenne MiFID.

La procédure retenue pour sélectionner trois plates-formes parmi celles qui se poseraient candidates après avoir démontré qu'elles remplissent les conditions imposées a été celle d'un vote exprimé par les primary dealers. Chaque primary dealer choisit trois plates-formes sur lesquelles il lui convient de coter des prix et il indique celles-ci dans l'ordre de ses préférences. Les trois plates-formes sélectionnées sont celles qui réunissent le plus de voix.

Cette procédure de sélection a été appliquée au mois de janvier 2008. Les trois plates-formes électroniques choisies par les primary dealers sont: BGC powered by eSpeed, ICAP- BrokerTec et MTS Belgium.

La mise en concurrence effective de ces trois plates-formes de trading électronique impliquait toutefois l'élaboration préalable des programmes informatiques nécessaires pour permettre au Trésor de contrôler le respect par les primary dealers de leur obligation de cotation sur différentes plates-formes. Ce travail a été terminé au mois de mars. Le nouveau système de cotation a donc été mis en place au mois d'avril 2008.

L'objectif poursuivi par cette réforme est d'approfondir encore la liquidité du marché des valeurs du Trésor en créant les conditions optimales pour le développement de l'innovation technologique et la diminution du coût de transaction des primary dealers. L'attrait des valeurs du Trésor pour la communauté financière devrait s'en trouver renforcé.

3. Le contrat EMA: un accord-cadre pour les contrats de cessions-rétrocessions ("repos")

Le Trésor gère ses liquidités (surplus ou déficits de caisse) sur le marché interbancaire en plaçant ou en empruntant des fonds. Les placements augmentent toutefois le risque de crédit encouru pour la Trésorerie. Ce risque fait l'objet d'un suivi au moyen des lignes de crédit. Etant donné que les placements sont parfois volumineux, le Trésor a recours a des "repos" ou à des placements qui jouissent d'une sécurité financière. Le Trésor place ses liquidités auprès d'une contrepartie et reçoit une OLO en garantie. A l'échéance du placement, le Trésor reçoit les fonds en retour avec les intérêts et rend la garantie à la contrepartie.

Le Trésor a conclu avec une série de contreparties un contrat EMA ("European Master Agreement"). Il s'agit d'un contrat-cadre qui a l'avantage de regrouper l'ensemble des opérations de "repo" effectuées avec une contrepartie. Le contrat comprend un accord de "netting" qui assure une compensation de tous les "repos" que deux contreparties ont conclus ensemble. Afin de minimaliser le risque de crédit sur ces produits, le contrat EMA stipule que les deux contreparties peuvent échanger des garanties en fonction de l'évolution de la valeur de marché du "repo".

L'EMA est un contrat standard mais il reste toujours possible aux deux contreparties d'adapter le contrat en fonction de leurs besoins. Dans les grandes lignes, ces contrats négociés peuvent présenter les caractéristiques suivantes:

- les contrats sont régis par le droit belge;
- les titres mis en garantie sont exclusivement constitués d'OLO et de certificats de Trésorerie;
- les contrats ont un caractère bilatéral. Les deux parties peuvent se voir demander d'ajouter des garanties si la valeur de marché de l'opération évolue de manière négative;
- la Trésorerie jouit d'une marge initiale dite de "hair cut" si elle constitue la partie prêteuse. Dans ce cas, la contrepartie doit livrer un montant plus important en titres que ce qu'elle reçoit de la Trésorerie comme placement. Celle-ci se retrouve ainsi quelque peu protégée contre de brusques variations de prix;
- lors d'importantes fluctuations de prix, l'une des contreparties devra fournir une garantie. Celle-ci pourra se présenter sous la forme au comptant ou sous la forme de titres de l'Etat belge.

4. Les indicateurs de performance: une contribution au contrôle de gestion

L'Agence de la Dette contribue à l'édification du management de la performance du Service Public Fédéral – Finances en élaborant des indicateurs sur une base mensuelle. Ceux-ci constituent le reflet chiffré de l'évolution de certains aspects des activités de l'Agence de la Dette. Tout ceci doit être situé dans le cadre de la réalisation de l'objectif stratégique primaire de la Présidence du SPF – Finances, à savoir assurer la continuité de la gestion et des activités au moyen de mesures et en général par la collecte d'informations stratégiques.

Une première série d'indicateurs techniques sert à déterminer si la dette belge respecte d'une manière satisfaisante les normes en usage sur les marchés financiers pour le traitement de cette dette et – ce qui en est le reflet – si la dette belge est reconnue comme étant un placement valable. Ces indicateurs sont appelés "indicateurs-miroirs".

Un premier indicateur-miroir compare le différentiel d'intérêt sur les obligations à 10 ans (le "spread" en dessous de la courbe des "asset swaps") que les marchés utilisent pour les titres des pouvoirs publics belges, avec le spread moyen des émissions dotées d'une durée similaire pour quelques-uns des pays environnants de la zone euro (Allemagne, France, Pays-Bas et Espagne). D'un point de vue historique sur ces dernières années, la Belgique devait payer moins de 2.75 points de base au-dessus de cette moyenne jusqu'en juillet 2007. Alors que sont apparus à ce moment les premiers signes de la crise du marché du crédit hypothécaire aux Etats-Unis, ce spread s'est élargi. Cet indicateur-miroir donne donc un signal sur l'appréciation de la dette belge par des tiers, indépendamment de la gestion même de la dette sur un plan technique.

Un deuxième indicateur-miroir suit le ratio de couverture des adjudications périodiques de certificats de Trésorerie et d'OLO. Plus précisément, il s'agit du volume des offres reçues divisé par le montant retenu par le Trésor lors des adjudications. En période d'appréciation normale de la dette belge par les investisseurs, les offres doivent être de 20 pour-cent au minimum supérieures au volume retenu. A une reprise, à la mi-septembre 2007 lors d'une adjudication de certificats de Trésorerie, cette norme n'a pas été atteinte à sept pour-cent près. En effet, les besoins de financement à court terme ont provisoirement augmenté à ce moment. En soi, cet écart occasionnel n'a donc pas eu grande signification pour la gestion de la dette.

Les indicateurs techniques proprement dits pour la gestion de la dette concernent la réalisation des attentes des marchés financiers où les primary dealers jouent un rôle important. Ces primary dealers souhaitent être rapidement mis au courant des résultats de l'adjudication. L'Agence de la Dette s'efforce donc de communiquer dans les 8 minutes les résultats des adjudications de certificats de Trésorerie, ce qu'elle est toujours parvenue à faire en 2007. L'objectif poursuivi pour la publication des résultats des adjudications d'OLO est de 5 minutes. Cette norme a été très légèrement dépassée en juillet 2007.

