Service de la Dette de l'Etat
Agence de la Dette

Rapport annuel 2011

Service Public
Fédéral
FINANCES

.be

Agence de la Dette.indd 1 26/06/12 15:53

Agence de la Dette.indd 2 26/06/12 15:53

Service de la Dette de l'Etat
Agence de la Dette

Rapport annuel 2011

Agence de la Dette.indd 3 26/06/12 15:53

Table des matières

Avant-propos du Ministre des Finances 7

EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2011

1. Evolution de l'économie belge et des taux d'intérêt 11
2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2011 14

LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2011

1. Besoins et moyens de financement en 2011 21
2. Une politique d'émission basée sur deux types de produits 23
   - 2.1. Des produits liquides et standardisés 23
     - a. Obligations linéaires 23
     - b. Certificats de Trésorerie 31
     - c. Bons d'Etat 33
     - d. Strips 36
   - 2.2. Des produits taillés sur mesure 37
     - a. Emissions d'obligations dans le cadre du programme EMTN 37
     - b. Contrats de « Schuldscheine » 38
     - c. « Belgian Treasury Bills » en EUR et en devises 39
     - d. Bons du Trésor – Fonds de vieillissement 40
3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques 41
   - 3.1. Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux 41
   - 3.2. Le risque de crédit 42

PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

1. La crise des dettes publiques dans la zone euro s'est intensifiée 47
2. Augmentation de la part des investisseurs institutionnels et privés belges dans la dette publique 50
3. Les décisions des agences de rating et la nouvelle réglementation les concernant 54
4. Le financement du rachat de Dexia Banque Belgique 55
5. L'octroi de la garantie d'Etat à certaines institutions financières 56

Agence de la Dette.indd 4 26/06/12 15:53

ANNEXES

Echéancier de la dette de l'Etat fédéral à long terme en EUR	59
Evolution du taux actuariel moyen pondéré de la dette en EUR	59
Montants en circulation par OLO (en EUR) à fin décembre 2011	60
Résultats des adjudications et des syndications d'OLO en 2011	61
Répartition mensuelle des composantes de la dette à court terme	63
Résultats des adjudications de certificats de Trésorerie en 2011	64
Placements « bons du Trésor - Fonds de vieillissement »	66
Evolution du rating de la dette de l'Etat fédéral	67
Organisation et évaluation de l'Agence de la Dette	68
Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2012	69
Organigramme de l'Agence de la Dette et du Service de la Dette de l'Etat	72

Agence de la Dette.indd 5 26/06/12 15:53

Agence de la Dette.indd 6 26/06/12 15:53

Avant-propos de Monsieur Steven Vanackere,

Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances

Alors que l'on espérait la poursuite de la reprise de la croissance, l'année 2011 s'est caractérisée principalement par un ralentissement de l'activité mondiale et la crise des dettes souveraines dans certains pays de la zone euro qui se sont répercutés sur l'économie belge. La croissance du PIB en Belgique est ainsi évaluée à +1,9% en 2011 contre +2,3% en 2010 (chiffres à fin avril 2012). Malgré tout, l'économie belge, soutenue par la demande intérieure, a toutefois bien résisté grâce à un premier trimestre vigoureux.

Les finances publiques ont pâti de cette situation. Le déficit de l'ensemble des pouvoirs publics est en effet estimé à 3,7% du PIB, soit un peu plus que ce qui était prévu dans le dernier programme de stabilité (3,6% du PIB). Les dépenses primaires, c'est-à-dire les dépenses hors charges d'intérêt, ont augmenté mais le solde primaire a pu être stabilisé à -0,4% du PIB étant donné l'augmentation des recettes.

Le ratio d'endettement de la Belgique a, quant à lui, augmenté pour représenter 98,2% du PIB contre 95,9% l'année précédente. Cette augmentation s'explique essentiellement par des facteurs exogènes : l'acquisition de Dexia Banque Belgique par le Gouvernement pour un montant de 4 milliards d'euros et divers prêts octroyés à certains Etats membres de la zone euro dans le contexte de la crise des dettes souveraines.

