ROYAUME
DE BELGIQUE

Service Public Fédéral
FINANCES

Administration générale
de la Trésorerie

Dette de
l'Etat Fédéral

Rapport annuel 2009

AGENCE DE LA DETTE

.be

RAPPORT ANNUEL 2009

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

http://www.debtagency.be

D/2010/0676/2

Juin 2010

AGENCE DE LA DETTE

TABLE DES MATIÈRES

Avant-propos du Ministre des Finances 5

Les grands chiffres de la dette de l'Etat 6

Partie 1: Evolution économique et des finances des pouvoirs publics en 2009 9

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

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2009 12

Partie 2: La politique de financement en 2009 17

1. Besoins et moyens de financement en 2009 18

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

2.1. Des produits liquides dont l'émission se déroule de manière transparente et prévisible 19
a. Obligations linéaires 19
b. Certificats de Trésorerie 26
c. Bons d'Etat 28
d. Strips 30

2.2. Des produits taillés sur mesure 31
a. Emissions d'obligations dans le cadre du programme EMTN 31
b. "Belgian Treasury Bills" en EUR et en devises 32
c. Bons du Trésor – Fonds de vieillissement 33

3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques 34

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

3.2. Le risque de crédit 35

3.3. Le risque de change 37

Partie 3: Principaux points stratégiques 39

1. L'impact de la crise financière sur le financement de l'Etat fédéral 40
1.1. Le financement de certaines institutions financières 40
1.2. L'octroi d'une garantie de l'Etat dans le cadre de la crise financière 40
1.3. L'évolution des spreads de taux, des swaps spreads et des primes CDS 43
1.4. Distribution de la dette fédérale belge 45
2. La liquidité des titres et les améliorations du "compliance" sur le marché électronique interdealer 50

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
- Certificats de Trésorerie: encours, résultats des adjudications
- 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 2010

AVANT-PROPOS DE DIDIER REYNDERS,
VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES ET DES RÉFORMES INSTITUTIONNELLES

En dépit d'un léger redressement au second semestre, l'année 2009 s'est caractérisée par une croissance négative en matière d'activité économique en affichant un taux de -3% du PIB. Cependant, 2009 semble également marquer la fin de la récession: la confiance des entrepreneurs et des consommateurs ainsi que la confiance dans le secteur financier reviennent, ce qui permet d'entrevoir une reprise qui devra être encadrée par les autorités.

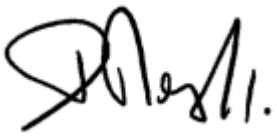
Les finances publiques aussi ont souffert de la crise. Le déficit budgétaire s'est en effet élevé à 6% du PIB, reflétant une diminution des recettes et une augmentation des dépenses primaires, c'est-à-dire des dépenses hors charges d'intérêt. Conscientes du danger que représente un tel déficit pour la soutenabilité des finances publiques, les autorités belges se sont engagées dans le programme de stabilité 2009-2012 à éliminer le déficit excessif pour 2012 et à retrouver l'équilibre pour 2015.

Le ratio d'endettement de la Belgique qui avait déjà beaucoup pâti de la crise financière en 2008 s'est encore aggravé en 2009 pour passer de 89,8% à 96,7% du PIB. Si en 2008, la hausse de la dette était due à des facteurs exogènes – principalement les injections de liquidités des autorités publiques dans le secteur financier – l'augmentation en 2009 a principalement été de nature endogène. Les autorités publiques se sont engagées à cet effet dans le programme de stabilité de la Belgique 2009-2012 à faire baisser à nouveau le ratio d'endettement à partir de 2012.

Sur les marchés financiers, les taux d'intérêt sont revenus à des niveaux peu élevés, influencés en cela par la politique monétaire résolument accommodante de la Banque Centrale Européenne. Etant donné ce niveau et la baisse continue du taux d'intérêt moyen pondéré de la dette de l'Etat fédéral – qui est passé de 4,30% en 2008 à 3,68% en 2009 – les charges d'intérêt sur la dette ont légèrement diminué en termes relatifs au PIB pour passer de 3,8% à 3,7% du PIB en 2009.

Il convient de relever que nonobstant la forte sollicitation des marchés, le Trésor et en particulier l'Agence de la dette, est parvenu sans trop de difficulté, dans le cadre des directives générales que je détermine, à récolter les moyens nécessaires afin de répondre à nos besoins de financement dans un environnement financier fragilisé.

Le Ministre des Finances,



Didier Reynders

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE DE L'ETAT

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

	2009	2008
I. Encours des principaux instruments de la dette de l'Etat fédéral		
1. Encours brut de la dette fédérale	321,84	310,83
- Financements et placements du Trésor	0,00	0,00
- Financement autres entités	2,46	1,42
- Titres en portefeuille	3,80	6,55
- Réserve pour placements	0,04	0,00
- Financement Fonds des Rentes	0,01	0,01
Encours net de la dette fédérale	315,53	302,85
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR:	321,28	306,31
- Obligations linéaires (OLO)	241,65	225,42
- EMTN en EUR	0,23	0,00
- Emprunts classiques	0,05	0,05
- Bons d'Etat	4,73	5,43
- Certificats de Trésorerie	40,14	41,52
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	16,90	16,18
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	0,46	4,64
- Emprunts privés, interbancaires et divers	12,65	10,72
- Dette émise en devises et swappée en EUR (dont EMTN)	4,03	1,74
- Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0,45	0,61
En % de la dette en EUR:		
- Obligations linéaires	75,21 %	73,59 %
- Emprunts classiques	0,02 %	0,02 %
- Bons d'Etat	1,47 %	1,77 %
- Certificats de Trésorerie	12,49 %	13,55 %
- Autres	10,74 %	11,06 %
B. Instruments en monnaies étrangères:	0,56	4,52
- Dette à long et moyen termes	0,56	0,60
- "Belgian Treasury Bills" en devises	0,00	3,92
II. Evolution de l'encours net de la dette de l'Etat fédéral sur l'année		
1. Evolution (en milliards d'EUR)	12,69	27,92
- Solde net à financer (SNF)	7,77	27,45
- Reprise de dettes	4,27	0,00
- Différences de change	0,09	-0,25
- Capitalisation d'intérêts	0,72	0,69
- Divers	0,00	0,00
- Dette de certains organismes	-0,16	0,03
2. Evolution (en %)	3,94 %	8,98 %

	2009	2008
III. Caractéristiques de la dette de l'Etat fédéral		
1. Rating octroyé par les différentes agences de rating		
- Rating pour le long terme (S&P/Moody's/Fitch)	AA+/Aa1/AA+	AA+/Aa1/AA+
2. Répartition selon les monnaies		
- Dette en EUR	99,83 %	98,55 %
- Dette en devises	0,17 %	1,45 %
3. Répartition selon le terme		
- Long et moyen termes (>1 an)	85,32 %	81,31 %
- Court terme	14,68 %	18,69 %
4. Répartition selon le taux		
- Taux fixe	80,04 %	81,72 %
- Taux variable	19,06 %	18,28 %
5. Duration effective de la dette en EUR	3,89	4,48
Duration effective de la dette en devises	0,10	0,10
6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	11,58	11,77
7. Taux d'intérêt moyen pondéré	3,68 %	4,30 %
8. Ratio des charges d'intérêt fédérales sur les dépenses fédérales en %	24,41 %	17,47 %
IV. Passage de la dette fédérale (Trésor) à la dette de l'ensemble des pouvoirs publics		
1. Encours de la dette fédérale	321,84	310,83
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (1)	4,30	8,54
3. Dette des Communautés et Régions et des pouvoirs locaux	38,37	30,59
4. Effet de consolidation	38,18	41,45
5. Autres corrections	0,28	1,01
6. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	326,60	309,52
7. PIB	337,76	344,68
8. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (6/7)	96,70 %	89,80 %

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

PARTIE 1

PARTIE 1. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2009

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

Economie belge

Pour l'ensemble de 2009, l'économie belge a connu une forte contraction de son activité, estimée à -3,0% pour le PIB, en net recul par rapport au modeste résultat de 2008 (+0,8% du PIB). Cette croissance négative résulte de la crise financière qui a sévi à la fin de 2008 et au début de 2009 et qui s'est transmise à l'économie réelle, résultant, entre autres, 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. Une reprise s'est amorcée dans la seconde partie de 2009 - la croissance est redevenue positive au troisième (+0,7%) et au quatrième trimestre (+0,3%) - soutenue par des politiques monétaires et budgétaires largement expansionnistes et accommodantes. Les mécanismes de garantie publique et les injections de capital en faveur des institutions financières ainsi que les octrois de liquidités par les banques centrales ont contribué à diminuer les tensions financières. Au cours de cette période, la confiance des entrepreneurs et des consommateurs s'est redressée et la production industrielle ainsi que le commerce international, qui avaient fort pâti de la crise, ont progressé à nouveau, suivant en cela le regain déjà constaté au deuxième trimestre de l'année dans les économies émergentes d'Asie. La situation a ainsi continué à s'améliorer à la fin de l'année même si certaines craintes subsistaient eu égard à l'endettement de Dubaï et de la Grèce et de leurs éventuelles conséquences sur les marchés financiers. Outre les mesures budgétaires et financières prises, le fonctionnement des stabilisateurs automatiques des finances publiques a largement contribué au soutien de l'activité économique.

La contraction de l'activité belge au cours de l'année sous revue s'est inscrite dans le sillage d'une croissance mondiale négative et estimée à -0,8% et de celle de la zone euro estimée à -4,0% du PIB.

Dans un environnement de faiblesse de la demande et de détérioration du marché du travail, l'inflation, mesurée par l'augmentation de l'indice des prix à la consommation harmonisé, a été quasiment nulle en Belgique en 2009. Elle a été négative pendant une partie de l'année, en raison d'effets de base importants liés à la chute des prix des matières premières dans la seconde moitié de l'année 2008.

Taux d'intérêt

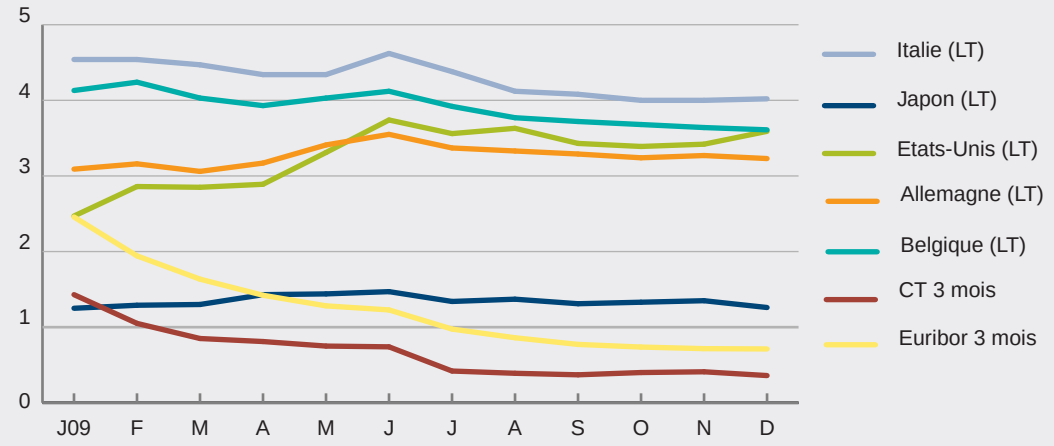
De manière générale, les taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont affiché un profil baissier en 2009 poursuivant ainsi la tendance baissière amorcée dans le courant du deuxième semestre de 2008. Dans le contexte de pressions inflationnistes faibles, les banques centrales ont en effet maintenu leurs taux directeurs à des niveaux très bas, encourageant ainsi la reprise économique. En outre, sur les marchés monétaires, les spreads entre les taux des dépôts interbancaires non garantis et ceux des placements sans risque ont nettement reculé. Pour les échéances les plus courtes, ils sont revenus à des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant la crise.

Les taux à long terme sont restés relativement stables et ont suivi des évolutions différentes de pays à pays. La tendance a ainsi été à la hausse pour les taux américains à long terme alors que pour la Belgique, il s'est agi d'une baisse.

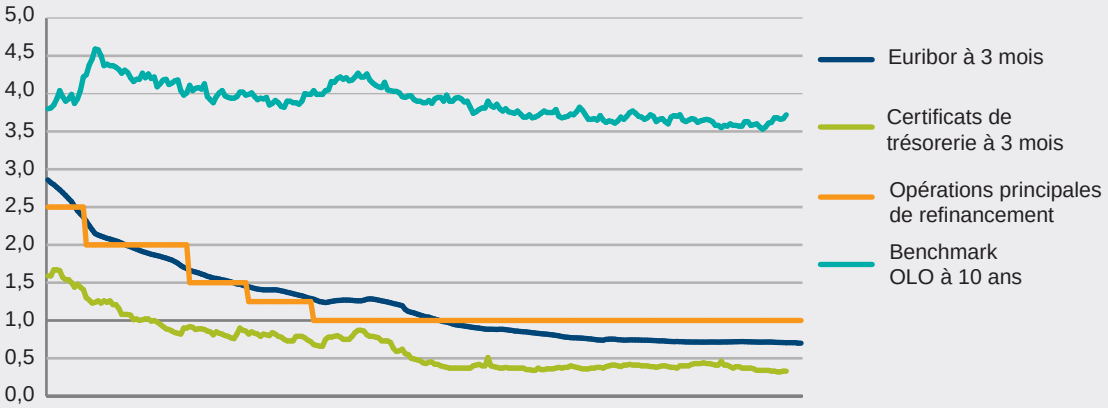
Etats-Unis

En dépit d'un léger redressement de l'activité économique en 2009, la croissance aux Etats-Unis est demeurée négative sur l'ensemble de l'année (-2,5%). Grâce à toute une série de mesures financières et budgétaires visant à relancer la demande intérieure, un regain d'activité s'est fait sentir à partir du 3ème trimestre de l'année sous revue.

G1. Moyennes des taux d'intérêt (en %) à 3 mois et moyennes des rendements des emprunts de référence à 10 ans en 2009



G2. Evolution des taux d'intérêt (en %) en 2009 (zone euro)



C'est dans ce contexte que, outre la poursuite d'octroi de liquidités, la banque centrale américaine a poursuivi une politique monétaire très accommodante. Le taux cible des fonds fédéraux est ainsi resté à son niveau très bas décidé en 2008, à savoir une fourchette allant de 0 à 0,25%.

Alors qu'au cours du premier semestre de l'année la courbe des taux a été caractérisée par des taux à 3 et 6 mois plus élevés qu'à 1, 2 et 3 ans, elle a été positive sur toute sa longueur durant le second semestre de l'année sous revue.

Zone euro

La Banque Centrale Européenne (BCE) a poursuivi sa politique monétaire anti-crise de fin 2008. Elle a continué à baisser progressivement le taux des opérations principales de refinancement qui est ainsi passé de 2,5% en janvier à 1% en mai 2009, et à fournir des liquidités sans limite à ce taux. Elle a étendu sa politique de soutien renforcé du crédit, notamment en procédant à trois opérations de refinancement à un an. Les inflexions de la politique monétaire et la crise économique ont influencé à la baisse les taux à court et long termes.

Tout comme en 2008, La pente de la courbe des taux euro est restée globalement positive en 2009, à l'exception du segment du très long terme (au delà de 20 ans).

Belgique

Sur les marchés financiers belges, les taux à court terme ont suivi une évolution à la baisse comparable à ceux de la zone euro. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont ainsi passés, en moyenne, de 1,43% en janvier à 0,36% en décembre. Influencés par la politique monétaire de l'Eurosystème, les taux interbancaires ont également diminué. Ainsi, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de 2,46% en janvier à 0,71% en décembre. L'on notera que le spread à 3 mois entre l'Euribor et les certificats de Trésorerie a fortement diminué tout au long de l'année. Celui-ci est en effet passé en moyenne de 103 points de base en janvier à 35 points de base en décembre 2009.

En ce qui concerne le long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans a suivi une évolution à la baisse tout au long de l'année et est passé, en moyenne, de 4,13% en janvier à 3,61 en décembre 2009.

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2009

En 2009, les comptes de l'ensemble des pouvoirs publics belges se sont clôturés par un déficit équivalent à 6% du PIB.

Ce résultat est légèrement inférieur à l'objectif du complément au programme de stabilité de septembre 2009, qui prévoyait un déficit de 5,9% du PIB. Ce complément, introduit à la demande du Conseil de l'Union européenne, s'inscrivait dans la lignée du programme de stabilité déposé en avril 2009 et actualisait la trajectoire des finances publiques en fonction des perspectives économiques les plus récentes.

Le contexte de crise économique explique pour une large part le déficit enregistré, tant au niveau de sa composante cyclique que structurelle. Afin de favoriser la reprise économique, les autorités belges ont en effet décidé de mener une politique contracyclique. D'une part, elles ont laissé pleinement jouer les stabilisateurs automatiques et, d'autre part, elles ont adopté des mesures de relance économique, dans la lignée des orientations définies par le Conseil européen. L'évolution des recettes et dépenses a dès lors été déterminée par ces développements.

Par ailleurs, des facteurs non récurrents ont influencé négativement l'évolution des finances publiques. Deux décisions de justice ont entraîné des remboursements d'impôt : l'arrêt Cobelfret, afférent au régime belge des Revenus Définitivement Taxés (RDT), et le jugement relatif à la discrimination des chômeurs mariés par rapport aux chômeurs cohabitants. En outre, le rythme d'enrôlement à l'impôt des personnes physiques a été accéléré, lequel donne habituellement lieu, par solde, à des remboursements d'impôt aux particuliers.

Il est primordial de replacer le budget 2009 dans son contexte économique. Conformément à l'usage, le budget initial avait été établi sur la base des hypothèses du budget économique de septembre 2008. Il était alors prévu que la crise financière entraîne un ralentissement économique réduisant la croissance du PIB à 1,2% pour 2009. Un équilibre budgétaire fut alors retenu sur cette base. Au fil du temps, il est néanmoins devenu évident que le repli de l'activité serait plus nettement marqué et que le scénario d'une récession s'imposerait.

Suite à la détérioration rapide de la conjoncture, le gouvernement a anticipé le traditionnel contrôle budgétaire en février 2009. Les paramètres budgétaires ont été actualisés et l'impact des mesures de relance a été intégré. Sur la base de l'hypothèse d'un recul du PIB de -1,9%, le déficit était alors estimé à 3,4% du PIB. Cette prévision avait été reprise dans le programme de stabilité d'avril.

L'évaluation de la dégradation de l'environnement macroéconomique est cependant devenue encore plus défavorable par la suite. Le budget économique de septembre 2009 prévoyait ainsi un recul de PIB de 3,1% pour 2009. Les autorités belges ont dès lors retenu une estimation d'un déficit plus élevé, tout en confirmant leur engagement à renouer avec la

trajectoire de long terme des finances publiques dès que les conditions économiques le permettraient.

La reprise de l'activité s'est finalement amorcée plus tôt qu'escompté lors du second semestre 2009. Néanmoins, la chute prononcée du PIB à la fin 2008 et au début 2009 a pesé sur la progression de l'activité pour l'ensemble de l'année. Selon les données de l'Institut des Comptes nationaux de mars 2010, le PIB se serait contracté de 3% en 2009, ce qui représente le plus important repli observé depuis la seconde guerre mondiale.

Evolution au niveau des différents sous-secteurs

D'après les données disponibles en mars 2010, le déficit de l'ensemble des pouvoirs publics se décompose en un déficit de 5,1% au niveau de l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et de 0,9% au niveau de l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux).

Les réalisations sont par conséquent inférieures aux objectifs fixés pour l'Entité I, tandis qu'elles sont plus favorables pour l'Entité II. Si la dégradation des finances publiques a concerné l'ensemble des différents niveaux de pouvoir, elle a néanmoins été plus forte pour l'Entité I, en particulier le Pouvoir fédéral, étant donné le jeu plus important des stabilisateurs automatiques à ce niveau.

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

	2008	2009	
	Réalisations	Objectifs	Estimations
Ensemble des pouvoirs publics	-1,2	-5,9	-6,0
Entité I	-1,0	-4,9	-5,1
Pouvoir fédéral	-1,6	-3,9	-4,2
Sécurité sociale	0,5	-1,0	-0,9
Entité II	-0,1	-1,0	-0,9
Communautés et Régions	-0,1	-0,5	-0,7
Pouvoirs locaux	-0,1	-0,5	-0,2

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

Au sein de l'Entité I, le déficit du Pouvoir fédéral s'élève à 4,2% du PIB et celui de la Sécurité sociale à 0,9% du PIB. Dans l'Entité II, les comptes des Communautés et Régions affichent un déficit de 0,7% du PIB et ceux des Pouvoirs locaux un déficit de 0,2% du PIB.