Par ailleurs, les investisseurs attendent de la gestion de la dette qu'elle soit transparente et prévisible; ils s'attendent également à ce que les instruments financiers affichent une liquidité satisfaisante. Deux indicateurs suivent ces attentes comme expliqué ci-après. D'une part, l'Agence de la Dette soutient la liquidité de la dette à court terme sur le marché en maintenant des montants en circulation d'au moins 25 milliards d'EUR pour les certificats de Trésorerie. D'autre part, l'Agence se conforme de la manière la plus stricte possible à la fourchette qu'elle annonce pour les montants à émettre par adjudication. A trois reprises, ce dernier indicateur n'a pu être respecté à quelques points de pour-cent près en 2007.

Une deuxième série d'indicateurs concerne la gestion de trésorerie efficiente. La politique de prix suivie en interne doit être respectée pour les opérations de gestion et pour les dépôts, ce qui a été fait d'une manière contrôlée. En outre, les emprunts doivent être limités le plus possible pour éviter des surplus (théoriquement moins bien rémunérés). Pour cette dernière norme, le Trésor utilise une moyenne journalière maximale par mois (appelée "cash balance ratio") qui est variable et tient compte de la constitution de surplus de trésorerie en vue d'importantes échéances. Toutefois, dans le courant de l'année 2007, le Trésor est passé à un autre concept de couverture des échéances concentrées sur deux périodes (à la fin des premier et troisième trimestres) en étalant systématiquement le préfinancement de ces échéances. Le dépassement de l'ancien schéma des limites maximales pendant 4 mois en 2007 découle entièrement de cette adaptation stratégique. En vue de suivre l'exécution de la stratégie précitée, le Trésor a introduit à la mi-2007 un nouvel indicateur appelé "liquidity gap control". Ce dernier permet de signaler pendant les trois semaines précédent une échéance concentrée la présence d'une couverture insuffisante d'un déficit de trésorerie d'au moins 5 milliards d'EUR pendant trois jours consécutifs ou plus. Cette nouvelle norme a été bien respectée et semble surtout présenter un caractère préventif.

Enfin, la troisième série d'indicateurs concerne le suivi du risque de refinancement et du risque de refixation de taux ainsi que le suivi de la suppression progressive de la dette libellée en CHF. Ces indicateurs et leur suivi font l'objet de plus amples explications dans la partie 2 du présent rapport.

Dans le futur, le Trésor pourra également s'attaquer à la mesure de la qualité des processus opérationnels, plus précisément au respect des limites temporelles, ainsi que de la fourniture de résultats fiables générés par certains processus répétitifs ou occasionnels. A cette fin, le stockage de données de base est automatisé de manière maximale.

5. Road shows

En 2007, il était particulièrement important de poursuivre le dialogue avec les investisseurs.

Dans un premier temps, la crise financière qui s'est

déclenchée en juillet de l'année a eu des conséquences sur le commerce et sur les prix des titres des pouvoirs publics de la zone euro. Les différentiels d'intérêt entre les titres correspondants des différents pays se sont en effet à nouveau écartés et ce, alors que la convergence prédominait les années précédentes. En outre, un grand nombre d'investisseurs ont semblé s'interroger sur les évolutions politiques en Belgique.

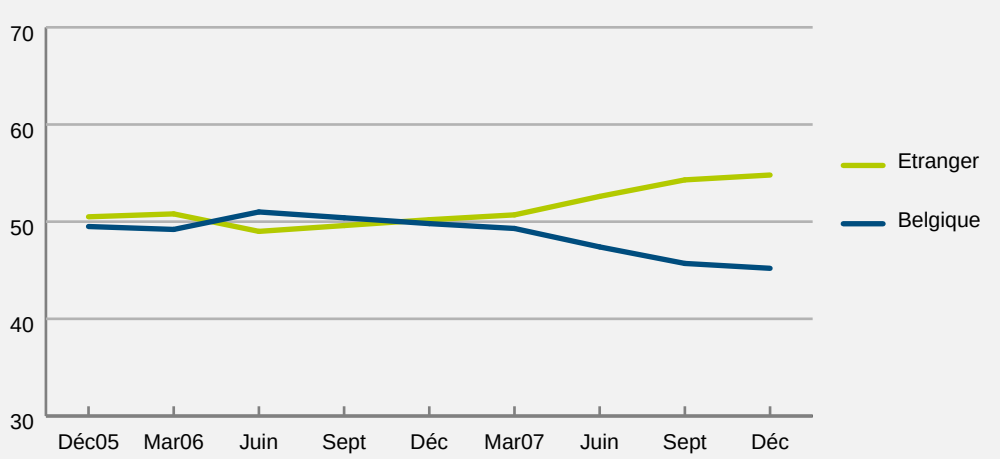
Les road shows constituent le moyen idéal pour discuter de la situation et pour parvenir à savoir comment les investisseurs réagissent ou réagiraient à ces évènements. Dans la plupart des cas, les rencontres avec les investisseurs se déroulent sur une base individuelle, ce qui permet de plus approfondir les points qui présentent un intérêt pour l'investisseur.

Lors de la préparation du programme, les primary dealers ont mis l'accent dans leurs recommandations sur les banques centrales et/ou les institutions publiques de ces pays qui ont constitué d'importantes réserves officielles à la suite de l'augmentation des prix des matières premières et de l'énergie. En outre, ils ont conseillé au Trésor de prendre dans leur programme surtout l'Europe de l'Est. Par rapport aux années précédentes, il y a donc eu moins de rencontres organisées dans les centres financiers classiques de l'Europe de l'Ouest.

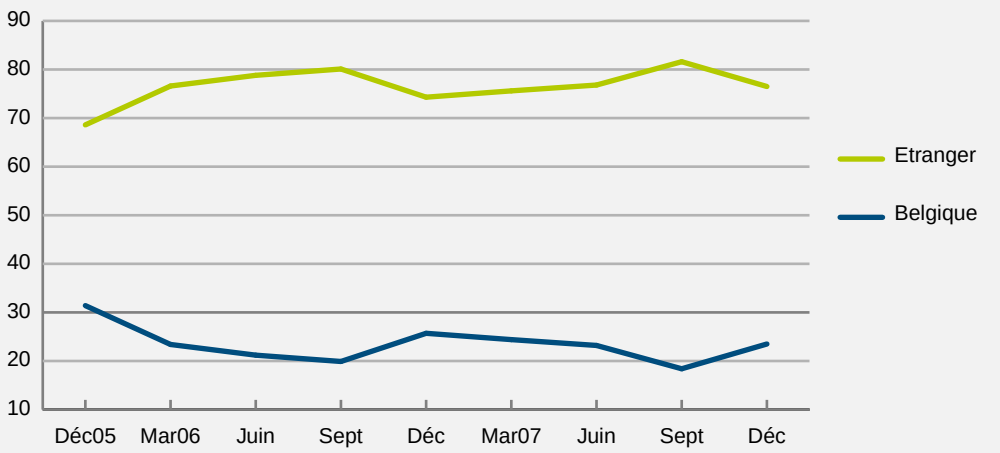
L'Agence de la Dette a rendu visite à 75 investisseurs dans 20 pays différents. Douze primary dealers ont été impliqués dans ces visites. En Europe de l'Est et en Asie, c'est Prague, Bratislava, Budapest, Varsovie, Vilnius, Riga, Tallinn, Kiev, Moscou et Almaty qui ont été choisies. Dans le sud de l'Europe et en Afrique du Nord, il s'est agi d'Athènes, Alger et Rabat. Enfin, en Europe de l'Ouest et en Scandinavie, des visites d'investisseurs ont été organisées à Amsterdam, La Haye, Vienne, Madrid, Munich, Zurich, Genève et Helsinki.

