ROYAUME DE BELGIQUE

Service Public Fédéral FINANCES

Administration générale de la Trésorerie

Dette de l'Etat Fédéral

Rapport annuel

2008

AGENCE DE LA DETTE

.be

RAPPORT ANNUEL 2008

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

http://www.debtagency.be

D/2009/0676/2

Juin 2009

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 2008 9

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

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2008 12

Partie 2: La politique de financement en 2008 17

1. Besoins et moyens de financement en 2008 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 25
c. Bons d'Etat 28
d. Strips 28

2.2. Des produits taillés sur mesure 31
a. "Belgian Treasury Bills" en EUR et en devises 31
b. Bons du Trésor – Fonds de vieillissement 32
c. Emission inaugurale d'une obligation en USD sous le nouveau programme EMTN 32

3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques 33

3.1. Le risque de change 33

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. L'impact de la crise financière sur le financement de l'Etat fédéral 38
1.1. Le financement de certaines institutions financières belges 38
1.2. L'octroi d'une garantie de l'Etat dans le cadre de la crise financière 38
1.3. Le regain d'intérêt pour les bons d'Etat
Etude par le Trésor sur la faisabilité d'une émission d'un bon d'Etat lié à l'inflation 40
1.4. Modification dans la distribution de la dette fédérale belge 41

2. Le lancement du programme d'Euro Medium Term Notes (EMTN) 43
2.1. Une nouvelle stratégie 43
2.2. La mise en oeuvre de cette stratégie par l'élaboration d'un programme EMTN 43

3. Le lancement du trading électronique interdealer sur plusieurs plates-formes. 44

4. Mise en oeuvre du système de comptabilité générale en partie double pour la dette de l'Etat fédéral belge 45

5. Les indicateurs de performance: une contribution au contrôle de gestion 46

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 2009

AVANT-PROPOS DE DIDIER REYNDERS,

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

L'année 2008 restera marquée par une crise du système financier d'une ampleur sans précédent dont les premiers signes étaient déjà apparus depuis la moitié de l'année précédente. Inévitablement, après des années d'une croissance économique ininterrompue à l'échelle mondiale, un renversement s'est produit pour la plupart des régions du monde, avec l'apparition de taux négatifs.

Alors que les premiers mois de 2008 avaient encore été marqués par une résurgence de pressions inflationnistes due à la hausse des prix des produits pétroliers et des matières premières, celles-ci se sont rapidement estompées et ont même cédé le pas à un risque de déflation.

Tout comme les autres pays de la zone euro, la Belgique en a subi les effets négatifs, avec une chute de la croissance économique et une détérioration des finances publiques.

Les marchés financiers ont subi un véritable séisme dès le milieu de l'année, qui n'a fait que s'amplifier à partir de la mi-septembre avec la faillite aux Etats-Unis d'une importante banque d'affaires.

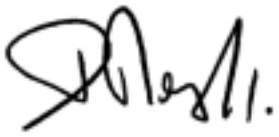
Le secteur financier belge a implosé et, ce qui était impensable quelques mois encore auparavant, à savoir un risque de faillites d'établissements bancaires systémiques, s'est réalisé. Seule une action décisive et urgente des autorités et de l'Etat fédéral en particulier a permis d'éviter le pire grâce à des interventions sur un double front : apporter du financement aux banques en difficultés et rassurer les déposants.

Néanmoins, le mal était fait et la confiance dans le système financier s'est effondrée, portant les niveaux des primes de risque à des sommets. Les émetteurs souverains ont pleinement retrouvé leur statut "de havre de stabilité". Pour la Belgique, ce phénomène s'est notamment manifesté à l'occasion de l'émission de décembre des bons d'Etat, produit grand public, qui a rencontré un grand succès et rapporté près de 500 millions d'euros.

En plus de sa mission traditionnelle, le Trésor a été amené à mobiliser les montants importants, et à bref délai, nécessaires pour financer les interventions de l'Etat en faveur du secteur financier, surtout bancaire, belge. Plus de 20 milliards d'euros ont pu être levés, en plus des montants nécessaires pour refinancer les échéances 2009 des emprunts et pour couvrir le déficit budgétaire. La dégradation des finances publiques ainsi que les interventions exceptionnelles inhérentes à la crise ont eu pour effet une remontée du ratio d'endettement de notre pays. Ce phénomène n'est pas propre à la Belgique, l'ensemble des pays étant confrontés à une forte augmentation des déficits budgétaires et une hausse de leur dette publique.

Malgré les besoins de financement accrus et les interventions exceptionnelles, leur coût pour le budget a pu être contenu grâce à la baisse des taux d'intérêt surtout à court terme, dont notre pays a tiré parti, et à la grande liquidité du marché de l'euro. En 2008, la part des charges d'intérêt dans le budget fédéral a même spectaculairement baissé, passant largement sous le seuil des 20 %.

Le Ministre des Finances,



Didier Reynders

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE DE L'ETAT

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

	2008	2007
I. Encours des principaux instruments de la dette de l'Etat fédéral		
1. Encours brut de la dette fédérale	310.83	285.81
- Financements et placements du Trésor	0.00	0.50
- Financement autres entités	1.42	0.64
- Titres en portefeuille	6.55	8.92
- Réserve pour placements	0.00	0.00
- Financement Fonds des Rentes	0.01	0.03
Encours net de la dette fédérale	302.85	275.72
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR:	306.31	284.87
- Obligations linéaires (OLO)	225.42	220.90
- Emprunts classiques	0.05	0.05
- Bons d'Etat	5.43	6.28
- Certificats de Trésorerie	41.52	30.39
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	16.18	15.49
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	4.64	1.48
- Emprunts privés, interbancaires et divers	10.72	9.32
- Dette émise en devises et swappée en EUR	1.74	0.37
- Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0.61	0.59
En % de la dette en EUR:		
- Obligations linéaires	73.59 %	77.54 %
- Emprunts classiques	0.02 %	0.02 %
- Bons d'Etat	1.77 %	2.20 %
- Certificats de Trésorerie	13.55 %	10.67 %
- Autres	11.06 %	9.57 %
B. Instruments en monnaies étrangères:	4.52	0.94
- Dette à long et moyen termes	0.60	0.94
- "Belgian Treasury Bills" en devises	3.92	0.00
II. Evolution de l'encours net de la dette de l'Etat fédéral sur l'année		
1. Evolution (en milliards d'EUR)	27.92	-0.94
- Solde net à financer (SNF)	27.45	3.78
- Reprise de dettes	0.00	2.08
- Différences de change	-0.25	-0.05
- Capitalisation d'intérêts	0.69	0.66
- Divers	0.00	0.00
- Dette de certains organismes	0.03	-7.41
2. Evolution (en %)	8.98 %	-0.33 %

	2008	2007
III. Caractéristiques de la dette de l'Etat fédéral		
1. Rating octroyé par les différentes agences de rating		
- Rating pour le long terme (S&P/Moody's/Fitch)	AA+/Aa1/AA+	AA+/Aa1/AA+
2. Répartition selon les monnaies		
- Dette en EUR	98.55 %	99.67 %
- Dette en devises	1.45 %	0.33 %
3. Répartition selon le terme		
- Long et moyen terme (>1 an)	81.31 %	86.74 %
- Court terme	18.69 %	13.26 %
4. Répartition selon le taux		
- Taux fixe	81.72 %	87.12 %
- Taux variable	18.28 %	12.88 %
5. Duration effective de la dette en EUR	4.48	4.68
Duration effective de la dette en devises	0.10	0.13
6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	11.77	12.32
7. Taux d'intérêt moyen pondéré	4.30 %	4.56 %
8. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %	17.47 %	26.91 %
IV. Passage de la dette fédérale (Trésor) à la dette de l'ensemble des pouvoirs publics		
1. Encours de la dette fédérale	310.83	285.81
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (1)	8.61	8.91
3. Dette des Communautés et Régions et des pouvoirs locaux	30.66	29.53
4. Effet de consolidation	41.36	43.07
5. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4)	308.74	281.18
6. PIB	344.21	334.92
7. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (5/6)	89.70 %	84.00 %

(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 2008

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

Economie belge

Dans le contexte de la crise financière mondiale qui s'est aggravée à la fin du troisième trimestre de 2008, après l'annonce aux Etats-Unis de la défaillance d'une banque de premier plan, l'économie belge a affiché, pour l'année sous revue, un taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) estimé à 1.1%, en recul par rapport à l'année précédente (+2.6%). Ce résultat doit être nuancé dans la mesure où il masque une détérioration progressive et, au quatrième trimestre de 2008, un effondrement de l'activité économique. La crise financière s'est en effet transmise à l'économie réelle et a, entre autres, résulté en un ralentissement des échanges commerciaux, une chute de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs, une baisse des cours boursiers, un durcissement des conditions d'octroi de crédits par les banques et une diminution de la demande. Ce résultat s'est inscrit dans le sillage de la croissance mondiale en diminution et estimée à 3.8% (contre 5% en 2007) et de celle de la zone euro estimée à 0.8% (contre 2.7% en 2007).

Durant le premier semestre de 2008, la montée de l'inflation a été spectaculaire en Belgique et due essentiellement à la forte augmentation du coût des matières premières et, en particulier, des produits pétroliers. C'est ainsi que l'inflation, mesurée par l'augmentation de l'indice des prix à la consommation harmonisé, a atteint en juillet un pic de 5.9%. Dans la seconde partie de l'année, la diminution des prix des matières premières a exercé un effet à la baisse sur l'inflation, qui s'est encore élevée sur l'ensemble de l'année 2008 à 4.5%.

Taux d'intérêt

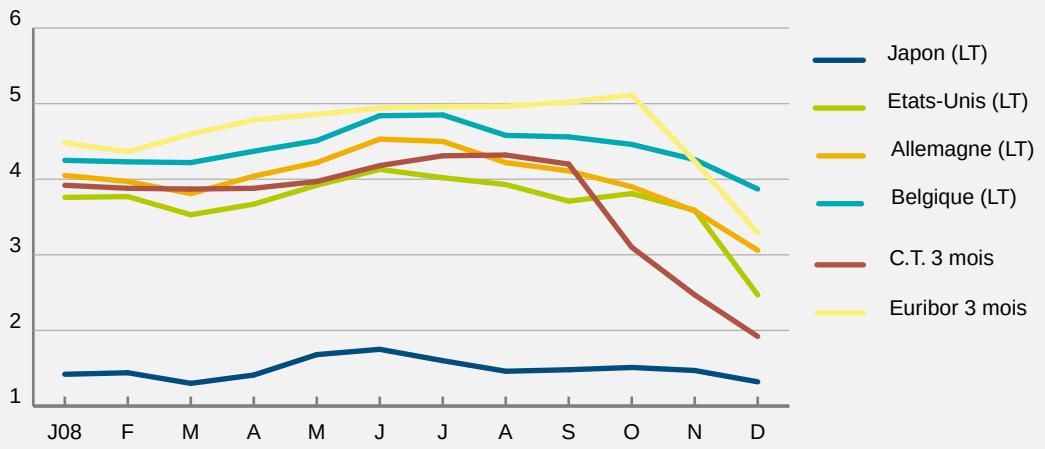
A quelques exceptions près, les taux d'intérêt dans la zone euro et aux Etats-Unis ont affiché un profil haussier pendant le premier semestre de 2008 et ce tant sur le segment du long terme que sur celui du court terme. Dans le courant du deuxième semestre, les taux ont diminué plus ou moins sensiblement en fonction des différentes perceptions de la gravité de la crise ainsi qu'en fonction des politiques monétaires suivies. Ils ont évolué différemment en fonction des risques de crédit.

Les taux interbancaires sont restés relativement élevés sous l'effet de la crise financière. Ils se sont caractérisés par des primes de risque importantes. Mise-à-part une diminution en janvier, l'Euribor à 3 mois, par exemple, a ainsi augmenté jusqu'à s'élever, en moyenne, à 5.12% en octobre. Il a cependant ensuite diminué sous l'effet des mesures prises par le Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne - politique de satisfaction intégrale des demandes de liquidités renforcée par des baisses successives des taux directeurs de la politique monétaire – pour atteindre 3.29% en décembre.

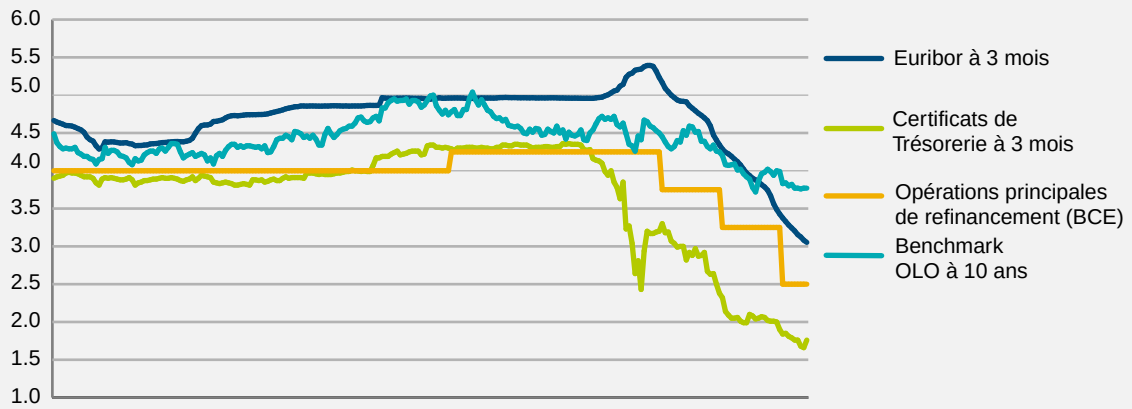
Etats-Unis

Sous l'effet de l'aggravation de la crise financière – qui a engendré une contraction de l'activité économique américaine au second semestre 2008 – la croissance aux USA ne s'est plus élevée qu'à 1.4% du PIB sur l'ensemble de l'année sous revue. C'est dans ce contexte que, outre la fourniture, sous diverses formes, de liquidités aux institutions financières, la Réserve Fédérale a, à plusieurs reprises, abaissé ses principaux taux directeurs. Ainsi, le taux cible des fonds fédéraux est passé de 4.25% à la fin de 2007 à une fourchette de 0 à 0.25% en 2008. Ces interventions répétées surtout à la fin de l'année et l'aggravation de la crise financière ont favorisé une diminution des taux garantis alors que les taux des obligations d'entreprises continuaient de leur côté à intégrer des primes de risque importantes par rapport aux emprunts d'Etat de référence. La pente de la courbe des taux américaine est restée positive en 2008 et relativement accentuée jusque dans le segment du 10 ans.

G1. Moyennes des taux d'intérêt (en %) à 3 mois et moyennes des rendements des emprunts de référence à 10 ans en 2008



G2. Evolution des taux d'intérêt (en %) en 2008 (zone euro)



G3. Différentiels de taux entre les "Bunds" et les OLO à 10 ans sur une base journalière en 2008 ("asset swap spreads") (en points de base)

De janvier à décembre 2008

Zone euro

Contrairement à la politique monétaire menée depuis la fin de l'année 2007 aux USA et allant dans le sens de l'assouplissement, dans la zone euro, les taux directeurs sont restés inchangés durant le premier semestre de 2008. En raison d'une détérioration des anticipations inflationnistes, le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a été relevé de 4% à 4.25 % en juillet 2008. Dans la seconde partie de l'année, lorsque la crise financière s'est aggravée, la Banque Centrale Européenne (BCE) a décidé, outre des injections de liquidités pour pallier les défaillances du marché interbancaire, un assouplissement de sa politique monétaire en abaissant progressivement ses taux directeurs. Ainsi, le principal taux directeur a été ramené en quatre étapes de 4.25% en octobre à 2.5% en décembre 2008. Les inflexions de la politique monétaire et l'aggravation de la crise ont ainsi influencé à la baisse les taux à court et long termes. La pente de la courbe des taux est restée positive en 2008 du moins jusque dans le segment du 15 ans.

Belgique

Sur les marchés financiers belges, les taux ont suivi une évolution comparable à ceux de la zone euro: de manière générale, une augmentation dans le premier semestre suivie d'une diminution dans le courant du second semestre de l'année sous revue. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont ainsi passés, en moyenne, de 3.92% en janvier à 4.32% en août. Ils ont ensuite baissé pour atteindre, en moyenne, 1.92% à la fin de l'année 2008. Les taux interbancaires ont baissé plus tard dans l'année. Ainsi, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de 4.48% en janvier à 5.11% en octobre pour ensuite redescendre et atteindre 3.29% à la fin de l'année. L'on notera que les spreads entre les certificats et l'Euribor sont restés à des niveaux élevés à l'avantage du Trésor. Ainsi, le spread à 3 mois s'est élevé en moyenne sur l'année 2008 à 97 points de base avec un pic à 201 points de base en octobre pour ensuite diminuer et atteindre à la fin de l'année 137 points de base.

En ce qui concerne le long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans est passé, en moyenne, de 4.25% en janvier à 4.85% en juillet pour ensuite redescendre et atteindre 3.87% en décembre 2008.

Le différentiel d'intérêt entre les emprunts de référence belges et allemands à 10 ans, calculé en termes de "asset swap spreads", a augmenté en 2008. Il est passé de 16 points de base au début de l'année à 89 points de base à la fin décembre. Cette augmentation peut s'expliquer par le contexte de crise qui s'est caractérisé par un "flight to quality" de la part des investisseurs: ceux-ci ont manifesté une aversion croissante au risque et ont accordé leur préférence aux obligations allemandes jouissant de la plus grande liquidité au sein de la zone euro.

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2008

En 2008, les comptes de l'ensemble des administrations publiques se sont clôturés par un déficit équivalent à 1.2% du PIB.

Selon le programme de stabilité 2008-2011, la réalisation d'un équilibre budgétaire était attendue. Cet objectif était par ailleurs associé à la poursuite du programme de réformes destiné à dynamiser l'activité économique et l'emploi, à une amélioration de la politique sociale et à une série d'initiatives dans des domaines prioritaires.

Le déficit enregistré s'explique en partie par des facteurs d'ordre conjoncturel. Suite à l'intensification de la crise financière, l'année 2008 s'est en effet caractérisée par une dégradation soudaine et brutale de l'environnement économique.

Les hypothèses macroéconomiques du budget 2008 se référaient au budget économique de janvier 2008. Une croissance du PIB de 1.9% et un taux d'inflation de 3% étaient alors prévus. Ces hypothèses, entièrement valables à l'époque, ont été révisées lors du contrôle budgétaire de juillet 2008. Celui-ci s'est fondé sur les estimations du budget économique de juin 2008, avec une croissance du PIB réduite à 1.7% et un taux d'inflation relevé à 4.6%.

L'engagement envers un équilibre budgétaire a été confirmé, grâce à une stricte maîtrise des dépenses des départements.

Les prévisions économiques ont dû être revues à la baisse à différentes reprises au fil du temps. Lors de l'élaboration du budget 2009 à l'automne 2008, les prévisions budgétaires pour le budget 2008 ont été actualisées, donnant lieu à une estimation d'un déficit de 0.3% du PIB. Compte tenu des circonstances, les possibilités d'intervention sur le budget 2008 sont apparues relativement limitées. Il a été décidé de s'écarter de l'objectif initial, qui n'aurait pu être atteint que par des opérations ponctuelles ou des mesures de restriction budgétaire susceptibles d'accentuer le fléchissement économique en cours.

Le rythme de croissance du PIB s'est graduellement affaibli au cours des 3 premiers trimestres 2008 et s'est même inscrit en net repli lors du 4ème trimestre, avec un recul de 1.7% par rapport au trimestre précédent. Selon les dernières estimations de la Banque nationale de Belgique de mars 2009, la croissance économique en 2008 atteindrait seulement 1.1% du PIB, alors que l'inflation se serait stabilisée à 4.5%.

La dégradation du contexte conjoncturel a eu une incidence sensible sur l'évolution des dépenses et des recettes fiscales. L'écart par rapport aux prévisions se marque en particulier au niveau des recettes provenant de la TVA et des versements anticipés des sociétés et des indépendants. Par ailleurs, la moindre croissance des recettes fiscales s'explique par l'anticipation partielle de l'indexation des barèmes fiscaux. Concernant les dépenses, un report de dépenses relativement important a également été résorbé, suite à l'accélération du rythme de paiement des factures à la fin 2008.