Recettes et dépenses

Les recettes fiscales et parafiscales ont connu une nette baisse par comparaison à l'année précédente, en passant de 43,7% à 42,9% du PIB. Cette diminution masque cependant des évolutions divergentes: les recettes de cotisations sociales ont augmenté à raison de 0,5% du PIB, alors que les recettes fiscales ont enregistré un recul de près de 1% du PIB. Cette baisse est plus prononcée que celle qui aurait pu être attendue compte tenu de l'élasticité historique des recettes fiscales. Le repli s'est essentiellement marqué au niveau des impôts directs des sociétés (-0,8% du PIB) et des impôts directs des ménages (-0,5% du PIB).

La hausse des recettes de cotisations sociales est intégralement due à la progression de la part des salaires dans le PIB. Cet accroissement a aussi influencé les recettes de l'impôt des personnes physiques, mais il a été annihilé par l'impact de mesures structurelles et temporaires. La progression des recettes a ainsi été limitée par des mesures telles que le relèvement des frais professionnels déductibles, la généralisation de la réduction forfaitaire à l'impôt des personnes physiques en Région flamande ou encore l'exonération des hausses salariales décidées lors de l'accord interprofessionnel. Les facteurs temporaires ont concerné l'accélération précitée de l'enrôlement à l'impôt des personnes physiques et l'indexation des barèmes du précompte professionnel en 2009, sur la base de la forte inflation observée l'année précédente.

La hausse des recettes non fiscales et non parafiscales s'est élevée à 0,2% du PIB, principalement suite aux versements effectués par les institutions financières dans le cadre des systèmes de garantie octroyés par les autorités publiques.

Exprimées en pourcentage du PIB, les dépenses primaires ont connu une croissance sensible par rapport à 2008, en s'établissant à 50,5% du PIB. Cette hausse résulte d'un effet dénominateur, suite à la baisse du PIB, ainsi que de la progression des dépenses primaires en termes réels.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette augmentation. Dans le contexte de crise économique, les dépenses d'allocations de chômage ont en particulier connu une forte hausse. Plusieurs prestations sociales ont aussi été revalorisées et le mécanisme d'indexation des allocations sociales et rémunérations publiques a été influencé avec un effet retard par l'accélération de l'inflation en 2008. Les dépenses de soins de santé ont également sensiblement augmenté notamment en raison de l'indexation des honoraires des praticiens. Les subsides versés aux entreprises (exonérations de précompte professionnel et dépenses de titres-services) ont de plus progressé et, comme mentionné précédemment, des impôts indûment perçus ont dû être remboursés sur décision de justice.

T2. Recettes et dépenses de l'ensemble des pouvoirs publics (en % du PIB[1])

	2008 Réalisations	2009 Estimations
Recettes totales	48,8	48,2
dont recettes fiscales et parafiscales	43,7	42,9
Dépenses primaires	46,2	50,5
Dépenses totales	50,0	54,2

L'évolution respective des recettes et des dépenses primaires donne lieu à un déficit du solde primaire de 2,3% du PIB. Ce résultat est en retrait par comparaison à l'objectif du programme de stabilité d'un déficit de 2% de PIB.

La charge d'intérêts sur la dette publique a représenté 3,7% du PIB. Le rythme de réduction de cette charge a de nouveau ralenti par rapport à 2008. La diminution de la charge d'intérêts sur la dette est attribuable à la baisse du taux d'intérêt implicite sur la dette à court terme (la diminution du taux directeur de la Banque Centrale Européenne ayant entraîné un net recul du taux sur les certificats de trésorerie) ainsi que sur la dette à long terme.

A la fin de l'année 2009, le ratio d'endettement des pouvoirs publics s'élevait à 96,7% du PIB, contre 89,8% en 2008. La progression du taux d'endettement résulte, d'une part, de la baisse nominale du PIB et, d'autre part, du déficit enregistré.

Comparaison européenne[2]

Malgré un déficit de 6 % du PIB en 2009, le solde de financement des pouvoirs publics belges est plus favorable par comparaison au solde de financement moyen de la zone euro, qui affiche un déficit de 6,4% du PIB. Les résultats au niveau du solde primaire reflètent également de meilleures performances. Ce solde représente -2,3% du PIB en Belgique, alors qu'il s'élève en moyenne à -3,4% du PIB dans la zone euro. La hausse du taux d'endettement a également été moins prononcée en Belgique : elle a représenté près de 7 % du PIB contre 8,9% dans la zone euro.

Le programme de stabilité 2009-2012

Le programme de stabilité 2009-2012 déposé fin janvier 2010 actualise le précédent programme d'avril 2009 et son complément de septembre 2009.

Les autorités belges y ont défini un programme de consolidation budgétaire destiné à rétablir la soutenabilité des finances publiques, de façon à répondre au défi du vieillissement démographique et assurer la pérennité du modèle socio-économique belge.

Ce programme vise en outre à renforcer la crédibilité des engagements de consolidation budgétaire et influencer ainsi favorablement l'évolution des taux d'intérêt à long terme. De surcroît, le gouvernement souhaite mener en parallèle une politique ambitieuse de réformes structurelles en vue d'assurer une croissance économique durable plus équilibrée et plus élevée.

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

2 Les données pour la zone euro se réfèrent aux prévisions de la Commission européenne d'automne 2009.

La trajectoire budgétaire définie dans le complément de septembre a été ajustée en fonction des prévisions économiques récentes plus favorables, des documents budgétaires déposés par les différents niveaux de pouvoir et de l'Accord de coopération du 15 décembre 2009 conclu entre le pouvoir fédéral et les entités fédérées.

Cette trajectoire vise à respecter une double échéance : d'une part, le retour à l'équilibre budgétaire en 2015, comme le prévoyait déjà le précédent programme, et, d'autre part, la limitation du déficit à un maximum de 3% du PIB en 2012, afin de se conformer à la recommandation du Conseil de l'Union européenne.

Pour réaliser ces objectifs, les autorités belges prévoient d'améliorer le solde de financement de l'ensemble des pouvoirs publics de 1,1% du PIB en 2010, de 0,7% du PIB en 2011 et de 1,1% en 2012, soit une amélioration cumulée de 2,9% du PIB sur la période 2010-2012.

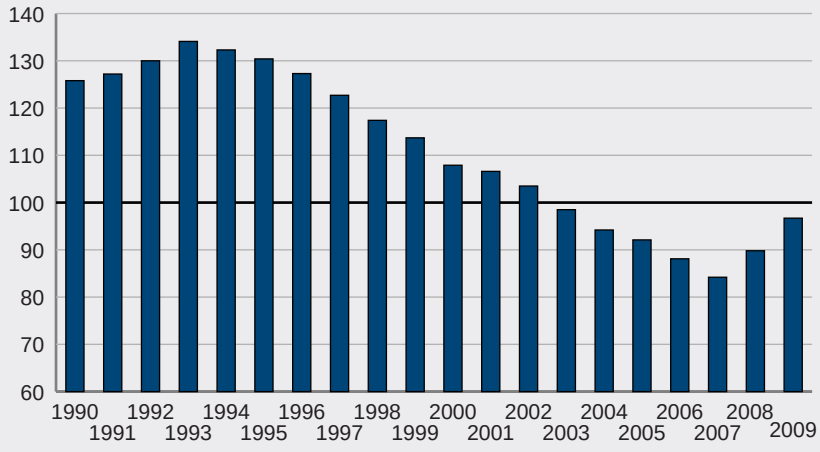
Sur la base des hypothèses macroéconomiques retenues, le déficit serait ainsi ramené à 4,8% du PIB en 2010, puis à 4,1% du PIB en 2011 et 3% du PIB en 2012. Les années suivantes, l'effort budgétaire s'établirait à 1% du PIB, de façon à renouer avec l'équilibre en 2015.

La réalisation de cette trajectoire dépend largement de l'évolution de la conjoncture économique, encore entourée de grandes incertitudes. Si la croissance n'est pas suffisante pour atteindre l'objectif d'un déficit de 3% en 2012, le gouvernement est disposé à adopter des mesures exceptionnelles afin de remplir les engagements pour l'année 2012.

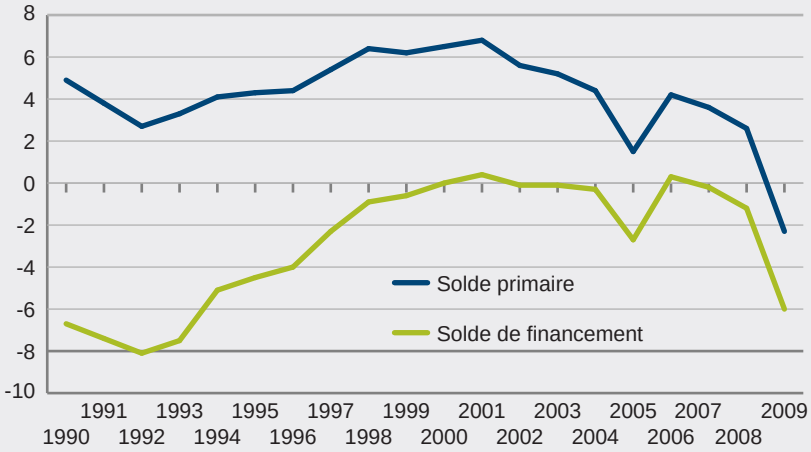
En cas de reprise non durable et de performances économiques significativement en deçà des hypothèses retenues, l'objectif intermédiaire de 3% sera plus difficile à réaliser, mais l'objectif d'un retour à l'équilibre en 2015 sera néanmoins fermement maintenu.

Selon les hypothèses du programme, le taux d'endettement devrait poursuivre sa progression en 2010 et 2011, en raison de la hausse des charges d'intérêts et du niveau attendu du solde primaire. Le ratio d'endettement devrait ensuite se réduire dès 2012 pour se rapprocher de la limite des 100% du PIB.

G3. Evolution du taux d'endettement de 1990 à 2009 (en % du PIB)



G4. Evolution du solde primaire et du solde de financement (en % du PIB)



PARTIE 2

AGENCE DE LA DETTE

PARTIE 2. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2009

1. Besoins et moyens de financement en 2009

En 2009, les besoins bruts de financement de l'Etat fédéral se sont élevés à 28,79 milliards d'EUR. Il s'agissait d'un montant beaucoup plus limité que l'année précédente. En 2008, le Trésor avait en effet dû trouver des moyens de financement à concurrence de 57,34 milliards d'EUR à la suite de l'injection de 20,02 milliards d'EUR dans certaines institutions financières et d'une détérioration rapide de la conjoncture économique qui a fait grimper le déficit budgétaire.

La récession économique a toutefois continué à affecter le déficit budgétaire en 2009. Le solde net à financer, pris dans son sens strict, s'est élevé à 12,15 milliards d'EUR contre 7,43 milliards d'EUR en 2008. Il s'agissait d'un solde bien plus élevé qu'initialement prévu par la Trésorerie dans son plan de financement (5,98 milliards d'EUR). Le nouvel accord sur la vente de Fortis Bank à BNP Paribas a toutefois généré un remboursement à la Trésorerie de divers montants en monnaies étrangères - pour une contrevaleur totale de 4,65 milliards d'EUR - qui avaient été transférés en 2008 à la Société Fédérale de Participations et d'Investissement en vue du financement de "Royal

T3. Le financement du Trésor en 2009 (en milliards d'EUR)

	Plan de financement (1)		Réalisation au 31/12/2009	
I. Solde brut à financer 2009		**26,11**		**28,79**
1. Déficit budgétaire:		5,98		7,77
- Déficit budgétaire (au sens strict)	5,98		12,15	
- Transferts au Fonds de vieillissement	0,00		0,00	
- Participations dans/prêts aux institutions financières	0,00		-4,38	
2. Dette venant à échéance en 2009		17,63		17,92
- Dette à moyen et long termes en EUR	17,63		17,92	
- Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0,00		0,00	
3. Préfinancement de titres échéant en 2010		2,50		3,09
- Rachats	2,50		3,09	
4. Autres besoins de financement		0,00		0,02
II. Moyens de financement 2009		**34,25**		**38,28**
1. Emissions à moyen et long termes en EUR		31,25		35,76
- OLO	30,50		34,99	
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	0,00		0,00	
- Instruments destinés aux particuliers	0,75		0,67	
- Divers	0,00		0,10	
2. Emissions à moyen et long termes en devises et/ou produits structurés		3,00		2,52
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**-1,50**		**-4,04**
IV. Variation dans le stock des certificats de Trésorerie (2)		**-4,50**		**-1,38**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**-2,14**		**-4,06**

(1) Tel que publié le 18 décembre 2008.
(2) Le 1er janvier 2009, le montant en circulation sur les certificats de Trésorerie s'élevait à 41,52 milliards d'EUR.

Park Investments". Le solde net à financer pour 2009 est ainsi finalement resté limité à 7,77 milliards d'EUR.

En outre, les échéances finales pour la dette à long terme se sont seulement élevées à 17,92 milliards d'EUR en 2009, ce qui était exceptionnellement peu élevé. Par comparaison, les échéances à long terme se montaient à 26,51 milliards d'EUR en 2008.

Les rachats de dette échéant en 2010 se sont révélés plus élevés qu'initialement budgété et se sont élevés à 3,09 milliards d'EUR.

Le niveau moins élevé des besoins de financement n'a toutefois pas empêché le Trésor d'émettre à nouveau un montant important d'emprunts à moyen et long termes. La progression rapide de la réalisation du plan de financement a en effet permis de déjà financer en partie l'année 2010, ce qui était tout indiqué étant donné le danger de la survenance de nouvelles turbulences sur les marchés financiers.

Au total, le Trésor a émis des instruments à moyen et long termes pour un montant de 38,28 milliards d'EUR. Les émissions d'OLO se sont élevées à 34,99 milliards d'EUR, soit 4,49 milliards de plus que prévu au départ, tandis que le programme EMTN continuait sur sa lancée avec des émissions pour un montant de 2,52 milliards d'EUR. Ce dernier est toutefois resté en dessous de l'objectif initial de 3,00 milliards d'EUR. Les bons d'Etat non plus n'ont pas atteint l'objectif de 0,75 milliards d'EUR puisque les émissions ont totalisé 0,67 milliard d'EUR en 2009.

Il faut noter que globalement les objectifs ont été largement atteints grâce aux émissions à long terme qui ont même dépassé les besoins de financement, ce qui a permis de réduire davantage que prévu la dette à court terme. C'est surtout la dette à court terme en devises, contractée dans le cadre du financement de " Royal Park Investments " et diverses dettes à court terme comme les " Belgian Treasury Bills " ainsi que les emprunts interbancaires qui ont fortement diminué dans le courant de l'année 2009. La diminution de l'encours des certificats de Trésorerie a été quelque peu plus limitée et s'est élevée à 1,38 milliard d'EUR.

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 2009, le Trésor belge a émis des OLO pour un montant de 34,99 milliards d'EUR. Il a eu recours à trois reprises à la technique de la syndication pour le lancement de ses nouveaux emprunts de référence. Durant l'année sous revue, le Trésor a également organisé sept adjudications d'OLO sur les onze initialement prévues dans le plan de financement.

Syndications - OLO 55

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 55. Ce faisant, le Trésor souhaitait en effet ajouter à sa courbe un nouveau "benchmark" à 10 ans.

L'OLO 55, portant comme échéance finale le 28 mars 2019, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers HSBC, KBC, Société Générale 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". Les ordres ont afflué continuellement le jour de l'ouverture et la clôture s'est effectuée l'après-midi avec un montant total excédant 5 milliards d'EUR en provenance de 155 investisseurs. La qualité des ordres a permis au Trésor de réaliser une transaction portant sur un montant final de 4 milliards d'EUR.

La transaction a été lancée dans un environnement de marché qui représentait un défi après la décision de Standard & Poor's de mettre sous surveillance négative l'Espagne et le Portugal, générant ainsi une augmentation de la volatilité dans le marché du secteur public.

Le spread d'émission a été fixé à mid-swap +50 points de base, ce qui équivaut à +110,5 points de base

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

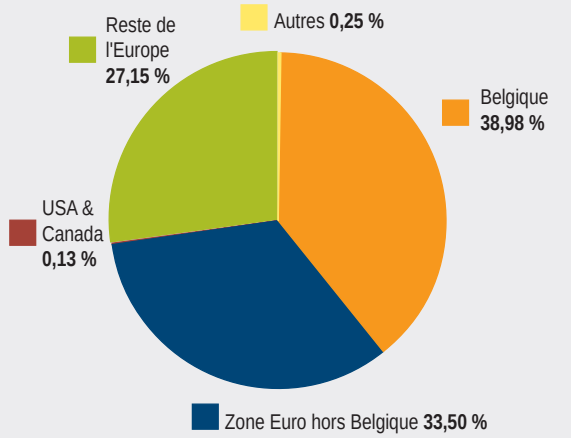
Dans le cas d'une "mixed pot syndication" comme dans celui d'une "pot syndication" normale, le Trésor bénéficie d'une transparence absolue pour ce qui est de l'identité de l'acheteur. Il y a toutefois deux différences avec la "pot syndication" normale:

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;

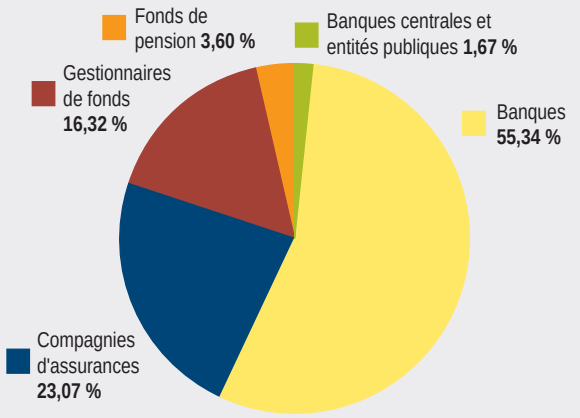
2. La présence d'une "réserve stratégique". Une fraction du montant de l'emprunt est réservée pour l'allocation de certains ordres d'achats présentés par les "co-leads" et le "selling group". Dans l'allocation de la réserve stratégique, l'Agence de la Dette s'attache à allouer les ordres introduits par 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.

au-dessus du ”Bund janvier 2019”. Les ordres d'excellente qualité ont attiré en particulier des investisseurs "real money". Le coupon de cette OLO a été fixé à 4% et le prix d'émission à 98,819%.

G5. Distribution géographique de l'OLO 55 (4 % - 28/03/2019)



G6. Répartition de l'OLO 55 par type d'investisseurs (4 % - 28/03/2019)



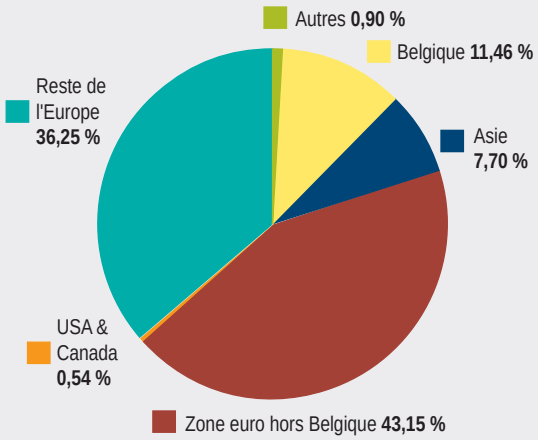
Pour l'allocation des ordres, le Trésor a, à nouveau, eu recours au système du ”mixed pot”. Comme pour les syndications précédentes, ce système a permis de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du ”book-building” et de l'allocation. Un contrôle de qualité a été effectué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

Le placement s'est concentré dans l'euro-zone (72,5%) avec une part de 39% en Belgique. Par ailleurs, l'Europe non euro a pris un peu plus de 27% des ordres. Sur le plan de la répartition par investisseur, les comptes de type ”real money” ont représenté près de 45% de la transaction et concernaient essentiellement des gestionnaires de portefeuille ainsi que des gestionnaires ALM des banques. L'on notera également qu'il n'y avait pas de "hedge funds" parmi les investisseurs. Au total, les ordres ont été alloués à 152 investisseurs différents.