Enfin, l'on notera que dans le courant de l'année sous revue, la part des OLO détenue à l'étranger a augmenté pour atteindre 54.8% du total. Depuis quelques années déjà, ce pourcentage oscille autour de 50%. Les certificats de Trésorerie, quant à eux, sont restés à nouveau majoritairement aux mains d'investisseurs à l'étranger.

G26. Répartition de la détention des OLO (en % du total)

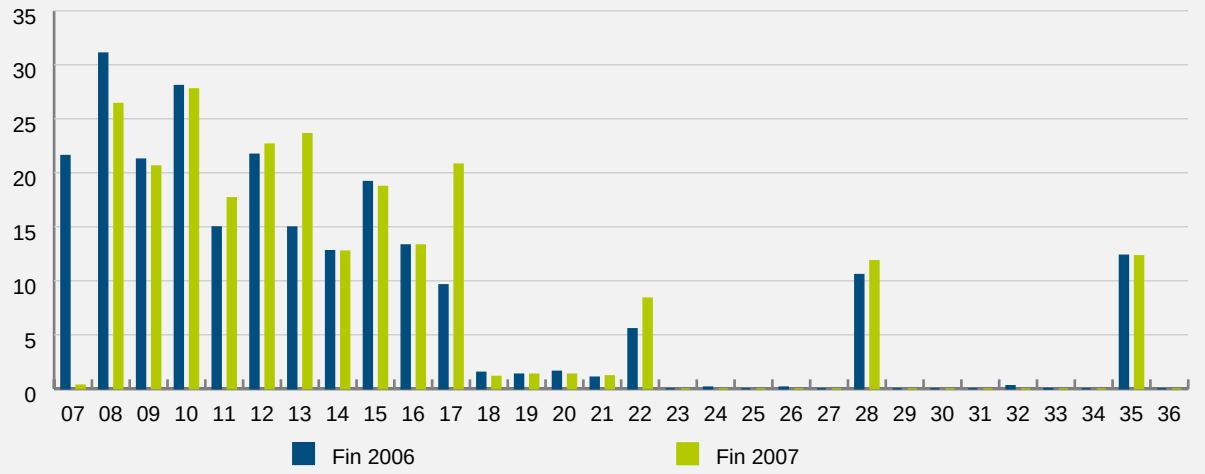


G27. Répartition de la détention des certificats de Trésorerie (en % du total)

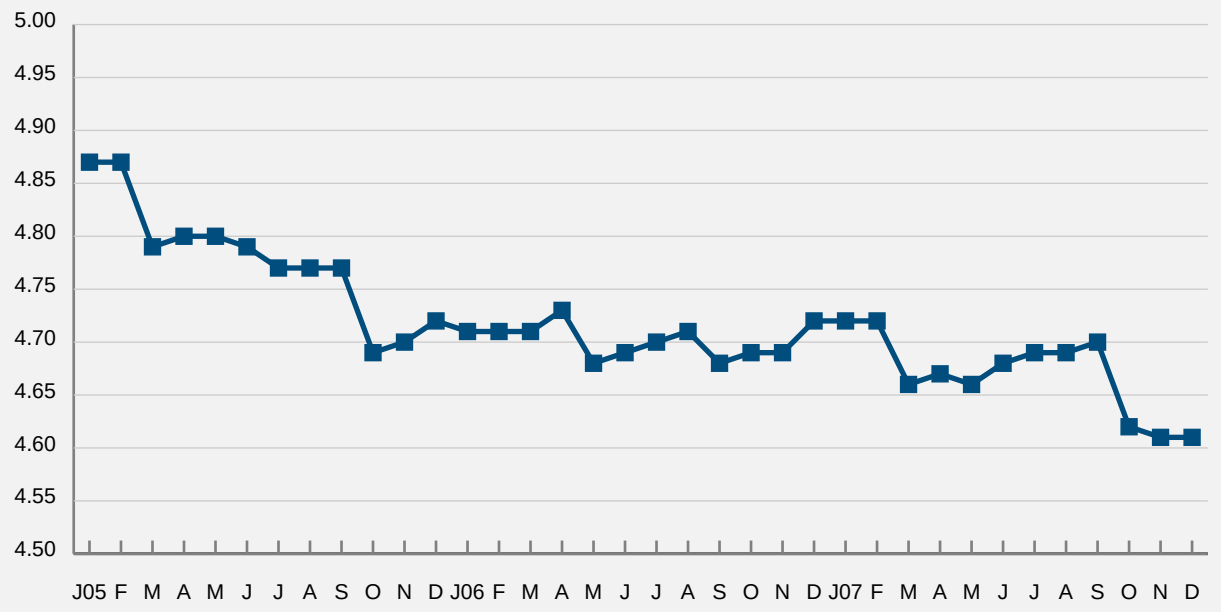


ANNEXES

Echéances de la dette de l'Etat fédéral en milliards d'EUR



Taux actuariel moyen pondéré de la dette en EUR du Trésor (en %)



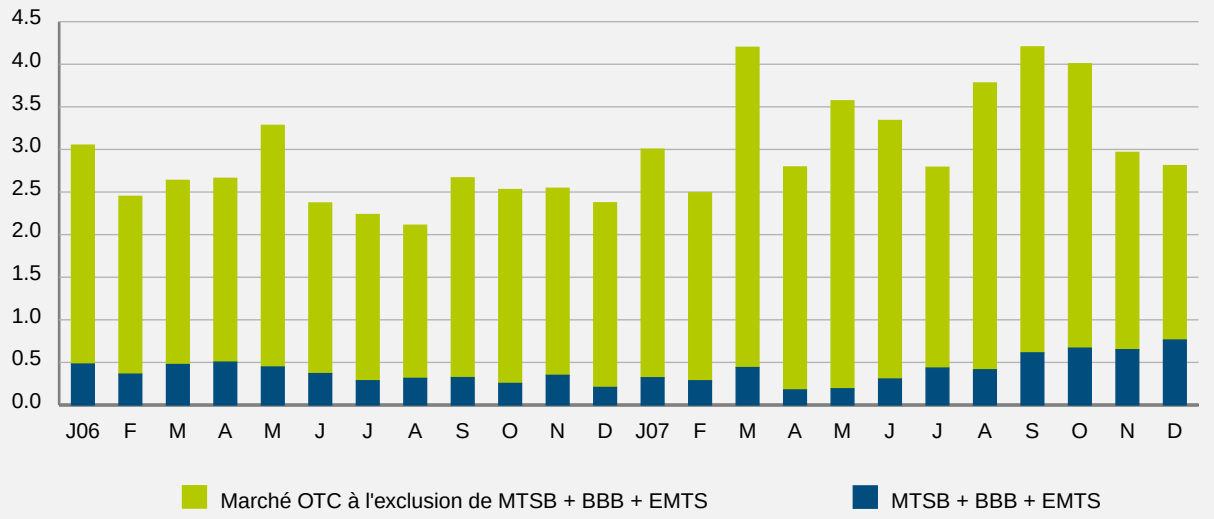
Montants en circulation par OLO (en EUR) à fin décembre 2007