Evolution au niveau des différents sous-secteurs

D'après les données disponibles en mars 2009, le déficit au niveau de l'ensemble des pouvoirs publics se décompose en un déficit de 1.2% au niveau de l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et un équilibre au niveau de l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux).

Les réalisations sont par conséquent inférieures aux objectifs fixés, tant pour l'Entité I que pour l'Entité II.

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

	2007 Réalisations	2008 Objectifs	2008 Estimations
Ensemble des pouvoirs publics	-0.2	0.0	-1.2
Entité I	-0.5	-0.2	-1.2
Pouvoir fédéral	-1.1	-0.6	-1.7
Sécurité sociale	0.5	0.4	0.5
Entité II	0.3	0.2	0.0
Communautés et Régions	0.4	0.1	0.0
Pouvoirs locaux	-0.1	0.1	0.0

Au sein de l'Entité I, le Pouvoir fédéral enregistre un déficit de 1.7% du PIB alors que la Sécurité sociale réalise un excédent de 0.5% du PIB. En plus des facteurs déjà mentionnés, le déficit du Pouvoir fédéral est attribuable à la forte hausse des transferts en faveur des Communautés et Régions ainsi qu'à la Sécurité sociale. La croissance des recettes de cotisations sociales et la baisse des dépenses d'allocations de chômage expliquent également l'excédent dégagé au niveau de la Sécurité sociale.

Dans l'Entité II, les comptes des Communautés et Régions et des Pouvoirs locaux sont proches de l'équilibre. L'évolution par rapport à 2007 est partiellement due à la reprise par la Région flamande d'une partie de la dette des communes sous sa tutelle.

Recettes et dépenses

Les recettes fiscales et parafiscales se sont inscrites en augmentation, passant de 43.3% du PIB en 2007 à 43.7% du PIB en 2008. Cet accroissement résulte exclusivement de la hausse des prélèvements sur les revenus du travail, malgré l'introduction de nouveaux allégements de charges sur le travail, telle que la hausse de la quotité de revenu exemptée d'impôt ou la majoration du bonus à l'emploi. Les autres catégories de recettes fiscales ont par contre enregistré une diminution, sur fond de crise financière et de ralentissement de l'activité économique.

L'augmentation des prélèvements sur les revenus du travail est en fait due à la part croissante de ces revenus dans le PIB et à la progressivité du système d'imposition. Dans le contexte de l'accélération de l'inflation, les recettes du précompte professionnel ont augmenté plus rapidement que les revenus du travail, étant donné que l'indexation des barèmes fiscaux s'effectue sur la base de l'inflation observée l'année précédente. L'indexation anticipée de ces barèmes en octobre 2008 a néanmoins permis de modérer cette croissance. En outre, les cotisations sociales des indépendants ont enregistré une nette progression en raison de l'introduction des petits risques dans l'assurance obligatoire soins de santé.

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

	2007 Réalisations	2008 Estimations
Recettes totales	48.1	48.6
dont recettes fiscales et parafiscales	43.3	43.7
Dépenses primaires	44.5	46.1
Dépenses totales	48.3	49.8

Les dépenses primaires ont connu une augmentation sensible par comparaison à l'année précédente, en s'établissant à 46.1% du PIB. Cette hausse s'explique essentiellement par le fait que la croissance des prix dont dépendent les dépenses des pouvoirs publics a été plus prononcée que celle du déflateur du PIB.

La combinaison des recettes et des dépenses primaires donne lieu à un tassement du solde primaire à 2.5% du PIB. Ce résultat est en retrait par comparaison à l'objectif du programme de stabilité.

La charge d'intérêts sur la dette publique a représenté 3.7% du PIB, en diminution de seulement 0.1% par rapport à 2007.

Ce léger recul de la charge d'intérêts sur la dette s'explique par deux facteurs. D'une part, le taux d'intérêt implicite sur la dette s'est inscrit en léger repli: la hausse des taux d'intérêts à court terme a pu être plus que compensée par la réduction continue du taux d'intérêt implicite sur la dette à long terme.

D'autre part, le taux d'endettement a diminué au cours de l'année, préalablement aux interventions du gouvernement belge à partir de fin septembre pour soutenir le secteur financier dans le contexte de la crise financière.

Ces opérations, principalement des injections de capitaux au profit d'institutions financières, ont en effet entraîné un accroissement du taux d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics et aussi limité la baisse de la charge d'intérêts. A la fin de l'année 2008, ce taux d'endettement s'élevait à 89.7% du PIB, contre 84.0% en 2007. L'impact des mesures de soutien au secteur financier sur le taux d'endettement est équivalent à 6.3% du PIB. En l'absence de ces interventions, le taux d'endettement aurait dès lors poursuivi sa diminution pour représenter 83.4% du PIB.

Comparaison européenne

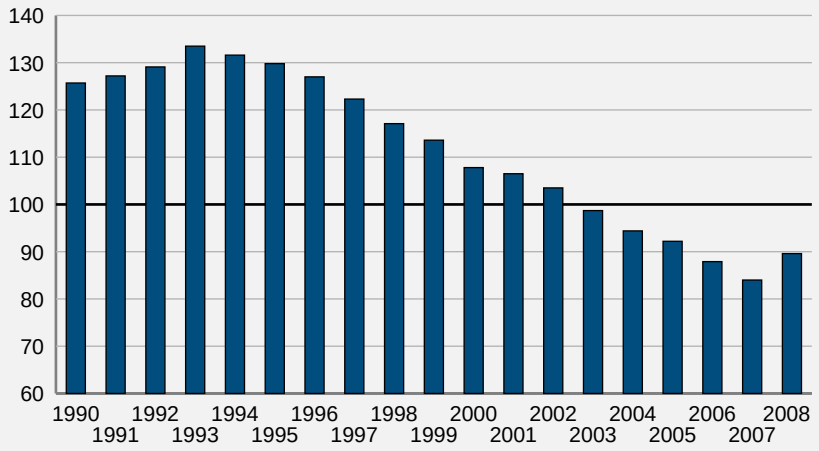
Malgré le déficit budgétaire de 1.2 % du PIB en 2008, le solde de financement des pouvoirs publics belges est inférieur au solde de financement moyen de la zone euro, qui affiche un déficit de 1.7% du PIB, selon les estimations de la Commission européenne (CE) de janvier 2009. Les résultats au niveau du solde primaire reflètent également de meilleures performances. Ce solde représente 2.5% du PIB pour la Belgique, alors qu'il s'élève en moyenne à 1.3% du PIB dans la zone euro.

Le programme de stabilité 2009-2013

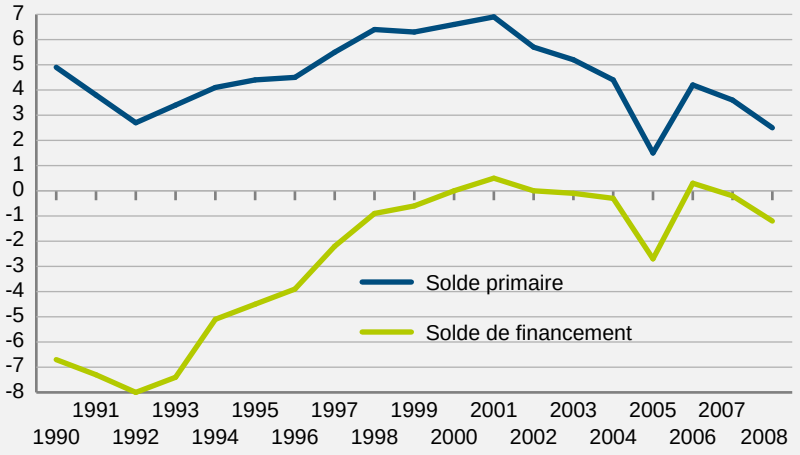
Le programme de stabilité 2009-2013 présente les grandes lignes directrices de la politique budgétaire belge.

Concernant le court terme, les projections économiques s'avèrent particulièrement sombres et entourées de nombreuses incertitudes. Pour 2009, le gouvernement s'est basé sur un déficit de 3.4% du PIB pour l'ensemble des administrations publiques, lors de son contrôle budgétaire de février 2009. Dans le contexte de la crise économique, un déficit temporaire a été jugé acceptable, de façon à laisser jouer les stabilisateurs automatiques et favoriser la reprise économique.

G4. Evolution du taux d'endettement de 1990 à 2008 (en % du PIB)



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



Par ailleurs, dans la lignée du plan d'action proposé par la CE, un plan de relance a été élaboré par le gouvernement fédéral, conjointement avec les Régions et les partenaires sociaux. Ce plan, qui intègre notamment les mesures de l'accord interprofessionnel 2009-2010, vise à restaurer la confiance et soutenir l'activité économique, en renforçant la compétitivité des entreprises et le pouvoir d'achat de la population.

Malgré ce déficit, assurer la soutenabilité à long terme des finances publiques belges demeure un objectif majeur. A l'automne 2009, lors de la confection du budget 2010, le gouvernement élaborera un programme pluriannuel en vue de rejoindre progressivement l'équilibre budgétaire dès la reprise de l'activité économique.

Le programme définit une trajectoire devant permettre de résorber les déficits. Celle-ci se fonde sur l'avis du Conseil supérieur des Finances (CSF) de mars 2009, demandé par le gouvernement fédéral afin de définir une trajectoire budgétaire pour répondre au défi du vieillissement démographique. Le CSF recommande un retour à l'équilibre, de préférence en 2013 et au plus tard en 2015, en fonction de l'évolution des perspectives économiques.

Le scénario proposé tient compte de la dynamique de la croissance économique. Il prévoit un effort struc-

turel annuel de 0.5% du PIB par rapport à une politique inchangée. Cet effort est augmenté en cas de croissance économique plus élevée. Conformément aux recommandations du CSF, cet effort sera réparti de manière claire et équilibrée, tant au niveau des différentes entités qu'au niveau des recettes et dépenses. Un renforcement de la lutte contre la fraude tant fiscale que sociale sera également opéré.

Sur la base des hypothèses de croissance économique retenues dans le programme, un équilibre en terme nominal et structurel sera réalisé en 2015. Etant donné l'incertitude conjoncturelle, la trajectoire pourra être ajustée en fonction de l'évolution économique et des éventuelles adaptations des options politiques réalisées au niveau européen.

PARTIE 2

AGENCE DE LA DETTE

PARTIE 2. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2008

1. Besoins et moyens de financement en 2008

Les besoins de financement

En 2008, le Trésor a dû financer un montant beaucoup plus important qu'initialement prévu. Tout d'abord, la rapide aggravation de la situation économique a eu pour conséquence que le déficit budgétaire au sens strict s'est élevé à 7.43 milliards au lieu des 3.00 milliards d'EUR prévus. En outre, dans le courant du quatrième trimestre 2008, le Trésor a injecté via la SFPI un montant total de 20.02 milliards d'EUR sous la forme de prises de participations et de prêts - convertis au taux de change du moment pour ce qui est du financement en monnaies étrangères – en vue de financer différentes institutions financières belges. Etant donné que, comme l'on s'y attendait, aucun montant n'a été transféré au Fonds de vieillissement, le déficit de caisse au sens large s'est élevé sur l'année 2008 à 27.45 milliards d'EUR, soit 24.45 milliards d'EUR de plus qu'initialement prévu.

T3. Le financement du Trésor en 2008 (en milliards d'EUR)

	Plan de financement (1)		Réalisation au 31/12/2008	
I. Solde brut à financer 2008		**32.99**		**57.34**
1. Déficit budgétaire:		3.00		27.45
- Déficit budgétaire (au sens strict)	3.00		7.43	
- Transferts au Fonds de vieillissement	0.00		00.00	
- Participations dans/prêts aux institutions financières	0.00		20.02	
2. Dette venant à échéance en 2008		26.49		26.51
- Dette à moyen et long termes en EUR	26.00		26.02	
- Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0.49		0.49	
3. Préfinancement de titres échéant en 2009		3.50		3.28
- Rachats	3.50		3.28	
4. Autres besoins de financement		0.00		0.10
II. Moyens de financement 2008		**29.60**		**33.80**
1. Emissions à moyen et long termes en EUR		27.60		32.43
- OLO	27.00		31.75	
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	0.00		0.00	
- Instruments destinés aux particuliers	0.60		0.68	
- Divers	0.00		0.00	
2. Emissions à moyen et long termes en devises et/ou produits structurés		2.00		1.36
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0.00**		**4.31**
IV. Variation dans le stock des certificats de Trésorerie (2)		**-0.11**		**11.13**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**3.50**		**8.10**

(1) Tel que publié le 11 décembre 2007.
(2) Le 1er janvier 2008, le montant en circulation sur les certificats de Trésorerie s'élevait à 30.39 milliards d'EUR.

En outre, le Trésor a dû refinancer des échéances de dettes à long terme pour un montant de 26.51 milliards d'EUR. Enfin, le préfinancement de l'année 2009 qui s'est opéré sous la forme de rachats anticipés d'OLO s'est élevé à 3.28 milliards d'EUR. Ce dernier résultat en matière de rachats correspondait au montant initialement prévu de 3.50 milliards d'EUR.

Pour 2008, le besoin brut de financement s'est ainsi élevé au total à 57.34 milliards d'EUR alors qu'ils étaient estimés au début de l'année à 32.99 milliards d'EUR.

Les moyens de financement

Pour faire face à une telle augmentation – importante et si rapide - des besoins de financement, le Trésor a dû émettre des montants plus élevés sur la dette à court terme.

L'encours des certificats de Trésorerie a ainsi augmenté de 11.13 milliards d'EUR au lieu de la quasi-stabilisation à laquelle l'on s'attendait. Les encours des autres emprunts à court terme, tels les "Belgian Treasury Bills" et les emprunts interbancaires, ont également sensiblement augmenté. Une partie de ceux-ci ont été effectués en monnaies étrangères étant donné que les injections de capital ainsi que les prêts aux institutions financières ont dû être partiellement effectués en devises.

Le Trésor a également dû émettre un montant plus élevé en OLO que ce qui avait été initialement prévu. L'importante demande pour du papier souverain a même abouti à un montant record de 31.75 milliards d'EUR d'émission en OLO, soit 4.75 milliards de plus que prévu. L'objectif d'émettre 2 milliards d'EUR dans le cadre du nouveau programme "Euro Medium Term Notes" n'a toutefois pas été atteint, l'émission n'ayant rapporté au total que l'équivalent de 1.36 milliard d'EUR. Enfin, le succès de la quatrième émission de bons d'Etat en décembre 2008 a permis de réaliser l'objectif d'émettre 0.60 milliard d'EUR en bons d'Etat sur une base annuelle.

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 2008, le Trésor belge a émis des OLO pour un montant de 31.75 milliards d'EUR. Pour le lancement de trois nouveaux emprunts de référence, il a eu recours à deux reprises à la technique de la syndication et, de manière inhabituelle pour l'émission d'un nouvel emprunt, à la méthode de l'adjudication. Durant l'année sous revue, le Trésor a également organisé cinq adjudications d'OLO.

Syndications - OLO 52

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 52. 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 52, portant comme échéance finale le 28 mars 2018, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers Citigroup, Fortis Bank, HSBC et UBS. 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 7 milliards d'EUR et a concerné 155 investisseurs. Le montant finalement émis a été de 4 milliards d'EUR.

Etant donné la volatilité accrue du marché, ce résultat peut être considéré comme très satisfaisant. Au cours du premier jour de l'émission, les marchés européens des actions ont fortement chuté entrainant un élargissement des spreads des souverains européens par rapport à l'Allemagne. La poursuite de l'élargissement des spreads après la chute des marchés des actions asiatiques a entraîné une modification de l'indication de prix initiale. Le spread

Syndication

Une syndication est une technique d'émission par laquelle le Trésor fait appel à un syndicat de banques, en l'occurrence ses primary dealers, 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.

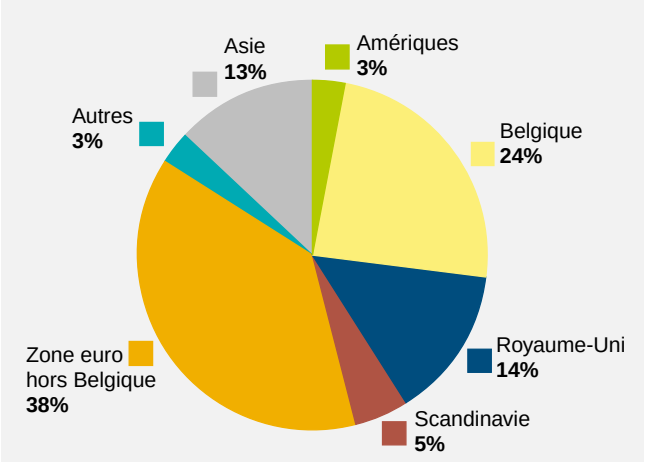
Mixed pot syndication

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:

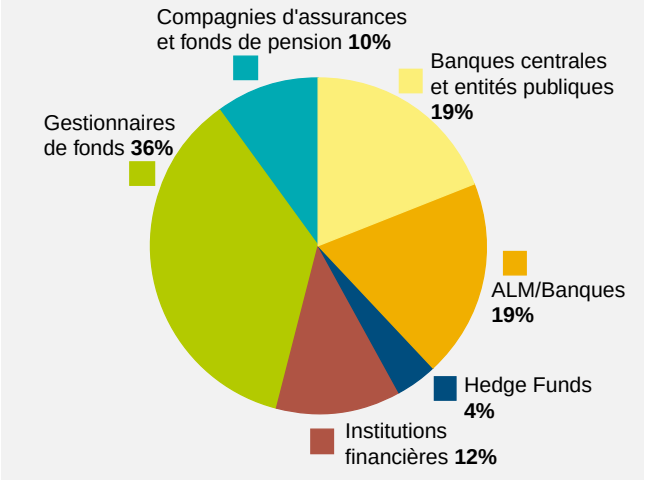
1. La présence d'une "blind retention" réservée aux "co-lead managers" ainsi qu'au "selling group". L'allocation des OLO leur est garantie pour cette partie sans qu'il faille communiquer l'identité de l'acheteur aux "joint-lead managers". Les "co-lead managers" et le "selling group" sont respectivement 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.

G6. Distribution géographique de l'OLO 52 (4 % - 28/03/2018)



G7. Répartition de l'OLO 52 par type d'investisseurs (4 % - 28/03/2018)



d'émission a finalement été fixé +30 points de base au dessus du "Bund janvier 2018". Ceci a contribué à attirer davantage d'investisseurs "real money". Le coupon de cette OLO a été fixé à 4% et le prix d'émission à 98.038%.

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

Le placement s'est concentré dans l'euro-zone (62%) avec une part de 24% en Belgique, en ligne avec la moyenne des placements syndiqués en Belgique. Par ailleurs, le Royaume-Uni et l'Asie ont pris respectivement 14% et 13% des ordres. Sur le plan de la répartition par investisseur, les comptes de type "real money" ont représenté 84% 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 143 investisseurs différents.

OLO 53

En février, le Trésor a lancé son deuxième emprunt de référence non par une syndication mais par une adjudication ordinaire et ce, en raison de la maturité courte de cette nouvelle ligne et de la forte demande émanant des primary dealers et des investisseurs finaux. Cet emprunt s'inscrivait bien dans le plan de financement qui prévoyait, pour 2008, l'émission de trois nouveaux emprunts de référence afin de pouvoir assurer les importants besoins de financement de l'année sous revue. L'adjudication de l'OLO 53 qui a eu lieu le 25 février a permis de récolter un montant relativement important, à savoir 3.55 milliards d'EUR. La maturité était de 3 ans (28/03/2011) et le coupon de 3.50%.

OLO 54

Pour la deuxième syndication de l'année, le Trésor a continué son programme d'émission 2008 en lançant un "long 5 ans" en avril. Il avait envisagé d'émettre 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 pour une maturité de 5 ans. 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 2009.