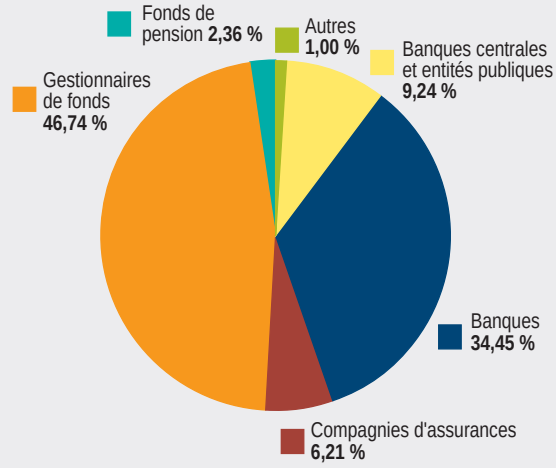
OLO 56

Pour la deuxième syndication de l'année, le Trésor a continué son programme d'émission 2009 en lançant un ”long 5 ans” en mars. Ce type de maturité a été choisi pour bien intégrer la courbe existante des OLO

G7. Distribution géographique de l'OLO 56 (3,50 % - 28/03/2015)



G8. Répartition de l'OLO 56 par type d'investisseurs (3,50 % - 28/03/2015)



et pour pouvoir le garder comme emprunt de référence à 5 ans pour l'année 2010.

L'OLO 56, portant comme échéance finale le 28 mars 2015 et un coupon de 3,5%, a été émise au prix de 98,818%, à mid-swap +72 points de base, ce qui correspond à un coût de 112 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "Bund janvier 2015".

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "lead-managers" les quatre primary dealers suivants: Barclays, ING, Morgan Stanley 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 8 milliards d'EUR répartis sur 191 investisseurs. Le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR.

Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du "mixed pot". Ce système a permis de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du "book-building" et de l'allocation. En l'occurrence, il a permis au Trésor de diriger davantage les ordres alloués hors de la Belgique.

Ainsi, pour ce qui est de la répartition géographique, plus de 54% des ordres ont été placés dans l'euro-zone. Des ordres ont également été placés dans l'Europe non euro à raison de 36,25%. En ce qui concerne la répartition par investisseur, le Trésor a favorisé les comptes "real money" qui ont pris 65,55% des ordres alloués.

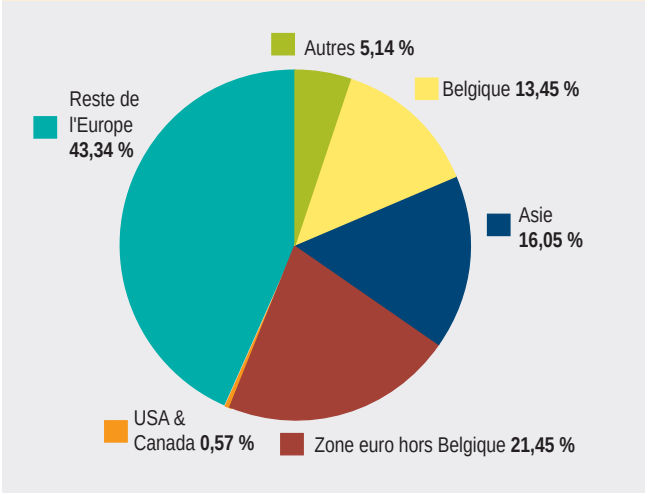
OLO 57

Pour la troisième et dernière syndication de l'année, le Trésor a lancé une OLO à 3 ans en juin. Ce type de maturité a été choisi en raison de l'offre limitée de nouvelles émissions à 3 ans en 2009 ainsi que de la présence d'importants volumes sur le segment court de la courbe résultant de l'aversion au risque de la part des investisseurs après la crise.

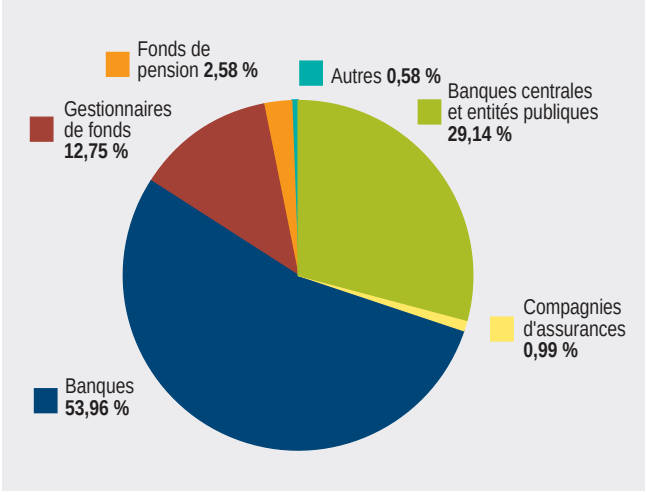
L'OLO 57, portant comme échéance finale le 28 mars 2012 et un coupon de 2%, a été émise au prix de 99,614, à mid-swap - 6 points de base, ce qui correspond à un coût de 36,10 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "Bund janvier 2012".

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "lead-managers" les quatre primary dealers suivants: Barclays, Fortis Bank, JP Morgan et UBS. 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 6 milliards d'EUR répartis sur 145 investisseurs. Le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR.

G9. Distribution géographique de l'OLO 57 (2 % - 28/03/2012)



G10. Répartition de l'OLO 57 par type d'investisseurs (2 % - 28/03/2012)



Comme pour les deux syndications précédentes, le Trésor a eu recours au système du "mixed pot" pour l'allocation des ordres.

Pour ce qui est de la répartition géographique, près de 35% des ordres ont été placés dans l'euro-zone. Des ordres ont également été placés dans l'Europe non euro à raison de 43,34%. En ce qui concerne la répartition par investisseur, les comptes "real money" ont pris plus de 46% des ordres alloués.

L'on notera qu'à l'occasion des trois syndications, un "duration manager" a été désigné: UBS pour l'OLO 55, Société Générale pour l'OLO 56 et Barclays pour l'OLO 57. Rappelons que la fonction d'un "duration manager" consiste à stabiliser le marché au moment de la fixation du prix d'émission de la nouvelle OLO en se portant entre autres contrepartie pour tous les "switch orders" placés par les investisseurs dans le "book". Les "switch orders" constituent des ordres d'achat de la nouvelle OLO sous condition de la vente simultanée d'un autre titre à un prix minimum déterminé. Ce traitement ordonné et efficient des ordres de vente des investisseurs doit limiter les mouvements erratiques dans le marché au moment du "pricing" d'une nouvelle OLO.

Adjudications d'OLO

La crise financière a généré de l'incertitude à propos du bon déroulement du financement du Trésor pour 2009. C'est ainsi que celui-ci a décidé de doubler le nombre d'adjudications d'OLO par rapport à 2008. Il en a résulté dans la pratique que les adjudications d'OLO se tiendraient chaque mois et non plus tous les deux mois. Le calendrier indicatif des émissions publié en décembre 2008 a ainsi été adapté dans ce sens à l'exception du mois de décembre au cours duquel aucune adjudication n'était prévue en raison des vacances de Noël.

La date d'adjudication est restée fixée au dernier lundi du mois sauf pour les mois de mai et août. Pour ces deux mois, l'adjudication a été avancée d'une semaine pour tenir compte des jours de fermeture aux Etats-Unis et au Royaume-Uni qui tombaient justement le dernier lundi du mois.

Il était de coutume dans le passé d'annuler l'adjudication de janvier étant donné qu'une nouvelle syndication de benchmark avait lieu au cours de ce mois. En 2009, toutefois, le Trésor a décidé de maintenir l'adjudication de janvier pour pouvoir à nouveau faire appel au marché. L'élément déterminant à cet égard a été l'incertitude déjà mentionnée qui entourait le financement dans des conditions de marché difficiles.

Vu les résultats rassurants des adjudications de janvier et de février, le Trésor a décidé d'annuler les adjudications des mois de mars et juin étant donné qu'elles tombaient en même temps que les syndications des OLO 56 et 57.

A la fin juin, le financement via OLO s'était tellement bien déroulé que le Trésor était d'avis qu'il était possible de revenir au système des adjudications tous les deux mois. Il en a résulté que les adjudications des mois d'août et octobre ont été supprimées du calendrier.

Ce calendrier, qui est chaque fois publié en décembre, ne mentionne pas les lignes d'OLO qui vont être adjugées l'année suivante 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.

Etant donné les circonstances difficiles de marché et la volatilité prévalant au début de l'année 2009, il paraissait difficile de prévoir le résultat d'une adjudication. C'est la raison pour laquelle le Trésor a opté pour une approche prudente en offrant quatre lignes lors des deux premières adjudications. Pour les cinq adjudications suivantes, le Trésor a de nouveau proposé trois lignes vu l'évolution favorable du financement.

La nouvelle OLO de référence à 10 ans, l'OLO 55, a été proposée à chaque adjudication à l'exception du mois de janvier. L'encours de cette OLO a ainsi pu augmenter pour passer de 4 à 10,2 milliards d'EUR. Cette ligne n'a pas été proposée en janvier parce que la date de l'adjudication suivait de trop près celle de la syndication et qu'il n'y avait pas eu de demande suffisante pendant cette courte période.

La crise a poussé la demande des investisseurs plutôt vers des maturités de courts et moyens termes. Les nouveaux emprunts de référence à 3 et 5 ans, à savoir les OLO 57 et 56, ont ainsi été régulièrement

proposées aux adjudications. Leur montant en circulation a ainsi pu augmenter pour passer de 5 milliards d'EUR après syndication à 6,4 et 9,4 milliards d'EUR respectivement. A partir du mois de septembre, une demande est apparue pour des lignes d'OLO dotées d'une maturité supérieure à 10 ans, en l'occurrence l'OLO 31 avec comme échéance finale le 28/03/2028 (adjudication de septembre) et l'OLO 48 avec comme échéance finale le 28/03/2022 (adjudication de novembre).

Il faut noter que le Trésor tient compte de la demande du marché, ce qui constitue un aspect important de sa stratégie. Tout comme en 2008, la préférence du marché s'est portée en 2009 sur des maturités plus courtes. Plus de la moitié (58,6%) des montants adjugés ont été alloués sur des maturités à 2, 3 et 5 ans. La demande pour des OLO à 2 ans (échéance 2011) a été particulièrement remarquable puisqu'elles ont représenté 16,3% du montant total adjugé. Le segment du 10 ans (OLO 55) a pris une part relative de 29,6% tandis que les maturités à très long terme (supérieures à 10 ans) n'ont représenté que 12%, soit un montant total de 2,48 milliards d'EUR. Par rapport à l'année 2008, ceci constitue toutefois une augmentation de 160 millions d'EUR.

Par ailleurs, le ratio bid-to-cover s'est élevé en moyenne pour les sept adjudications de l'année à 2,63 contre 1,97 en 2008 et 2,46 en 2007. 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.

L'on notera par ailleurs que le délai moyen pour la publication des résultats s'est élevé à 6 minutes après la clôture de l'introduction des offres.

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 lors des adjudications précédentes, 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 5,72 milliards d'EUR dont 41,26% ont été effectivement exercés (contre 60,39% en 2008). 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 après l'adjudication des mois de janvier et février, les primary dealers ont largement exercé leur droit aux souscriptions non compétitives. Le Trésor a pu ainsi récolter 1,7 milliard d'EUR en plus, ce qui a contribué à faciliter son financement dans les premiers mois de l'année sous revue. L'exercice des droits des primary dealers aux souscriptions non compétitives s'est produit seulement dans une moindre mesure pour les autres adjudications des mois d'avril, mai, juillet, septembre et novembre.

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 (MTSB) 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.

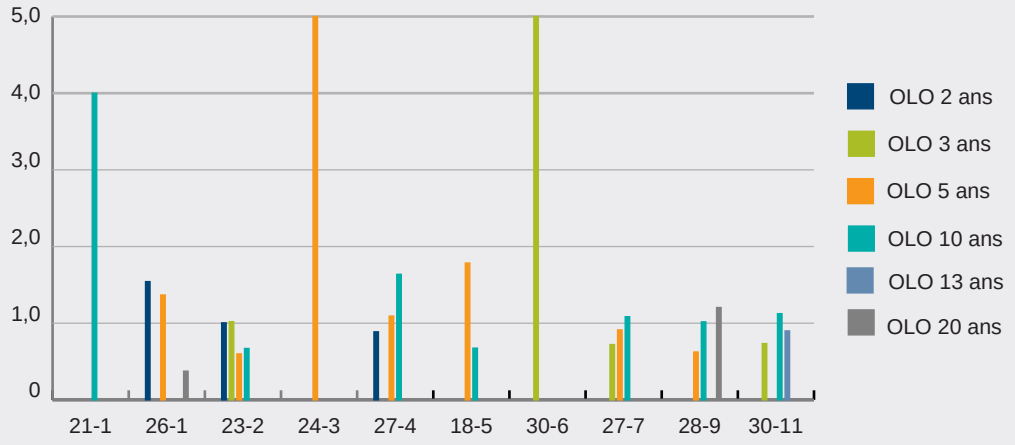
Dès qu'une ligne d'OLO est arrivée à moins de 12 mois de son échéance finale, le Trésor la propose au rachat, ce qui permet aux investisseurs de se défaire anticipativement de leurs titres. Pour le Trésor, les rachats permettent un préfinancement en prévision des échéances à venir des OLO.

Le rachat de la ligne d'OLO 32 avait déjà commencé en 2008 et s'est poursuivi en 2009 jusqu'à son échéance finale le 28 mars. 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 32 a diminué de 4,3 milliards d'EUR pour atteindre 14,47 milliards d'EUR à

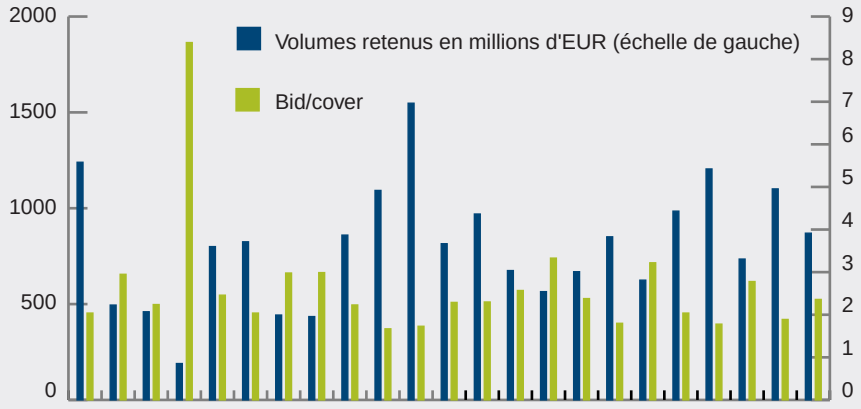
l'échéance. Grâce à ces rachats, cette OLO a vu son encours réduit de 22,88% à son échéance.

A partir du 1er avril, le Trésor a commencé à racheter l'OLO 45 (échéance le 28/03/2010) et à partir du 1er octobre ce fut le tour de l'OLO 35 (échéance le 28/09/2010). Pendant 9 mois, c'est un total de 1,4 milliard d'EUR qui a été racheté sur l'OLO 45, ce qui a fait diminuer le montant en circulation à 7,38 milliards d'EUR. L'OLO 35 a fait l'objet de rachats pendant 3 mois à concurrence de 1,5 milliard d'EUR pour ramener le montant en circulation à la fin 2009 à seulement 14,29 milliards d'EUR. Ces titres rachetés n'ont pas non plus été amortis mais gardés en portefeuille pour pouvoir les utiliser comme "repos" dans le cadre de la gestion de caisse.

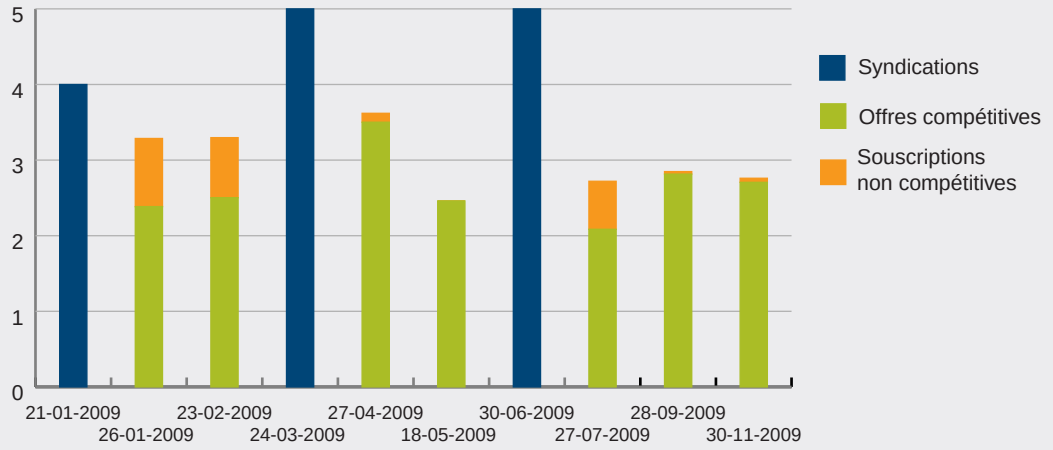
G11. Répartition des émissions par maturité lors des adjudications d'OLO en 2009 (en milliards d'EUR)



G12. Ratio "bid to cover" lors des adjudications d'OLO en 2009



G13. Emissions d'OLO en 2009 réparties par type (en milliards d'EUR)



T4. Rachats opérés par le Trésor en 2009 sur une base mensuelle

(millions d'EUR)	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Total
OLO 32 28/03/2009	176	110	803,5										1089,5
OLO 45 28/03/2010				75	234	402,5	210	220	67,5	0	210	45	1464
OLO 35 28/09/2010										722,5	367	463	1552,5
Total par mois	176	110	803,5	75	234	402,5	210	220	67,5	722,5	577	508	4106

b. Certificats de Trésorerie

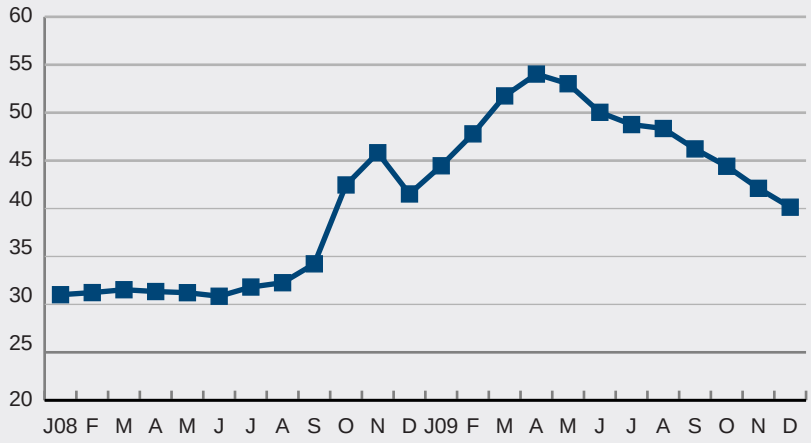
En 2009, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 40,1 à 54,0 milliards d'EUR. Les encours sont restés supérieurs en moyenne de quelque 30% par rapport à ceux de 2007. Le plafond de 54 milliards d'EUR atteint en mai 2009 résultait des opérations de préfinancement du Trésor effectuées dans le courant du premier semestre de l'année.

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" - des émissions de certificats qui s'ajoutent au programme des émissions classiques - à 3 et 6 mois en janvier, février et mars 2009 afin de couvrir les décaissements relatifs aux OLO du mois de mars. Ce même programme a été utilisé en avril pour le financement du report de paiements accordé par le gouvernement aux entreprises en matière de précompte professionnel dans le cadre de la crise.