MATURITE	COUPON en %	Code	OLO n°	ENCOURS	% Strips
28/03/2008	5.75%	288	28	11 208 696 740.11	1.35%
29/07/2008	7.50%	268	16	7 669 058 029.24	
28/09/2008	3.00%	302	42	8 363 600 000.00	0.42%
28/03/2009	3.75%	292	32	18 762 419 400.00	0.28%
28/03/2010	3.00%	305	45	8 848 000 000.00	1.88%
28/09/2010	5.75%	295	35	15 844 200 000.00	1.10%
22/06/2011	FRN	311	51	3 000 000 000.00	
28/09/2011	5.00%	296	36	11 385 400 000.00	0.97%
28/09/2012	5.00%	298	38	11 736 900 000.00	1.63%
24/12/2012	8.00%	262	12	8 546 896 081.16	
28/03/2013	4.00%	310	50	9 123 000 000.00	0.27%
28/09/2013	4.25%	301	41	12 975 200 000.00	2.07%
28/09/2014	4.25%	303	43	11 559 915 000.00	1.67%
28/03/2015	8.00%	282	23	6 220 187 157.66	3.92%
28/09/2015	3.75%	306	46	11 294 000 000.00	0.32%
28/09/2016	3.25%	307	47	12 175 000 000.00	1.01%
28/03/2017	4.00%	309	49	11 176 000 000.00	0.09%
28/09/2017	5.50%	300	40	8 437 637 800.00	4.45%
28/03/2022	4.00%	308	48	8 400 000 000.00	1.36%
28/03/2028	5.50%	291	31	11 859 939 136.01	14.17%
28/03/2035	5.00%	304	44	12 317 692 800.00	10.49%
TOTAL				**220 903 742 144.18**	
Encours des lignes strippables:				**201 687 788 033.78**	**2.60%**

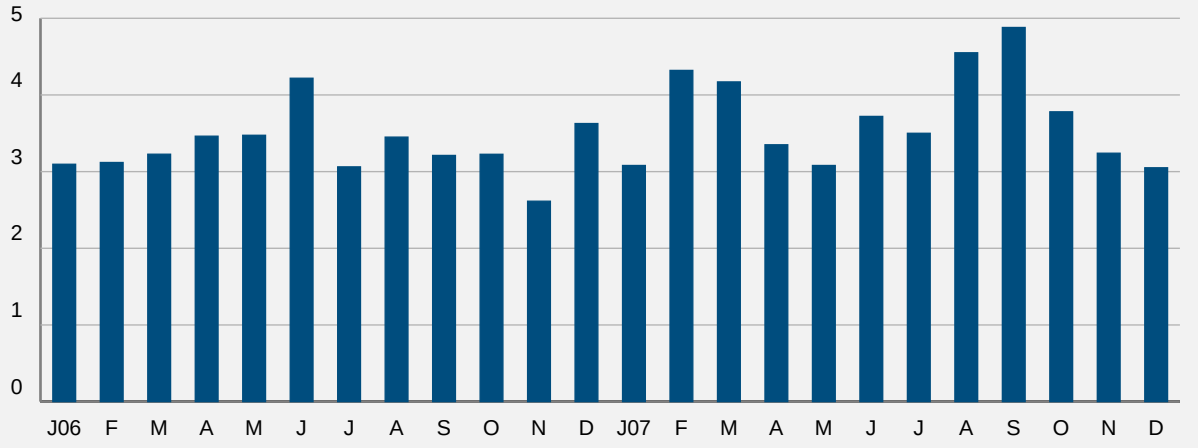
Résultats des adjudications et des syndications d'OLO en 2007 (en millions d'EUR)

Type d'émission	Date d'émission	Date valeur	Echéance finale	ISIN BE0000	Encours avant émission	Montant offert	Montant accepté (Comp)	Exerc. Non comp	Total accepté	Bid to cover	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid min/max	Stop price	Adju-dica-taires
SYNDICATION	16/01/2007	23/01/2007	28/03/2017	309188			5 000.0		5 000.0		99.177				
							5 000.0		**5 000.0**						
AUCTION	26/03/2007	29/03/2007	28/09/2012	298076	11 416.9	1 655.0	320.0	0.0	320.0	5.17	104.901	3.986	104.78/104.92	104.89	6
			28/03/2017	309188	5 000.0	3 205.0	1 215.0	110.0	1 325.0	2.64	99.404	4.074	99.22/99.44	99.38	15
			28/03/2022	308172	5 425.0	2 955.0	1 430.0	0.0	1 430.0	2.07	97.926	4.189	97.60/97.99	97.87	14
						7 815.0	**2 965.0**	**110.0**	**3 075.0**						
SYNDICATION	24/04/2007	2/05/2007	28/03/2013	310194			5 000.0		5 000.0		99.168				
							5 000.0		**5 000.0**						
SYNDICATION	18/06/2007	22/06/2007	22/06/2011	311200			3 000.0				99.925				
							3 000.0		**3 000.0**						
AUCTION	30/07/2007	2/08/2007	28/03/2013	310194	5 000.0	2 310.0	1 510.0	179.0	1 689.0	1.53	97.903	4.425	97.72/98.00	97.85	13
			28/03/2017	309188	6 325.0	1 810.0	900.0	0.0	900.0	2.01	96.326	4.475	96.00/96.43	96.28	9
			28/03/2022	308172	6 855.0	1 460.0	445.0	15.0	460.0	3.28	93.939	4.575	93.50/94.02	93.90	10
						5 580.0	**2 855.0**	**194.0**	**3 049.0**						
AUCTION	24/09/2007	27/09/2007	28/03/2013	310194	6 689.0	2 300.0	1 015.0	274.0	1 289.0	2.27	98.462	4.317	98.17/98.53	98.42	11
			28/03/2017	309188	7 225.0	3 150.0	1 345.0	375.0	1 720.0	2.34	96.104	4.510	95.85/96.15	96.06	13
			28/03/2028	291972	10 575.9	2.710.0	975.0	309.0	1 284.0	2.78	109.603	4.754	109.01/109.65	109.56	3
						8 160.0	**3 335.0**	**958.0**	**4 293.0**						
AUCTION	26/11/2007	29/11/2007	28/03/2013	310194	7 978.0	1 835.0	865.0	280.0	1 145.0	2.12	99.994	3.999	99.81/100.05	99.95	11
			28/03/2017	309188	8 945.0	2 400.0	1 725.0	506.0	2 231.0	1.39	98.105	4.248	97.70/98.16	98.04	15
			28/03/2022	308172	7 315.0	1 550.0	835.0	250.0	1 085.0	1.86	95.016	4.477	94.50/95.08	94.96	12
						5 785.0	**3 425.0**	**1 036.0**	**4 461.0**						