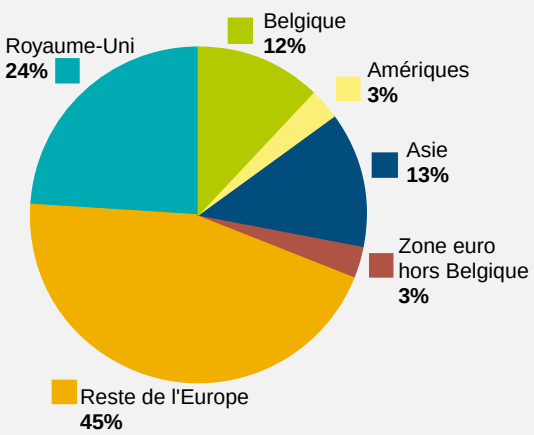
L'OLO 54, portant comme échéance finale le 28 mars 2014 et un coupon de 4.0%, a été émise au prix de 98.872%, ce qui correspond à un coût de 32 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "Bund janvier 2014" et procure un rendement de 4.22%.

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "lead-managers" les quatre primary dealers suivants: Barclays, Deutsche Bank, ING 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 12 milliards d'EUR (dont 10.4 milliards en provenances des "joint-leads" et répartis sur 175 investisseurs. Le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR.

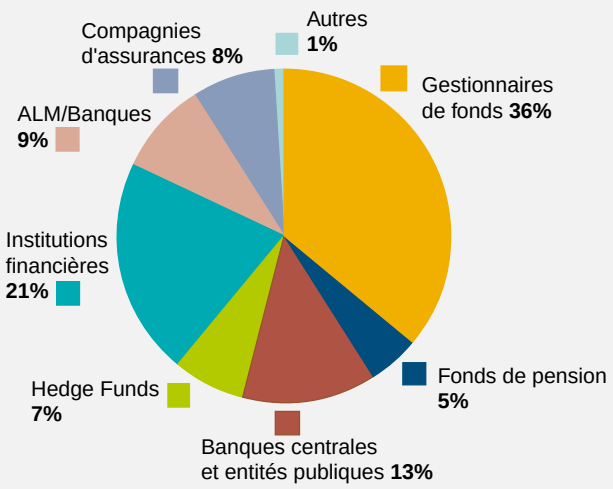
Pour ce qui est de la répartition géographique, près de 60% des ordres ont été placés dans l'euro-zone. Des ordres ont également été placés au Royaume-Uni (24%) et en Asie (13%). En ce qui concerne la répartition par investisseur, le Trésor a favorisé les comptes "real money" qui ont pris 72% des ordres alloués.

L'on notera qu'à l'occasion des deux syndications, un "duration manager" a été désigné: Fortis pour l'OLO 52 et Barclays pour l'OLO 54. Rappelons que 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.

G8. Distribution géographique de l'OLO 54 (4 % - 28/03/2014)



G9. Répartition de l'OLO 54 par type d'investisseurs (4 % - 28/03/2014)



Adjudications d'OLO

La première syndication de l'année a porté sur l'OLO de référence 52 et a remplacé l'adjudication prévue pour le mois de janvier tandis que la deuxième syndication de l'OLO de référence 54 s'est déroulée en avril, mois pendant lequel il n'y avait aucune adjudication de prévue. Le Trésor a également émis l'OLO 53 en février alors qu'il n'y avait normalement pas d'adjudication de prévue ce mois-là. Le Trésor a donc quand même pu effectuer cinq adjudications comme mentionné dans le calendrier indicatif des émissions.

Ce calendrier indicatif ne mentionne ni les lignes à adjuger ni le nombre de lignes. Ces données sont publiées en concertation avec les primary dealers une semaine avant l'adjudication. Lors d'une telle 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 cinq adjudications régulières, le Trésor a offert au moins trois lignes. Pour l'adjudication de novembre, il a ajouté une quatrième ligne étant donné

le grand intérêt manifesté pour des maturités à moyen terme. Le nouvel emprunt de référence à 10 ans, l'OLO 52, a été proposé à chaque adjudication, ce qui a permis d'augmenter son encours de 4 à 10.1 milliards d'EUR. Cette ligne a été offerte avec d'autres lignes à court, moyen ou très long terme. Pour les premières adjudications des mois de mars et mai, il y avait encore de l'intérêt pour les très longues maturités, ce qui ne fut plus le cas à partir des adjudications de juillet où l'intérêt a diminué pour ces maturités au profit du court et moyen terme.

Le moyen terme a chaque fois concerné le segment du 5 ans. Tout d'abord, il s'est agi de l'OLO 50 (28/03/2013) pour l'adjudication du mois de mars. Lors de l'adjudication de novembre, cette OLO a de nouveau été adjugée à la demande du marché en même temps que l'OLO 54, le nouvel emprunt de référence à 5 ans. Après sa syndication du mois d'avril, cette OLO a chaque fois été proposée aux adjudications. C'est ainsi que les montants en circulation sur cette OLO sont passés de 5 milliards à la syndication à 8.8 milliards d'EUR après trois adjudications.

Dans le segment du très long terme, le Trésor a proposé une seule fois l'OLO 48 (15 ans) et l'OLO 44 (30 ans) en mai et en mars respectivement.

La stratégie du Trésor consiste à tenir compte de la demande du marché. En comparaison de l'année 2007, l'on notera en 2008 l'existence d'une demande encore plus importante pour des maturités plus courtes et ce en particulier pour le segment du trois ans. Plus de la moitié des montants adjugés ont porté sur des maturités de 3 et 5 ans. Le segment des très longues maturités n'a représenté que 12% du montant total avec 2.32 milliards d'EUR.

En prenant en compte les six adjudications, donc y compris celle pour le lancement de l'OLO 53 à 3 ans, le ratio "bid to cover" s'est élevé en moyenne à 1.97 contre 2.46 en 2007 et 1.94 en 2006. Ce ratio est le rapport entre les offres et les montants retenus. C'est un indicateur 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 des adjudications, 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 4.08 milliards d'EUR dont 60.39% ont été effectivement exercés (contre 43.32% en 2007). 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 juillet, septembre et novembre, les primary dealers ont largement exercé leur droit aux souscriptions non compétitives. Ceci s'est produit seulement dans une moindre mesure pour les adjudications de février, mars et mai 2008.

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.

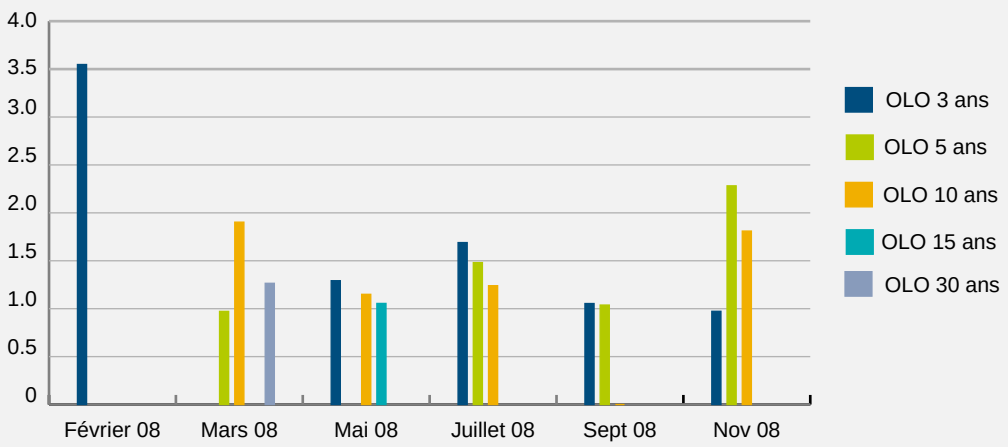
Dès qu'une ligne d'OLO est arrivée à moins de 12 mois de son échéance finale, le Trésor la propose au rachat, ce qui permet aux investisseurs de se défaire anticipativement de leurs titres. Pour le Trésor, les rachats permettent un préfinancement en prévision des échéances à venir des OLO.

Le rachat des lignes d'OLO 28, 16 et 42 avait déjà commencé en 2007 et s'est poursuivi en 2008 jusqu'à leurs échéances finales respectives les 28 mars, 29 juillet et 28 septembre. Les OLO rachetées n'ont pas été amorties mais gardées en portefeuille afin de pouvoir les utiliser dans les opérations de cessions-rétrocessions ("repo") dans le cadre de la gestion de caisse de la Trésorerie.

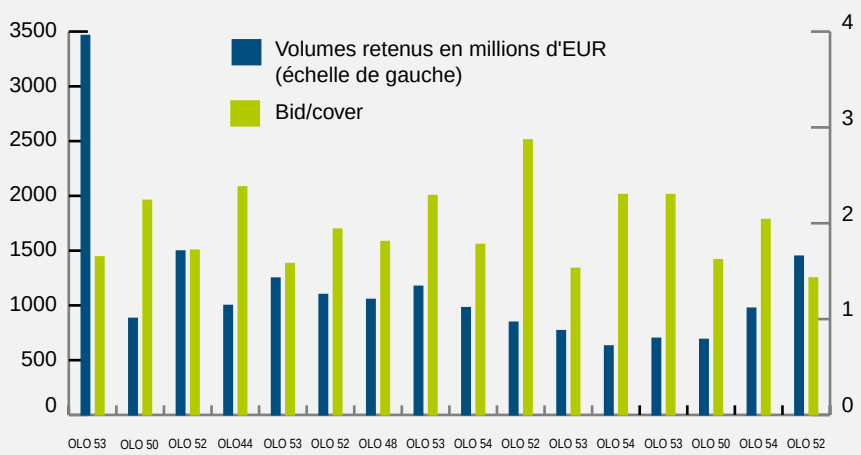
Sous l'effet de ces rachats, l'encours de l'OLO 28 a diminué de 2.53 milliards d'EUR pour atteindre 9.86 milliards d'EUR à l'échéance. Quant à l'OLO 16, il s'est agi d'une diminution de 1.66 milliard d'EUR pour atteindre un encours de 6.62 milliards d'EUR. Enfin, l'OLO 42 a vu son encours diminuer de 1.4 milliard et atteindre 7.61 milliards d'EUR. Ces diminutions ont représenté 20.41%, 16.93% et 10.48% des encours respectifs de ces trois OLO.

A partir du 1er avril 2008, le Trésor a aussi commencé à racheter l'OLO 32 (échéant le 28 mars 2009). Au cours des neuf mois, 3.2 milliards d'EUR ont été rachetés au total de sorte que le montant en circulation sur cette ligne a diminué pour atteindre 15.56 milliards d'EUR. Le montant racheté n'a pas non plus été amorti mais gardé en portefeuille pour les opérations de "repo" dans le cadre de la gestion de caisse.

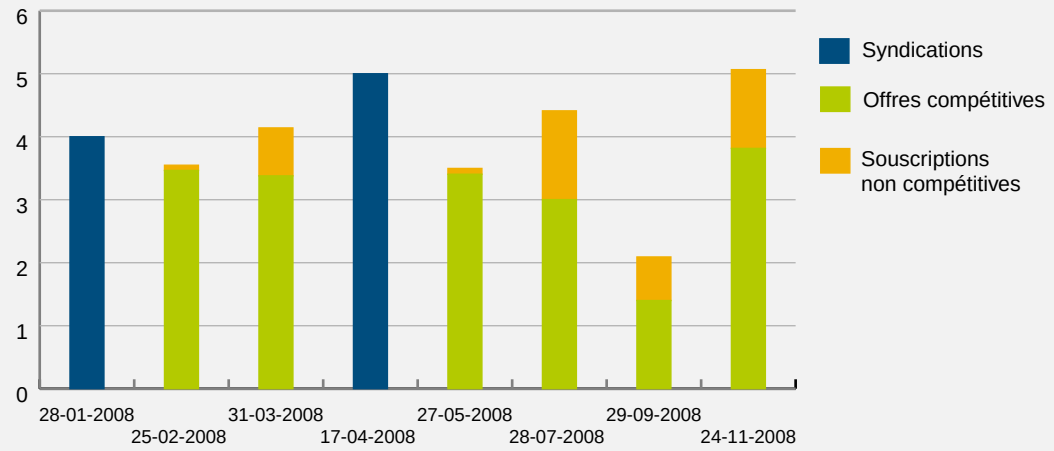
G10. Répartition des émissions à 3, 5, 10, 15 et 30 ans lors des adjudications d'OLO en 2008 (en milliards d'EUR)



G11. Ratio "bid to cover" lors des adjudications d'OLO en 2008



G12. Emissions d'OLO en 2008 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 28	28/03/2008		4											4
OLO 16	29/07/2008	121	11	75	29		25	50						311
OLO 42	28/09/2008	50	332.5	50			16.5	60						509
OLO 32	28/03/2009				825	802	1099.5	30	20	104			323	3203.5
Total par mois		171	343.5	125	854	802	1141	140	20	104			323	4027.5

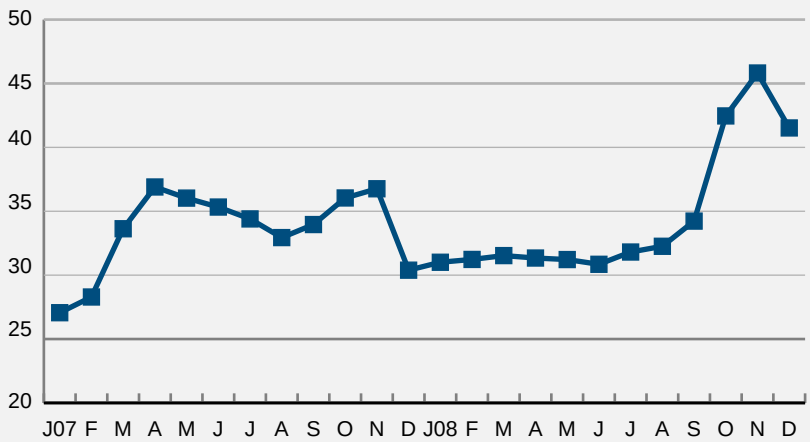
b. Certificats de Trésorerie

En 2008, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 30.8 à 45.8 milliards d'EUR. L'augmentation des encours s'est essentiellement manifestée à partir du quatrième trimestre de l'année sous revue, résultant des interventions de l'Etat en faveur de certaines institutions financières.

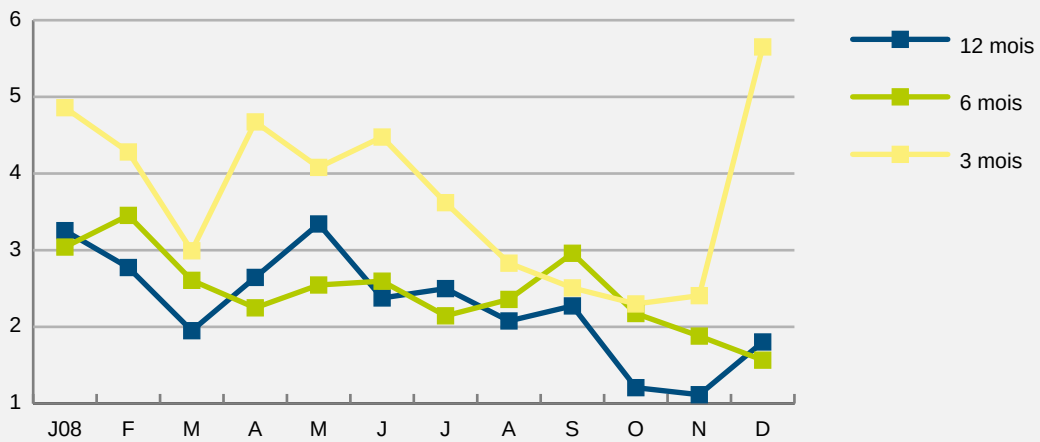
Durant l'année sous revue, le calendrier de base des émissions de certificats de Trésorerie est resté inchangé par rapport au calendrier introduit en 2005. Toutefois, pour des raisons de gestion de trésorerie, le Trésor a également mis en oeuvre un programme de "Cash Management T-Bills" à 1, 2, 3 et 6 mois à partir du mois de juillet et ce afin de couvrir les remboursements d'OLO du mois de septembre. L'on notera que les "Cash Management T-Bills" sont des émissions de certificats de Trésorerie qui s'ajoutent au volume du programme linéaire des émissions classiques de certificats et qui offrent une certaine flexibilité à ce programme.

Ce même programme a ensuite été complété à partir du quatrième trimestre par des adjudications complémentaires de certificats tenues à d'autres dates que celles reprises dans le calendrier d'émission afin de financer les interventions de l'Etat dans le secteur financier, comme mentionné plus haut. L'on rappellera que le recours à cet instrument financier est dicté par le choix du financement à court

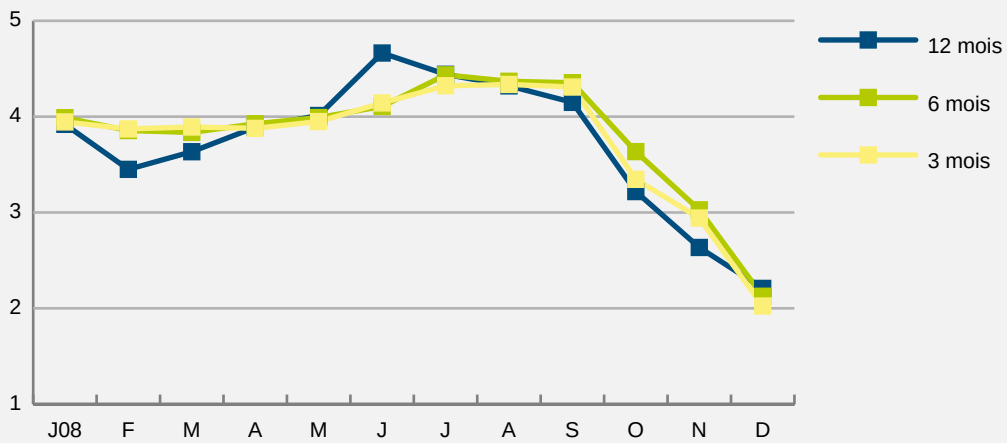
G13. Encours à fin de mois des certificats de Trésorerie en 2008 (en milliards d'EUR)



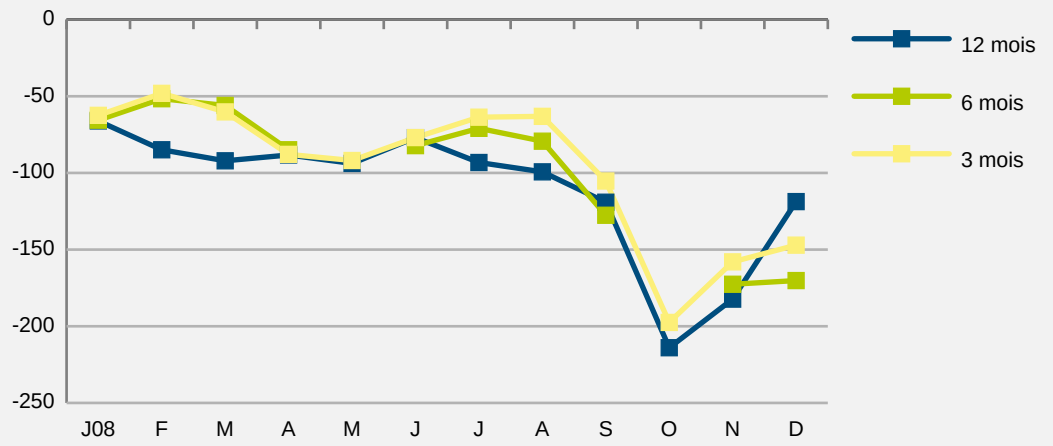
G14. Ratio "bid to cover" moyen pour les adjudications de certificats de Trésorerie en 2008



G15. Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 3, 6 et 12 mois en 2008



G16. Spreads à l'émission entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor à 3, 6 et 12 mois en 2008 (en points de base)



terme le moins onéreux, notamment par rapport aux conditions prévalant sur le marché interbancaire, ce qui a été particulièrement le cas en 2008. En outre, le marché du papier souverain s'est caractérisé par une grande liquidité résultant du "flight to quality" recherché par les investisseurs.