Comme l'année précédente, les taux d'intérêt sur les marchés monétaires sont restés à des niveaux globalement peu élevés sous l'influence de la poursuite de la politique monétaire accommodante de la Banque Centrale Européenne. Etant donné l'augmentation des taux à long terme, le taux d'intérêt moyen pondéré de la dette de l'Etat fédéral, qui s'élevait à 3,51% en 2010, a toutefois légèrement augmenté pour passer à 3,69% en 2011. Les charges d'intérêt sur la dette ont légèrement diminué en termes relatifs au PIB pour passer de 3,4% à 3,3% du PIB en 2011.

En conclusion, malgré une année 2011 perturbée par la crise des dettes souveraines dans la zone euro, l'Administration générale de la Trésorerie (Agence de la Dette) a continué à assurer de manière optimale les besoins de financement de l'Etat en trouvant les fonds nécessaires auprès des investisseurs et des citoyens qui ont gardé pleine confiance dans notre pays. En témoigne notamment le succès considérable que les bons d'Etat ont connu en décembre 2011 auprès des épargnants particuliers.

Le Ministre des Finances,
Steven Vanackere

Agence de la Dette.indd 7 26/06/12 15:53

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE DE L'ETAT (en milliards d'EUR ou en % au 31 décembre)				
	2011		2010	
I. Encours des principaux instruments de la dette de l'Etat fédéral				
1. Encours brut de la dette fédérale	**363,84**		**341,61**	
- Financements et placements du Trésor	1,53		0,50	
- Financement autres entités	3,30		2,92	
- Titres en portefeuille	13,05		11,44	
- Réserve pour placements	0,00		0,01	
- Financement Fonds des Rentes	0,00		0,00	
Encours net de la dette fédérale	**345,96**		**326,74**	
2. Instruments de la dette				
A. Instruments en EUR :	363,84		341,49	
- Obligations linéaires (OLO)	272,35		257,80	
- Certificats de Trésorerie	35,10		40,40	
- EMTN	1,97		1,33	
- Schuldschein	0,28		0,00	
- Emprunts classiques	0,04		0,05	
- Bons d'Etat	8,45		3,95	
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	18,39		17,63	
- "Belgian Treasury Bills" en EUR	7,38		1,69	
- Emprunts privés, interbancaires et divers	14,28		13,01	
- Dette émise en devises et swappée en EUR	5,22		5,22	
- Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0,38		0,41	
En % de la dette en EUR :				
- Obligations linéaires	74,85	%	75,49	%
- Certificats de Trésorerie	9,65	%	11,83	%
- EMTN	0,54	%	0,39	%
- Schuldschein	0,08	%	0,00	%
- Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	5,05	%	5,16	%
- Bons d'Etat	2,32	%	1,16	%
- Autres	7,50	%	5,97	%
B. Instruments en monnaies étrangères :	0,00		0,12	
- Dette à long et moyen termes	0,00		0,00	
- «Belgian Treasury Bills» en devises	0,00		0,12	

Agence de la Dette.indd 8 26/06/12 15:53

II. Evolution de l'encours net de la dette de l'Etat fédéral sur l'année				
1. Evolution (en milliards d'EUR)	19,62		12,06	
- Solde net à financer (SNF)	18,87		11,15	
- Reprise de dettes	0,00		0,04	
- Différences de change	0,02		0,18	
- Capitalisation d'intérêts	0,76		0,73	
- Divers	0,00		0,00	
- Dette de certains organismes	-0,03		-0,04	
2. Evolution (en %)	5,39	%	3,53	%
	2011		2010	
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/Aa3/AA+		AA+/Aa1/AA+	
2. Répartition selon les monnaies				
- Dette en EUR	100,00	%	99,96	%
- Dette en devises	0,00	%	0,04	%
3. Répartition selon le terme				
- long et moyen terme (>1 an)	85,50	%	85,39	%
- court terme	14,50	%	14,61	%
4. Répartition selon le taux				
- Taux fixe	84,05	%	84,65	%
- Taux variable	15,95	%	15,35	%
5. Duration effective de la dette en EUR	5,39		4,83	
Duration effective de la dette en devises	0,06		0,04	
6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	12,08		11,21	
7. Taux d'intérêt moyen pondéré	3,81	%	3,65	%