Moyennes journalières (en milliards d'EUR) des volumes négociés en OLO sur le marché secondaire



Volumes (en milliards d'EUR) négociés sur le marché des "repos" sur OLO (moyennes journalières)



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

Mois	CCP (1)	Interbancaire + divers (2)	Certificats de Trésorerie (3)						Bons du Trésor en EUR	Opérations (4) de gestion de trésorerie	Total de la (5) Dette Flottante
			1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Total CT			
J06	809.2	1688.7			2099.1	4992.6	19783.1	26874.8	694.3	8047.1	22019.9
F	845.2	1581.4			2218.2	5088.5	19565.5	26872.2	867.7	6601.6	23564.9
M	883.2	1457.8			2416.5	5376.1	19641.4	27434.0	458.2	4549.9	25683.4
A	742.1	2225.8			2387.2	5577.2	19468.1	27432.5	425.9	7263.9	23562.5
M	611.3	1664.8			2414.9	6064.2	19458.6	27937.6	661.6	2226.3	28649.0
J	387.3	1982.9			2405.5	6105.7	19436.0	27947.2	498.9	2081.3	28735.0
J	414.2	1684.6			2438.7	6102.2	19472.3	28013.2	482.4	4188.2	26406.2
A	349.2	1902.0			2929.4	6056.7	19698.0	28684.2	345.5	6650.5	24630.5
S	374.5	5198.3			4917.5	5970.3	19792.7	30680.5	344.7	2579.6	34018.4
O	439.3	3943.5			4812.5	5741.3	19771.8	30325.7	570.5	2388.5	32890.5
N	334.2	3577.2			5226.6	5541.8	19433.0	30201.4	840.7	3056.2	31897.3
D	290.5	4197.6			2255.9	5339.8	19376.7	26972.4	782.5	1937.3	30305.7
J07	459.6	3353.3			2318.7	5322.2	19421.9	27062.8	350.7	3700.4	27526.0
F	345.0	5074.3			3026.3	5647.6	19619.2	28293.1	401.3	4364.3	29749.4
M	300.2	10785.3			7101.3	6441.0	20091.4	33633.7	2244.2	4160.6	42802.8
A	249.8	5006.2			8950.8	7553.5	20400.1	36904.4	1692.6	4263.9	39589.1
M	378.0	4701.6			7430.9	7995.2	20604.3	36030.3	845.4	4606.0	37349.4
J	340.6	2767.7			5722.5	8777.6	20826.1	35326.2	1444.6	6012.4	33866.6
J	234.0	2864.0			4282.7	8773.1	21344.3	34400.2	295.8	5585.6	32208.3
A	231.1	3605.9			3138.2	8199.2	21598.6	32936.0	299.8	7659.6	29413.3
S	163.1	4134.2			5162.2	7322.7	21476.4	33961.3	2954.9	10776.3	30437.1
O	340.1	2578.4		2033.1	5115.4	7179.0	21710.3	36037.7	1111.0	5845.6	34221.7
N	307.0	2501.4	608.1	3042.433	5016.7	6390.9	21701.8	36759.9	423.4	9713.9	30278.0
D	231.6	5784.9			2409.2	6147.1	21838.1	30394.4	1480.5	10094.3	27797.1

(1) avoirs des particuliers auprès des CCP

(2) emprunts et placements faits sur le marché interbancaire

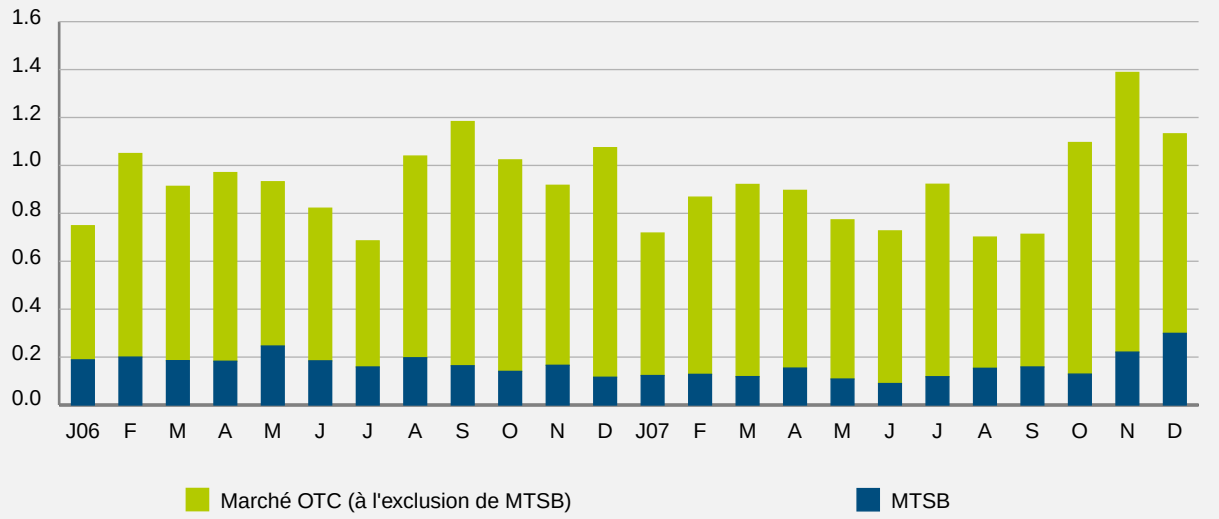
(3) certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91.
Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor, c.à.d. déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé.
Y compris, pour le 3 mois, les maturités inférieures à 3 mois.

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

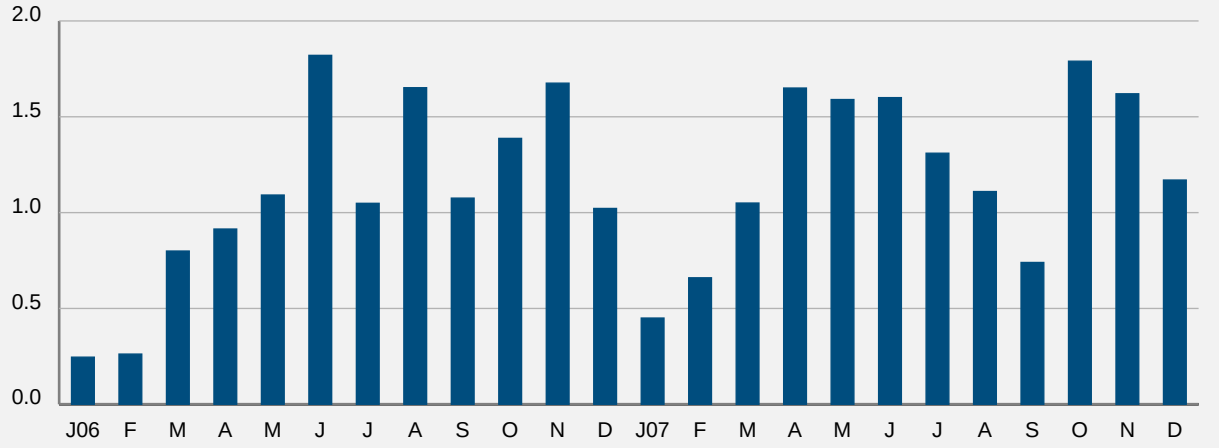
(5) total de la dette flottante (4) déduit.