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 3.86 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par adjudication de 2.44 milliards d'EUR, à 2.81 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3.20 milliards d'EUR et enfin à 2.41 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 3.65 milliards d'EUR. Ces ratios sont restés à des niveaux confortables et même, en moyenne, légèrement supérieurs à ceux de 2007 en particulier sur la maturité à 3 mois.

Pour les nouvelles lignes à 12 mois, le volume après la première adjudication a oscillé entre 1.61 et 2.04 milliards d'EUR, ce qui a permis au Trésor d'assurer une masse critique suffisante dès l'ouverture de la ligne.

L'écart moyen, lors des adjudications, entre le taux limite et le taux offert le moins élevé s'est situé à 6 points de base pour le 3 mois, à 7 points de base pour le 6 mois et à 5.5 points de base pour le 12 mois, en augmentation par rapport à l'année 2007. Ceci résulte en partie des offres plus agressives de certains primary dealers et des montants retenus plus importants. Par ailleurs, 60% des investisseurs, 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 70% et 80% respectivement.

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 2008 à -92.8, -97.8 et -110.7 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement. Ces niveaux sont en nette augmentation par rapport à l'année 2007 et sont dus à la forte hausse des taux Euribor, différenciant davantage les marchés souverains des marchés interbancaires.

En 2008, les primary dealers ont fait usage, en termes de volumes, à concurrence de 22% 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 21 adjudications sur les 27 de l'année. Rappelons que l'exercice par les primary dealers de leur droit aux offres non compétitives dépend des conditions du marché.

c. Les bons d'Etat

Pour la treizième 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" contractuellement liés au Trésor.

Sur le marché primaire, ce produit est destiné aux particuliers 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.

Pour rappel, la loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur stipule qu'à partir du 1er janvier 2008, les titres ne pourront plus être émis sous forme papier. 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.

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.

Lors de la première et de la deuxième émission, à savoir le 4 mars et le 4 juin respectivement, le Trésor a émis trois types de bons d'Etat. Pour la troisième émission du 4 septembre, deux types de bons d'Etat ont été émis: le bon à 5 ans et le bon à 8 ans. Etant donné les conditions de marché, le bon à 3 ans n'a pas été retenu. Lors de la quatrième émission, le Trésor a à nouveau émis ses trois types de bons qui, en raison de la crise financière et de la recherche de la sécurité qui en a découlé, ont remporté un franc succès. En effet, le montant total récolté lors de cette souscription a été dix fois supérieur à celui de l'émission précédente.

Il faut également remarquer qu'en général, le Trésor s'efforce, dans la mesure du possible, d'émettre ses bons d'Etat au pair. Toutefois, étant donné la volatilité rencontrée sur les marchés, il a parfois été nécessaire d'émettre en dessous ou au-dessus du pair afin de tenir compte de l'évolution de taux entre le moment de l'annonce du coupon et le début de la période de souscription.

En ce qui concerne le marché secondaire, les bons d'Etat sont cotés sur Euronext Brussels, ce qui leur assure une liquidité permanente, la régulation étant assurée par 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.

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.

d. Strips

A l'instar des années précédentes, le Trésor s'est efforcé de maintenir un cadre idéal au développement du marché des "strips" (titres scindés) sur OLO. C'est ainsi que l'ensemble des nouvelles lignes peuvent être scindées dès la première émission et reçoivent comme date d'échéance de coupon le 28 mars ou le 28 septembre.

A la fin de l'année 2008, 19 lignes d'OLO scindables étaient cotées pour un montant nominal total strippable de 231.8 milliards d'EUR.

En dépit de ces efforts le montant nominal scindé a diminué pour passer de 5.24 milliards à la fin de 2007 à 5 milliards d'EUR à la fin de 2008. Cette diminution résulte directement de la crise financière. La scission implique en effet que les coupons et manteaux non vendus figurent au bilan et qu'il faut donc leur trouver un financement correspondant.

Il en a résulté également qu'il y a eu en 2008 une forte augmentation du côté des remembrements. Sur le

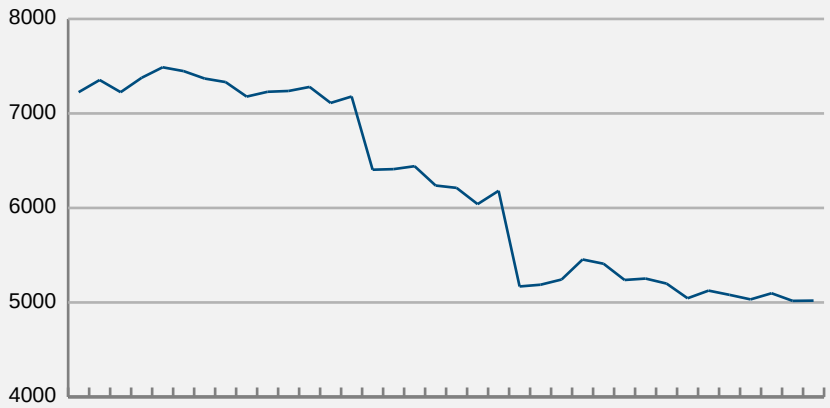
T5. Emissions des bons d'Etat en 2008

EMISSION DU 4 MARS 2008		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	3.50%	43 000 000
SBE à 5 ans	3.55 %	21 000 000
SBE à 8 ans	3.75 %	19 500 000
		83 500 000
EMISSION DU 4 JUIN 2008		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	3.85 % (99.50)	17 300 000
SBE à 5 ans	4.05 % (99.50)	36 100 000
SBE à 8 ans	4.10 % (99.50)	11 700 000
		65 100 000
EMISSION DU 4 SEPTEMBRE 2008		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 5 ans	4.20 %	36 800 000
SBE à 8 ans	4.35 %	10 900 000
		47 700 000
EMISSION DU 4 DECEMBRE 2008		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	3.10 % (100.25)	199 600 000
SBE à 5 ans	3.40 % (100.25)	131 000 000
SBE à 8 ans	4.00 % (101.00)	152 700 000
		483 300 000
Total 2008		**679 600 000**

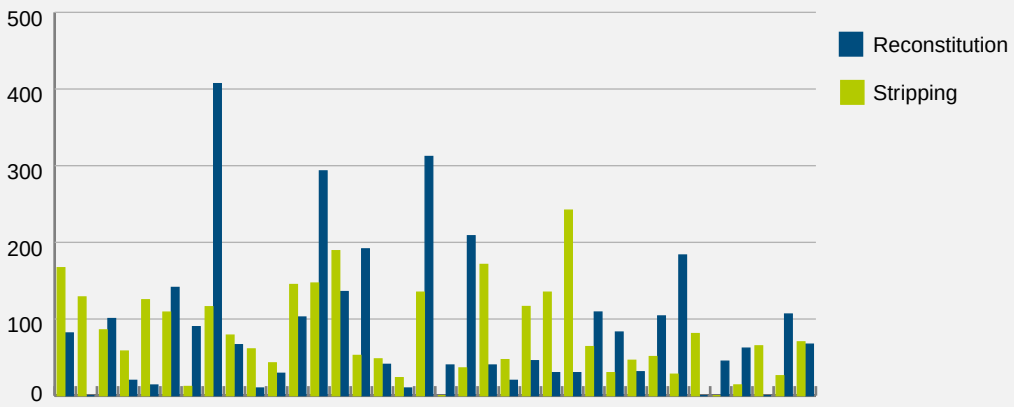
marché secondaire des strips, il y a également eu une activité relativement importante pour la recherche des manteaux et coupons manquants. La dégradation du marché des strips sur OLO n'a en tout cas pas constitué un fait isolé. D'autres émetteurs souverains ont aussi connu une forte diminution des montants scindés sur leurs emprunts.

Par ailleurs, la crise financière a permis de faire prendre conscience que les dérivés comme substitut des strips comportaient toute une série de risques. Il faut donc attendre pour voir comment le marché des strips va se développer lors du rétablissement des marchés financiers. Le cadre idéal est en tout cas bien présent.

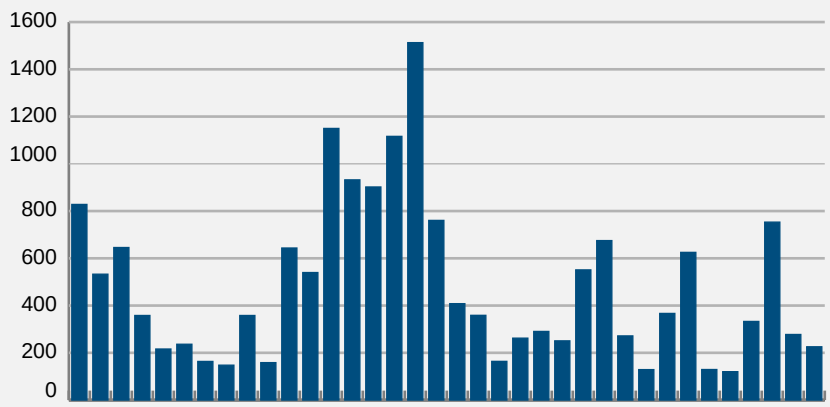
G17. Evolution du montant net strippé sur les OLO de janvier 2006 à décembre 2008 (en millions d'EUR)



G18. Activité de scission et de remembrement des OLO de janvier 2006 à décembre 2008 (en millions d'EUR)



G19. Volumes négociés en strips sur le marché secondaire de janvier 2006 à décembre 2008 (en millions d'EUR)



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 à court terme en monnaies étrangères. Les émissions ainsi réalisées ont remporté un franc succès. Etant donné que le Trésor s’y est pris à l’avance pour couvrir les déficits de caisse en euro en émettant du ”Commercial Paper”, il a pu refinancer les déficits de caisse non prévus en monnaies étrangères (USD, GBP et AUD) dans une très courte période et à des conditions très avantageuses. En outre, une très forte augmentation de la demande pour du papier à court terme est apparue dans le marché à la suite de la crise financière. Le phénomène de ”fuite vers la qualité” résultant des inquiétudes des investisseurs a engendré une augmentation de la part de marché du segment ”souverain” du marché de l’Euro Commercial Paper. Pour les émissions en CHF, le Trésor a même enregistré des taux négatifs après swap. La gamme des devises dans lesquelles le Trésor a pu émettre a également constitué un avantage supplémentaire. En principe, le Trésor peut émettre dans toutes les devises des pays appartenant à la zone OCDE. C’est ainsi que d’importantes émissions ont pu être réalisées en couronnes norvégiennes (NOK) à des conditions très avantageuses.

Par ailleurs, le Trésor ne s’est pas départi de sa stratégie basée sur une politique de prix cohérente et transparente. Cette politique est déterminée principalement en fonction des conditions de marché.

Enfin, comme pour les années précédentes, une partie de la dette en CHF et en USD a été refinancée, au cours de la période de fin d’année, par de l’euro via des swaps à court terme. L’objectif de ces opérations était de diminuer l’excédent de caisse traditionnel de fin d’année en euro.

BTB en euro

Comme en 2007, le Trésor a émis des BTB en euro pour couvrir les déficits de caisse et pour mettre à la disposition des institutions publiques belges des titres à très court terme afin de permettre à celles-ci de remplir leurs obligations en matière de consolidation des actifs financiers pour le calcul du ratio d’endettement conformément aux critères de Maastricht.

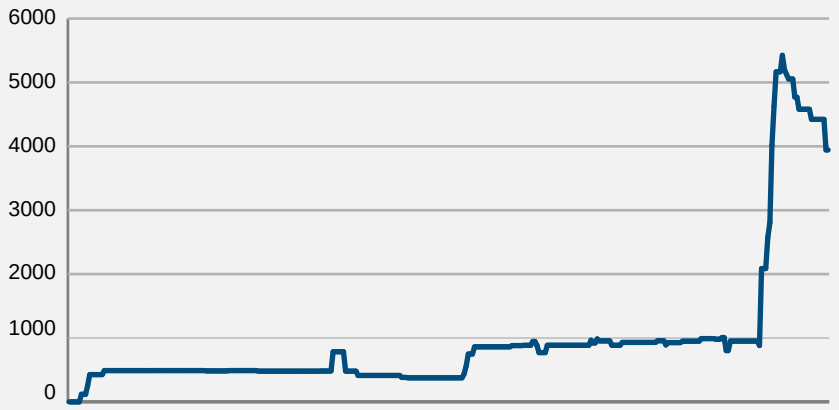
Le programme d’émission a très bien marché. En 2007, le marché du ”repo” servait encore de référence mais, étant donné le succès des émissions, l’attention a été portée sur le marché des certificats de Trésorerie. Finalement, le Trésor a émis à des niveaux moins élevés que pour les certificats de Trésorerie de maturités similaires. Les certificats sont toutefois restés en 2008 le principal instrument de financement à court terme. Les BTB, quant à eux, ont plutôt assuré la fonction d’instruments de financement complémentaires.

Deux raisons peuvent expliquer ceci:

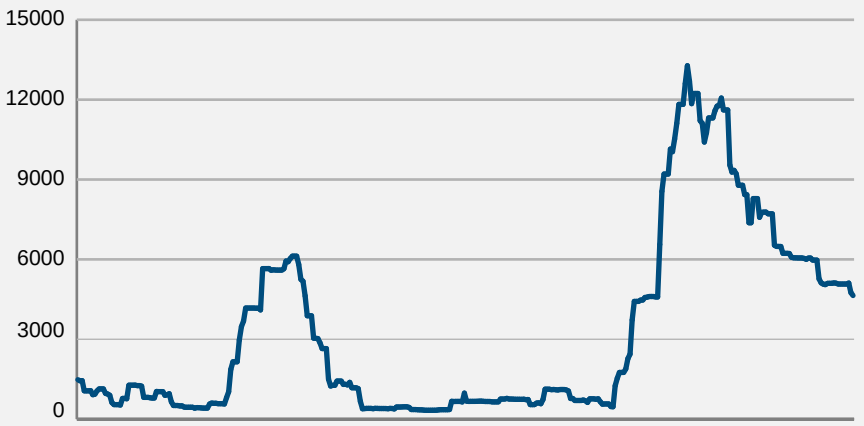
- les certificats de Trésorerie sont émis par adjudication et dans le cadre de leur mission de placement, les primary dealers y participent activement. Pour les BTB, par contre, il n’y a une demande que lorsqu’il y a un intérêt effectif manifesté par l’investisseur final. En ce sens, les certificats de Trésorerie constituent donc un instrument de financement plus sûr et plus liquide.

- dans le cas d’une émission de BTB, il faut également tenir compte des modalités d’émission des autres émetteurs souverains. En effet, certains de ceux-ci sont prêts à émettre à des taux élevés et aux niveaux de commission correspondants étant donné qu’ils ont d’importants besoins de financement. Ceci génère ainsi un effet d’éviction auprès des émetteurs qui pratiquent une politique de prix constante.

G20. Evolution de l'encours des BTB en devises en 2008 (en millions d'EUR)



G21. Evolution de l'encours des BTB en euro en 2008 (en millions d'EUR)



b. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

A la suite de l'absence de surplus budgétaire ou d'autres transferts, le Fonds de vieillissement n'a pas été alimenté en 2008. Il en a résulté qu'il n'y a pas eu d'émission de "bons du Trésor – Fonds de vieillissement" au cours de l'année sous revue.

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 2008, 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 16.18 milliards d'EUR.

c. Emission inaugurale d'une obligation en USD sous le nouveau programme EMTN

En complément de sa stratégie réussie de financement via ses obligations linéaires et comme annoncé dans ses principaux points stratégiques pour 2008 (voir rapport annuel dette 2007), le Trésor a élaboré un programme EMTN innovant lui permettant d'avoir recours à un financement alternatif. Les transactions conclues sous ce programme peuvent inclure des émissions en monnaies étrangères à swapper en EUR.

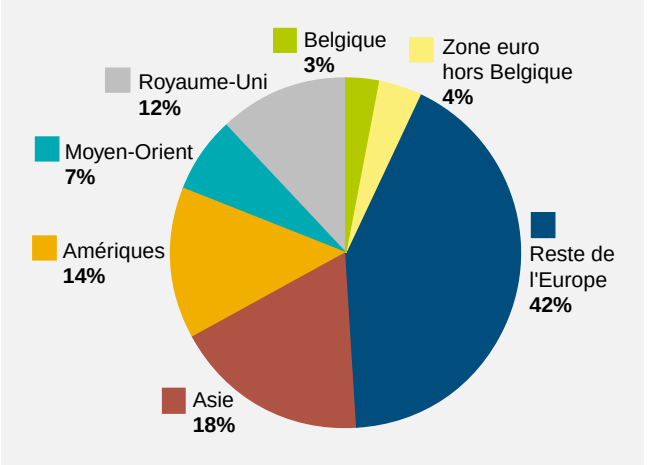
C'est en juin de l'année sous revue que le Trésor a inauguré ce programme en émettant un "benchmark USD" à 5 ans. Cette transaction a porté sur un montant de USD 2 milliards et peut être considérée comme un retour réussi du Trésor sur le marché obligataire en USD après 11 années d'absence. La maturité de 5 ans a été choisie pour toucher une large palette d'investisseurs, à savoir des institutions officielles et des gestionnaires de fonds de par le monde. Enfin, cette maturité a permis au Trésor de réaliser des économies en termes de coût de 10 points de base par rapport à une OLO de même maturité.

Les offres étaient de très bonne qualité avec une bonne part de comptes "real money". Les livres ont été clôturés après une journée avec plus de USD 2.25 milliards. Les caractéristiques finales de l'emprunt étaient les suivantes : encours de USD 2 milliards, coupon de 4.25%, pricing à USD midswap – 23 points de base (ce qui correspond à US Treasuries 5 ans + 70.35 points de base). Pour ce type d'instrument, le produit de référence est le USD swap car il s'agit d'un instrument plus générique qui permet une meilleure comparaison entre les différents émetteurs étrangers.

En ce qui concerne la répartition géographique, les ordres ont été principalement placés en Europe, sur le continent américain et en Asie.

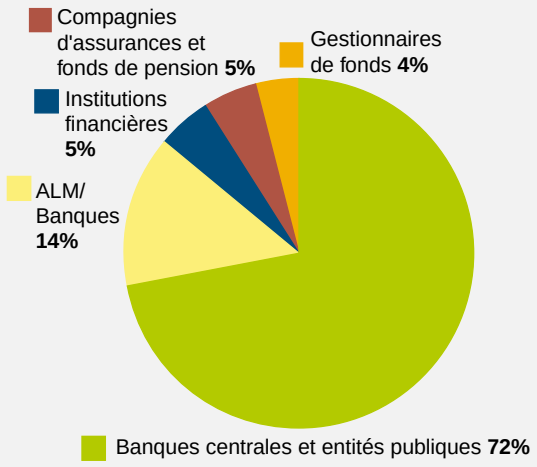
Pour ce qui est de la répartition selon le type d'investisseurs, l'on notera l'intérêt tout particulier des banques centrales pour cette obligation.

G22. Distribution géographique de EMTN01 (USD - 4,25 % - 2008-2013)



Enfin, les lead-managers choisis par le Trésor étaient Barclays, Deutsche Bank, JP Morgan et Morgan Stanley.

G23. Répartition par type d'investisseurs de EMTN01 (USD - 4,25 % - 2008-2013)



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

Depuis l'introduction de l'euro, le risque de change sur le portefeuille de la dette a diminué de manière continue. Toutefois, cette tendance s'est interrompue en 2008. Au début de l'année 2007, la dette en devises non couvertes s'élevait à 0.33% de la dette brute totale. A la fin de 2008, pour la première fois depuis des années, la dette en devises a augmenté pour s'élever à 1.46% de la dette totale.

Alors que la dette en CHF et JPY restait plus ou moins inchangée, la dette en USD, GBP et AUD a augmenté pour financer le "Special Purpose Vehicle" Royal Park Investments (ce point est expliqué à la page 38).

Ce financement n'était pas prévu dans les Directives Générales de la Dette fixées pour 2008. Il a été le résultat de circonstances particulières inhérentes au soutien apporté par l'Etat fédéral aux banques. Face à ce nouveau financement, il y aura des remboursements dans les mêmes devises.