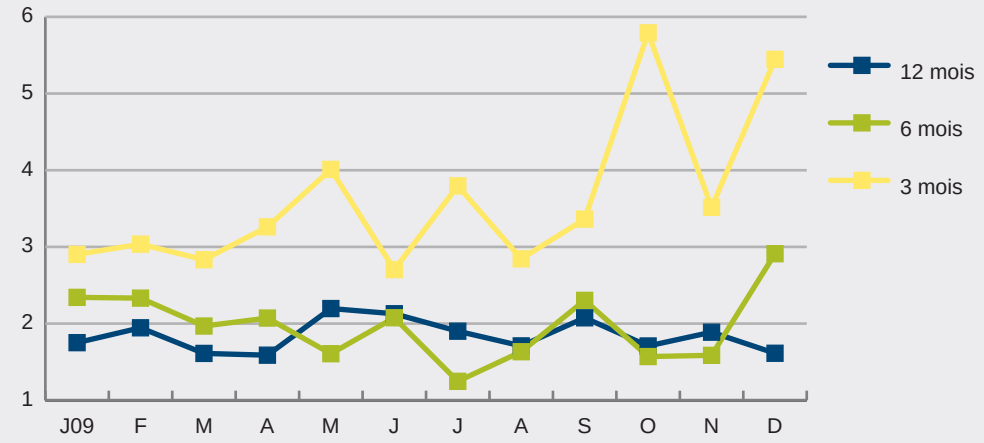
Les investisseurs ont continué à manifester de l'intérêt pour les adjudications de certificats ainsi qu'il ressort entre autres du ratio "bid to cover", qui est, rappelons-le, le rapport entre les offres et les montants retenus aux adjudications.

La moyenne de ce ratio s'est élevée à 3,54 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert

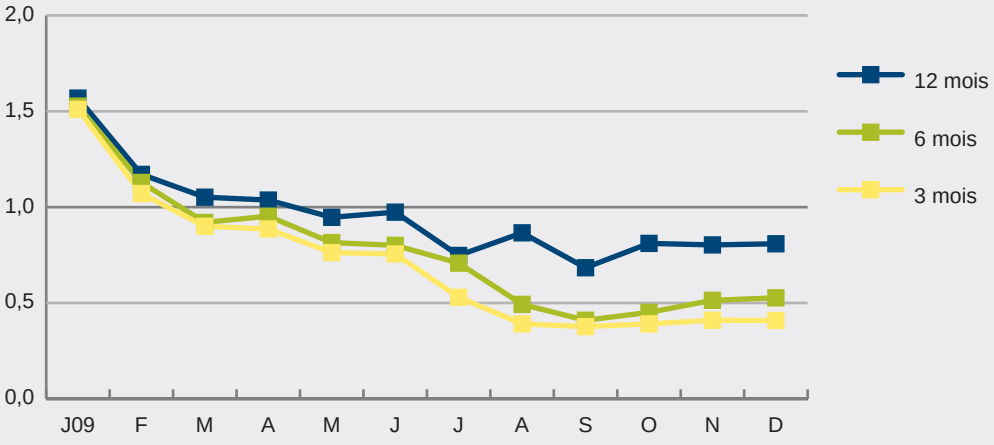
G14. Encours à fin de mois des certificats de Trésorerie en 2009 (en milliards d'EUR)



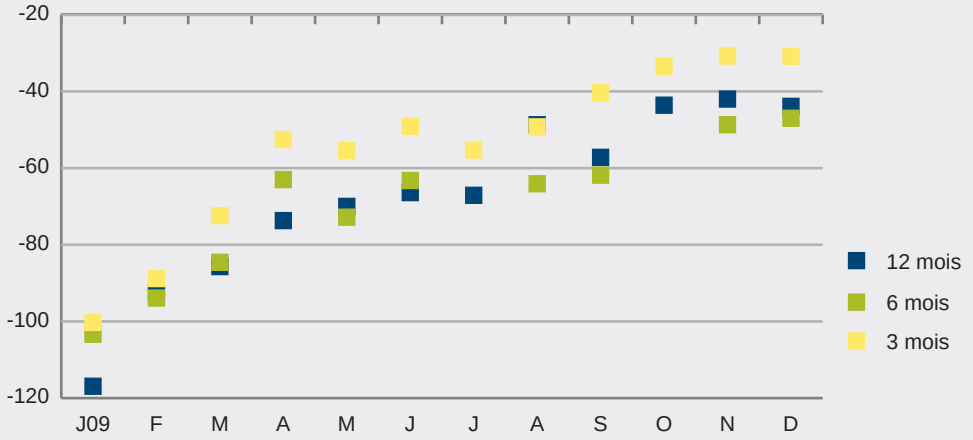
G15. Ratio "bid to cover" moyen pour les adjudications de certificats de Trésorerie en 2009



G16. Taux d'intérêt moyens pondérés des certificats de Trésorerie à 3, 6 et 12 mois en 2009 (en %)



G17. Spreads à l'émission entre le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie et l'Euribor à 3, 6 et 12 mois en 2009 (en points de base)



L'absence de données pour les mois de juillet et octobre sur le segment du 6 mois est due au fait qu'il n'y a pas eu d'adjudications à 6 mois au cours de ces mois.

par adjudication de 3,73 milliards d'EUR, à 2,02 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3,24 milliards d'EUR et enfin à 1,84 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 3,73 milliards d'EUR. Ces ratios sont restés à des niveaux confortables tout en étant légèrement inférieurs à ceux de l'année précédente, ceci s'expliquant principalement par le niveau plus élevé des montants retenus par le Trésor.

Pour les nouvelles lignes à 12 mois, le volume après la première adjudication a oscillé entre 1,90 et 2,20 milliards d'EUR, en augmentation par rapport à l'année précédente.

L'écart moyen, lors des adjudications, entre le taux limite et le taux offert le moins élevé s'est situé à 1,4 point de base pour le 3 mois, à 2,1 points de base pour le 6 mois et à 2,7 points de base pour le 12 mois, en diminution par rapport à l'année 2008. Ceci résulte en partie de la disparition des offres très agressives de certains primary dealers en 2008 dans le cadre de la crise financière.

Par ailleurs, 66% 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 83% et 88% respectivement.

L'on notera également que le délai moyen pour la publication des résultats s'est élevé à 2 minutes après la clôture de l'introduction des offres.

Le graphique G17 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 2009 à -59,0, -74,6 et -67,3 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement. Ces niveaux sont en nette diminution par rapport à l'année 2008, traduisant ainsi l'éloignement du point culminant de la crise financière.

En 2009, les primary dealers ont fait usage, en termes de volumes, à concurrence de 27% 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 22 adjudications sur les 28 de l'année. Rappelons que l'exercice par les primary dealers de leur droit aux offres non compétitives dépend des conditions du marché.

c. Bons d'Etat

Pour la quatorzième 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'Etablissements placeurs" contractuellement liés au Trésor.

T5. Emissions des bons d'Etat en 2009

EMISSION DU 4 MARS 2009		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	2,40%	103 000 000
SBE à 5 ans	3,15 %	151 500 000
SBE à 8 ans	3,75 %	121 650 000
		376 150 000
EMISSION DU 4 JUIN 2009		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 3 ans	2,00 %	28 300 000
SBE à 5 ans	2,75 %	34 000 000
SBE à 8 ans	3,50 % (99,50)	51 200 000
		113 500 000
EMISSION DU 4 SEPTEMBRE 2009		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 5 ans	2,75 %	40 000 000
SBE à 8 ans	3,40 %	50 000 000
		90 000 000
EMISSION DU 4 DECEMBRE 2009		
BONS D'ETAT	COUPON	Total souscrit
SBE à 5 ans	2,75 %	44 100 000
SBE à 8 ans	3,35 %	45 100 000
		89 200 000
Total 2009		**668 850 000**

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, ces titres sont exclusivement émis sous la forme dématérialisée et les épargnants qui possèdent encore des 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 qu'il reste toujours 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, comme à l'accoutumée.

Pour les émissions suivantes, il faut tenir compte du fait que l'année 2009 s'est caractérisée par une constante diminution des taux, ce qui a eu pour conséquence de rendre moins attrayants les bons d'Etat à 3 ans. Ainsi, pour les 2 dernières émissions de

l'année, le Trésor n'a plus opté que pour des bons à 5 et 8 ans.

En ce qui concerne les volumes émis, la première émission de l'année a permis au Trésor d'engranger un montant considérable comparable à celui récolté en décembre 2008 dans le cadre de la crise financière.

Par la suite, les montants récoltés lors des émissions suivantes ont sensiblement diminué tout en restant supérieurs aux volumes récoltés lors des deux dernières émissions de juin et septembre 2008 qui précédaient la crise financière.

Le montant total des émissions de bons d'Etat pour l'année 2009 reste toutefois du même ordre que celui de 2008.

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

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

L'encours des strips a augmenté pour passer de 5 milliards d'EUR en 2008 à 5,3 milliards d'EUR en 2009. Au début de l'année, il y encore eu un nombre important de reconstitutions mais au second semestre, les scissions l'ont emporté avec un pic au dernier trimestre. Les scissions ont surtout porté sur les lignes de septembre ([1]). L'encours des scissions sur ces lignes a augmenté et est passé de 1,3 à 1,7 million d'EUR. L'émission d'une OLO de longue durée sur les lignes de septembre profiterait ainsi bien au marché du stripping. A la fin décembre, il y avait 18 OLO scindables parmi lesquelles seulement 5 dans les lignes de septembre. En outre, l'échéance la plus lointaine sur septembre n'est que de 2017.

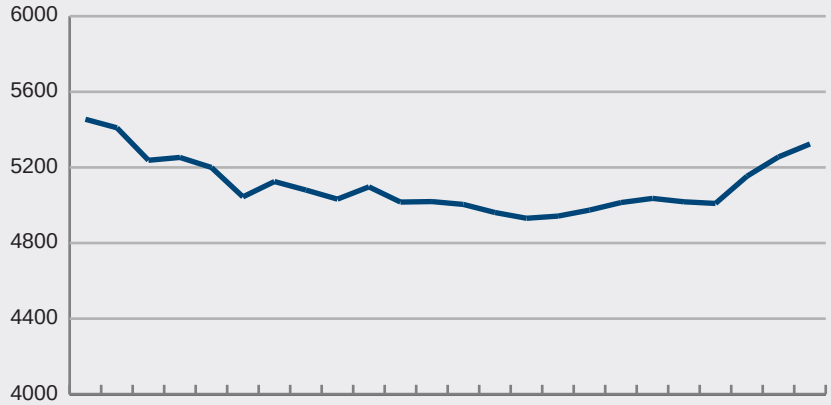
Le Trésor s'efforce de maintenir un cadre idéal au développement du marché du stripping. Il existe clairement une demande de titres scindés mais les banques sont réticentes à satisfaire cette demande. La raison est que lors d'une scission, la banque se retrouve avec le coupon et/ou le manteau non vendus pour lesquels il faut prévoir un financement adapté et donc coûteux. Il en résulte que lorsqu'une banque vend un coupon ou un manteau, elle va d'abord essayer de liquider sa position via le marché secondaire avant effectivement d'arriver à la scission de l'OLO sous-jacente. Cela a également généré un nombre relativement élevé de repofacilities ([2]) sur les manteaux en 2009. Il y a eu 131 demandes pour les manteaux contre 86 pour les certificats de Trésorerie et 91 pour les OLO.

Pour satisfaire les besoins des établissements scindeurs d'alléger leur bilan, l'Agence de la Dette étudie la possibilité de créer la fongibilité des titres scindés ayant la même échéance. Pour le moment, la fongibilité n'existe que pour les coupons avec la même échéance.

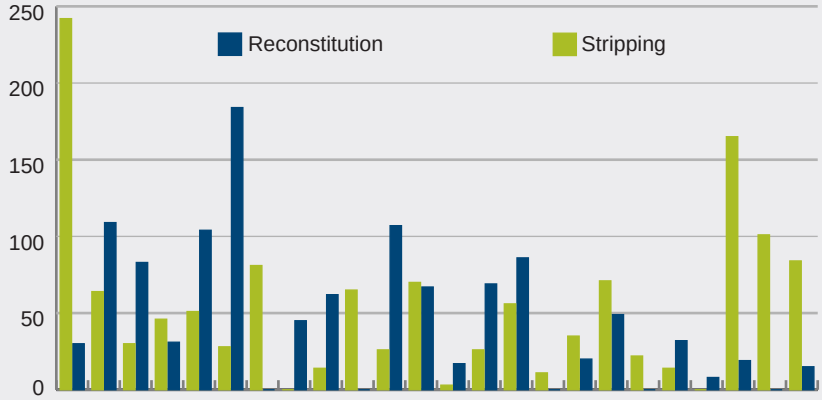
([1]) Les obligations linéaires ont une échéance de coupon et de principal au 28 mars ou au 28 septembre. En fonction de l'échéance choisie, l'on fait donc référence, en matière de strips, aux lignes de septembre ou de mars.

([2]) Le Trésor met à la disposition de ses primary et recognized dealers une repofacility. A la date valeur jusqu'à 14h30, ces dealers peuvent emprunter des OLO, des certificats de Trésorerie et/ou des manteaux contre du cash en gage pour une durée d'un jour, prolongeable pour un nombre limité de jours. L'opération prend ainsi la forme d'un "repo".

G18. Evolution du montant net strippé sur les OLO de janvier 2008 à décembre 2009 (en millions d'EUR)



G19. Activité de scission et de remembrement des OLO de janvier 2008 à décembre 2009 (en millions d'EUR)



2.2. Des produits taillés sur mesure

a. Emissions d'obligations dans le cadre du programme EMTN

Depuis 2008, le Trésor a la possibilité de se financer à long terme au moyen d'autres instruments que le traditionnel programme OLO standard. Afin de réaliser ceci de manière efficiente, il a mis au point cette année-là un programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN). Cette documentation juridique permet d'émettre des emprunts à court, moyen et long termes dans toutes les devises de l'OCDE ainsi que sous la forme d'une série de produits structurés. Ce type d'émissions permet d'augmenter la diversification de la base d'investisseurs et diminue, si nécessaire, la pression sur les émissions standard d'OLO. En outre, de telles émissions ne sont réalisées que si le coût à l'émission est inférieur ou égal au coût d'une OLO de même maturité. Il est bien entendu que le recours à ces nouveaux instruments ne peut compromettre la liquidité des OLO. Les émissions sous le programme EMTN doivent donc être considérées comme un complément au programme standard.

Pour 2009, le programme de financement prévoyait des émissions sous le programme EMTN pour un montant total de 3 milliards d'EUR. Le niveau élevé de

la volatilité et la difficulté d'émettre qui prévalaient dans le premier semestre de 2009 n'ont toutefois pas permis d'émettre régulièrement sous ce programme. Il n'y a ainsi eu qu'une transaction, en l'occurrence un "Floating Rate Note" (FRN) en euro pour un montant de 230 millions d'EUR et une maturité de 3 ans.

La normalisation du marché à partir du second semestre a offert de nouvelles perspectives pour le marché de l'EMTN. La combinaison du regain d'intérêt des banques centrales pour des emprunts en USD émis par les émetteurs de la zone euro et du niveau avantageux du swap de base du USD vers l'EUR ont permis de rendre les émissions en USD à nouveau intéressantes. Le coût de ces émissions en USD après conversion en EUR était inférieur au coût d'emprunts en euro de même maturité. Il y a ainsi eu en août et en septembre trois émissions en USD pour un montant total de 3,25 milliards de USD.

La première émission a consisté en un FRN à 3 ans d'une valeur de 2 milliards de USD. La transaction s'est opérée à USD Libor + 10 points de base et swappée vers un emprunt à taux fixe à 3 ans en euro pour un montant de 1,422 milliard d'EUR.

La deuxième émission en USD a consisté en un emprunt à taux fixe avec une maturité de 5 ans et un coupon de 2,875%. Après swap, le montant de l'émission s'est élevé à 694 millions d'EUR.

Même si ces emprunts ont été tous les deux placés par une seule banque, la répartition a été très diversifiée tant sur le plan géographique que sur celui du type d'investisseurs. La plupart des investisseurs étaient des banques centrales asiatiques.

La troisième émission était également un emprunt en USD avec une maturité de 5 ans et un coupon fixe de 2,65% pour un montant total de 250 millions d'EUR.

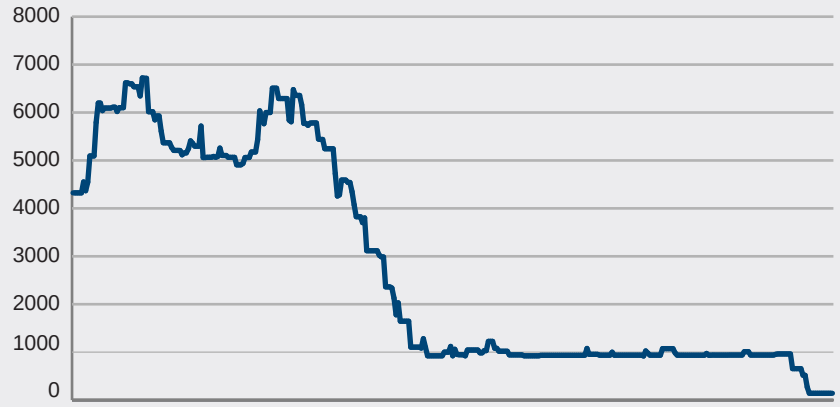
b. "Belgian Treasury Bills" (BTB) en euro et en devises

Les BTB en euro sont émis lors de déficits de caisse en complément du financement réalisé au moyen des certificats de Trésorerie ainsi que pour satisfaire à la demande de titres à très court terme émanant des institutions publiques. En dépit du fait que les BTB peuvent être émis à des taux largement inférieurs que les certificats de Trésorerie, ce sont ces derniers qui ont bénéficié de la préférence du Trésor. Une adjudication de certificats offre en effet une plus grande certitude en matière de volume à émettre. Dans le cas des BTB, par contre, le Trésor est complètement dépendant de l'offre des investisseurs. En outre, la concurrence entre les autres émetteurs souverains joue beaucoup plus que dans le cas des certificats de Trésorerie.

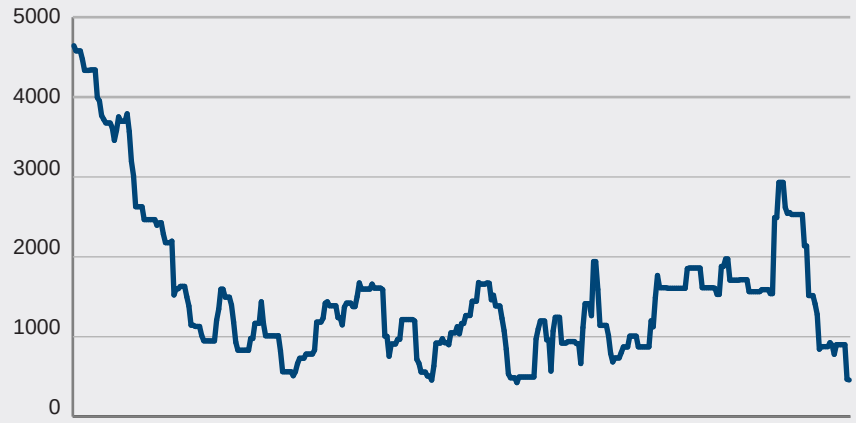
Les montants de 6,07 milliards de USD, 6,2 millions de AUD et 200,78 millions de GBP que le Trésor avait transférés le 4 décembre 2008 à la SFPI ont été entièrement financés par l'émission de BTB. Ces fonds ont été remboursés dans le courant du deuxième trimestre de l'année 2009.

Le reste de la dette en devises arrivant à échéance a été complètement financée par l'émission de BTB et ce avec un franc succès. La dette en CHF a été financée directement ou après swap à des taux négatifs.

G20. Evolution de l'encours des BTB en devises en 2009 (en millions d'EUR)



G21. Evolution de l'encours des BTB en euro en 2009 (en millions d'EUR)



c. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement n'a pas reçu de nouveaux moyens en 2009. 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 2009, 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 16,90 milliards d'EUR.