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

Moyennes journalières (en milliards d'EUR)
des volumes négociés en certificats de Trésorerie sur le marché secondaire



Volumes (en milliards d'EUR) négociés sur le marché des "repos"
sur certificats de Trésorerie (moyennes journalières)



Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2007 (en millions d'EUR)

Date d'adju.	Date valeur	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adju-dica-taires
02-01-2007	04-01-2007		12-04-2007	618847	3	2 680.0	1 407.0	407.0	0.0	407.0	3.46	3.544	-18.10	3.530/3.585	3.550	11
			14-06-2007	620868	6	1 603.0	2 531.0	1 205.0	0.0	1 205.0	2.10	3.650	-20.70	3.640/3.675	3.655	13
09-01-2007	11-01-2007	3 563.0	12-04-2007	618847	3	3 087.0	1 427.0	392.0	0.0	392.0	3.64	3.571	-17.10	3.570/3.650	3.575	8
			17-01-2008	627939	12	0.0	4 228.0	1 675.0	0.0	1 675.0	2.52	3.883	-16.80	3.870/3.950	3.885	12
30-01-2007	01-02-2007		10-05-2007	619852	3	2 639.0	2 073.0	608.0	0.0	608.0	3.41	3.642	-13.90	3.640/3.675	3.645	9
			12-07-2007	621874	6	1 603.0	3 822.0	1 409.0	50.0	1 459.0	2.71	3.720	-20.10	3.705/3.755	3.730	13
13-02-2007	15-02-2007	3 571.0	10-05-2007	619852	3	3 247.0	2 778.0	868.0	80.0	948.0	3.20	3.663	-15.10	3.655/3.700	3.670	13
			14-02-2008	628945	12	0.0	4 178.0	1 807.0	20.0	1 827.0	2.31	3.938	-16.10	3.925/3.960	3.940	15
27-02-2007	01-03-2007		14-06-2007	620868	3	2 808.0	2 492.0	1 503.0	0.0	1 503.0	1.66	3.718	-13.60	3.705/3.745	3.725	14
			16-08-2007	622880	6	2 006.0	3 281.0	1 813.0	0.0	1 813.0	1.81	3.802	-17.10	3.790/3.830	3.810	14
13-03-2007	15-03-2007	3 394.0	12-04-2007	618847	1	3 479.0	2 778.0	1 668.0	0.0	1 668.0	1.67	3.705	-15.10	3.690/3.790	3.715	12
			14-06-2007	620868	3	4 311.0	3 485.0	1 607.0	26.0	1 633.0	2.17	3.755	-13.40	3.745/3.775	3.760	15
			13-03-2008	629950	12	0.0	4 125.0	2 111.0	89.0	2 200.0	1.95	3.947	-15.80	3.935/3.975	3.955	16
03-04-2007	05-04-2007		10-05-2007	619852	1	4 195.0	2 465.0	1 002.0	0.0	1 002.0	2.46	3.742	-12.30	3.730/3.785	3.750	9
			12-07-2007	621874	3	3 062.0	2 711.0	1 405.0	0.0	1 405.0	1.93	3.820	-11.60	3.800/3.850	3.825	13
			13-09-2007	623896	6	1 888.0	3 796.0	2 204.0	0.0	2 204.0	1.72	3.900	-15.80	3.890/3.930	3.905	15
10-04-2007	12-04-2007	5 147.0	10-05-2007	619852	1	5 197.0	1 565.0	1 025.0	0.0	1 025.0	1.53	3.769	-8.90	3.760/3.800	3.775	12
			12-07-2007	621874	3	4 467.0	1 745.0	902.0	0.0	902.0	1.93	3.841	-11.40	3.835/3.865	3.845	13
			17-04-2008	630966	12	0.0	4 430.0	1 950.0	0.0	1 950.0	2.27	4.082	-15.00	4.070/4.110	4.085	10
30-04-2007	03-05-2007		16-08-2007	622880	3	3 819.0	2 900.0	1 000.0	0.0	1 000.0	2.90	3.902	-11.50	3.895/3.940	3.910	10
			11-10-2007	624902	6	1 554.0	4 500.0	1 452.0	0.0	1 452.0	3.10	3.954	-18.10	3.945/3.990	3.960	9
08-05-2007	10-05-2007	6 222.0	16-08-2007	622880	3	4 819.0	2 195.0	1 025.0	40.0	1 065.0	2.14	3.914	-12.90	3.900/3.950	3.920	12
			15-05-2008	631972	12	0.0	4 285.0	1 859.0	10.0	1 869.0	2.31	4.165	-15.80	4.160/4.205	4.170	15
05-06-2007	07-06-2007		13-09-2007	623896	3	4 092.0	2 655.0	1 004.0	0.0	1 004.0	2.64	3.993	-13.30	3.985/4.100	4.000	12
			15-11-2007	625917	6	1 609.0	4 520.0	2 004.0	0.0	2 004.0	2.26	4.083	-17.70	4.070/4.110	4.090	15
12-06-2007	14-06-2007	5 944.0	13-09-2007	623896	3	5 096.0	1 925.0	407.0	0.0	407.0	4.73	3.992	-15.00	3.980/4.030	3.995	7
			19-06-2008	632012	12	0.0	5 535.0	1 855.0	0.0	1 855.0	2.98	4.348	-15.10	4.340/4.380	4.350	11