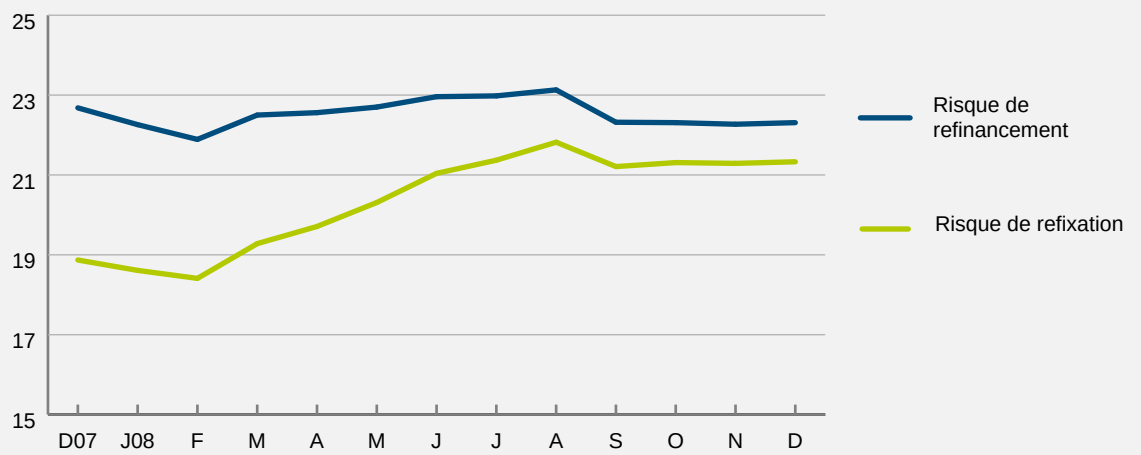
3.2. Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux

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.

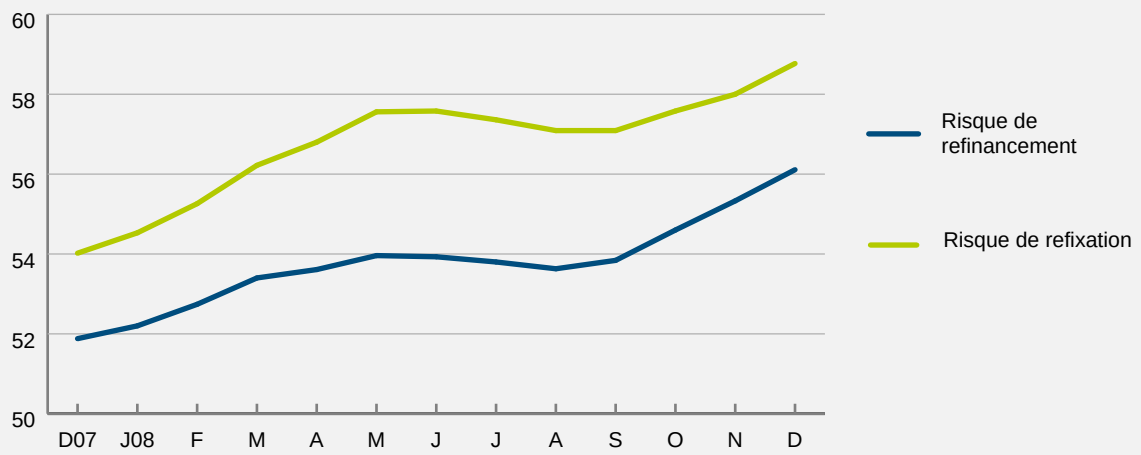
Pour ce risque, le montant pouvant être refinancé dans les 12 mois est limité à 22.5% du portefeuille et dans les 60 mois à 60.0%. Le Trésor vérifie sur une base mensuelle si le portefeuille satisfait à ses critères, les pourcentages étant calculés sur la base d'une moyenne mobile à six mois pour lisser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

Tout comme en 2007, le risque de refinancement à 12 mois a été sous pression en 2008. Etant donné l'évolution défavorable du solde net à financer au cours du premier semestre de l'année, le risque a été légèrement dépassé pour redescendre en dessous de la limite dans le second semestre. Le risque de refinancement à 12 mois s'élevait à 22.31% à la fin de 2008 contre 22.68% à la fin de 2007.

G24. Risque de refinancement et de refixation à 12 mois de la dette en euro en 2008 (en % du total)



G25. Risque de refinancement et de refixation à 60 mois de la dette en euro en 2008 (en % du total)



Le risque de refinancement à 60 mois s'est élevé à 56.11% à la fin 2008 contre 51.88% à fin 2007. 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%.

A la fin de 2008, le risque de refixation de taux s'élevait à 21.33%, en augmentation par rapport à la fin de 2007 (18.87%). Cette évolution s'explique par le dénouement de "payer swaps" qui avaient été conclus afin de neutraliser le risque de taux.

Le risque de refixation à 60 mois a également augmenté pour passer de 54.02% à la fin de 2007 à 58.77% à la fin de 2008. Tout comme le risque de refixation à 12 mois, celui à 60 mois est resté bien en dessous de la limite.

3.3. Le risque de crédit

Le risque de crédit est déterminé par la perte que le Trésor encourrait si une (ou plusieurs) de ses contreparties ne respectai(en)t pas ses (leurs) obligations contractuelles de paiement. Les principes appliqués par le Trésor pour la gestion du risque de crédit sont restés en grande partie inchangés en 2008. Etant donné l'impact grandissant de la crise financière sur les établissements financiers, les lignes de crédit des contreparties du Trésor - qui sont calculées sur la base des fonds propres et de la notation - ont été, par mesure de précaution, diminuées en 2008. Ceci s'est produit une première fois en février pour l'ensemble des institutions financières[1] . En septembre, le Trésor a, une nouvelle fois, abaissé les lignes de crédit des contreparties dotées d'une notation A. Par la suite, le Trésor a même supprimé la ligne de crédit de quelques institutions.

Dans le cadre de sa gestion des liquidités, le Trésor effectue des transactions sur le marché interbancaire. Les surplus de caisse sont placés auprès de contreparties financières. Afin de limiter le risque de crédit sur ces opérations, le Trésor a décidé de n'utiliser que des "reverse repos" pour des placements de plus d'une semaine. En général, il a préféré conclure des "reverse repos" au lieu des placements habituels. Pour la période du "reverse repo" le Trésor reçoit en effet une OLO et/ou un certificat de Trésorerie en garantie. Pour ces opérations "repo", le Trésor a également conclu en 2008 des contrats EMA avec des contreparties supplémentaires. Les titres mis en garantie sous ces contrats EMA[2] sont exclusivement des OLO et des certificats de Trésorerie. Toutefois, en 2009, le Trésor a l'intention d'adapter ces contrats EMA afin de pouvoir également accepter les titres d'autres Etats européens comme garantie. Enfin, le Trésor a également décidé en 2008 de diminuer le montant maximal par placement.

Au 31 décembre 2008, le risque de crédit total en produits dérivés s'élevait à EUR 1.4 milliard, soit une augmentation de 82% par rapport à la fin de l'année précédente (EUR 0.8 milliard). Grâce aux accords de "Credit Support Annex" (CSA) que le Trésor a conclus avec quasiment l'ensemble de ses primary dealers, le Trésor est couvert en grande partie contre le risque de crédit. A la fin de 2008, il avait, en effet, reçu pour EUR 1 milliard de garantie ("collateral"), grâce auquel le risque de crédit net en produits dérivés ne s'élevait plus qu'à EUR 0.4 milliard, soit une diminution de 43% par rapport à la fin de l'année 2007 (EUR 0.7 milliard). 52% de celui-ci se trouvait auprès de contreparties dotées d'une notation AA.

Au moment de la faillite de la société Lehman Brothers Holdings Inc. en septembre 2008, le Trésor avait un swap de taux en cours avec l'une de ses filiales, Lehman Brothers International (Europe) comme contrepartie. Sur la base des dispositions contenues dans l'accord cadre ISDA, qui avait été conclu à l'époque avec cette contrepartie, cette transaction a été terminée anticipativement en raison justement de cette faillite. Il en résulte que le Trésor dispose d'une créance (douteuse) de EUR 9.2 millions sur Lehman Brothers International (Europe).

1. Le Trésor n'accepte que les contreparties dotées d'une notation de minimum A.

2. Voir Rapport Annuel Dette 2007, Partie 3 – point 3 pour une explication sur l'accord-cadre EMA pour les "repos".

T6. Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating à fin décembre 2008

Ratings (*)	Nombre de transactions	%	Exposition totale en EUR avant collatéral	%	Collatéral	Exposition totale en EUR	%
AAA	0	0.0%	-	0.0%	-	-	0.0%
AA	45	38.1%	200 840 866.58	14.4%	3 550 000.00	197 290 866.58	51.9%
A	73	61.9%	1 197 130 030.26	85.6%	1 014 630 000.00	182 500 030.26	48.1%
Total	**118**	**100.0%**	**1 397 970 896.84**	**100.0%**	**1 018 180 000.00**	**379 790 896.84**	**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 2008

Ratings (*)	Swaps de taux d'intérêt	%	Swaps de devises	%	Autres dérivés	%
AAA	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
AA	265 484 294.02	19.0%	-	0.0%	-64 643 427.44	65.2%
A	1 132 178 204.06	81.0%	99 468 026.87	100.0%	-34 516 200.67	34.8%
Total	**1 397 662 498.08**	**100.0%**	**99 468 026.87**	**100.0%**	**-99 159 628.11**	**100.0%**

(*) 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 2008

	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres dérivés
< 1 an	-5.9%	0.7%	0.0%	93.3%
1 à 5	-4.1%	-10.7%	100.0%	6.7%
6 à 10	44.6%	44.6%	0.0%	0.0%
> = 10	65.4%	65.4%	0.0%	0.0%
Total	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

PARTIE 3

AGENCE DE LA DETTE

PARTIE 3. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. L'impact de la crise financière sur le financement de l'Etat fédéral

La crise financière qui a explosé dans le courant de l'année 2008 a eu un important impact sur le financement de l'Etat fédéral.

L'impact de la crise ne s'est pas seulement manifesté par la forte augmentation des besoins de financement expliquée dans la partie 2 du présent rapport. La popularité du bon d'Etat, par exemple, a de nouveau subitement augmenté ou encore, la distribution des OLO s'est caractérisée par un plus grand intérêt relatif des investisseurs belges. Les investisseurs du monde entier ont en outre accordé leur préférence à des placements à court – voire même très court – terme et en particulier à du papier souverain.

Tout ceci fait l'objet de plus amples explications ci-après.

1.1. Le financement de certaines institutions financières belges

A la fin du troisième trimestre de l'année 2008, les problèmes rencontrés par certaines institutions financières belges sont devenus tels qu'une intervention de l'Etat s'imposait. C'est l'Etat fédéral qui a fourni le plus gros des moyens qui ont pris la forme d'une part d'injections de capital et, d'autre part, de prêts.

Au total, le Trésor a dû financer 20.02 milliards d'EUR pour les opérations de soutien en faveur de quatre institutions financières belges. Ces opérations ont été réalisées via la Société fédérale de Participations et d'Investissement (SFPI).

C'est ainsi que le 29 septembre et le 10 octobre 2008 le Trésor a transféré respectivement 4.70 milliards et 4.72 milliards d'EUR à la SFPI afin de lui permettre d'acquérir 99.93% des actions de Fortis Banque. En outre, le 4 décembre 2008, le Trésor a également transféré 598.72 millions ainsi que 5 milliards d'EUR (la contrevaleur de 6.07 milliards de USD, 6.2 millions de AUD et 200.78 millions de GBP) à la SFPI pour la création d'un "Special Purpose Vehicle" appelé "Royal Park Investments". Celui-ci reprendrait une partie des actifs toxiques de Fortis Banque dans le cadre de l'exécution du premier accord avec BNP Paribas. Ces fonds devraient servir plus spécifiquement à l'apport en capital dans le véhicule, aux prêts accordés à "Royal Park Investments" ainsi qu'à un emprunt à Fortis Holding qui permettait à celui-ci de prêter à son tour à ce même véhicule.

Les opérations avec Fortis ont ainsi mobilisé la plus grande partie des moyens mais d'autres institutions ont également dû recevoir de l'aide.

Le 3 octobre 2008, le Trésor a transféré un montant de 1 milliard d'EUR à la SFPI pour une participation dans le capital de Dexia. Le 27 octobre 2008, le Trésor a versé 500 millions d'EUR à Ethias via la SFPI. Enfin, le groupe KBC a également dû être aidé via un emprunt subordonné de 3.50 milliards d'EUR dont le montant a été versé par le Trésor à la SFPI le 4 décembre 2008.

1.2. L'octroi d'une garantie de l'Etat dans le cadre de la crise financière

En vue de préserver la stabilité du système financier belge, le gouvernement a décidé de prévoir un régime pour l'octroi de la garantie de l'Etat pour les engagements souscrits par toute institution de crédit ou tout holding financier satisfaisant aux critères et dans les conditions établies par arrêté royal.

La Trésorerie, et en particulier le service de support de la dette (SSD - Dette Garantie), ont été chargés d'assurer le suivi administratif de ces dossiers.

A la demande du Secrétaire d'Etat au Budget et à la Politique des Familles, un Comité de monitoring a été établi auprès de l'Administration de la Trésorerie. Ce Comité assurera le suivi des participations de l'Etat

dans les institutions financières ainsi que le suivi de la gestion des investissements pour lesquels des garanties sont octroyées. Le comité est composé de représentants du Cabinet du Ministre des Finances, de la cellule stratégique du Secrétaire d'Etat au Budget et de l'Administration de la Trésorerie.

Base légale

Article 117bis inséré dans la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers par la loi du 15 octobre 2008 portant des mesures visant à promouvoir la stabilité financière et instituant en particulier une garantie d'Etat relative aux crédits octroyés et autres opérations effectuées dans le cadre de la stabilité financière (Moniteur belge du 17.10.2008).

Cet article habilite le Roi, par arrêté délibéré en Conseil des Ministres après avis du Comité de stabilité financière, à mettre en place un système d'octroi de la garantie de l'Etat pour des engagements souscrits par les institutions financières qu'Il détermine et ce pour préserver le système financier en cas de crise soudaine sur les marchés financiers ou en cas de menace grave d'une telle crise.

Arrêtés d'exécution

A) Arrêté royal du 16 octobre 2008 pris en exécution de l'article 117bis de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (Moniteur belge du 20.10.2008).

Cet arrêté vise à faciliter l'obtention de liquidités auprès des institutions financières en mettant en place un système de garantie d'Etat concernant les financements obtenus par les institutions financières sur les marchés interbancaires et auprès de contreparties institutionnelles.

Il habilite le Ministre des Finances à attacher la garantie de l'Etat à des engagements répondant aux critères et dans les conditions déterminés dans l'arrêté royal.

Celui-ci implique entre autres:

- qu'il s'agit d'engagements envers d'autres institutions financières ou envers des contreparties professionnelles appartenant aux catégories que le Ministre des Finances détermine ;
- que les engagements garantis échoient au plus tard le 31 octobre 2011 ;
- qu'il s'agit d'engagements conclus ou renouvelés entre le 9 octobre 2008 et le 31 octobre 2009.

Cet arrêté habilite également le Ministre des Finances à déterminer d'autres modalités et conditions relatives à la garantie de l'Etat, en ce compris son plafond, les conditions de rémunération ainsi que toutes autres modalités destinées à assurer le respect des conditions visées dans l'arrêté royal.

B) Arrêté royal du 10 décembre 2008 relatif à la garantie de certains risques assumés par des institutions financières (Moniteur belge du 19.12.2008).

Cet arrêté complète et modifie l'arrêté royal du 16 octobre 2008.

Il vise à éviter des sorties de liquidités. En effet, certaines institutions financières ont pris envers des tiers des engagements prévoyant que, en cas de dégradation de leur notation, les tiers en question ont le droit d'exiger que leur soient remises des sûretés en espèces ou autres ou d'exiger un remboursement anticipé. Une couverture du risque de défaut par une institution financière, avec la garantie de l'Etat, est de nature à rétablir la solidité de la notation et donc à parer au risque d'une sortie brutale de liquidités.

Dexia

En 2008, il n'y a que Dexia SA qui ait fait appel aux possibilités offertes dans la législation susmentionnée.

Le 9 octobre 2008, le Royaume de Belgique, la République française et le Grand-Duché de Luxembourg ont conclu, en présence de Dexia SA, un protocole d'accord en vue d'introduire un mécanisme de garantie au profit de Dexia SA.

Le 9 décembre 2008, l'Etat belge, l'Etat français, l'Etat luxembourgeois et Dexia SA ont signé une convention en matière de garantie autonome qui règle les autres modalités relatives au recours à la garantie, à l'exécution et à la rémunération de la garantie ainsi qu'à la diffusion de l'information aux Etats et assimilés.

Cette convention stipule entre autres que l'engagement total des Etats du fait de la garantie ne peut s'élever à plus de 150 milliards d'EUR. Chacun des Etats garantit les obligations de remboursement des entités garanties à concurrence d'une quotité que la convention détermine. Cette quotité s'élève à 60.5% pour l'Etat belge et l'engagement maximal de l'Etat belge se monte à 90.75 milliards d'EUR.

Le 31 décembre 2008, Dexia SA avait déjà fait appel à la garantie d'Etat pour un montant total de 59.2 milliards d'EUR dont la partie assurée par l'Etat belge s'élevait à 35.8 milliards d'EUR.

En outre, un "operational memorandum" a été signé et un "reporting protocol" élaboré pour compléter l'accord susmentionné.

A) "Operational memorandum"

Celui-ci règle entre autres le suivi électronique des montants garantis via le "Central Server for Statiscal Reporting" (CSSR) de la Banque Nationale de Belgique que le Trésor peut également consulter.

A titre informationnel, le montant en circulation est également publié sur une base journalière sur le site internet de la Trésorerie (Agence de la Dette: www.debtagency.be).

En outre, le memorandum règle la remise d'un "Eligibility Certificate" à la requête de Dexia. C'est la Trésorerie (Service de Support de la Dette) qui est responsable de la signature de tels certificats dans les délais impartis.

B) "Reporting protocol"

En plus de préciser plus amplement le "reporting" que doit effectuer Dexia (sur une base journalière, mensuelle et périodique), ce protocole détermine le mode de calcul et le paiement de la rémunération de la garantie accordée.

Cette rémunération est payée par Dexia SA à chacun des Etats au plus tard le 14 de chaque mois calendrier conformément à la quotité de la contribution de chaque Etat à la garantie.

Pour la période s'étendant du 9 octobre au 30 novembre 2008, Dexia a versé à la Trésorerie le 24 décembre 2008 un montant de 11.7 millions d'EUR en tant que rémunération de la garantie accordée par l'Etat durant cette période.

1.3. Regain d'intérêt pour les bons d'Etat - Etude par le Trésor sur la faisabilité d'une émission d'un bon d'Etat lié à l'inflation

Alors que les résultats des campagnes d'émission des bons d'Etat enregistraient une baisse régulière, la récolte de bons d'Etat du mois de décembre 2008 a été exceptionnelle. En effet, le montant récolté s'est élevé à 483.3 millions en forte augmentation par rapport aux trois émissions précédentes de mars, juin et septembre 2008 qui n'avaient récolté que respectivement 83.5, 65.1 et 47.7 millions. Il faut remonter à décembre 2003 pour trouver trace d'une émission d'une ampleur comparable. Ceci est d'autant plus remarquable que les taux du mois de décembre étaient moins élevés que lors des émissions précédentes.

La raison du succès de l'émission de décembre 2008 s'explique par l'ampleur de la crise financière et par le fait que, dans ces circonstances, la qualité de l'émetteur devient prépondérante par rapport au rendement.

Il est à noter que dans le courant de l'année 2008, à la suite de la désaffection du public pour le bon d'Etat classique et de la montée de l'inflation, le Trésor avait étudié la possibilité d'émettre un produit alternatif, à savoir un bon d'Etat lié à l'inflation. Si le Trésor estime qu'il sera toujours possible à l'avenir de saisir l'opportunité de lancer un tel produit, il pense qu'aujourd'hui la crise financière et les craintes d'une crise économique durable en ont estompé l'intérêt.