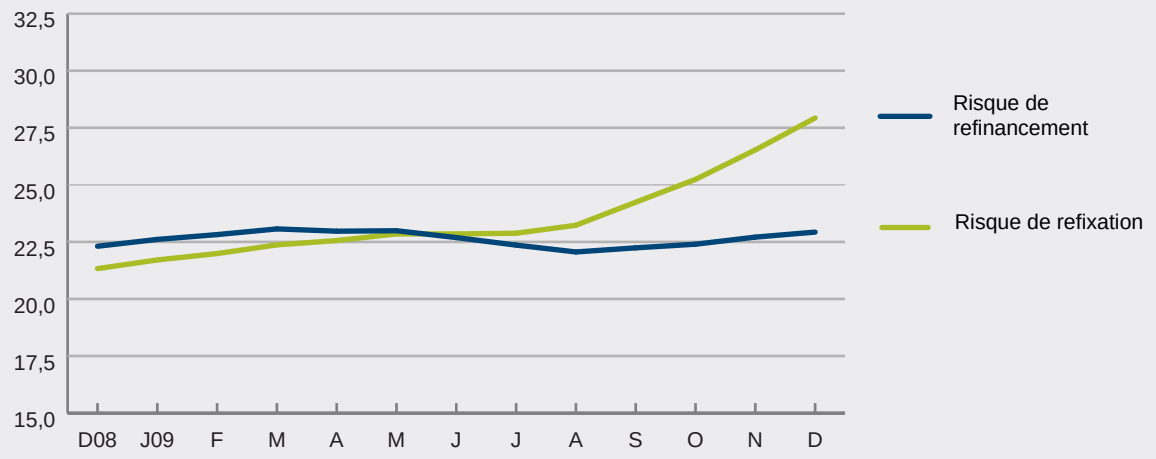
3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques

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 le Trésor. Celui-ci suit ainsi le risque de refinancement, le risque de refixation de taux, le risque de crédit et le risque de change. Le Trésor rend régulièrement compte de l'état de la question sur les risques.

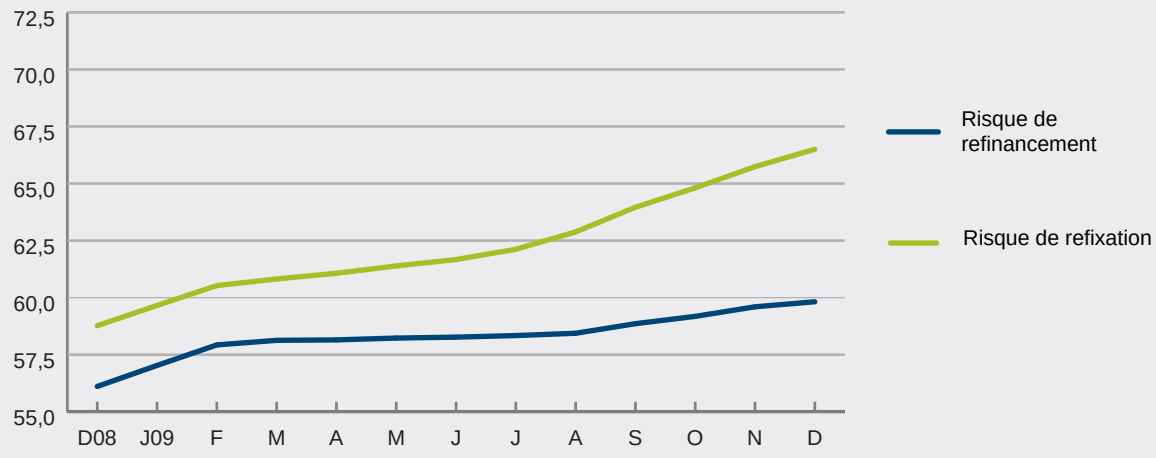
3.1. Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux

A la fin de l'année 2008, l'économie mondiale a connu un important recul avec les conséquences négatives connues sur les finances publiques. Les Directives Générales pour 2009 ont donc intégré cette situation économique très négative. Il en a résulté que, par rapport aux années précédentes, certains paramètres de risques relatifs aux risques de refinancement et de refixation ont été substantiellement rehaussés. L'objectif de ces hausses était de permettre au Trésor de davantage exposer sa dette sur le court terme.

G22. Risque de refinancement et de refixation à 12 mois de la dette en euro en 2009 (en % du total)



G23. Risque de refinancement et de refixation à 60 mois de la dette en euro en 2009 (en % du total)



C'est ainsi que pour 2009 le risque de refinancement maximal à 12 mois a été relevé à 25% contre 22,50% en 2008. A 60 mois, ce paramètre est resté inchangé à 60% tout comme en 2008.

Le risque de refixation de taux, qui concerne la variabilité des taux d'intérêt et qui constitue un indicateur du risque de taux, a été à son tour également rehaussé en 2009. Pour le paramètre à 12 mois, la limite s'élève maintenant à 27,50% contre 25% en 2008. Le risque de refixation à 60 mois est resté par contre inchangé à 65% comme en 2008.

Lorsqu'à la mi-2009, la croissance économique ne semblait pas revenir, une série de paramètres de risque ont été adaptés une seconde fois. Le risque de refixation à 12 mois a ainsi été porté à 32,50% tandis que le même paramètre à 60 mois était rehaussé à 70%. Le risque de refinancement à 60 mois a été à son tour relevé et porté à 62,50%.
Le relèvement de ces limites a donné au Trésor la marge nécessaire pour conclure des "receiver swaps" à concurrence de 15 milliards d'EUR afin de bénéficier ainsi de taux à court terme extrêmement bas.

3.2. 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 le calcul du risque de crédit sont restés en grande partie inchangés en 2009. Etant donné que les banques ont dû lutter en 2009 également contre les conséquences de la crise et que leur situation financière s'en est ressentie, le Trésor ([1]) a maintenu en 2009 les limites de crédit, pour l'ensemble de ses contreparties, diminuées telles qu'elles avaient été déterminées par précaution en 2008. Au cours des premiers mois de l'année 2009, des recherches ont été effectuées pour savoir dans quelle mesure il était raisonnable de relever les limites de crédit des institutions financières en tenant compte des différentes formes de garantie de l'Etat et/ou de soutien de l'Etat que toute une série de pays ont accordées à leurs institutions financières. Sur la base de ces garanties d'Etat ou de soutien de l'Etat, les limites de crédit d'un nombre de banques ont été temporairement relevées en 2009 et ce pour permettre au Trésor de mieux placer ses surplus de trésorerie provisoires. Dès qu'il n'y a plus eu d'importants surplus de trésorerie, les limites de crédit de ces banques ont à nouveau été diminuées et ramenées à leur niveau précédent. En 2009, le Trésor a également supprimé une dizaine de lignes de crédit chez ses contreparties, principalement parce que leur rating ne satisfaisait plus aux exigences minimum de la Trésorerie ([2]). En outre, les lignes de crédit de quatre banques, qui avaient été bloquées en 2008 par mesure de précaution en raison des turbulences sur les marchés financiers, ont été rétablies. L'analyse de la solvabilité de ces banques indiquait en effet qu'il n'y avait plus de raison de maintenir le blocage de leurs lignes de crédit.

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. Le Trésor a maintenu en 2009 la décision prise en 2008 d'avoir exclusivement recours à des "reverse repos" pour les placements supérieurs à une semaine et, de manière générale, d'accorder la préférence à la conclusion de "reverse repos" plutôt qu'aux placements habituels. Pour la période du "reverse repo" le Trésor reçoit en effet une OLO et/ou un certificat de Trésorerie en garantie, ce qui limite le risque de crédit de ces opérations.

Tandis qu'en 2008 la part des placements habituels dans le montant placé en moyenne par jour s'élevait encore à 71%, cette part a diminué en 2009 pour atteindre 22%. Quant à la part des "reverse repos", elle est passée dans la même période de 29% à 78%.

Au cours du mois qui s'est caractérisé par le montant moyen par jour le plus élevé en surplus de caisse, à savoir mars 2009, la part des "reverse repos" s'est même élevée à près de 94%.

Au 31 décembre 2009, le risque de crédit total en produits dérivés s'élevait à EUR 1,7 milliard, soit une augmentation de 22% par rapport à la fin de l'année précédente (EUR 1,4 milliard). Grâce aux accords de "Credit Support Annex" (CSA) que le Trésor a conclus avec quasiment l'ensemble de ses primary dealers ([3]),

([1]) Les limites de crédit des contreparties du Trésor sont calculées sur la base des fonds propres et du rating.
([2]) Le Trésor accepte exclusivement des contreparties dotées d'un rating de minimum A.
([3]) En 2009, un nouvel accord de "Credit Support Annex" a été conclu avec un recognized dealer. Entretemps, tous les primary dealers ont signé les accords CSA.

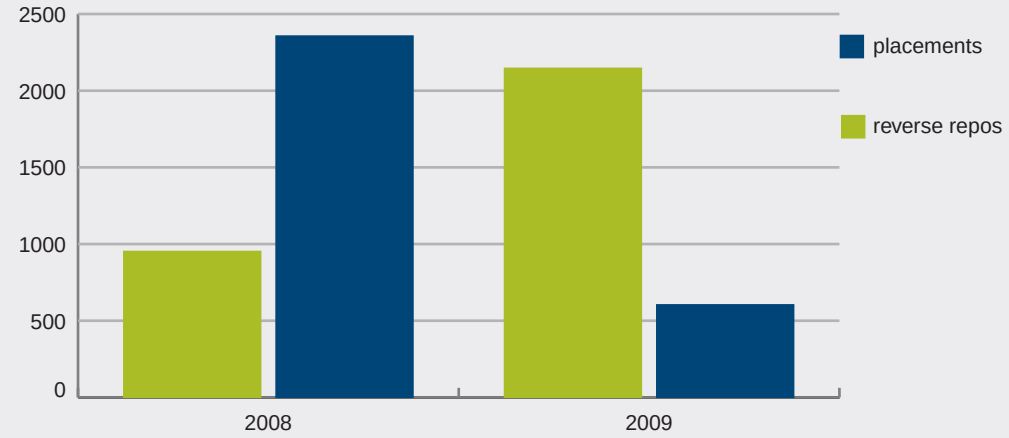
le Trésor est couvert en partie contre le risque de crédit. A la fin de 2009, il avait, en effet, reçu pour EUR 0,9 milliard de garantie ("collateral"), grâce auquel le risque de crédit net en produits dérivés ne s'élevait plus qu'à EUR 0,8 milliard, soit un doublement par rapport à la fin de l'année 2008 (EUR 0,4 milliard). La raison de cette augmentation se trouve dans la reprise par l'Etat fédéral du portefeuille du Fonds d'Infrastructure Ferroviaire (FIF) le 1er janvier 2009. Une partie des produits dérivés de ce portefeuille a en effet été conclue avec des contreparties avec lesquelles le Trésor ne disposait pas (encore) d'accords CSA.

Le risque de crédit (avant collatéral) des swaps d'intérêt a légèrement diminué de 10 millions d'EUR tandis que le risque de crédit des swaps de devises a presque été augmenté par cinq (hausse de EUR 390 millions) et ce, à cause de la reprise du portefeuille du FIF. Le risque de crédit sur les autres produits dérivés ([1]) a augmenté de 80 millions d'EUR.

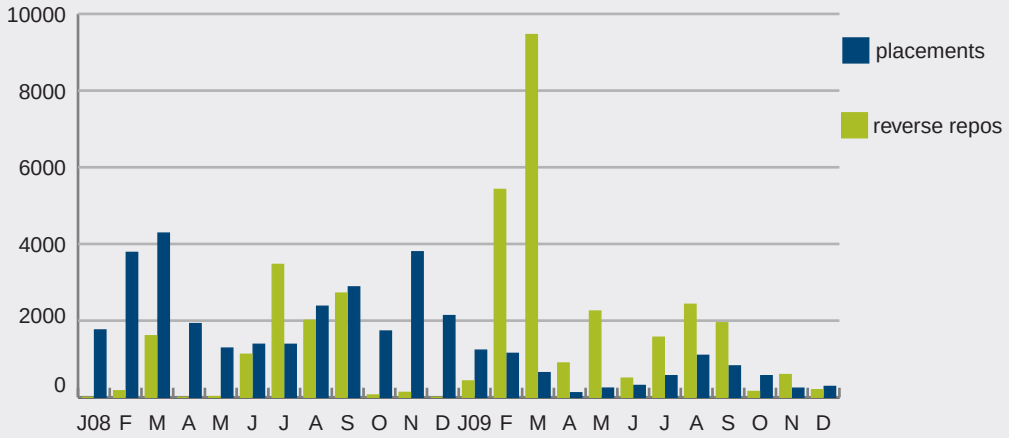
Enfin, la part du risque de crédit net en produits dérivés chez les contreparties dotées d'un rating AA a diminué pour passer de 52% à la fin de 2008 à 18% à la fin de 2009. La part du risque de crédit net en produits dérivés auprès des contreparties dotées d'un rating A a augmenté dans la même période pour passer de 48% à 82%.

([1]) FXSwaps et "outrights"

G24. Part des placements - reverse repos
Montants moyens journaliers placés en EUR (en millions)



G25. Part des placements - reverse repos
Montants moyens journaliers placés en EUR (en millions)



T6. Exposition de crédit pour les produits dérivés par niveau de rating à fin décembre 2009

Ratings (*)	Nombre de transactions	%	Exposition totale en EUR avant collatéral	%	Collatéral	Exposition totale en EUR	%
AAA	0	0,0%	-	0,0%	-	-	0,0%
AA	29	16,7%	141 829 678,14	8,3%	-	141 829 678,14	17,9%
A	145	83,3%	1 565 860 132,61	91,7%	916 846 558,63	649 013 573,98	82,1%
Total	**174**	**100,0%**	**1 707 689 810,75**	**100,0%**	**916 846 558,63**	**790 843 252,12**	**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 2009

Ratings (*)	Swaps de taux d'intérêt	%	Swaps de devises	%	Autres dérivés	%
AAA	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
AA	152 111 825,04	12,30%	1 085 637,15	-0,2%	-9 196 509,75	47,7%
A	1 085 630 652,95	87,7%	490 304 376,31	100,2%	-10 074 896,65	52,3%
Total	**1 237 742 477,99**	**100,0%**	**489 218 739,16**	**100,0%**	**-19 271 406,40**	**100,0%**

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

T8. Répartition de l'exposition de crédit pour les produits dérivés par maturité résiduelle à fin décembre 2009

	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres dérivés
< 1 an	-12,5%	-13,3%	-6,0%	100,0%
1 à 5	14,3%	10,2%	24,0%	0,0%
6 à 10	63,9%	84,0%	10,5%	0,0%
> = 10	34,3%	19,0%	71,5%	0,0%
Total	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

3.3. Le risque de change

Les Directives Générales de 2009 ont déterminé que le risque de change pouvait rester stable et qu'il ne fallait pas continuer à diminuer la dette en devises étant donné le niveau élevé des besoins de financement.

En 2008, il y avait eu une forte augmentation de la dette en devises à la suite du financement prévu du "Royal Park Investments" pour lequel le Trésor avait emprunté et transféré des devises à la Société Fédérale de Participations et d'Investissement (SFPI). Celle-ci a toutefois pu rembourser ces devises dans le courant de l'année 2009.

Ces remboursements ont fait diminuer la dette en devises qui est ainsi passée de 1,46% à la fin de 2008 à 0,47% à la fin de 2009.

PARTIE 3

PARTIE 3. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

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

1.1. Le financement de certaines institutions financières

Dans le courant du second semestre de l'année 2008, le Trésor a dû à plusieurs reprises mettre des montants à disposition de la Société fédérale de Participations et d'Investissement (SFPI) dans le cadre des opérations de sauvetage d'institutions financières belges. Les différents montants, dont certains en monnaies étrangères, se sont élevés à une valeur totale de 20,02 milliards d'EUR. Le Trésor a dû emprunter ces montants sur les marchés financiers, ce qui a sensiblement alourdi son programme de financement.

En 2009, l'Etat fédéral a dû allonger des liquidités dans une bien moindre mesure. Les accords définitifs concernant la vente de Fortis Banque Belgique prévoyaient une augmentation de la participation dans "Royal Park Investments" de 137,39 millions d'EUR. Ce montant a été transféré à la SFPI le 27 avril 2009. La SFPI a pu toutefois rembourser les devises que le Trésor lui avait transférées pour le financement de dette prévu pour le "Royal Park Investments". Les nouveaux accords avaient en effet remplacé ce financement de dette par la mise en place d'une garantie d'Etat sur le financement de "Royal Park Investments" auprès de tiers. C'est ainsi que le Trésor a reçu au cours de la période s'étendant du 30 avril au 10 juin 2009 des montants à concurrence de 6,03 milliards de USD, 200,78 millions de GBP et 6,17 millions de AUD, et ce en différentes tranches. En outre, le Trésor a été en grande partie rémunéré pour les coûts en intérêt qu'il a supporté pour l'emprunt de ces montants.

Ensuite, le 9 juillet 2009, l'Etat fédéral a prêté au Grand-Duché de Luxembourg un montant de 160 millions d'EUR pour le financement du "Special Purpose Vehicle" qui a repris les actifs du siège luxembougeois de Kaupthing Bank. 30,40 millions d'EUR de ce montant ont été remboursés en 2009.

Le coût de financement en termes de charges d'intérêt sur ces montants additionnels empruntés ne peut pas être déterminé de manière univoque. Le coût dépend en effet de la mesure où ces montants sont financés par des emprunts à court terme plutôt que par du long terme. En outre, on peut partir du fait que le financement à court terme peut être transformé en financement à long terme. Le Trésor a toutefois défini une méthode de calcul pour ce coût qui selon cette approche s'est élevé, en termes d'intérêts courus, à 500,62 millions d'EUR en 2009.

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. Ce régime est resté d'application en 2009.

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 et centralise à cette fin l'ensemble des données concernant la crise financière et les actions entreprises par le gouvernement.

A la demande du Secrétaire d'Etat au Budget, un Comité de monitoring a été établi auprès de l'Administration de la Trésorerie. Ce Comité assure 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 de la cellule stratégique du Ministre des Finances, de la cellule stratégique du Secrétaire d'Etat au Budget et de la Trésorerie. Ce comité s'est réuni à trois reprises en 2009.

Un comité interne se réunit également régulièrement; outre le suivi des participations et de la gestion des

investissements garantis, ce comité se concentre essentiellement sur l'analyse des risques des investissements garantis (le risque qu'il soit fait appel à la garantie de l'Etat) ainsi que sur la préparation des réunions du Comité de monitoring.

Base légale

La base légale est formée de l'article 117bis de la loi du 2 août 2002, relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, et d'une série d'arrêtés d'exécution (AR du 16 octobre 2008, AR du 10 décembre 2008 modifié par l'AR du 26 avril 2009, AR du 7 octobre 2009). Des réglementations spécifiques ont été ensuite formalisées dans divers protocoles et conventions.

Dexia

En 2009 également, Dexia a fait appel aux possibilités offertes par la législation susmentionnée. L'ensemble des engagements de l'Etat belge (60,50%) ne pouvait dépasser 60,50 milliards d'EUR à fin 2009.

Au 31 décembre 2008, Dexia avait un montant garanti au total de 59,23 milliards d'EUR dont la partie à charge de l'Etat belge s'élevait à 35,83 milliards d'EUR. Au 31 décembre 2009, ce montant avait diminué pour atteindre 50,44 milliards d'EUR dont la partie à charge de l'Etat belge s'élevait à 30,52 milliards d'EUR.

Chaque mois, Dexia paie à l'Etat belge une prime de garantie. Pour les transactions inférieures à un an, la prime s'élève à 0,50% tandis que la prime pour les transactions supérieures à un an s'élève à 0,865%.

Dexia FSAM

Il s'agit d'une garantie étendue sur la base de l'AR du 10 décembre 2008 et du 26 avril 2009.

Dexia NV et Dexia Crédit Local SA (" DCL ") ont conclu un accord d'option put avec FSAM sur la base duquel FSAM a le droit de vendre certains actifs se trouvant dans son portefeuille au 30 septembre 2008 à Dexia et/ou DCL si certains événements se produisent.

L'Etat belge et l'Etat français s'y engagent, sans solidarité entre eux, à garantir les engagements de Dexia NV sur la base de l'accord d'option put jusqu'à un montant total de 16,98 milliards de USD et jusqu'à respectivement 62,3711% et 37,6289% de ce montant pour l'Etat belge et l'Etat français. En outre le montant maximum qui peut être couvert par an sur la base de la garantie d'Etat est limité à la valeur résiduelle totale au pair des actifs couverts à la fin de l'année précédente. La garantie d'Etat est une garantie autonome irrévocable et inconditionnelle sur premier recours.

Le portefeuille qui forme l'objet de ce put est le portefeuille de FSAM après déduction des " actifs exclus " pour une valeur d'environ 4,5 milliards de USD de sorte que la valeur au pair des actifs du portefeuille qui sont couverts par le put garanti s'élève à 12,26 milliards d'EUR.

Dexia NV paie aux Etats une commission de garantie à un tarif de 1,13% par an, calculée sur le montant en cours du portefeuille de FSAM, à l'exclusion des actifs exclus (donc sur maximum 12,26 milliards de USD). En outre Dexia NV paie 0,32% par an calculés sur le montant total du passif sur la base des GICs (Guaranteed Income Contracts).