Date d'adju.	Date valeur	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exerc. non comp.	Total accepté	Bid to cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid Min/Max	Taux limite	Adju-dica-taires
03-07-2007	05-07-2007		11-10-2007	624902	3	3 006.0	1 770.0	430.0	0.0	430.0	4.12	4.024	-15.80	4.020/4.090	4.030	9
			13-12-2007	626923	6	1 604.0	3 305.0	1 457.0	0.0	1 457.0	2.27	4.114	-20.70	4.095/4.150	4.120	14
10-07-2007	12-07-2007	5 369.0	11-10-2007	624902	3	3 436.0	1 350.0	423.0	0.0	423.0	3.19	4.044	-15.30	4.035/4.090	4.050	10
			17-07-2008	633028	12	0.0	4 410.0	1 806.0	356.0	2 162.0	2.44	4.413	-16.40	4.405/4.450	4.415	12
31-07-2007	02-08-2007		15-11-2007	625917	3	3 613.0	1 332.0	442.0	0.0	442.0	3.01	4.099	-16.10	4.090/4.150	4.100	9
			17-01-2008	627939	6	1 675.0	2 341.0	1 231.0	0.0	1 231.0	1.90	4.175	-20.70	4.165/4.220	4.180	12
14-08-2007	16-08-2007	5 884.0	15-11-2007	625917	3	4 055.0	1 192.0	432.0	34.0	466.0	2.76	4.056	-46.30	4.045/4.110	4.065	7
			14-08-2008	634034	12	0.0	3 115.0	1 850.0	436.0	2 286.0	1.68	4.262	-38.50	4.250/4.300	4.270	14
04-09-2007	06-09-2007		13-12-2007	626923	3	3 061.0	2 593.0	1 655.0	0.0	1 655.0	1.57	3.997	-74.80	3.980/4.090	4.010	14
			14-02-2008	628945	6	1 827.0	3 196.0	1 288.0	25.0	1 313.0	2.48	4.046	-73.10	4.020/4.100	4.055	11
11-09-2007	13-09-2007	5 503.0	13-12-2007	626923	3	4 716.0	2 075.0	1 801.0	0.0	1 801.0	1.15	4.005	-74.50	3.985/4.080	4.030	14
			18-09-2008	635049	12	0.0	1 975.0	1 770.0	0.0	1 770.0	1.12	4.026	-68.40	3.990/4.080	4.050	14
02-10-2007	04-10-2007		13-12-2007	626923	2	6 517.0	2 846.0	1 211.0	0.0	1 211.0	2.35	3.928	-62.40	3.920/4.000	3.940	13
			17-01-2008	627939	3	2 906.0	1 947.0	405.0	0.0	405.0	4.81	3.924	-87.10	3.915/4.000	3.930	7
			13-03-2008	629950	6	2 200.0	3 106.0	1 205.0	101.0	1 306.0	2.58	3.979	-77.40	3.970/4.050	3.985	11
09-10-2007	11-10-2007	3 859.0	13-12-2007	626923	2	7 728.0	2 345.0	806.0	31.0	837.0	2.91	3.936	-58.80	3.925/4.000	3.940	13
			17-01-2008	627939	3	3 311.0	1 927.0	401.0	0.0	401.0	4.81	3.932	-82.20	3.930/3.980	3.935	8
			16-10-2008	636054	12	0.0	3 465.0	1 805.0	0.0	1 805.0	1.92	4.025	-66.70	4.015/4.100	4.030	12
30-10-2007	01-11-2007		13-12-2007	626923	1	8 565.0	2 925.0	1 014.0	0.0	1 014.0	2.88	3.958	-19.90	3.940/4.000	3.965	14
			14-02-2008	628945	3	3 140.0	1 643.0	404.0	0.0	404.0	4.07	3.973	-63.40	3.965/4.050	3.980	9
			17-04-2008	630966	6	1 950.0	2 451.0	1 202.0	0.0	1 202.0	2.04	4.012	-59.40	3.995/4.080	4.020	13
13-11-2007	15-11-2007	4 521.0	13-12-2007	626923	1	9 579.0	3 065.0	610.0	0.0	610.0	5.02	3.939	-17.90	3.925/4.000	3.945	10
			14-02-2008	628945	3	3 544.0	1 950.0	404.0	0.0	404.0	4.83	3.969	-20.20	3.965/4.050	3.975	9
			13-11-2008	637060	12	0.0	2 760.0	1 605.0	0.0	1 605.0	1.72	4.026	-60.60	4.015/4.080	4.035	14
04-12-2007	06-12-2007		13-03-2008	629950	3	3 506.0	1 505.0	404.0	0.0	404.0	3.73	3.937	-92.10	3.925/4.020	3.950	10
			15-05-2008	631972	6	1 869.0	2 485.0	1 208.0	0.0	1 208.0	2.06	3.979	-81.60	3.970/4.040	3.990	13
11-12-2007	13-12-2007	10 189.0	13-03-2008	629950	3	3 910.0	1 762.0	417.0	0.0	417.0	4.23	3.885	-104.20	3.860/4.000	3.910	7
			18-12-2008	638076	12	0.0	3 198.0	1 602.0	151.0	1 753.0	2.00	4.107	-74.00	4.095/4.200	4.120	10

Placements "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" situation au 31 décembre 2007

Bon du Trésor - Fonds de vieillissement	Montant placé	Taux d'intérêt	Intérêts proratisés au 31/12/2007	Portefeuille au 31/12/2007	Montant à l'échéance finale
28/03/2002 - 15/04/2010	624 076 032.25 (1)	5.43384823	222 695 662.05	846 771 694.30	955 734 250.39
12/09/2002 - 15/10/2010	431 740 237.50 (2)	4.54934710	114 970 856.19	546 711 093.69	618 936 159.87
10/04/2003 - 15/04/2011	451 511 336.23 (3)	4.23497214	97 902 310.88	549 413 647.11	629 682 696.99
21/11/2003 - 17/10/2011	645 687 591.81 (4)	4.24719380	120 541 387.83	766 228 979.64	897 230 872.37
21/11/2003 - 16/04/2012	1 000 000 000.00 (4)	4.31747266	189 982 420.45	1 189 982 420.45	1 426 757 473.64
21/11/2003 - 15/04/2013	1 000 000 000.00 (4)	4.44964500	196 199 094.60	1 196 199 094.60	1 506 014 320.05
22/01/2004 - 15/10/2012	296 159 365.37 (5)	4.22902667	52 574 816.97	348 734 182.34	425 297 020.86
22/01/2004 - 15/04/2014	1 000 000 000.00 (5)	4.37400828	183 997 235.92	1 183 997 235.92	1 549 902 169.97
22/01/2004 - 15/04/2015	1 000 000 000.00 (5)	4.45786790	187 754 698.39	1 187 754 698.39	1 632 358 619.37
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000.00 (5)	4.56395979	192 521 059.07	1 192 521 059.07	1 726 649 079.02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000.00 (5)	4.67063142	197 327 847.09	1 197 327 847.09	1 830 675 165.94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000.00 (5)	4.74408188	200 646 036.29	1 200 646 036.29	1 934 933 570.10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000.00 (6)	4.20204082	168 923 528.47	1 418 923 528.47	2 258 592 546.19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000.00 (6)	4.24643832	170 786 074.89	1 420 786 074.89	2 369 231 756.61
20/05/2005 - 14/04/2021	442 653 633.07 (7)	3.76448399	44 985 462.12	487 639 095.19	797 041 035.55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202.07 (8)	4.01888850	22 579 697.78	578 207 899.85	995 830 949.11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398.98 (9)	4.32873520	5 181 699.81	181 845 098.79	319 446 696.28
Total	**13 124 119 797.28**		**2 369 569 888.80**	**15 493 689 686.08**	**21 874 314 382.31**

(1) UMTS (437 805 323.76); plus-value or (177 114 565.58); intérêts court terme (9 156 142.91)
(2) Bénéfices BNB (429 000 000.00); intérêts court terme (2 740 237.50)
(3) Dividende Belgacom (237 252 326.52); billets de banque (213 965 560.02); intérêts court terme (293 449.69)
(4) Credibe (2 645 687 591.81)
(5) Fonds de pension Belgacom (5 000 000 000.00); dividende Belgacom (290 000 021.25); intérêts court terme (6 159 344.12)
(6) Fadels (2 500 000 000.00)
(7) DLU (422 897 175.76); solde Credibe (19 754 399.06); intérêts court terme (2 058.25)
(8) Bénéfices BNB (211 934 919.75); dividende Belgacom (317 056 955.21); DLU (150 737.04); solde Credibe (26 477 330.62); intérêts court terme (8 259.45).