1.4. Modification dans la distribution de la dette fédérale belge

Marché primaire

Marché primaire des OLO [1]

En ce qui concerne le marché primaire des OLO, les émissions en 2008 (tant sur le plan de la répartition géographique que sur celui de la répartition par type d'investisseur) n'ont pas été représentatives de la tendance qui s'est dessinée par la suite dans l'année ainsi qu'au début de 2009. Les chiffres pour 2008, certainement pour ce qui est de la répartition géographique, sont très similaires à ceux de 2007. Ceci est surtout dû au fait que les émissions de nouveaux emprunts se sont essentiellement déroulées dans le début de l'année. L'impact de la crise, qui s'est intensifié dans la seconde moitié de 2008, ne se reflète donc pas dans les chiffres.

Plus récemment, en fait au cours des syndications de 2009, l'influence de la crise s'est fait ressentir de manière plus expressive. On peut ainsi constater, d'un point de vue relatif, une nette augmentation de la demande d'investisseurs en provenance de l'Eurozone (Belgique et autres pays de l'Eurozone). En fonction de la maturité, les OLO sont plutôt placées sur le marché belge que dans les autres pays de l'Eurozone. Ainsi, il y a une demande relativement plus importante des investisseurs locaux pour des émissions à long terme alors que pour les émissions à moyen terme, le placement est plus important dans les autres pays de l'Eurozone. Cette tendance peut également être observée dans les autres pays de l'Eurozone.

Pour ce qui est des OLO, l'on notera également que la demande émanant de pays asiatiques (essentiellement les banques centrales) a fortement ralenti et ce à l'avantage d'un placement relativement plus important dans les autres pays européens ne relevant pas de l'Eurozone. Ce recul des banques centrales asiatiques doit être replacé dans le contexte de crise où les banques centrales ont utilisé en partie leurs réserves pour des interventions dans le marché.

Marché primaire des certificats de Trésorerie

Les émissions de certificats de Trésorerie ne se déroulent que via la technique de l'adjudication dans laquelle les primary et recognized dealers prennent du papier pour compte propre et pour le compte des investisseurs. Le Trésor ne dispose donc pas de données permettant de déterminer, pour les certificats, le type d'investisseurs ou la zone géographique des placements.

Marché secondaire

Tout d'abord, il convient de noter que les conclusions qui suivent sont uniquement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary dealers et des recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux organismes placeurs du Trésor mais ils ne sont pas les seuls. Les chiffres permettent toutefois de dégager certaines tendances.

Marché secondaire des OLO

Le volume total négocié en OLO sur le marché secondaire a diminué de 27% en 2008. La baisse la plus importante (-33%) a été observée sur le marché "interdealer" (transactions entre les banques de trading). Le marché de la clientèle (transactions avec les investisseurs finaux) a, quant à lui, affiché une diminution de 16% qui s'est principalement produite au cours des mois caractérisés par peu de liquidité tels que novembre et décembre. Ces diminutions doivent toutefois être relativisées dans la mesure où les volumes de 2007 avaient fortement augmenté et ce essentiellement sur le marché "interdealer". Par rapport à 2006, le montant total négocié a diminué de 15% et seulement de 10% si l'on considère le marché de la clientèle.

Les ventes nettes d'OLO par les primary et recognized dealers sur le marché ont augmenté de 35% en 2008 et ce exclusivement grâce au marché "interdealer".

1. Les conclusions sont uniquement basées sur les données transmises par les "joint-managers" et les "co-lead-managers" dans le cadre des émissions syndiquées. Le Trésor ne dispose en effet pas de ce type de données pour les émissions via adjudications.

Les ventes nettes sur le marché de la clientèle ont en effet diminué de 12% mais par rapport à 2006, il s'agissait d'une augmentation de 33%. Il convient de noter à cet égard qu'il y a également eu effectivement plus d'OLO émises en 2008.

Au cours du second semestre de l'année, le Trésor a pu profiter de l'augmentation de la demande pour du papier souverain. Les deux principales raisons expliquant ceci sont que les investisseurs finaux ont recherché la sûreté et que les banques ont pu utiliser les titres souverains pour obtenir des liquidités auprès de la Banque Centrale Européenne.

Alors que les banques commerciales constituaient encore des vendeurs nets en 2007, elles sont devenues en 2008 des acheteurs nets pour un montant important (principalement au cours des trois derniers mois de l'année). Le Trésor a ainsi suivi la tendance également observée dans d'autres pays européens.

Sur le segment du "corporate" et du "retail", il y a eu une multiplication par 26 et par 6 respectivement des achats nets. Etant donné la crise, les acteurs sur ces segments ont été plus enclins à placer leurs liquidités auprès des souverains qu'auprès des banques.

En ligne avec les autres pays, l'on notera les montants des ventes nettes d'OLO par les "hedge funds" (-69%) et les banques centrales (-27%). Pour ces dernières, le montant total négocié est resté pratiquement le même. Les fonds de pension, les compagnies d'assurances et d'autres gestionnaires de fonds ont aussi été des vendeurs nets d'OLO alors qu'ils étaient encore des acheteurs nets en 2007.

En ce qui concerne la répartition géographique, seul le marché de la clientèle fait l'objet d'une analyse. L'on remarque ainsi une forte augmentation nette des placements en Belgique (+176%) et dans les autres pays de la zone euro (+67%), ce qui constitue un indicateur d'un important retour des OLO en Belgique et dans les autres pays de la zone euro. La détention des OLO à l'étranger continue toutefois à être très importante dans le volume total.

Marché secondaire des certificats de Trésorerie

Le volume total négocié en certificats sur le marché secondaire a baissé de 6% en 2008. Cette diminution s'est produite tant sur le marché interdealer (-4%) que sur celui de la clientèle (-9%). L'on notera sur le marché de la clientèle une augmentation sensible des volumes négociés au courant du second semestre (+38%) et plus particulièrement les volumes élevés affichés en septembre et octobre.

Les ventes nettes totales sont restées relativement stables (-1%). Les ventes nettes sur le marché de la clientèle ont affiché une très légère augmentation (+2.4%). Toutefois, en comparaison de l'année 2006, il s'est agi d'une augmentation de 48%. L'on notera ici à nouveau le niveau effectivement plus élevé des émissions de certificats de Trésorerie en 2008. Au cours du second semestre, il y a eu deux fois plus de ventes nettes que dans le premier. Ce sont à nouveau les mois de septembre, octobre et novembre qui ont affiché des volumes très importants. Ceux-ci coïncident avec des émissions plus volumineuses.

Les achats nets des banques commerciales ont augmenté de 16% en 2008 où la part la plus importante s'est effectuée au cours du second semestre. L'on note également une augmentation sensible des achats nets dans le segment du "retail" (+66%), du "corporate" (multiplication par 8) et des compagnies d'assurances (+65%). L'augmentation pour les fonds de pension a été de 17%.

Les principales raisons déjà mentionnées étaient la recherche de papier de qualité, une bonne liquidité ainsi que la possibilité pour les institutions financières d'utiliser le papier comme collatéral pour obtenir des liquidités auprès de la Banque Centrale Européenne.

Les achats nets des banques centrales ont diminué de 9% mais étaient toutefois deux fois plus élevés dans le second semestre par rapport au premier. Les "hedge funds" (-90%) et d'autres gestionnaires de fonds (-9%) ont également moins acheté de certificats de Trésorerie (en terme net).

Pour ce qui est de la répartition géographique, seul le marché de la clientèle sera examiné ici. On constate ainsi qu'il y a eu une diminution des achats nets en Belgique (-22%) et dans les autres pays de la zone euro (-6%). Les achats nets en provenance des autres pays européens qui ne font pas partie de la zone euro ont, quant à eux, fortement augmenté (+48%) ainsi que ceux en provenance des pays du Maghreb.

De manière générale, l'on constate que le marché des certificats de Trésorerie a été relativement peu influencé par la crise. Au total, le volume négocié n'a que légèrement diminué et les placements (nets) se sont plus effectués sur le marché de la clientèle.

2. Le lancement du programme EMTN

2.1. Une nouvelle stratégie

En 2008, le Trésor a pris la décision de suivre une nouvelle stratégie et de faire appel à d'autres moyens que les instruments classiques. Il est clair que le Trésor continue à accorder une attention prépondérante aux produits standards. Toutefois, il a été décidé qu'une approche trop conservatrice ne pouvait conduire à négliger des formes avantageuses de financement dans le marché. Ces avantages peuvent être liés à une plus-value qu'une émission de l'Etat peut apporter aux investisseurs, par exemple en émettant en une devise qui convient mieux au portefeuille de certains investisseurs. Une émission peut également être structurée de manière à tenir compte de certains desiderata d'investisseurs spécifiques. C'était par exemple le cas du LOBO (Lender's Option, Borrower's Option) que le Trésor a émis en 2007 (voir Rapport annuel Dette 2007, page 33).

Il est évident qu'il doit s'agir ici de situations win-win. Le Trésor peut tirer avantage d'un emprunt en monnaies étrangères si le swap de base, par lequel les flux financiers dans la devise concernée sont convertis en EUR, est intéressant dans la mesure où le coût final pour le Trésor est inférieur ou égal à celui d'une émission en EUR de même maturité. Les produits structurés peuvent également procurer un avantage en termes de coût. L'on notera enfin qu'avec de telles émissions, le Trésor poursuit sa stratégie visant à atteindre une base d'investisseurs de plus en plus diversifiée.

Toutefois, ces financements alternatifs ne sont envisagés qu'aux conditions suivantes:

- les nouveaux moyens ne peuvent pas compromettre la liquidité des OLO. Ceci signifie concrètement que les lignes d'OLO doivent garder une taille suffisante;
- les émissions alternatives doivent représenter un certain volume;
- les risques qui sont liés à ces produits constituent un élément de décision. C'est ainsi que le risque de change doit rester exclu;
- les coûts doivent être inférieurs ou égaux à ceux des OLO de même maturité.

2.2. La mise en oeuvre de cette stratégie par l'élaboration d'un programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN)

Les avantages en termes de coût mentionnés ci-avant se présentent parfois durant une très courte période dans le marché. C'est la raison pour laquelle le Trésor a opté pour une documentation juridique qui permet d'offrir une large gamme de transactions en très peu de temps et qui, en outre, facilite la communication des conditions d'émission d'une manière transparente. La documentation la plus appropriée à cet égard est celle du programme "Euro Medium Term Notes". Ce programme offre la possibilité d'émettre pour des maturités de un mois à 50 ans aussi bien en monnaies étrangères que dans une série de produits structurés comme par exemple les instruments liés à l'inflation. Aucune limite juridique n'a été déterminée pour le montant total des émissions qui relèvent de ce programme. L'on notera toutefois que le montant qu'il est envisagé d'émettre est publié chaque année dans le programme de financement du Trésor.

Le terme "Euro" du programme n'a pas trait à des émissions en euros mais bien à des émissions sur les marchés internationaux des capitaux où l'émetteur dispose précisément de la possibilité d'émettre dans

la devise d'un autre pays et de placer, souvent avec le concours d'un syndicat international de banques, son emprunt auprès d'investisseurs dans plusieurs pays. L'appellation "Medium Term" signifiait à l'origine qu'il s'agissait de durées moyennes mais la pratique a tellement évolué entretemps que des maturités plus courtes ou plus longues sont devenues monnaie courante.

Un tel programme permet de scinder la documentation juridique d'une part en une série de documents qui sont de nature permanente et peuvent en conséquence servir de support à plusieurs émissions et, d'autre part, en documents qui sont spécifiques à chaque émission et peuvent très rapidement être mis au point. Pour la rédaction de ces documents, le Trésor fait appel à un cabinet d'avocat spécialisé pour ce qui est des aspects juridiques et à ce que l'on appelle des "Arrangers", en l'occurrence Deutsche Bank et Fortis, pour ce qui concerne les aspects techniques et ceux liés aux marchés. L'on notera toutefois que le Trésor n'est pas obligé d'avoir recours à des dealers même si dans la pratique, ce sera probablement toujours le cas. Il a également le choix de travailler avec un syndicat ou non.

En 2008, le Trésor a ainsi émis un montant de USD 2.1 milliards (voir également page 32 du présent rapport). Les émissions prévues pour 2009 portent sur un montant total de EUR 3 milliards.

3. Le lancement du trading électronique interdealer sur plusieurs plates-formes

Outre le placement des OLO et des certificats de Trésorerie sur le marché primaire, les primary dealers ont la tâche de veiller à la transparence des prix de ces produits sur les marchés secondaires. Cela consiste entre autres à coter de manière continue des prix conformes au marché, ce qui implique concrètement que les primary dealers doivent afficher sur une plate-forme électronique interdealer des prix bid/offer avec un spread maximum déterminé et pour un certain montant minimum. Ceci s'applique à l'ensemble des emprunts de référence ainsi qu'à quelques autres "non-benchmarks". Jusqu'avril 2008, les primary dealers remplissaient cette obligation de "market making" pour les OLO et les certificats de Trésorerie sur une seule plate-forme électronique interdealer, à savoir MTS Belgium.

A partir du mois d'avril 2008, les primary dealers ont eu la possibilité de satisfaire à leurs obligations de cotation sur une ou plusieurs des trois différentes plates-formes électroniques interdealer qu'ils ont sélectionnées et qui ont été acceptées par le Trésor.

Cette nouvelle possibilité résulte de la combinaison de plusieurs facteurs:

- D'une part, il y avait le souhait même de primary dealers de pouvoir remplir leurs obligations de cotation sur d'autres plates-formes électroniques que MTS.

- D'autre part, les progrès techniques réalisés en la matière permettaient de renvoyer simultanément sur différentes plates-formes des prix, de les consolider ainsi que de conclure des transactions sur ces plates-formes.

Les trois plates-formes sur lesquelles les 16 primary dealers peuvent réaliser leurs cotations, à savoir BGC Brokers, BrokerTec et MTS Belgium, ont été choisies par les primary dealers à partir d'un groupe de différents candidats soumis à des critères de sélection stricts.

Dès lors que les primary dealers ont le choix entre différentes plates-formes électroniques, c'est maintenant au Trésor d'assurer le suivi des obligations de cotation. Celui-ci a pour ce faire développé en interne un logiciel efficient et performant lui permettant d'informer individuellement et sur une base journalière chaque primary dealer sur ses obligations de cotation. Le primary dealer sait ainsi s'il a respecté ses obligations ou éventuellement même s'il a mieux coté que ce qui est imposé.

L'impact de la crise de liquidité sur les bilans des banques s'est également fait ressentir sur les volumes traités sur les plates-formes électroniques interdealer. Dans des conditions de marché difficiles, les obligations de cotation sur ces plates-formes peuvent

en effet aboutir à des prises de positions non souhaitées dans les livres. C'est ainsi que de septembre à décembre, les primary dealers ont diminué les volumes négociés en OLO sur les plates-formes électroniques de 88% par rapport à l'année précédente. Quant aux certificats de Trésorerie, le produit sûr par excellence, la diminution n'est pas aussi prononcée puisqu'elle ne s'élève qu'à 10%.

L'importance de la volatilité sur les marchés a également eu pour conséquence que la cotation des OLO et des certificats de Trésorerie dans les limites imposées en termes de spreads est devenue impossible. C'est ainsi qu'à partir de la mi-septembre, l'on est passé d'un système de spreads maximum imposés à un système de "circonstances exceptionnelles de marchés", dans lequel les primary dealers cotent des spreads bid/offer du mieux qu'ils peuvent. La mesure de l'appréciation de leurs cotations est basée sur la moyenne du spread bid/offer coté et non plus sur le spread maximum imposé. C'est ainsi que même dans des périodes où les marchés sont extrêmement volatils, il y a eu suffisamment de cotations garantissant la transparence en matière de prix. Cette nouvelle méthode de calcul permet également dans de meilleures périodes d'obtenir des spreads bid/offer plus étroits. Les spreads bid/offer des primary dealers sont en effet comparés, lors de leur évaluation, aux spreads bid/offer moyens de l'ensemble des primary dealers.

L'ajout de deux nouvelles plates-formes électroniques interdealer n'a jusqu'à présent pas encore eu beaucoup d'impact sur la façon de coter des primary dealers. Entre le 1er avril et le 31 décembre 2008, plus de 95% du volume était encore réalisé sur MTS Belgium. L'on notera qu'actuellement 6 primary dealers effectuent leurs cotations exclusivement ou occasionnellement sur une autre plate-forme que MTS Belgium.

Il serait néanmoins prématuré et aussi incorrect d'en conclure que l'ouverture à d'autres plates-formes interdealer était inutile. Prématuré car la sévérité de la crise que les marchés ont connue depuis la mi-septembre a bien tenu occupé les market makers, ce qui a certainement constitué un frein à l'utilisation de nouvelles plates-formes. Incorrect car l'ouverture à d'autres plates-formes électroniques a constitué un filet de sécurité pour un bon déroulement du "market making" au cas où la plate-forme existante aurait rencontré des problèmes consécutifs à la crise.

4. Mise en oeuvre du système de comptabilité générale en partie double pour la dette de l'Etat fédéral belge

La comptabilité de l'Etat fédéral se trouve actuellement dans une phase de profonde mutation, annoncée depuis longtemps, notamment par la loi du 15 mars 1991 portant réforme de la comptabilité générale de l'Etat et de la comptabilité provinciale, et précisée par la loi du 22 mai 2003 portant organisation du budget et de la comptabilité de l'Etat fédéral. Cette loi pose le principe et précise les modalités fondamentales de la tenue en parallèle d'une comptabilité générale en partie double et d'une comptabilité budgétaire, ces deux comptabilités étant établies en termes de droits constatés et se référant à un plan comptable normalisé spécifique. Gérée par un groupe de travail interdépartemental, la réforme de la comptabilité de l'Etat fédéral, appelée réforme "FEDCOM", est mise en place progressivement et vise actuellement, après l'implémentation de quatre départements pilotes et de la Trésorerie pour ce qui concerne la gestion de caisse, un groupe de cinq départements ministériels. Eu égard à la plus-value incontestable en termes d'image et d'informations comptables, financières et patrimoniales de la comptabilité en partie double par rapport à la comptabilité "de caisse" actuelle, particulièrement dans le domaine spécifique de la gestion de la dette, le Service de la dette de l'Etat fédéral a entrepris dès 2008 la mise en place de la réforme comptable, anticipant ainsi sur le planning établi par "FEDCOM". Cette initiative repose également sur le haut potentiel d'automatisation dans la production des écritures comptables en raison de l'étroite complémentarité entre la base de données informatique de la dette et le logiciel comptable. Le projet développé pour la dette est principalement centré sur la comptabilité en partie double et prévoit une interface devant permettre l'intégration des données budgétaires dans le système "FEDCOM".

Le contrat portant sur l'acquisition du logiciel comptable et sur les services de consultance nécessaires à sa mise en œuvre a été signé en décembre 2007. Bien que le terrain ait été préparé précédemment en ce qui concerne l'inventaire des écritures comptables et les travaux d'analyse portant sur la définition des règles comptables par produit et par opération, les travaux de paramétrage de ces règles sur le plan informatique ont débuté en janvier 2008. Les règles comptables relatives aux opérations sur la dette en euros, hormis les produits dérivés, ont été développées, testées et mises en production dans le courant de l'année 2008. L'année 2009 sera consacrée à la mise en production des opérations sur la dette en devises et des produits dérivés, ainsi qu'à la mise au point du reporting comptable et à la constitution du bilan de départ au 31 décembre 2009. Suivant l'objectif fixé, la nouvelle comptabilité devrait être opérationnelle au début de l'année 2010.