KBC

Sur la base de l'arrêté royal du 10 août 2009, l'Etat a accordé sa couverture, aux conditions déterminées dans une convention avec le Ministre des Finances, pour les pertes encourues par KBC Groep NV, KBC Bank NV et leurs filiales sur un portefeuille d'instruments financiers composé de produits dérivés sur les crédits et de "collateralized debt obligations" (CDOs). La valeur nominale totale des instruments financiers couverts ne s'élevait pas à plus de 19.970,59 millions d'EUR. Les pertes ont été prises en charge par KBC à concurrence d'une première tranche de 3.156,5 millions d'EUR.

Moyennant une deuxième tranche de 1.956,6 millions d'EUR, elles peuvent être couvertes à 90% par un apport de liquidités réalisé par l'Etat en échange de l'émission d'actions ou de titres qui constituent réglementairement les fonds propres de KBC Groep NV.

Elles ont été prises à concurrence de 90% du solde à charge de l'Etat.

KBC Bank NV paie à l'Etat une prime de souscription et une prime de garantie dont les montants et les échéances sont déterminés par le Ministre des Finances. Cette rémunération consiste en un montant fixe annuel.

Fortis

Sur la base de l'arrêté royal du 14 avril 2009, modifié par l'arrêté royal du 17 juin 2009, l'Etat garantit diverses créances. Le Ministre des Finances détermine la rémunération due à l'Etat pour la garantie.

1° Les créances détenues par Fortis Bank NV à charge de Fortis NV sur la base de la "Relative Performance Note" réglementée par un "Agreement on the Issue and Sale of Relative Performance Notes" et un "Agreement" daté du 19 décembre 2007 et conclue entre Fortis Bank NV et Fortis NV concernant les CASHES (Convertible And Subordinated Hybrid Equity-linked Securities) émis par Fortis Bank SA en décembre 2007, comme modifié par l'article 4.10 du protocole. Le montant couvert par la garantie n'excédera pas 2,35 milliards d'EUR en principal. Les garanties couvrent en outre les intérêts en cours sur les sommes garanties en principal ainsi que les montants accessoires. La rémunération de la garantie s'élève à 0,70% du montant garanti.

2° Les créances senior détenues par Fortis Bank NV à charge de Royal Park Investment NV sur la base des financements accordés en exécution de l'article 2.1, alinéa 3 du protocole ainsi que, comme le détermine le Ministre des Finances, les autres emprunts ou instruments financiers contractés ou émis par Royal Park Investments NV.

Le montant couvert par la garantie n'excédera pas 4,365 milliards d'EUR en capital. La garantie d'Etat couvre également le Commercial Paper qui a été émis au fur et à mesure en remplacement de l'emprunt initial.

La rémunération de la garantie s'élève à 0,70% du montant garanti.

3° Les créances détenues par Fortis Bank NV à charge de Fortis NV, Fortis N.V. ou une de leurs filiales directes ou indirectes sur la base des financements accordés en exécution de l'article 2.1, alinéa 10 du protocole. Les garanties couvrent également les intérêts en cours sur le principal garanti ainsi que les montants accessoires.

Le montant couvert par la garantie n'excédera pas 1 milliard d'EUR en principal. Dans le courant de 2009, ce montant a toutefois été réduit à 760 millions d'EUR et ne s'élevait plus à la fin décembre 2009 qu'à 240 millions d'EUR. Il n'a pas été fait appel à cette garantie en 2009.

La rémunération de cette garantie s'élève à 0,70% du montant garanti. Aucune garantie n'a été accordée en 2009 et l'Etat belge n'a donc reçu aucune rémunération.

4° Les pertes réalisées par Fortis Bank NV, au-dessus d'une première tranche de pertes de 3,5 milliards d'EUR sur le portefeuille de produits structurés déterminé dans l'article 2.3 du protocole et qui n'a pas été transféré à Royal Park Investments. Le montant couvert par la garantie n'excédera pas 1,5 milliard d'EUR. La rémunération de la garantie s'élève à 0,70% du montant garanti.

Le Ministre des Finances peut adapter les montants indiqués ci-dessus sous les points 1 à 4 en fonction des variations de cours de change qui se sont produites à partir du 31 août 2008, ou les exprimer en monnaies étrangères.

Holding communal

Sur la base de l'arrêté royal du 14 avril 2009 (modifié par les arrêtés royaux du 20 mai 2009 et du 30 septembre 2009), une garantie a été octroyée jusqu'au 30 septembre et à concurrence de 400 millions d'EUR pour les emprunts contractés par le holding communal NV auprès de Dexia Bank NV. Le montant garanti du 1er octobre au 31 décembre 2009 a été ramené à 250 millions d'EUR.

La rémunération unique pour l'entrée en vigueur de la garantie s'est élevée à 0,70% des montants garantis

en principal et la rémunération de la garantie s'élève à 1% par an sur les montants garantis en principal.

Primes 2009

En 2009, l'Etat belge a reçu au total 434,27 millions d'EUR en tant que rémunération des garanties accordées aux institutions financières mentionnées ci-dessus.

1.3. L'évolution des spreads de taux, des swaps spreads et des primes CDS

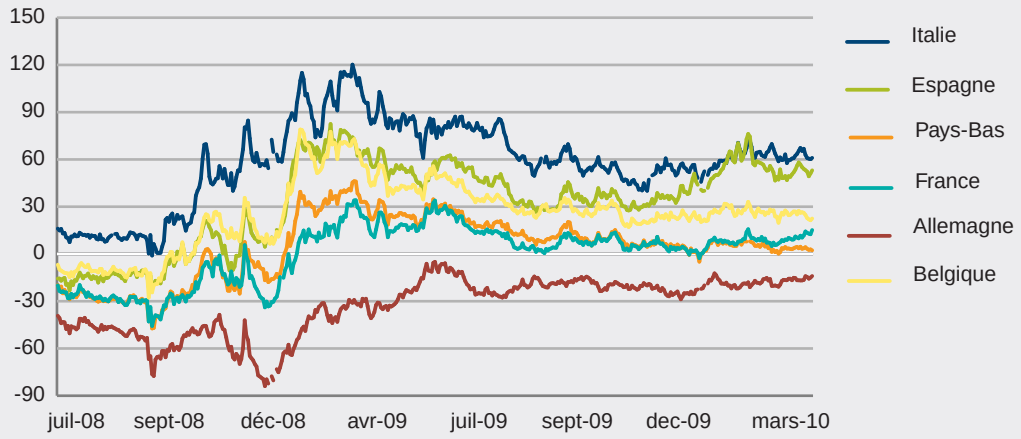
Asset swap spreads des Etats de la zone euro: d'un indicateur de risque systémique à un indicateur de la qualité de crédit.

Comme il ressort du graphique 26, les "asset swap spreads" de la plupart des pays de la zone euro ont affiché un profil assez volatil en 2009. L'on remarquera en particulier qu'au début de l'année 2009, ces spreads ont suivi une évolution similaire dans l'ensemble des pays et que ce n'est qu'à partir du troisième trimestre qu'une différenciation plus marquée est apparue.

L'année 2008 a été marquée par les interventions rapides des Etats pour contenir la crise vécue par le secteur bancaire. Ces interventions, la faible conjoncture économique ainsi que les mesures adoptées pour soutenir cette conjoncture ont entraîné en 2009 une augmentation des besoins de financement à long terme de 50% par rapport à 2008. En termes absolus, il s'est agi de 929 milliards d'EUR contre 616 milliards d'EUR en 2008. En outre, en 2009, le marché s'attendait à rencontrer un niveau important de concurrence de la part des banques qui émettraient sous la garantie d'Etat pour renforcer leur structure de capital.

Dans les premières semaines de 2009, le marché a encore connu le "flight to quality" et les émissions des Etats souverains se sont déroulées avec des primes d'émissions certes importantes mais néanmoins avec des asset swap spreads comparables à ceux de la fin 2008. Ce n'est qu'à la fin janvier, après un mois d'émission exceptionnel, que le marché a pris conscience que 2009 serait une année difficile.

G26. Asset Swap Spreads à 10 ans de juillet 2008 à mars 2010 (en points de base)



Un niveau extrême d'aversion au risque, un " flight to quality" exclusivement vers des titres d'Etat très liquides et le non fonctionnement des marchés inter-bancaires ont généré des asset swap spreads pre-euro.

A l'émission, le 12 janvier 2009, l'asset swap spread du nouvel emprunt de référence OLO à 10 ans s'élevait à 50 points de base. Le 22 janvier, 10 jours plus tard, l'asset swap spread atteignait 80 points de base et l'OLO à 10 ans était cotée à 130 points de base au dessus du Bund allemand à 10 ans.

Jusqu'à la fin mars, les marchés sont restés difficiles et très volatils. Petit à petit, toutefois, la confiance s'est rétablie grâce aux garanties d'Etat et à l'engagement inconditionnel des banques centrales à restaurer les marchés via un "quantitative easing" et à fournir les liquidités nécessaires aux banques. Il en a résulté que les asset swap spreads de l'OLO à 10 ans avaient déjà diminué de 20 points de base en mars, ce qui a permis au Trésor d'émettre un emprunt de référence à 5 ans via une syndication.

Dans la suite du déroulement du premier semestre, les asset swap spreads se sont normalisés. La combinaison d'une faible volatilité et d'un niveau élevé de liquidité ont augmenté le "risk appetite" et ont engendré dans le second semestre une demande importante de titres d'Etat de pays "core" et "semi-core" de la zone euro. L'impact fut positif sur l'asset swap spread des OLO ainsi que sur les spread bid-offer des titres de l'Etat belge sur le marché secondaire.

L'asset swap spread de l'OLO à 10 ans s'est stabilisé dans le dernier trimestre de l'année autour de 20 points de base. Le spread par rapport au Bund à 10 ans s'élevait alors à 40 points de base contre 130 points de base à la fin janvier.

Au début du mois de décembre, l'ensemble de la zone euro s'est inquiété du problème de liquidité et de solvabilité de la Grèce. L'évolution favorable des asset swap spreads des pays les plus solvables de la zone euro – tous avec un rating de AAA – mais également de la Belgique a montré que ce n'était plus le risque systémique mais bien les prestations de chaque pays qui constituaient le moteur de ces évolutions.

Les pays sont maintenant à nouveau jugés séparément sur leurs propres prestations. Les marchés, quant à eux, ont récupéré une partie de leur dynamisme.

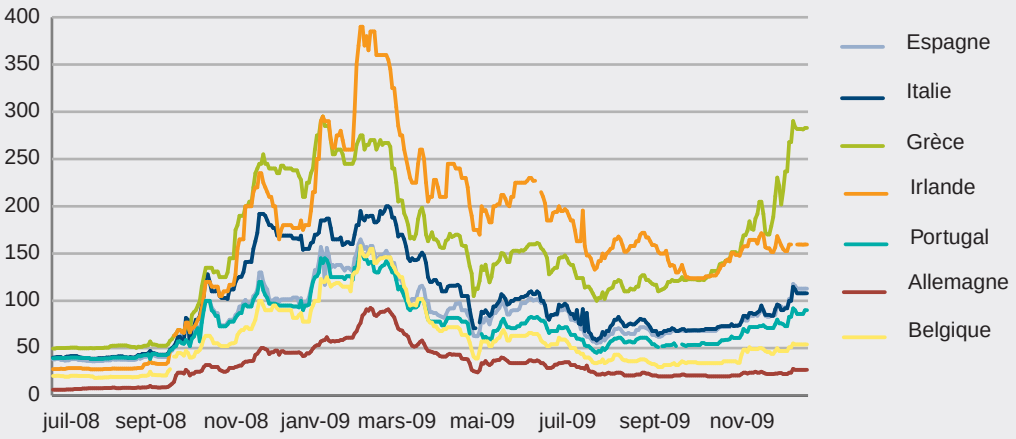
CDS

L'intérêt porté à ce que l'on appelle les "Credit Default Swaps" (CDS) sur les obligations d'Etat a fortement augmenté au cours de la crise. Les CDS constituent une forme de produits dérivés par lesquels une partie paie une rémunération préalablement établie, exprimée en points de base ou pourcentages d'un pour-cent, sur un montant nominal déterminé et reçoit de l'autre partie le montant nominal total si le risque de crédit sous-jacent se produit durant la durée du contrat – c'est-à-dire si l'entité qui a émis des obligations ne peut pas ou pas complètement rembourser un coupon ou du principal à la date prévue. Ces contrats ressemblent donc à une assurance contre les risques de crédit mais ce ne sont pas des contrats d'assurance.

Etant donné qu'il n'y a qu'un nombre limité de contreparties qui traitent ces contrats, et ce sans qu'il n'existe un clearing central ou une bourse, la question s'est posée à plusieurs reprises de savoir si ce marché était suffisamment transparent. La plupart des observateurs ainsi qu'un nombre de plus en plus important d'autorités publiques sont d'avis que la transparence est loin d'être satisfaisante et craignent que les prix soient sujets à manipulation. Il est également apparu qu'une augmentation des prix des contrats CDS génère des tensions auprès de ceux qui détiennent la dette de l'émetteur sous-jacent, ce qui pousse davantage les prix à la hausse. Ce phénomène attire à l'évidence les spéculateurs.

Il semble toutefois exister, de manière générale, un certain lien entre le prix des contrats CDS et la rémunération en intérêt que l'émetteur doit payer dans le marché. A cet égard, il est intéressant d'analyser l'évolution des primes CDS de la Belgique par rapport à l'Allemagne – qui a traditionnellement les primes CDS les plus basses de l'ensemble des pays de l'eurozone – ainsi que celle des pays de l'eurozone qui, en matière de risque, sont considérés comme plus faibles que la Belgique (comme l'Italie, l'Espagne, la Grèce, le Portugal, l'Irlande).

G27. Prix des contrats CDS à 5 ans sur les obligations d'Etat (en points de base)



Les primes CDS ont commencé à fortement augmenter à partir du mois d'octobre 2008 et ont atteint des sommets pour la plupart des pays vers la fin du mois de février. Vers la fin de l'année sous revue, elles ont recommencé à augmenter. Le CDS belge à 5 ans a atteint son niveau le plus élevé (155 points de base) les 25 et 26 février 2009 pour ensuite diminuer plus sensiblement que les CDS des autres pays et terminer à 53 points de base à la fin de 2009. Il peut donc être conclu que dans le courant de l'année 2009 la Belgique a gagné en matière de solvabilité par rapport aux autres pays de l'eurozone. Le niveau des spreads des obligations d'Etat mêmes permettent d'aboutir à la même conclusion.

1.4. Distribution de la dette fédérale belge

Marché primaire

Marché primaire des OLO (1)

En ce qui concerne le marché primaire des OLO, l'on notera que l'impact de la crise, qui a éclaté en 2007 et dont l'intensité s'est manifestée dans la seconde moitié de 2008, s'est reflété dans les chiffres vraiment en 2009. Les émissions en 2007 et 2008 (tant sur le plan de la répartition géographique que sur celui de la répartition par type d'investisseur) n'ont pas été représentatives des tendances qui se sont dessinées par la suite comme conséquence de la crise. Ceci est surtout dû au fait que les émissions de nouveaux emprunts en 2008 se sont essentiellement déroulées dans le début de l'année.

Au cours des deux premières syndications de 2009 (10 ans et 5 ans), 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 (donc belges pour les OLO) 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.

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

(1) Les conclusions sont uniquement basées sur les données transmises à la Trésorerie 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.

interventions dans le marché et dans certains cas, pour la défense de leur monnaie. La demande en provenance des USA et du Canada a également fortement diminué.

La troisième syndication (à 3 ans) de la mi-2009 s'est présentée sous un autre jour. En effet, la demande émanant d'investisseurs de la zone euro a fortement diminué à l'avantage d'un placement encore plus important dans les autres pays européens n'appartenant pas à la zone euro. Cette syndication s'est également caractérisée par une augmentation de la demande en provenance des pays asiatiques de sorte que l'on a quand même atteint un meilleur niveau qu'en 2007.

En ce qui concerne le type d'investisseurs, il y a eu, en 2009, une forte augmentation de la demande en provenance des banques "customer". Cette augmentation est essentiellement due à deux facteurs: d'une part, à la suite de la crise, ces investisseurs ont clairement souhaité prendre moins de risques en plaçant leurs liquidités dans des titres sûrs plutôt que dans l'octroi de crédits; d'autre part, les banques centrales ont offert la possibilité d'emprunter à très bon marché sur le court terme alors qu'un placement de ces liquidités en titres sûrs à long terme pouvait rapporter des gains considérables.

Ensuite, l'on note une forte diminution de la demande émanant des gestionnaires d'actifs et d'autres fonds. Cette baisse est à mettre sur le compte d'une diminution de leurs actifs, soit à cause de pertes considérables, en particulier en ce qui concerne les portefeuilles d'actions, soit à cause de la diminution des placements confiés par leur clientèle. L'émission par des émetteurs privés d'obligations dotées de la garantie de l'Etat peut également constituer une raison supplémentaire à cette situation. Ces émissions offrent en effet un rendement supérieur pour un risque de crédit considéré par beaucoup comme similaire à celui des obligations d'Etat.

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.

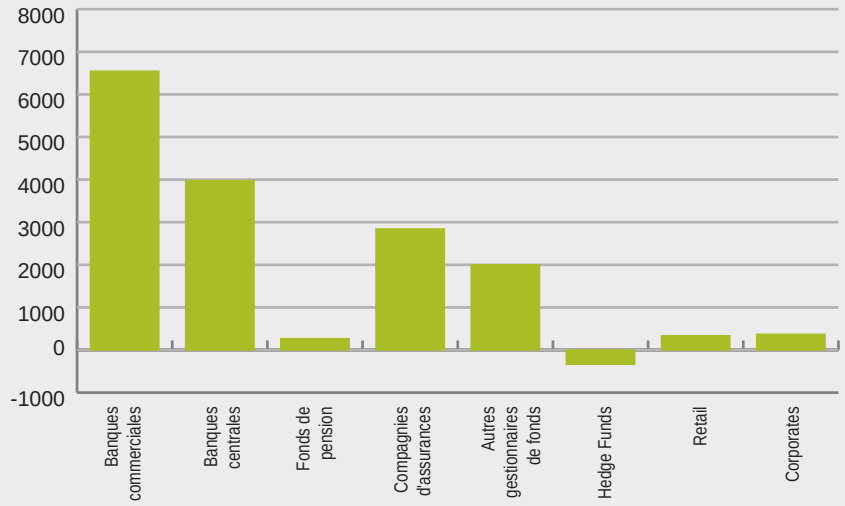
Marché secondaire des OLO

Le volume total négocié en OLO sur le marché secondaire a augmenté de 15% en 2009. Cette augmentation est à attribuer entièrement à la hausse (+26%) des volumes sur le marché "interdealer" (transactions entre les banques de trading). Cette tendance s'est surtout manifestée à partir de juillet à la suite de la diminution de la volatilité sur les marchés obligataires et, pour certaines banques le fait qu'elles aient pu disposer à nouveau d'une partie plus importante de leur bilan et ont donc pu prendre de plus grosses positions. Sur le marché de la clientèle (transactions avec les investisseurs finaux) les volumes sont restés stables. Il faut toutefois relativiser l'augmentation étant donné que les volumes affichés en 2009 étaient 16% inférieurs à ceux de 2007. Par rapport à 2006, les volumes étaient du même ordre de grandeur.

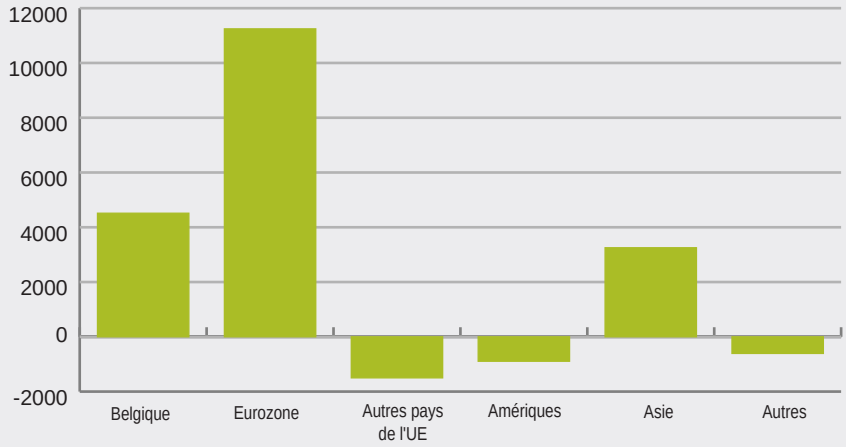
Les ventes nettes d'OLO par les primary et recognized dealers sur le marché ont augmenté de 26% en 2009 et ce exclusivement grâce au marché de la clientèle. Les ventes nettes sur le marché interdealer ont en effet dimininué de 70%. Il faut également remarquer que les émissions d'OLO ont été effectivement plus importantes en 2009.