Organigramme (au 31/12/2007)

Administration générale de la Trésorerie
Jean-Pierre ARNOLDI, Administrateur général

Fonds de vieillissement
Jean-Pierre ARNOLDI

Financement de l'Etat et Marchés financiers
Marc MONBALIU, Administrateur

Service de support de la dette publique

Auditeur général des finances
O. VAN DRIESSCHE

10e Direction
Directeur
M. SEMPELS
Situation du Trésor
Prévisions de trésorerie

11e Direction
Directeur
F. ROUFOSSE
Comptabilité
Situation mensuelle de la Dette

12e et 13e Directions
Directeur
P. RAEPSAET
Service financier des emprunts
Imprimerie
Emprunts garantis par l'Etat
Emprunts émis par les Communautés et Régions
Contrôle financier des entreprises publiques

15e Direction
Premier attaché des finances
J. SMET
Grands-livres
Inscriptions nominatives

Agence de la dette

D1	**D2**	**D3**
Directeur B. RICHARD	Directeur J. DEBOUTTE	Directeur F. VAN BELLE
Front office	**1. Stratégie et gestion des risques**	**1. Back office**
Sous-directeur A. LECLERCQ	Sous-directeur B. DEBERGH	Sous-directeur Ph. LEPOUTRE
Sous-directeur S. DE SMEDT		
	2. Marketing et développement de produits	**2. Systèmes**
	. . .	Sous-directeur TH. GEELS

Auditeur-Conseiller
Erik ANNÉ

Marchés et Services Financiers
Auditeur général
V. BUYDENS

Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique

Primary Dealers

ABN AMRO BANK (London Branch)	250 Bishopsgate, GB-London EC2M 4AA
BARCLAYS BANK PLC	5 The North Colonnade, Canary Wharf, GB-London E14 4BB
CALYON	Quai du Président Paul Doumer 9, F-92920-Paris La Défense Cédex
CITIGROUP GLOBAL MARKETS LTD	Citigroup Centre, 33 Canada Square, Canary Wharf, GB-London E14 5LB
DEUTSCHE BANK AG	Taunus Anlage 12, D-60262-Frankfurt
DEXIA BANQUE SA / DEXIA BANK NV	Boulevard Pacheco 44, B-1000-Bruxelles / Pachecolaan 44, B-1000-Brussel
DRESDNER BANK AG	Jürgen Pronto Platz 1, D-60301 Frankfurt am Main
FORTIS BANQUE SA / FORTIS BANK NV	Rue Montagne du Parc 3, B-1000-Bruxelles / Warandeberg 3, B-1000-Brussel
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	Peterborough Court, 133 Fleet Street, GB-London EC4A 2BB
HSBC FRANCE	Avenue des Champs Elysées 103, F-75008-Paris
ING BANK NV	Amstelveenseweg 500, NL-1081 KL Amsterdam
JP MORGAN SECURITIES LTD	125 London Wall, GB-London-EC2Y 5AJ
KBC BANK NV	Havenlaan 12, B-1080-Brussel / Avenue du Port 12, B-1080-Bruxelles
MORGAN STANLEY & CO INT. PLC	25 Cabot Square - Canary Wharf, GB-London-E14 4QW
SOCIETE GENERALE	Cours Valmy 17, Tour Société Générale, F-92987-Paris-La Défense Cédex
UBS LIMITED	100 Liverpool street, GB-London EC2M 2RH

Recognized Dealers

LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (Europe)	One Broadgate, GB-London EC2M 7HA
NOMURA INTERNATIONAL PLC	Nomura House, 1 St Martin's-le-Grand, GB-London EC1A 4NP
NORDEA BANK	Christiansbro, 3 Strandgade, DK-0900 Copenhagen PO Box 850

BTB Dealers

FORTIS BANQUE SA / FORTIS BANK NV	Rue Montagne du Parc 3, B-1000-Bruxelles / Warandeberg 3, B-1000-Brussel
CITIBANK INTERNATIONAL PLC	Citigroup Centre, 33 Canada Square, Canary Wharf, GB-London E14 5LB
DEUTSCHE BANK AG (London Branch)	Winchester House, 1 Great Winchester Street, GB-London EC2N 2DB
DEXIA BANQUE SA / DEXIA BANK NV	Boulevard Pacheco 44, B-1000-Bruxelles / Pachecolaan 44, B-1000-Brussel
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	Peterborough Court, 133 Fleet Street, GB-London EC4A 2BB
KBC BANK NV	Havenlaan 12, B-1080-Brussel / Avenue du port 12, B-1080-Bruxelles
UBS LIMITED	100 Liverpool Street, GB-London EC2M 2RH

Etablissements placeurs bons d'Etat

AXA BANQUE BELGIUM	Grote Steenweg, 214	2600 Antwerpen
BKCP-CREDIT PROFESSIONNEL	Avenue des Arts, 6-9	1210 Bruxelles
ING BELGIUM	Avenue Marnix, 24	1000 Bruxelles
CREDIT AGRICOLE	Bd Sylvain Dupuis, 251	1070 Bruxelles
BANQUE DEGROOF	Rue de l'Industrie, 44	1040 Bruxelles
DEUTSCHE BANK	Avenue Marnix, 13-15	1000 Bruxelles
DEXIA BANQUE	Boulevard Pachéco, 44	1000 Bruxelles
DIERICKX, LEYS ET CIE, Banque de Titres	Kasteelpleinstraat, 44-46	2000 Antwerpen
BANQUE FORTIS	Montagne du Parc, 3	1000 Bruxelles
BANQUE KBC	Avenue du Port, 2	1080 Bruxelles
LELEUX ASSOCIATED BROKERS	Rue du Bois Sauvage, 17	1000 Bruxelles
BANQUE DE LA POSTE	Rue des Colonies, 56	1000 Bruxelles
VAN DE PUT ET CIE, Banque de Titres	Van Putlei, 74-76	2018 Antwerpen
VDK SPAARBANK	Sint-Michielsplein, 16	9000 Gent
WEST-VLAAMSE BANK	Adriaan Willaertstraat, 9	8000 Brugge

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

Pour tout renseignement complémentaire:
Agence de la Dette
didier.deletrain@minfin.fed.be

Lay-out et photos:
Filip Overmeire et Philippe Hubert

http://www.debtagency.be