Le système de comptabilité générale en partie double actuellement mis en place au Service de la Dette se réfère à la loi du 17 juillet 1975 relative à la comptabilité des entreprises tout en tenant compte de spécificités propres aux pouvoirs publics et aux cadres réglementaires internationaux qui régissent les comptes nationaux. Ainsi, le Service de la Dette produira des livres comptables dans une forme analogue aux prescriptions de la comptabilité des entreprises et établira un bilan et un compte de résultat qui, à terme, s'intégreront dans les états comptables globaux de l'Etat fédéral. Par contre, le plan comptable normalisé de l'Etat fédéral diffère du plan comptable des entreprises sur de nombreux points et les règles d'imputations de la nouvelle comptabilité publique sont largement alignées sur les normes du Système européen des comptes dans sa version de 1995 (SEC 95) et sur les règles définies dans le cadre de l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

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

Le principe selon lequel "mesurer est savoir" a trouvé une application dans la gestion de la dette par le truchement de ce que l'on appelle les indicateurs de performance; ceux-ci sont le reflet chiffré de la réalisation des objectifs opérationnels. Ils constituent donc tant des moyens de communication que des instruments de gestion entre les mains du Management du Service Public Fédéral - Finances. Dans l'année à venir, l'on prévoit une automatisation maximale du système qui permettra de créer un instrument utilisable de manière efficiente dans l'échange vertical et transversal de données sur la gestion. Toutefois, il ne s'agit que d'indicateurs-clefs qui n'excluent pas des ajouts nécessaires.

La principale préoccupation dans la gestion de la dette a porté et porte bien évidemment sur le financement permanent de l'Etat à des conditions conformes en matière de coûts et de risques ou, pour le dire autrement, sur le souhait d'intéresser les investisseurs. C'est la raison pour laquelle différentes questions ont dû trouver une réponse en 2008, à savoir:

- y-a-t-il eu suffisamment de demande pour les instruments de la dette de l'Etat fédéral afin de pouvoir réaliser une sélection qualitative et financièrement avantageuse entre les offres effectuées par les primary dealers dans le cadre des adjudications ou des syndications ? Pour les adjudications seulement, le Trésor a déterminé à cet égard une norme chiffrée, à savoir le ratio "bid-to-cover" qui requiert une offre excédentaire minimale de 20%. En 2008, cette norme a été respectée pour 99% des lignes proposées. L'on notera que l'Agence de la Dette ne peut pas influencer l'offre faite par les primary dealers. C'est la raison pour laquelle l'on appelle cet indicateur un "indicateur miroir" (qui reflète l'intérêt des marchés financiers pour la dette belge);

- la gestion de la dette a-t-elle été suffisamment transparente et prévisible pour les primary dealers? Deux instruments de mesure ont été utilisés à cette fin: d'une part, le respect de la fourchette annoncée des montants émis par adjudication et, d'autre part, l'assurance de la liquidité sur le segment de la dette à court terme en maintenant en permanence un montant de minimum 25 milliards d'EUR en circulation sur les certificats de Trésorerie. Ces

deux conditions ont été invariablement bien respectées, en tenant toutefois compte du fait que la fourchette prévoit une tolérance de 1 à 2 pour-cent pour les arrondis;

- les primary dealers ont-ils pu être suffisamment vite mis au courant s'ils pouvaient ou non recevoir les titres de la dette pour lesquels ils avaient fait une offre lors des adjudications ? Ceci est important afin de limiter les positions non couvertes lors de variations de prix dans les marchés. Les primary dealers savent que l'Agence de la Dette s'efforce de publier les résultats des adjudications endéans les 5 minutes (pour les OLO) et les 8 minutes (pour les certificats de Trésorerie). Pour les certificats, la limite a été respectée à raison de 93% des cas: l'écart était marginal ou à attribuer à un problème de système entretemps résolu (sans autres impacts). Les adjudications bimestrielles d'OLO ont posé problème à deux reprises en 2008. L'on notera toutefois que l'ordre de grandeur était acceptable et chaque fois la conséquence indirecte de la crise de crédit (doublement du nombre de lignes d'OLO demandées et offertes).

Le deuxième point qui a retenu l'attention du Trésor a concerné l'efficience de la gestion de trésorerie. A nouveau, des questions ont dû faire l'objet de réponses:

- la politique interne de prix a-t-elle été respectée en ce qui concerne les opérations de gestion et les placements ? La réponse est positive sur toute la ligne en 2008;

- la relation financière avec la Banque Nationale de Belgique comme contrepartie en dernier ressort a-t-elle été optimale ? En fait, le solde en fin de journée auprès du Caissier de l'Etat n'a jamais été insuffisant ou dépassé (étant donné qu'une rémunération ne peut être obtenue de la Banque Nationale de Belgique que sur un surplus jusqu'à 50 millions d'EUR);

- les emprunts sur les marchés n'ont-ils pas été plus élevés que nécessaire ? En vue de pouvoir couvrir les échéances concentrées à la fin du premier et du troisième trimestre, le Trésor a plus emprunté dans le dernier et l'avant-dernier mois précédant chaque échéance afin de pouvoir créer un solde positif sans perturber le marché. Ce fut le cas en 2008 mais le Trésor a emprunté d'une façon opportune avec davantage de circonspection. Les montants empruntés ont donc augmenté de manière un peu plus importante avant les échéances concernées et le solde s'est estompé un peu plus longtemps après les échéances. Il n'en reste pas moins vrai que les surplus ont pu être placés avantageusement auprès du secteur bancaire qui était confronté à un certain manque de liquidité;

- le Trésor a-t-il eu une vision opportune des besoins de financement à court terme de l'Etat fédéral ? La gestion de trésorerie permet d'anticiper de manière satisfaisante des déficits potentiels de plus de 5 milliards d'EUR durant trois jours consécutifs et ce en prévenant systématiquement qu'une telle situation se produise dans les 3 semaines précédant l'échéance (ceci concerne l'indicateur du "liquidity gap"). A cet effet, l'Agence de la Dette a pu utiliser des prévisions de trésorerie relativement fiables élaborées par la Trésorerie. Depuis 2008, la précision de ces prévisions est évaluée sur la base d'un indicateur qui implique une précision de 150 millions d'EUR par jour. A cet égard, le planning fiscal des recettes fiscales constitue la principale source d'incertitude.

Le troisième paramètre particulièrement important mais non influençable (un indicateur miroir typique) est représenté par le différentiel d'intérêt que le Royaume de Belgique doit payer en plus sur son emprunt de référence à 10 ans par rapport à un groupe de pays tels que les Pays-Bas, la France et l'Espagne (en y incluant éventuellement l'Allemagne). Si l'on passe en revue les trois dernières années avant la crise des "subprimes" qui a commencé à la mi-2007, un surcoût mensuel moyen de 0.03% sur une base annuelle constituait une valeur tout-à-fait normale. En 2008, ce spread a toutefois augmenté pour passer de 0.09% (0.12% s'il l'on tient également compte de l'Allemagne) à 0.22% (0.38% avec l'Allemagne). La Belgique ne subit donc pas un trop grand impact négatif de la crise (probablement grâce à une situation économique relativement meilleure) et la dette belge a continué à constituer une intéressante

alternative de placement par rapport à la dette d'autres souverains de la zone euro.

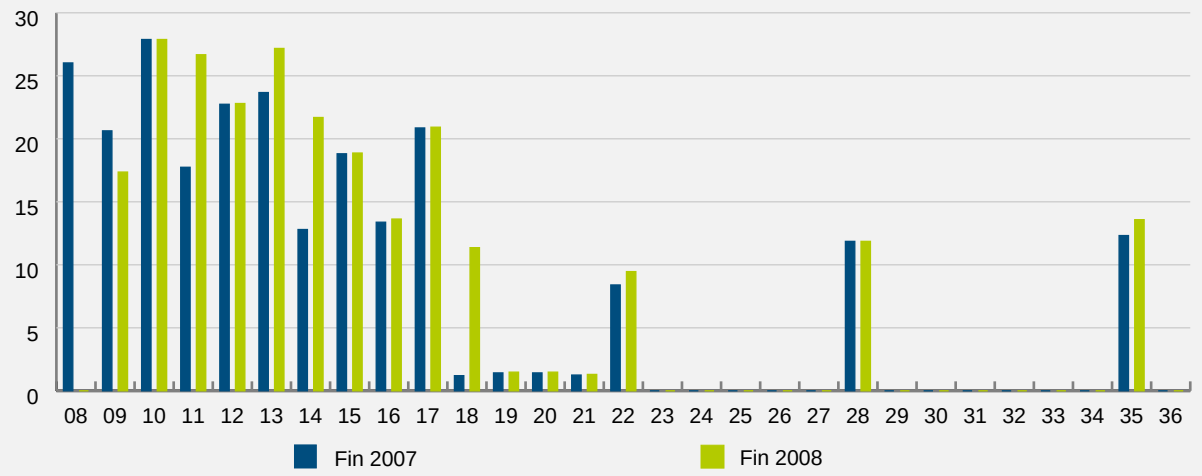
La crise du crédit a entrainé l'octroi d'une aide considérable en faveur du secteur bancaire ainsi qu'un financement en devises de la Société Fédérale de Participation et d'Investissement. Il en a ainsi résulté une détérioration de l'indicateur qui servait à refléter la diminution progressive de la dette en monnaies étrangères.

L'évolution des indicateurs qui mesurent le risque de refinancement et de refixation de taux n'est pas abordée ici étant donné qu'elle fait l'objet d'une analyse dans la partie 2 du présent rapport.

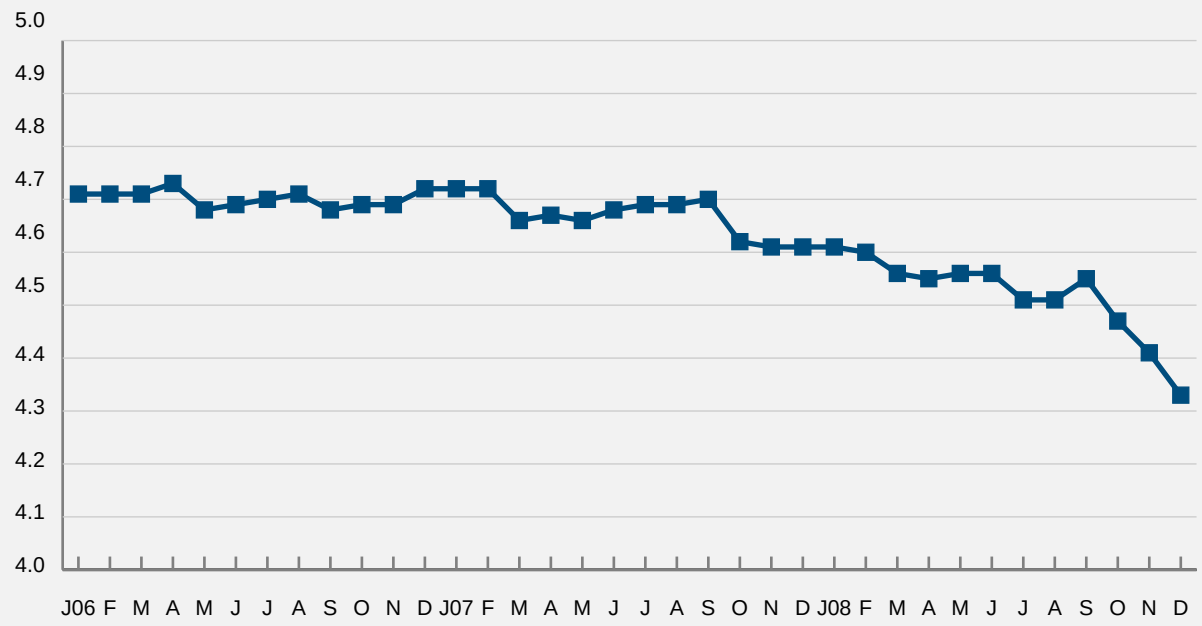
Le développement d'un autre point essentiel des Directives Générales, à savoir le plan de financement annuel (certainement en ce qui concerne le volet essentiel du financement à long terme) ne permet pas de donner lieu à une approche linéaire comme c'est idéalement le cas pour le suivi des indicateurs mensuels.

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 %)



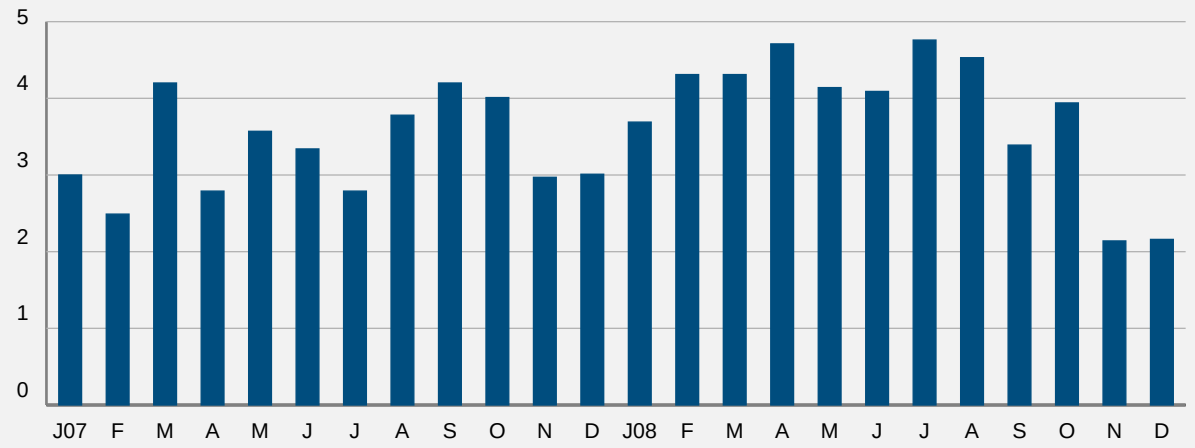
Montants en circulation par OLO (en EUR) à fin décembre 2008

MATURITE	COUPON en %	Code	OLO n°	ENCOURS	% Strips
28/03/2009	3.75	292 012	32	18 762 419 400.00	0.34%
28-03-2010	3	305 145	45	8 848 000 000.00	1.72%
28/09/2010	5.75	295 049	35	15 844 200 000.00	0.98%
28-03-2011	3.5	313 222	53	8 557 000 000.00	0.12%
22-06-2011	FRN	311 200	51	3 000 000 000.00	
28/09/2011	5	296 054	36	11 385 400 000.00	0.54%
28/09/2012	5	298 076	38	11 736 900 000.00	1.80%
24/12/2012	8	262 684	12	8 546 896 081.16	
28-03-2013	4	310 194	50	11 057 000 000.00	0.54%
28/09/2013	4.25	301 102	41	12 975 200 000.00	2.09%
28-03-2014	4	314 238	54	8 839 000 000.00	0.00%
28/09/2014	4.25	303 124	43	11 559 915 000.00	1.80%
28/03/2015	8	282 880	23	6 220 187 157.66	3.73%
28-09-2015	3.75	306 150	46	11 294 000 000.00	0.51%
28-09-2016	3.25	307 166	47	12 175 000 000.00	0.47%
28-03-2017	4	309 188	49	11 176 000 000.00	0.29%
28/09/2017	5.5	300 096	40	8 437 637 800.00	4.84%
28-03-2018	4	312 216	52	10 103 000 000.00	0.00%
28-03-2022	4	308 172	48	9 455 000 000.00	0.80%
28/03/2028	5.5	291 972	31	11 859 939 136.01	17.99%
28-03-2035	5	304 130	44	13 582 692 800.00	10.58%
TOTAL				**225 415 387 374.83**	
Encours des lignes strippables:				**213 868 491 293.67**	**2.35%**

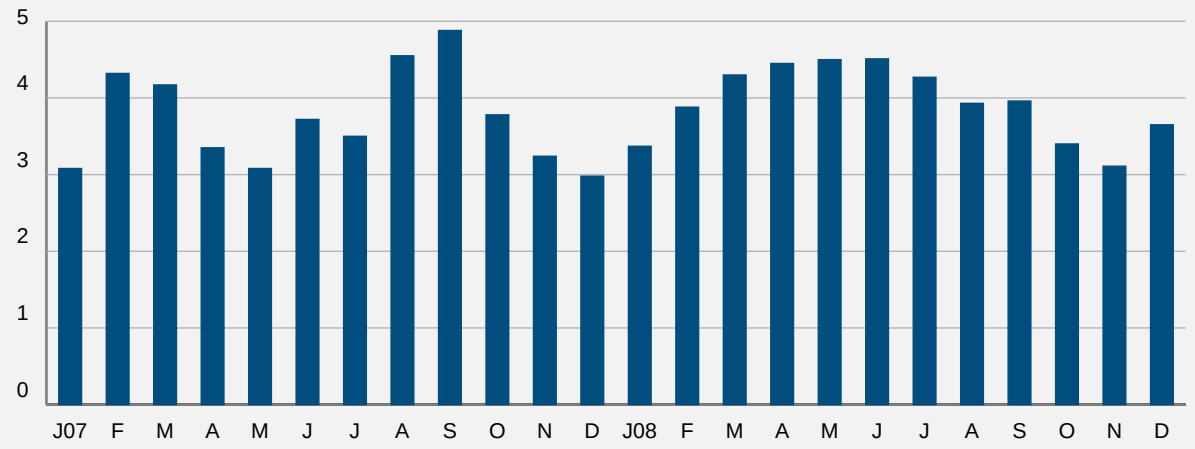
Résultats des adjudications et des syndications d'OLO en 2008 (en millions d'EUR)

Type d'émission	Date d'émission	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	22-01-2008	28-03-2018	312216			4 000.0		4 000.0		98.030				
						4 000.0		**4 000.0**						
AUCTION	25-02-2008	28-03-2011	313222	0 000.0	5 725.0	3 465.0	83.0	3 548.0	1.65	99.537	3.663	99.35/99.59	99.51	13
					5 725.0	**3 465.0**	**83.0**	**3 548.0**						
AUCTION	31-03-2008	28-03-2013	310194	9 123.0	1 978.0	882.0	90.0	972.0	2.24	100.175	3.960	100.00/100.22	100.15	14
		28-03-2018	312216	4 000.0	2 568.0	1 497.0	406.0	1 903.0	1.72	97.551	4.307	97.20/97.60	97.49	11
		28-03-2035	304130	12 317.7	2 375.0	1 000.0	265.0	1 265.0	2.38	102.750	4.816	102.20/102.75	102.75	1
					6 921.0	**3 379.0**	**761.0**	**4 140.0**						
SYNDICATION	17-04-2008	28-03-2014	314238			5 000.0		5 000.0		98.872				
						5 000.0		**5 000.0**						
AUCTION	27-05-2008	28-03-2011	313222	3 548.0	1 970.0	1 250.0	42.0	1 292.0	1.58	97.718	4.372	97.64/97.78	97.69	13
		28-03-2018	312216	5 903.0	2 135.0	1 100.0	50.0	1 150.0	1.94	95.372	4.594	95.15/95.40	95.34	12
		28-03-2022	308172	8 400.0	1 905.0	1 055.0	0.0	1 055.0	1.81	92.452	4.756	92.12/92.54	92.42	12
					6 010.0	**3 405.0**	**92.0**	**3 497.0**						
AUCTION	28-07-2008	28-03-2011	313222	4 840.0	2 685.0	1 175.0	515.0	1 690.0	2.29	97.139	4.662	97.00/97.17	97.13	11
		28-03-2014	314238	5 000.0	1 745.0	980.0	501.0	1 481.0	1.78	96.183	4.783	95.84/96.21	96.16	11
		28-03-2018	312216	7 053.0	2 430.0	847.0	393.0	1 240.0	2.87	93.026	4.922	92.60/93.06	93.01	13
					6 860.0	**3 002.0**	**1 409.0**	**4 411.0**						
AUCTION	29-09-2008	28-03-2011	313222	6 530.0	1 175.0	770.0	284.0	1 054.0	1.53	98.712	4.048	98.31/98.78	98.67	13
		28-03-2014	314238	6 481.0	1 447.0	630.0	408.0	1 038.0	2.30	97.917	4.433	97.45/98.10	97.80	10
		28-03-2018	312216	8 293.0	1 800.0	0.0	0.0	0.0		0.000	0.000	0.00/0.00	0.00	0
					4 422.0	**1 400.0**	**692.0**	**2 092.0**						
AUCTION	24-11-2008	28-03-2011	313222	7 584.0	1 608.0	700.0	273.0	973.0	2.30	100.797	3.135	100.52/100 84	100.77	7
		28-03-2013	310194	10 095.0	1 115.0	690.0	272.0	962.0	1.62	101.953	3.503	101.20/102 06	101.92	8
		28-03-2014	314238	7 519.0	1 990.0	975.0	345.0	1 320.0	2.04	101.754	3.630	101.00/101 85	101.72	7
		28-03-2018	312216	8 293.0	2 075.0	1 450.0	360.0	1 810.0	1.43	99.430	4.072	99.00/99 51	99.34	15
					6 788.0	**3 815.0**	**1 250.0**	**5 065.0**						