Les achats nets des banques commerciales ont augmenté de 46% tandis que les achats nets des banques centrales ont diminué de 47%.

G28. Achats/ventes nets d'OLO par type d'investisseurs en 2009 (en millions d'EUR)



G29. Achats/ventes nets d'OLO par région en 2009 (en millions d'EUR)



Alors que les fonds de pension, les compagnies d'assurances et les autres gestionnaires de fonds étaient des vendeurs nets en 2008, en 2009 ils sont devenus des acheteurs nets et, dans le cas des deux dernières catégories, pour des montants substantiels.

Les institutions "corporate" et "retail" sont restées, tout comme en 2008, des acheteurs net et les "hedge funds" qui étaient des acheteurs nets en 2008 sont devenus des vendeurs nets en 2009.

Les achats/ventes nets d'OLO par type d'investisseurs sont repris en valeur absolue dans le graphique G28.

En ce qui concerne la répartition géographique, seul le marché de la clientèle fait l'objet d'une analyse. L'on remarque ainsi une augmentation nette des placements en Belgique (+19%) et une augmentation plus importante dans les autres pays de la zone euro (+100%), ce qui constitue, tout comme en 2008, un indicateur d'un important retour des OLO en Belgique et surtout dans les autres pays de la zone euro. Ceci peut indiquer un retour à des produits connus et sûrs en cas de crise. Il est également très encourageant de constater que les investisseurs asiatiques, qui étaient encore des vendeurs nets en 2008, ont acheté des OLO dans une mesure considérable de sorte qu'ils

constituent les troisièmes plus gros acheteurs après les investisseurs des pays de la zone euro et ceux de la Belgique. Les ventes nettes des investisseurs n'appartenant pas à la zone euro ont baissé de 28% ainsi que les ventes nettes des investisseurs américains (-86%).

Les achats/ventes d'OLO par région en valeur absolue sont repris dans le graphique G29.

Marché secondaire des certificats de Trésorerie

Le volume total négocié en certificats sur le marché secondaire a augmenté de 43% en 2009 par rapport à 2008. Cette augmentation s'est fait ressentir aussi bien sur le marché interdealer (+56%) que sur celui de la clientèle (+25%). Le volume total a été 34% supérieur à celui de 2007.

Les ventes nettes totales de certificats ont augmenté de 37% sur le marché. Les ventes nettes sur le marché de la clientèle, donc les achats des investisseurs finaux, ont affiché une augmentation (+33%). Les ventes nettes sur le marché interdealer ont, quant à elles, augmenté de 131%.

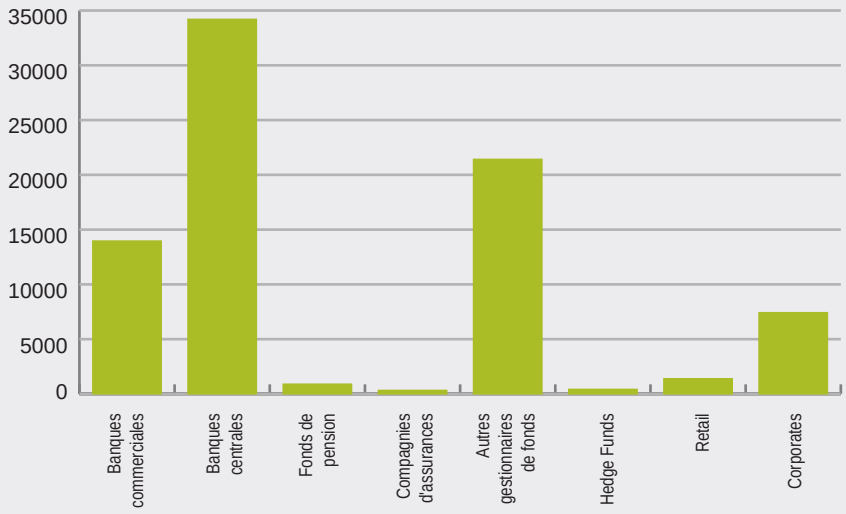
Les achats nets des banques commerciales ont augmenté de 16% en 2009. L'on note également une augmentation spectaculaire des achats nets de la part des fonds de pension (+93%), des autres gestionnaires de fonds (+158%) des hedge funds (multiplication par six mais à partir d'un bas niveau) ainsi que du segment " corporate ".

Les banques centrales ont acheté en net à peu près la même quantité de certificats de Trésorerie qu'en 2008. Par contre, les achats nets des compagnies d'assurances ont baissé de 35% et ceux du segment "retail" de 24%.

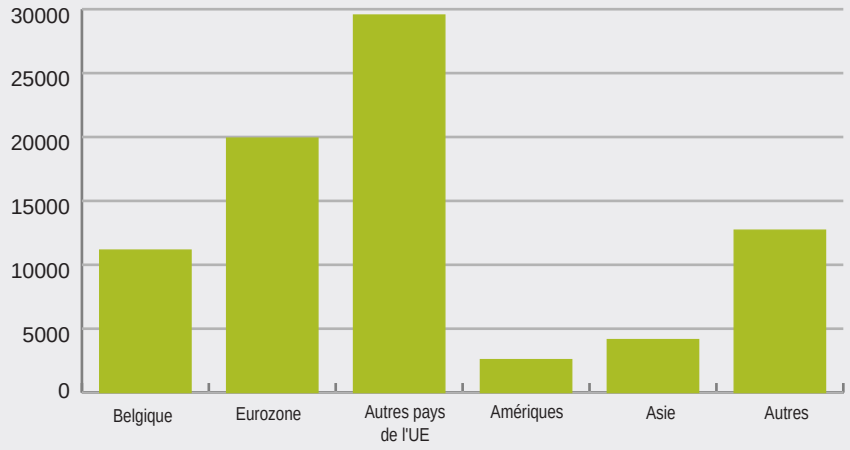
A l'exception de ces deux catégories, l'on constate donc une nette tendance en faveur des placements sans risque sur le court terme.

Les achats/ventes nets de certificats de Trésorerie par type d'investisseur sont repris dans le graphique G30.

G30. Achats/ventes nets de certificats de Trésorerie par type d'investisseurs en 2009 (en millions d'EUR)



G31. Achats/ventes nets de certificats de Trésorerie par région en 2009 (en millions d'EUR)



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 (-32%) et une augmentation dans les autres pays de la zone euro (+75%) et dans les autres pays européens qui ne font pas partie de la zone euro (+71%). Les primary et recognized dealers ont également vendu en net beaucoup plus à des investisseurs asiatiques (+65%) américains (+96%) ce qui est sans doute dû à la plus grande notoriété internationale de ce produit.

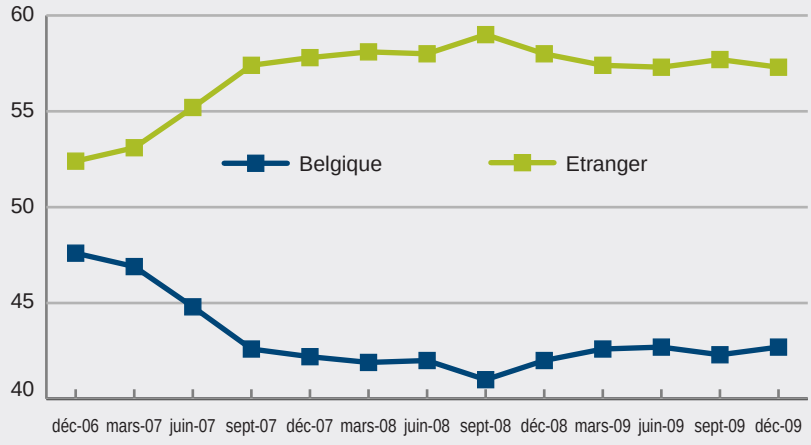
Les achats/ventes nets de certificats de Trésorerie par région et en valeur absolue sont repris dans le graphique G31.

La détention des OLO et des certificats de Trésorerie

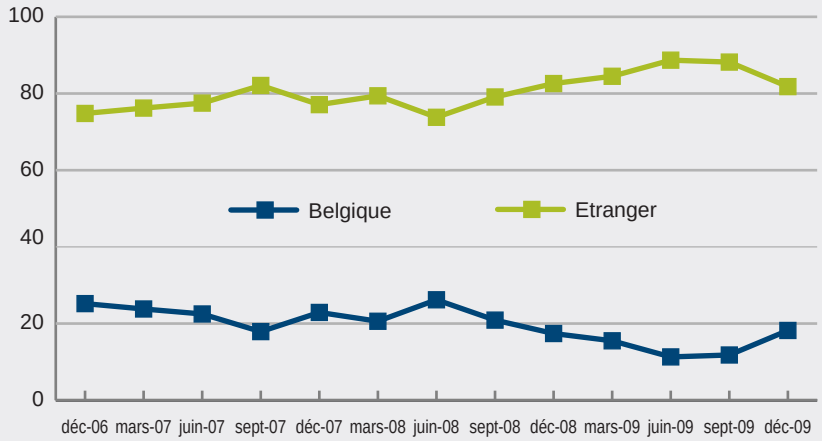
La détention des OLO par des investisseurs étrangers a augmenté depuis 2007 et est restée relativement stable depuis lors (voir graphique G32). A la fin 2009, 57,3% des OLO étaient détenues par des investisseurs non belges.

L'on constate également une tendance à une plus grande internationalisation pour les certificats de Trésorerie et donc à une détention étrangère plus importante. A la fin 2009, 81,8% des certificats de Trésorerie étaient détenus par des investisseurs étangers.

G32. Détention des OLO (en % du total)



G33. Détention des certificats de Trésorerie (en % du total)



2. La liquidité des titres et l'amélioration de la "compliance" sur les marchés électroniques interdealer

La transparence des prix sur le marché secondaire des OLO et des certificats de Trésorerie constitue l'un des principaux éléments qui peut garantir la liquidité de ces instruments financiers. Les primary dealers ont la tâche de veiller à la transparence des prix de ces produits en cotant entre autres sur les plates-formes électroniques interdealer des prix conformes au marché pour les emprunts de référence (appelés les "benchmarks") et pour les plus importants "non-benchmarks". Le Trésor vérifie chaque jour si les primary dealers s'acquittent bien de leurs tâches.

Depuis le début du mois d'avril 2008, les primary dealers ont la possibilité de satisfaire à leurs obligations de cotation sur une ou plusieurs des trois différentes plates-formes électroniques. Celles-ci, BGC Brokers, Broker Tec et MTS Belgium ont été choisies par les primary dealers. Leur mandat courait jusqu'à fin mars 2010 et a été prolongé jusqu'à fin mars 2012.

Tout comme en 2008, le niveau élevé de la volatilité sur les marchés a eu pour conséquence que l'on est passé, pour la cotation de spreads bid/offer pour les OLO et les certificats de Trésorerie, à un système de "circonstances exceptionnelles de marchés". Dans ce système, les primary dealers cotent des spreads bid/offer du mieux qu'ils peuvent. Ces spreads bid/offer des primary dealers sont comparés, pour évaluation, aux spreads bid/offer moyens de l'ensemble des primary dealers.

La persistance de la volatilité dans les marchés a amené le Trésor à la conclusion qu'un retour au système de "conditions normales de marchés" avec des spreads maximum imposés n'était plus possible étant donné qu'un tel système n'est pas adapté à des marchés très volatils. C'est ainsi que le Trésor a décidé en accord avec les primary dealers de définitivement passer à un système de comparaison avec des pairs. Le système de "circonstances exceptionnelles de marchés" a été revu et adapté afin de pouvoir l'utiliser sur une base permanente. Ce nouveau système de calcul de la "compliance" a été inauguré le 1er octobre 2009 et ce, alors qu'une tendance positive se faisait jour dans les marchés.

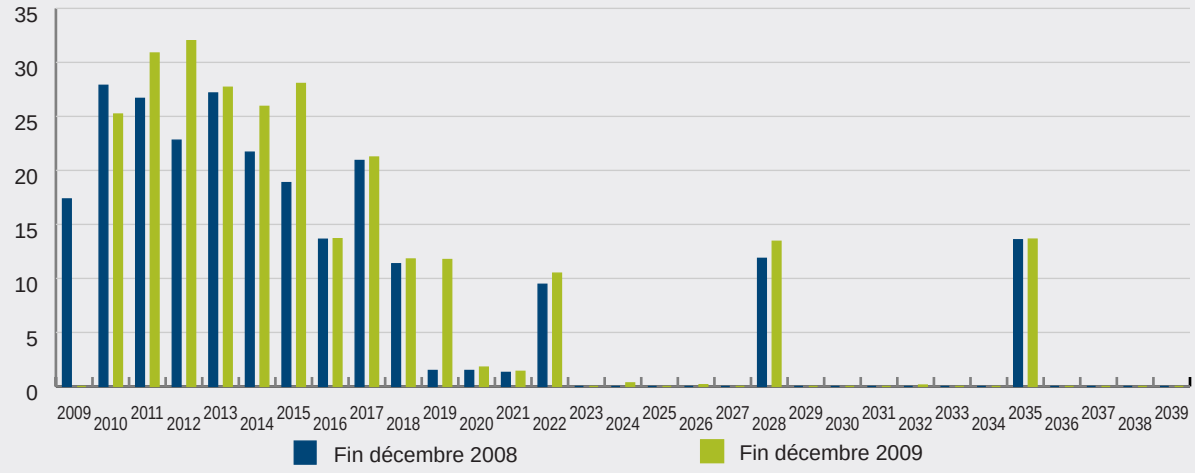
Ce système souple a été conçu afin que les spreads bid/offer soient adaptés à la volatilité du marché. Il permet d'assurer la transparence des prix et, en outre, la concurrence inhérente à ce système a entraîné des spreads bid/offer plus étroits dans des conditions de marché meilleures.

La combinaison de conditions de marché meilleures, d'un nouveau système de calcul de la "compliance" ainsi que l'augmentation de la concurrence a abouti dans la période s'étendant d'octobre à début décembre à un rétrécissement appréciable du spread bid/offer.

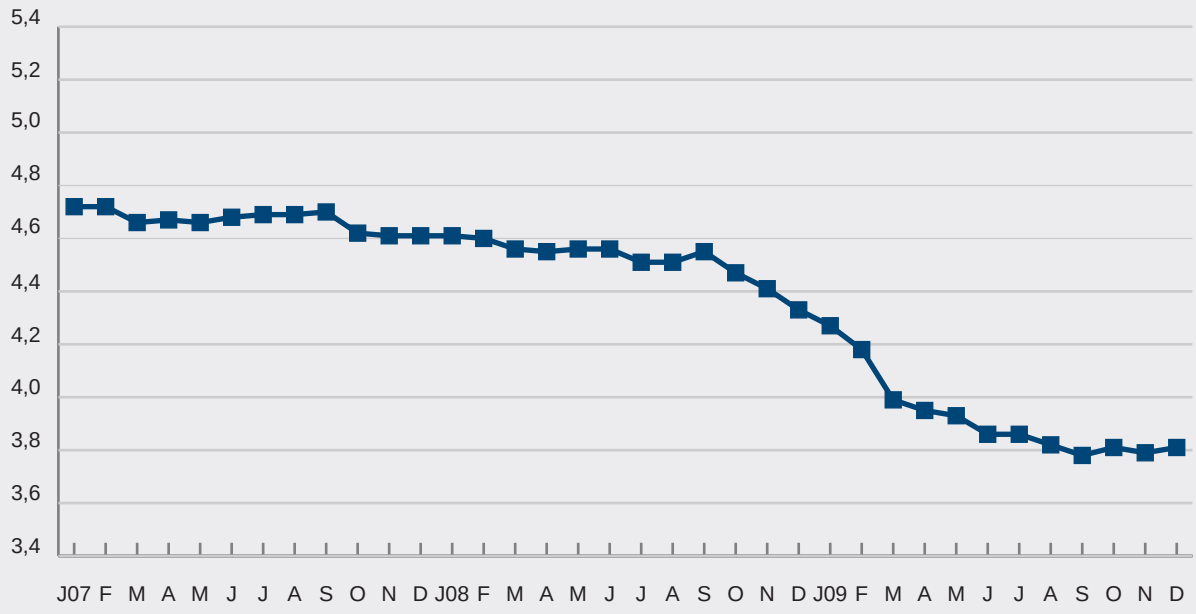
Les problèmes rencontrés par la Grèce ont à nouveau mis les spreads sous pression mais, d'autre part, ont démontré que le système des spreads flexibles fonctionne effectivement, ce qui a permis de constater que la transparence des prix pouvait cohabiter avec des circonstances de marchés difficiles.

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 2009

Maturité	Coupon en %	Code	OLO n°	Encours	% Strips
28-03-2010	3	305 145	45	8 848 000 000,00	1,61%
28-09-2010	5,75	295 049	35	15 844 200 000,00	0,90%
28-03-2011	3,5	313 222	53	10 988 000 000,00	0,09%
22-06-2011	FRN	311 200	51	3 000 000 000,00	
28-09-2011	5	296 054	36	12 390 400 000,00	0,41%
28-03-2012	2	317 264	57	6 457 000 000,00	0,00%
28-09-2012	5	298 076	38	12 757 900 000,00	1,89%
24-12-2012	8	262 684	12	8 546 896 081,16	
28-03-2013	4	310 194	50	11 057 000 000,00	0,57%
28-09-2013	4,25	301 102	41	12 975 200 000,00	2,47%
28-03-2014	4	314 238	54	10 973 000 000,00	0,46%
28-09-2014	4,25	303 124	43	12 208 915 000,00	1,55%
28-03-2015	8	282 880	23	6 220 187 157,66	4,36%
28-03-2015	3,5	316 258	56	8 601 000 000,00	0,02%
28-09-2015	3,75	306 150	46	11 294 000 000,00	2,43%
28-09-2016	3,25	307 166	47	12 175 000 000,00	0,21%
28-03-2017	4	309 188	49	11 176 000 000,00	0,45%
28-09-2017	5,5	300 096	40	8 437 637 800,00	4,61%
28-03-2018	4	312 216	52	10 103 000 000,00	0,00%
28-03-2019	4	315 243	55	10 212 000 000,00	0,00%
28-03-2022	4	308 172	48	10 355 000 000,00	0,40%
28-03-2028	5,5	291 972	31	13 439 939 136,01	12,98%
28-03-2035	5	304 130	44	13 582 692 800,00	9,70%
TOTAL				**241 642 967 974,83**	
Encours des lignes strippables:				**230 096 071 893,67**	**2,31%**