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			
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
J08	408.5	3 222.8			2 473.1	6 158.9	22 376.4	31 008.4	1 238.5	10 432.7	25 445.5
F	282.1	2 901.2			2 630.0	6 336.9	22 265.8	31 232.7	414.3	10 941.9	23 888.3
M	209.6	8 714.3			3 409.1	6 347.5	21 774.4	31 531.0	5 655.5	3 645.1	42 465.3
A	391.6	3 327.1			3 353.5	6 445.2	21 545.5	31 344.3	1 269.6	7 628.9	28 703.8
M	196.4	3 028.8			3 294.7	6 538.6	21 391.0	31 224.4	454.8	8 782.8	26 121.6
J	136.3	3 156.4			2 587.0	6 736.4	21 523.6	30 847.0	646.0	8 516.1	26 269.8
J	271.9	2 855.7			3 627.8	7 032.2	21 145.8	31 805.8	736.8	9 939.0	25 731.1
A	175.2	3 099.4			4 697.1	7 045.9	20 517.9	32 260.8	762.4	10 230.6	26 067.2
S	294.7	10 683.8			6 822.7	6 957.1	20 454.8	34 234.5	4 588.1	5 604.5	44 196.6
O	246.0	3 783.5	1 076.2	1 105.4	8 965.1	10 726.0	20 588.9	42 461.6	11 613.0	10 839.0	47 265.0
N	333.0	3 497.8	652.2	2 030.0	9 496.9	11 617.4	22 024.8	45 821.3	6 226.9	12 057.7	43 821.4
D	324.5	7 672.2			7 343.1	11 769.7	22 408.9	41 521.7	4 643.2	7 981.9	46 179.6

(1) avoirs des particuliers auprès des CCP

(2) emprunts et placements faits sur le marché interbancaire

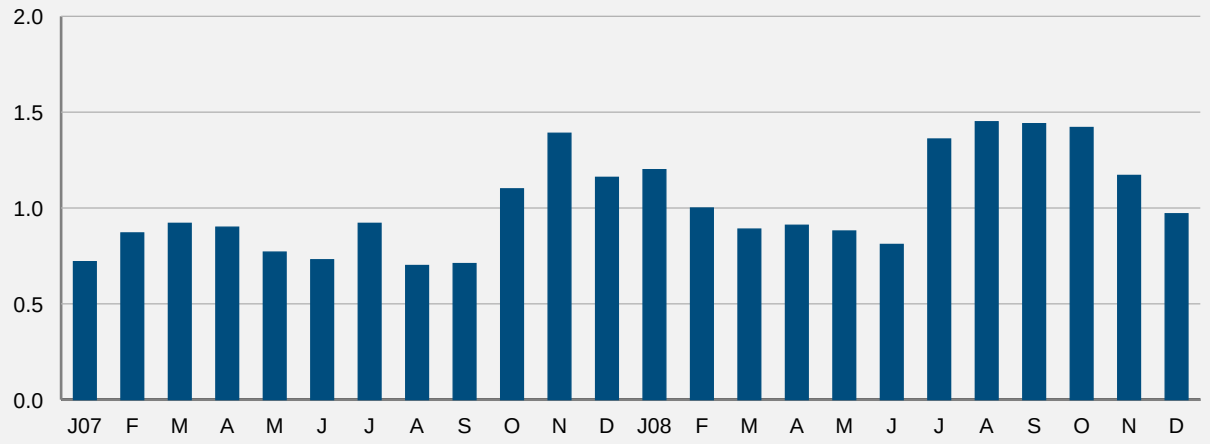
(3) certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91.
Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor, c.à.d. déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé.
Y compris, pour le 3 mois, les maturités inférieures à 3 mois.

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

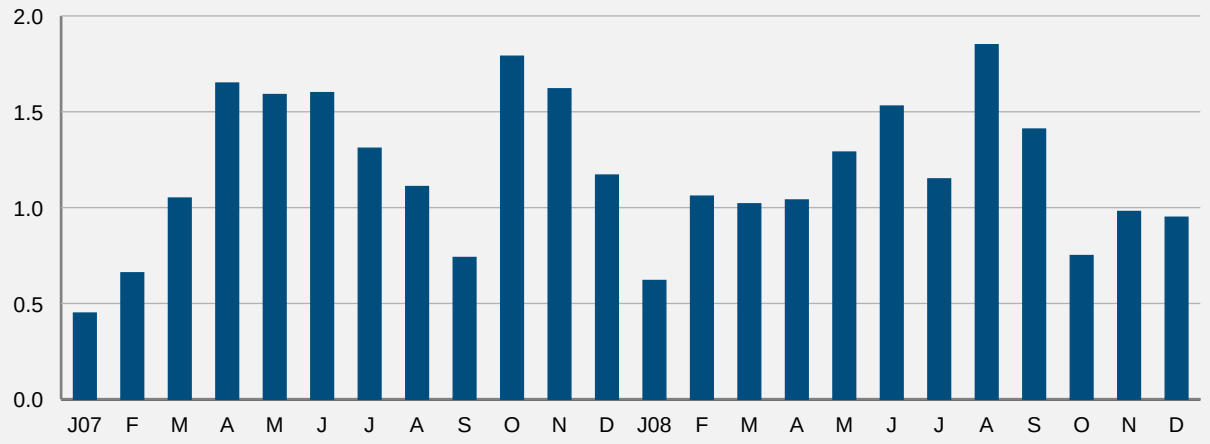
(5) total de la dette flottante (4) déduit.

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

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 2008 (en millions d'EUR)

Date d'adju.	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
08-01-2008		17-04-2008	630966	3	3 152.0	1 847.0	427.0	0.0	427.0	4.33	3.952	-64.60	3.945/4.050	3.955	7
		19-06-2008	632012	6	1 855.0	3 680.0	1 210.0	31.0	1 241.0	3.04	3.989	-65.60	3.980/4.050	3.995	15
15-01-2008	3 712.0	17-04-2008	630966	3	3 579.0	2 162.0	401.0	42.0	443.0	5.39	3.938	-60.30	3.930/4.000	3.940	10
		15-01-2009	639082	12	0.0	5 895.0	1 811.0	423.0	2 234.0	3.26	3.920	-66.10	3.910/4.010	3.925	14
05-02-2008		15-05-2008	631972	3	3 077.0	1 952.0	425.0	121.0	546.0	4.59	3.899	-47.30	3.895/4.000	3.900	5
		17-07-2008	633028	6	2 162.0	4 515.0	1 307.0	186.0	1 493.0	3.45	3.855	-51.60	3.850/3.950	3.860	14
12-02-2008	3 948.0	15-05-2008	631972	3	3 623.0	1 667.0	420.0	0.0	420.0	3.97	3.845	-48.90	3.835/3.900	3.850	12
		19-02-2009	640098	12	0.0	4 730.0	1 705.0	0.0	1 705.0	2.77	3.450	-84.90	3.440/3.550	3.455	14
04-03-2008		19-06-2008	632012	3	3 096.0	1 922.0	462.0	0.0	462.0	4.16	3.863	-52.80	3.855/3.950	3.865	8
		14-08-2008	634034	6	2 286.0	3 431.0	1 316.0	0.0	1 316.0	2.61	3.835	-56.00	3.825/3.920	3.840	14
11-03-2008	4 327.0	19-06-2008	632012	3	3 558.0	2 080.0	1 140.0	7.0	1 147.0	1.82	3.921	-67.60	3.905/4.000	3.930	10
		19-03-2009	641104	12	0.0	3 285.0	1 685.0	0.0	1 685.0	1.95	3.634	-92.10	3.625/3.700	3.640	11
01-04-2008		17-07-2008	633028	3	3 655.0	1 635.0	383.0	0.0	383.0	4.27	3.880	-85.10	3.860/3.980	3.895	7
		18-09-2008	635049	6	1 770.0	2 925.0	1 301.0	0.0	1 301.0	2.25	3.926	-80.60	3.915/3.990	3.935	12
15-04-2008	4 022.0	17-07-2008	633028	3	4 038.0	2 041.0	402.0	29.0	431.0	5.08	3.875	-88.90	3.850/3.950	3.885	8
		16-04-2009	642110	12	0.0	4 515.0	1 707.0	0.0	1 707.0	2.64	3.889	-88.30	3.870/4.000	3.895	14
29-04-2008		14-08-2008	634034	3	3 602.0	1 357.0	442.0	0.0	442.0	3.07	3.960	-89.70	3.950/4.030	3.965	8
		16-10-2008	636054	6	1 805.0	3 315.0	1 302.0	2.0	1 304.0	2.55	3.991	-89.20	3.975/4.070	4.000	11
13-05-2008	4 043.0	14-08-2008	634034	3	4 044.0	2 112.0	415.0	50.0	465.0	5.09	3.937	-91.90	3.930/4.000	3.940	11
		14-05-2009	643126	12	0.0	5 695.0	1 704.0	0.0	1 704.0	3.34	4.012	-93.80	4.000/4.100	4.015	15
03-06-2008		18-09-2008	635049	3	3 071.0	1 890.0	403.0	0.0	403.0	4.69	4.032	-83.20	4.025/4.100	4.035	8
		13-11-2008	637060	6	1 605.0	3 380.0	1 302.0	141.0	1 443.0	2.60	4.106	-82.20	4.095/4.200	4.115	7
17-06-2008	4 705.0	18-09-2008	635049	3	3 474.0	1 790.0	420.0	71.0	491.0	4.26	4.254	-70.70	4.250/4.370	4.260	7
		18-06-2009	644132	12	0.0	4 045.0	1 702.0	296.0	1 998.0	2.38	4.664	-77.00	4.655/4.770	4.675	7
01-07-2008		16-10-2008	636054	3	3 109.0	3 310.0	901.0	4.0	905.0	3.67	4.338	-61.70	4.335/4.420	4.340	9
		18-12-2008	638076	6	1 753.0	3 860.0	1 800.0	0.0	1 800.0	2.14	4.436	-70.90	4.425/4.540	4.440	9
15-07-2008	4 469.0	16-10-2008	636054	3	4 014.0	3 220.0	903.0	60.0	963.0	3.57	4.305	-65.60	4.300/4.400	4.310	10
		16-07-2009	645147	12	0.0	4 295.0	1 719.0	47.0	1 766.0	2.50	4.442	-93.20	4.430/4.550	4.450	14
05-08-2008		13-11-2008	637060	3	3 048.0	2 450.0	925.0	0.0	925.0	2.65	4.339	-62.90	4.330/4.440	4.350	14
		15-01-2009	639082	6	2 234.0	2 830.0	1 200.0	133.0	1 333.0	2.36	4.369	-79.30	4.355/4.440	4.380	12

Date d'adju.	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
12-08-2008	4 509.0	13-11-2008	637060	3	3 973.0	3 055.0	1 014.0	50.0	1 064.0	3.01	4.333	-63.30	4.315/4.440	4.345	12
		13-08-2009	646152	12	0.0	3 336.0	1 606.0	26.0	1 632.0	2.08	4.321	-99.30	4.305/4.410	4.330	15
02-09-2008		18-12-2008	638076	3	3 553.0	4 045.0	1 509.0	32.0	1 541.0	2.68	4.349	-61.20	4.340/4.440	4.355	12
		19-02-2009	640098	6	1 705.0	3 591.0	1 213.0	0.0	1 213.0	2.96	4.354	-81.00	4.345/4.450	4.360	13
16-09-2008	3 965.0	18-12-2008	638076	3	5 094.0	3 279.0	1 404.0	100.0	1 504.0	2.34	4.268	-70.10	4.255/4.380	4.270	11
		17-09-2009	647168	12	0.0	3 875.0	1 705.0	0.0	1 705.0	2.27	4.149	-119.10	4.140/4.230	4.155	12
30-09-2008		18-12-2008	638076	2	6 598.0	2 325.0	505.0	14.0	519.0	4.60	3.382	-174.80	3.000/4.250	3.600	11
		15-01-2009	639082	3	3 567.0	2 208.0	713.0	44.0	757.0	3.10	3.432	-184.50	3.100/4.000	3.595	10
		19-03-2009	641104	6	1 685.0	2 650.0	1 219.0	50.0	1 269.0	2.17	3.635	-174.20	3.300/4.250	3.800	11
14-10-2008	4 977.0	13-11-2008	637060	1	5 037.0	1 740.0	950.0	129.0	1 079.0	1.83	3.386	-154.40	3.200/4.000	3.500	12
		18-12-2008	638076	2	7 117.0	1 910.0	980.0	132.0	1 112.0	1.95	3.434	-163.10	3.250/4.150	3.500	11
		15-01-2009	639082	3	4 324.0	2 245.0	1 495.0	61.0	1 556.0	1.50	3.260	-197.50	3.000/4.000	3.390	14
		15-10-2009	648174	12	0.0	2 160.0	1 790.0	138.0	1 928.0	1.21	3.218	-214.00	3.150/3.600	3.270	13
21-10-2008		15-01-2009	639082	-	5 880.0	2 950.0	370.0	32.0	402.0	7.97	3.236	-173.20	3.150/4.000	3.250	5
		19-02-2009	640098	-	2 918.0	2 545.0	730.0	60.0	790.0	3.49	3.210	-178.40	3.150/4.000	3.250	9
		18-06-2009	644132	-	1 998.0	2 645.0	1 190.0	182.0	1 372.0	2.22	3.228	-183.20	3.125/4.000	3.300	13
28-10-2008		19-03-2009	641104	-	2 954.0	2 970.0	970.0	12.0	982.0	3.06	2.990	-190.80	2.950/3.500	3.000	7
		16-04-2009	642110	-	1 707.0	2 550.0	735.0	12.0	747.0	3.47	2.924	-198.80	2.900/3.500	2.995	4
		14-05-2009	643126	-	1 704.0	2 575.0	750.0	12.0	762.0	3.43	2.844	-208.60	2.800/3.500	2.945	4
04-11-2008		18-12-2008	638076	1	8 229.0	2 295.0	829.0	99.0	928.0	2.77	3.100	-126.80	3.070/3.400	3.150	8
		19-02-2009	640098	3	3 708.0	2 315.0	925.0	167.0	1 092.0	2.50	3.023	-167.70	2.970/3.350	3.060	8
		16-04-2009	642110	6	2 454.0	3 155.0	1 678.0	117.0	1 795.0	1.88	3.028	-172.60	2.950/3.400	3.050	9
11-11-2008	6 116.0	18-12-2008	638076	1	9 157.0	2 310.0	565.0	89.0	654.0	4.09	2.852	-110.20	2.820/3.100	2.865	6
		19-02-2009	640098	3	4 800.0	2 970.0	1 285.0	142.0	1 427.0	2.31	2.860	-148.30	2.820/3.120	2.880	10
		19-11-2009	649180	12	0.0	2 275.0	2 040.0	178.0	2 218.0	1.12	2.635	-182.30	2.575/2.800	2.700	12
18-11-2008		18-06-2009	644132	6	3 370.0	2 685.0	475.0	70.0	545.0	5.65	2.435	-179.00	2.400/2.800	2.445	4
		17-09-2009	647168	12	1 705.0	2 305.0	715.0	120.0	835.0	3.22	2.373	-188.30	2.340/2.800	2.395	6
02-12-2008		19-03-2009	641104	3	3 936.0	3 025.0	760.0	0.0	760.0	3.98	2.130	-165.60	2.115/2.400	2.135	5
		14-05-2009	643126	6	2 466.0	2 865.0	1 830.0	0.0	1 830.0	1.57	2.126	-170.20	2.100/2.500	2.155	12
16-12-2008	9 811.0	19-03-2009	641104	3	4 826.0	2 965.0	405.0	0.0	405.0	7.32	1.918	-128.60	1.890/2.250	1.920	5
		17-12-2009	650196	12	0.0	3 165.0	1 755.0	357.0	2 112.0	1.80	2.208	-118.70	2.180/2.450	2.220	12

Placements "bons du Trésor - Fonds de vieillissement"
situation au 31 décembre 2008

Bon du Trésor - Fonds de vieillissement	Montant placé	Taux d'intérêt	Intérêts proratisés au 31/12/2008	Portefeuille au 31/12/2008	Montant à l'échéance finale
28/03/2002 - 15/04/2010	624 076 032.25 (1)	5.43384823	268 837 385.80	892 913 418.05	955 734 250.39
12/09/2002 - 15/10/2010	431 740 237.50 (2)	4.54934710	139 912 314.59	571 652 552.09	618 936 159.87
10/04/2003 - 15/04/2011	451 511 336.23 (3)	4.23497214	121 234 907.24	572 746 243.47	629 682 696.99
21/11/2003 - 17/10/2011	645 687 591.81 (4)	4.24719380	153 175 649.41	798 863 241.22	897 230 872.37
21/11/2003 - 16/04/2012	1 000 000 000.00 (4)	4.31747266	241 503 349.60	1 241 503 349.60	1 426 757 473.64
21/11/2003 - 15/04/2013	1 000 000 000.00 (4)	4.44964500	249 574 740.33	1 249 574 740.33	1 506 014 320.05
22/01/2004 - 15/10/2012	296 159 365.37 (5)	4.22902667	67 364 129.12	363 523 494.49	425 297 020.86
22/01/2004 - 15/04/2014	1 000 000 000.00 (5)	4.37400828	235 930 325.62	1 235 930 325.62	1 549 902 169.97
22/01/2004 - 15/04/2015	1 000 000 000.00 (5)	4.45786790	240 851 493.54	1 240 851 493.54	1 632 358 619.37
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000.00 (5)	4.56395979	247 099 714.95	1 247 099 714.95	1 726 649 079.02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000.00 (5)	4.67063142	253 407 364.16	1 253 407 364.16	1 830 675 165.94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000.00 (5)	4.74408188	257 765 375.74	1 257 765 375.74	1 934 933 570.10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000.00 (6)	4.20204082	228 714 021.46	1 478 714 021.46	2 258 592 546.19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000.00 (6)	4.24643832	231 287 645.12	1 481 287 645.12	2 369 231 756.61
20/05/2005 - 15/04/2021	442 653 633.07 (7)	3.76448399	63 393 788.77	506 047 421.84	797 041 035.55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202.07 (8)	4.01888850	45 882 159.05	601 510 361.12	995 830 949.11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398.98 (9)	4.32873520	13 075 320.08	189 738 719.06	319 446 696.28
Total:	**13 124 119 797.28**		**3 059 009 684.58**	**16 183 129 481.86**	**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).
(9) Solde budgétaire 2006 (176.000.000,00); intérêts court terme (663.398,98)

Organigramme (au 31/12/2008)

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	Directeur	Directeur
A. LECLERCQ	J. DEBOUTTE	F. VAN BELLE
Front office	**1. Stratégie et gestion des risques**	**1. Back office**
Sous-directeur	Sous-directeur	Sous-directeur
S. DE SMEDT	B. DEBERGH	P. LEPOUTRE
	2. Marketing et développement de produits	**2. Systèmes**
	Sous-directeur	Sous-directeur
	S. THEYS	T. GEELS

Auditeur-Conseiller
Erik ANNÉ

Marchés et Services Financiers
Auditeur général
V. BUYDENS

Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique au 01.01.2009

Primary Dealers

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
THE ROYAL BANK OF SCOTLAND	135 Bishopgate, GB-London EC2M 3UR
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

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 CAPITAL MARKETS	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
BARCLAYS BANK PLC	5 The North Colonnade, Canary Wharf, GB-London E14 4BB

Etablissements placeurs bons d'Etat en 2009

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	Kasteelpleinstraat, 44-46	2000 Antwerpen
FORTIS BANQUE	Montagne du Parc, 3	1000 Bruxelles
KBC BANK	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 & C°	Van Putlei, 74-76	2018 Antwerpen
VDK SPAARBANK	Sint-Michielsplein, 16	9000 Gent
GOLDWASSER EXCHANGE	Avenue Adolphe Demeur, 35	1060 Bruxelles

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