Résultats des adjudications et des syndications d'OLO en 2009 (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	14-01-2009	28-03-2019	315243			4 000,0		4 000,0		98,819	4,146			
						4 000,0		**4 000,0**						
AUCTION	226-01-2009	28-03-2011	313222	8 557,0	2 525,0	1 240,0	303,0	1 543,0	2,04	102,142	2,466	101,85/102,18	102,10	7
		28-03-2014	314238	8 839,0	1 460,0	495,0	224,0	719,0	2,95	100,779	3,829	100,40/100,86	100,76	6
		28-09-2014	303124	11 559,9	1 032,0	460,0	189,0	649,0	2,24	102,041	3,839	101,72/102,08	102,02	8
		28-03-2028	291972	11 859,9	1 595,0	190,0	185,0	375,0	8,39	105,807	5,020	104,23/106,01	105,75	4
					6 612,0	**2 385,0**	**901,0**	**3 286,0**						
AUCTION	23-02-2009	28-09-2011	296054	11 385,4	1 970,0	800,0	205,0	1 005,0	2,46	106,741	2,280	106,20/106,75	106,71	5
		28-09-2012	298076	11 736,9	1 685,0	825,0	196,0	1 021,0	2,04	107,513	2,766	107,04/107,60	107,46	5
		28-03-2014	314238	9 558,0	1 320,0	443,0	157,0	600,0	2,98	103,185	3,308	102,60/103,25	103,15	9
		28-03-2019	315243	4 000,0	1 300,0	435,0	236,0	671,0	2,99	98,585	4,176	98,10/98,70	98,52	8
					6 275,0	**2 503,0**	**794,0**	**3 297,0**						
SYNDICATION	117-03-2009	28-03-2015	316258			5 000,0		5 000,0		98,818	3,723			
						5 000,0		**5 000,0**						
AUCTION	27-04-2009	28-03-2011	313222	10 100,0	1 915,0	860,0	28,0	888,0	2,23	103,492	1,627	103,09/103,53	103,46	9
		28-03-2015	316258	5 000,0	1 823,0	1 093,0	0,0	1 093,0	1,67	101,340	3,246	101,10/101,41	101,30	12
		28-03-2019	315243	4 671,0	2 673,0	1 548,0	90,0	1 638,0	1,73	101,463	3,819	101,00/101,55	101,40	13
				6 411,0	**3 501,0**	**118,0**	**3 619,0**							
AUCTION	18-05-2009	28-03-2014	314238	10 158,0	1 870,0	815,0	0,0	815,0	2,29	105,028	2,873	104,70/105,06	105,00	11
		28-03-2015	316258	6 093,0	2 235,0	970,0	0,0	970,0	2,30	101,053	3,298	100,75/101,09	101,03	9
		28-03-2019	315243	6 309,0	1 735,0	675,0	0,0	675,0	2,57	99,982	4,001	99,57/100,03	99,94	11
					5 840,0	**2 460,0**	**0,0**	**2 460,0**						
SYNDICATION	30-06-2009	28-03-2012	317264			5 000,0		5 000,0		99,614	2,148			
						5 000,0		**5 000,0**						
AUCTION	27-07-2009	28-03-2012	317264	5 000,0	1 880,0	565,0	157,0	722,0	3,33	100,149	1,943	99,99/100,20	100,13	10
		28-03-2015	316258	7 063,0	1 595,0	669,0	244,0	913,0	2,38	101,997	3,107	101,68/102,05	101,95	10
		28-03-2019	315243	6 984,0	1 530,0	851,0	234,0	1 085,0	1,80	100,510	3,933	100,15/100,57	100,45	11
					5 005,0	**2 085,0**	**635,0**	**2 720,0**						
AUCTION	28-09-2009	28-03-2015	316258	7 976,0	2 010,0	625,0	0,0	625,0	3,22	103,635	2,774	103,42/103,71	103,61	11
		28-03-2019	315243	8 069,0	2 005,0	985,0	33,0	1 018,0	2,04	102,805	3,643	102,60/102,87	102,77	11
		28-03-2028	291972	12 234,9	2 150,0	1 205,0	0,0	1 205,0	1,78	116,211	4,218	115,60/116,40	116,18	9
					6 165,0	**2 815,0**	**33,0**	**2 848,0**						
AUCTION	30-11-2009	28-03-2012	317264	5 722,0	2 045,0	735,0	0,0	735,0	2,78	101,138	1,496	100,99/101,18	101,11	8
		28-03-2019	315243	9 087,0	2 080,0	1 101,0	24,0	1 125,0	1,89	103,442	3,557	103,05/103,55	103,37	12
		28-03-2022	308172	9 455,0	2 050,0	870,0	30,0	900,0	2,36	101,286	3,865	100,90/101,40	101,25	10
					6 175,0	**2 706,0**	**54,0**	**2 760,0**						

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 dette flottante (5)
			1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Total CT			
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
J09	909,0	4 086,0			8 516,4	13 447,5	22 496,6	44 460,5	2 627,1	13 075,7	39 006,7
F	1 034,4	3 845,2			9 180,0	15 778,9	22 826,7	47 785,6	1 128,5	14 680,0	39 113,6
M	1 062,3	7 710,2			11 865,5	16 539,7	23 347,7	51 752,9	1 166,2	2 715,2	58 976,3
A	1 120,6	4 191,2			13 184,0	17 011,7	23 833,0	54 028,7	1 387,6	7 199,6	53 528,5
M	868,7	3 378,5			11 962,8	16 461,8	24 593,0	53 017,6	908,8	3 235,4	54 938,2
J	1 214,6	4 707,4			10 575,9	14 486,9	24 979,4	50 042,2	1 036,3	4 845,4	52 155,2
J	1 083,2	3 268,9			9 787,0	13 472,0	25 505,6	48 764,6	495,4	5 787,7	47 824,4
A	1 092,3	4 973,5			8 447,2	13 535,4	26 369,3	48 351,8	1 263,4	8 371,6	47 309,4
S	1 123,3	6 369,4			9 052,3	11 255,9	25 910,3	46 218,5	1 489,7	4 082,1	51 118,8
O	1 269,6	3 108,5			7 288,3	11 171,3	25 947,5	44 407,1	1 879,9	5 720,3	44 944,9
N	1 120,2	6 401,5			5 971,7	10 233,6	25 905,9	42 111,3	2 617,5	6 098,4	46 152,0
D	1 229,0	5 408,0			3 939,6	10 074,9	26 122,3	40 136,9	458,4	6 307,6	40 924,7

(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 29/01/1991.
Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor. c.à.d. déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé.
Y compris, pour le 3 mois, les maturités inférieures à 3 mois.

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

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

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

Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2009 (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
06-01-2009		16-04-2009	642110	3	4 249,0	3 130,0	1 300,0	43,0	1 343,0	2,41	1,707	-109,00	1.690/1.950	1,720	14
		18-06-2009	644132	6	3 915,0	2 903,0	1 902,0	205,0	2 107,0	1,53	1,740	-114,20	1.690/1.950	1,760	14
13-01-2009	6 282,0	16-04-2009	642110	3	5 592,0	4 095,0	1 304,0	127,0	1 431,0	3,14	1,541	-107,10	1,520/1,650	1,550	10
		14-01-2010	651202	12	0,0	3 855,0	2 202,0	70,0	2 272,0	1,75	1,569	-116,90	1,530/1,750	1,585	12
27-01-2009		14-05-2009	643126	3	4 400,0	3 220,0	1 020,0	87,0	1 107,0	3,16	1,283	-84,70	1,260/1,500	1,290	11
		16-07-2009	645147	6	1 766,0	2 510,0	795,0	153,0	948,0	3,16	1,314	-92,50	1,280/1,500	1,320	11
03-02-2009		14-05-2009	643126	3	5 507,0	4 245,0	1 204,0	200,0	1 404,0	3,53	1,215	-84,90	1,210/1,330	1,220	12
		16-07-2009	645147	6	2 714,0	4 935,0	2 006,0	281,0	2 287,0	2,46	1,239	-91,40	1,235/1,300	1,245	14
17-02-2009	6 227,0	14-05-2009	643126	3	6 911,0	3 892,0	1 403,0	150,0	1 553,0	2,77	1,006	-90,60	1,000/1,100	1,010	10
		18-02-2010	652218	12	0,0	3 890,0	2 000,0	0,0	2 000,0	1,95	1,171	-92,50	1,150/1,300	1,190	13
24-02-2009		18-06-2009	644132	3	6 022,0	2 485,0	885,0	183,0	1 068,0	2,81	0,993	-91,00	0,980/1,250	1,000	8
		17-09-2009	647168	6	2 540,0	2 370,0	1 075,0	223,0	1 298,0	2,20	1,019	-96,40	1,005/1,250	1,025	10
03-03-2009		18-06-2009	644132	3	7 090,0	3 850,0	1 325,0	133,0	1 458,0	2,91	0,920	-87,90	0,905/1,000	0,925	13
		13-08-2009	646152	6	1 632,0	3 045,0	1 903,0	52,0	1 955,0	1,60	0,899	-100,00	0,880/1,000	0,910	15
17-03-2009	5 315,0	18-06-2009	644132	3	8 548,0	3 795,0	1 305,0	223,0	1 528,0	2,91	0,886	-72,80	0,870/1,000	0,890	10
		18-03-2010	653224	12	0,0	3 060,0	1 900,0	268,0	2 168,0	1,61	1,052	-85,70	1,040/1,250	1,060	16
24-03-2009		16-07-2009	645147	3	5 001,0	2 658,0	990,0	21,0	1 011,0	2,68	0,894	-66,20	0,890/1,000	0,895	7
		17-09-2009	647168	6	3 838,0	2 020,0	865,0	79,0	944,0	2,34	0,942	-76,70	0,935/1,000	0,945	13
31-03-2009		16-07-2009	645147	3	6 012,0	3 472,0	1 290,0	129,0	1 419,0	2,69	0,882	-62,80	0,875/1,000	0,885	7
		17-09-2009	647168	6	4 782,0	2 716,0	1 865,0	200,0	2 065,0	1,46	0,900	-77,00	0,885/1,000	0,910	13
14-04-2009	7 023,0	16-07-2009	645147	3	7 431,0	4 320,0	1 203,0	292,0	1 495,0	3,59	0,838	-58,50	0.835/0.950	0,840	6
		15-04-2010	654230	12	0,0	3 415,0	2 150,0	0,0	2 150,0	1,59	1,037	-73,70	1.020/1.150	1,050	15
21-04-2009		13-08-2009	646152	3	3 587,0	3 555,0	1 016,0	161,0	1 177,0	3,50	0,939	-46,60	0.935/1.000	0,945	12
		19-11-2009	649180	6	2 218,0	2 163,0	805,0	124,0	929,0	2,69	1,006	-63,00	1.000/1.050	1,010	13
05-05-2009		13-08-2009	646152	3	4 764,0	5 405,0	1 205,0	64,0	1 269,0	4,49	0,798	-54,60	0,790/0,850	0,800	14
		15-10-2009	648174	6	1 928,0	3 335,0	2 075,0	49,0	2 124,0	1,61	0,815	-72,80	0,805/0,850	0,820	14
12-05-2009	8 464,0	13-08-2009	646152	3	6 033,0	4 607,0	1 303,0	264,0	1 567,0	3,54	0,728	-56,30	0,725/0,800	0,730	10
		20-05-2010	655245	12	0,0	4 445,0	2 024,0	397,0	2 421,0	2,20	0,947	-70,00	0,940/0,980	0,955	12
02-06-2009		17-09-2009	647168	3	6 847,0	3 005,0	1 206,0	0,0	1 206,0	2,49	0,736	-52,60	0,725/0,800	0,740	12
		19-11-2009	649180	6	3 147,0	4 160,0	2 004,0	0,0	2 004,0	2,08	0,801	-66,00	0,795/0,850	0,805	13

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
16-06-2009	10 076,0	17-09-2009	647168	3	8 053,0	3 800,0	1 303,0	153,0	1 456,0	2,92	0,776	-47,60	0,770/0,850	0,780	10
		17-06-2010	656250	12	0,0	4 280,0	2 011,0	306,0	2 317,0	2,13	0,974	-66,40	0,965/1,075	0,985	12
30-06-2009		15-10-2009	648174	3	4 052,0	6 275,0	1 250,0	0,0	1 250,0	5,02	0,628	-47,10	0.625/0.690	0,630	2
		17-12-2009	650196	6	2 112,0	2 450,0	1 965,0	0,0	1 965,0	1,25	0,708	-60,50	0.695/0.770	0,720	14
14-07-2009	8 926,0	15-10-2009	648174	3	5 532,0	3 705,0	1 440,0	0,0	1 440,0	2,57	0,432	-55,30	0.425/0.490	0,435	6
		15-07-2010	657266	12	0,0	3 830,0	2 015,0	0,0	2 015,0	1,90	0,748	-67,10	0.735/0.810	0,755	12
04-08-2009		19-11-2009	649180	3	5 151,0	3 230,0	1 235,0	0,0	1 235,0	2,62	0,389	-49,50	0.350/0.500	0,405	11
		14-01-2010	651202	6	2 272,0	3 290,0	2 015,0	0,0	2 015,0	1,63	0,493	-64,10	0.475/0.550	0,500	12
11-08-2009	7 600,0	19-11-2009	649180	3	6 386,0	3 715,0	1 209,0	142,0	1 351,0	3,07	0,393	-49,00	0.380/0.460	0,400	11
		19-08-2010	658272	12	0,0	3 595,0	2 103,0	208,0	2 311,0	1,71	0,866	-48,70	0.835/0.910	0,875	13
01-09-2009		17-12-2009	650196	3	4 321,0	5 405,0	1 308,0	152,0	1 460,0	4,13	0,382	-43,70	0,380/0,420	0,385	10
		18-02-2010	652218	6	2 000,0	4 390,0	1 906,0	105,0	2 011,0	2,30	0,410	-67,00	0,405/0,450	0,415	12
15-09-2009	9 509,0	17-12-2009	650196	3	5 781,0	4 683,0	1 805,0	0,0	1 805,0	2,59	0,372	-39,80	0,365/0,420	0,375	14
		16-09-2010	659288	12	0,0	4 170,0	2 010,0	0,0	2 010,0	2,07	0,684	-57,20	0,670/0,730	0,690	14
29-09-2009		14-01-2010	651202	3	4 287,0	4 420,0	735,0	0,0	735,0	6,01	0,375	-37,50	0,370/0,450	0,375	8
		18-03-2010	653224	6	2 168,0	3 196,0	2 036,0	0,0	2 036,0	1,57	0,451	-56,70	0,440/0,500	0,455	14
13-10-2009	7 183,0	14-01-2010	651202	3	5 022,0	3 370,0	605,0	24,0	629,0	5,57	0,407	-33,50	0.400/0.450	0,410	8
		14-10-2010	660294	12	0,0	3 280,0	1 920,0	0,0	1 920,0	1,71	0,811	-43,60	0.800/0.850	0,815	13
03-11-2009		18-02-2010	652218	3	4 011,0	1 950,0	670,0	0,0	670,0	2,91	0,399	-32,10	0.395/0.500	0,400	8
		15-04-2010	654230	6	2 150,0	2 910,0	1 835,0	152,0	1 987,0	1,59	0,514	-48,70	0.505/0.600	0,520	12
17-11-2009	7 818,0	18-02-2010	652218	3	4 681,0	2 510,0	609,0	70,0	679,0	4,12	0,421	-29,40	0.410/0.490	0,425	12
		18-11-2010	661300	12	0,0	3 776,0	2 000,0	135,0	2 135,0	1,89	0,803	-42,00	0.780/0.850	0,810	12
01-12-2009		18-03-2010	653224	3	4 204,0	2 985,0	625,0	80,0	705,0	4,78	0,454	-26,60	0,450/0,550	0,455	8
		20-05-2010	655245	6	2 421,0	5 385,0	1 850,0	198,0	2 048,0	2,91	0,527	-47,00	0,520/0,590	0,530	4
15-12-2009	7 586,0	18-03-2010	653224	3	4 909,0	2 685,0	439,0	87,0	526,0	6,12	0,364	-35,10	0,355/0,450	0,370	13
		16-12-2010	662316	12	0,0	3 210,0	1 990,0	311,0	2 301,0	1,61	0,809	-43,90	0,800/0,900	0,815	14

Placements "bons du Trésor - Fonds de vieillissement" situation au 31 décembre 2009

Bon du Trésor - Fonds de vieillissement	Montant placé	Taux d'intérêt	Intérêts proratisés au 31/12/2009	Portefeuille au 31/12/2009	Montant à l'échéance finale
28/03/2002 - 15/04/2010	624 076 032,25 (1)	5,43384823	317 356 945,76	941 432 978,01	955 734 250,39
12/09/2002 - 15/10/2010	431 740 237,50 (2)	4,54934710	165 918 773,37	597 659 010,87	618 936 159,87
10/04/2003 - 15/04/2011	451 511 336,23 (3)	4,23497214	145 490 551,09	597 001 887,32	629 682 696,99
21/11/2003 - 17/10/2011	645 687 591,81 (4)	4,24719380	187 104 919,46	832 792 511,27	897 230 872,37
21/11/2003 - 16/04/2012	1 000 000 000,00 (4)	4,31747266	295 104 917,29	1 295 104 917,29	1 426 757 473,64
21/11/2003 - 15/04/2013	1 000 000 000,00 (4)	4,44964500	305 176 380,28	1 305 176 380,28	1 506 014 320,05
22/01/2004 - 15/10/2012	296 159 365,37 (5)	4,22902667	82 737 634,66	378 897 000,03	425 297 020,86
22/01/2004 - 15/04/2014	1 000 000 000,00 (5)	4,37400828	289 990 020,40	1 289 990 020,40	1 549 902 169,97
22/01/2004 - 15/04/2015	1 000 000 000,00 (5)	4,45786790	296 167 013,96	1 296 167 013,96	1 632 358 619,37
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000,00 (5)	4,56395979	304 016 844,48	1 304 016 844,48	1 726 649 079,02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000,00 (5)	4,67063142	311 949 402,33	1 311 949 402,33	1 830 675 165,94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000,00 (5)	4,74408188	317 434 795,02	1 317 434 795,02	1 934 933 570,10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000,00 (6)	4,20204082	290 850 188,25	1 540 850 188,25	2 258 592 546,19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000,00 (6)	4,24643832	294 189 611,32	1 544 189 611,32	2 369 231 756,61
20/05/2005 - 15/04/2021	442 653 633,07 (7)	3,76448399	82 443 862,95	525 097 496,02	797 041 035,55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202,07 (8)	4,01888850	70 056 189,78	625 684 391,85	995 830 949,11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398,98 (9)	4,32873520	21 288 606,80	197 952 005,78	319 446 696,28
Total en EUR:	**13 124 119 797,28**		**3 777 276 657,20**	**16 901 396 454,48**	**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 31/12/2009)

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 A. LECLERCQ	Directeur J. DEBOUTTE	
Front office	**1. Stratégie et gestion des risques**	**1. Back office**
Sous-directeur S. DE SMEDT	Sous-directeur B. DEBERGH	Sous-directeur P. LEPOUTRE
	2. Investor Relations & Product Development	**2. Systèmes**
	Sous-directeur S. THEYS	Sous-directeur T. GEELS

Auditeur-Conseiller
Erik ANNÉ

Marchés et Services Financiers
Auditeur général
V. BUYDENS

(*) En 2010, Marc Monbaliu reprend les fonctions de Jean-Pierre Arnoldi.

Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2010

Primary Dealers

BARCLAYS BANK PLC	1 Churchill Place, GB-London E14 5HP
BNP PARIBAS FORTIS SA	Rue Montagne du Parc 3, B-1000-Bruxelles
CREDIT AGRICOLE CIB	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	Grosse Gallusstrasse 10/14, D-60262-Frankfurt
DEXIA BANQUE SA (*)	Boulevard Pacheco 44, B-1000-Bruxelles
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	Peterborough Court, 133 Fleet Street, GB-London EC4A 2BB
HSBC FRANCE	Avenue des Champs Elysées 109, F-75419-Paris
ING BANK NV	Amstelveenseweg 500, NL-1081 KL Amsterdam
JP MORGAN SECURITIES LTD	125 London Wall, GB-London-EC2Y 5AJ
KBC BANK NV	Avenue du Port 12, B-1080-Bruxelles
MORGAN STANLEY & CO INT. PLC	25 Cabot Square - Canary Wharf, GB-LONDON-E14 4QW
NOMURA INTERNATIONAL PLC	Nomura House, 1 St Martin's-le-Grand, GB-London EC1A 4NP
THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	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

COMMERZBANK AG	Theodor Heuss Allee, 44/46, D-60486 Frankfurt Am Main
NORDEA BANK	Christiansbro, 3 Strandgade, DK-0900 Copenhagen PO Box 850

BTB Dealers

BNP PARIBAS FORTIS SA	Rue Montagne du Parc 3, B-1000-Bruxelles
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
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	Peterborough Court, 133 Fleet Street, GB-London EC4A 2BB
KBC BANK NV	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

(*) Jusqu'au 17 mai 2010

Etablissements placeurs bons d'Etat en 2010

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 SA	Boulevard Pachéco, 44	1000 Bruxelles
DIERICKX, LEYS ET CIE	Kasteelpleinstraat, 44-46	2000 Antwerpen
BNP PARIBAS FORTIS SA	Montagne du Parc, 3	1000 Bruxelles
KBC BANK NV	Avenue du Port, 2	1080 Bruxelles
LELEUX ASSOCIATED BROKERS	Rue du Bois Sauvage, 17	1000 Bruxelles
BANQUE DE LA POSTE	Boulevard Anspach, 1	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