IV. Passage de la dette fédérale (Trésor) à la dette de l'ensemble des pouvoirs publics				
1. Encours de la dette fédérale	363,84		341,61	
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (1)	5,30		4,41	
3. Dette des Communautés et Régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	44,90		42,36	
4. Effet de consolidation	52,79		48,34	
5. Autres corrections	0,49		0,26	
6. Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	361,73		340,30	
7. PIB	368,30		354,69	
8. Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (6/7)	98,22	%	95,94	%

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

Agence de la Dette.indd 9 26/06/12 15:53

EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2011

Agence de la Dette.indd 10 26/06/12 15:53

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

Economie belge

Après deux années de relance de l'activité économique mondiale, l'année 2011 s'est caractérisée par un ralentissement de l'activité et des échanges internationaux. La croissance du PIB mondial serait ainsi revenue de 5% en 2010 à 3,8% en 2011, celle de la zone euro de 1,8% à 1,6% respectivement pour les mêmes années. Cette dégradation a surtout touché les économies avancées, dont la Belgique même si l'économie belge a relativement bien résisté grâce à un premier trimestre vigoureux.

L'augmentation des prix des matières premières, en particulier des produits énergétiques, qui a freiné la demande, le tremblement de terre au Japon ainsi que la crise de la dette souveraine en Europe expliquent en partie la décélération de la croissance mondiale en 2011. La crise de la dette souveraine s'est surtout fait ressentir dans la deuxième moitié de l'année et a résulté de l'incertitude et des préoccupations des acteurs économiques quant à la capacité des Etats – surtout dans la zone euro – à maîtriser leurs dettes publiques et à assurer la soutenabilité des finances publiques en général.

C'est dans ce contexte que la croissance de l'économie belge, soutenue par la demande intérieure, en particulier les investissements des entreprises et les investissements publics (le soutien de la consommation privée à l'activité s'étant amoindri), est estimée à 1,9% en 2011, contre 2,3% en 2010. Le début de l'année s'était caractérisé par une continuation de la hausse de l'activité entamée il y a deux ans mais la croissance s'est ralentie à partir du deuxième trimestre 2011, comme cela a été le cas dans la plupart des pays de la zone euro. Le résultat de la Belgique en matière de croissance pour 2011 se situe toutefois au-delà de la moyenne de la zone euro.

Quant à l'inflation belge, elle a sensiblement augmenté sous l'effet de la hausse des prix des produits énergétiques. Mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé, l'inflation est en effet passée de 2,3% en 2010 à 3,5% en 2011.

L'emploi aurait progressé sur l'ensemble de l'année (augmentation de 56000 unités en moyenne annuelle) et le taux de chômage harmonisé serait revenu de 8,4% en 2010 à 7,3% en 2011.

Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et aux Etats-Unis sont restés à des niveaux peu élevés, influencés par les politiques monétaires accommodantes et expansionnistes des banques centrales de ces blocs économiques.

Pour ce qui est de la zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a légèrement relevé le taux des opérations principales de refinancement - c'est-à-dire le taux directeur central - en avril et en juillet à raison de 25 points de base chaque fois, le portant ainsi à 1,50%, et ce en vue de contenir l'inflation dans un contexte de reprise de l'activité et d'augmentation des prix des produits énergétiques au début de l'année. La situation économique et financière se modifiant dans la seconde partie de l'année et compte tenu du recul prévu de l'inflation en 2012, la BCE a décidé d'abaisser son taux directeur en novembre et décembre pour le ramener à 1%. Ces niveaux peu élevés ainsi que la continuation – et l'intensification en fin d'année – des mesures non conventionnelles par lesquelles l'Eurosystème fournit des liquidités dans le marché ont influencé à la baisse le niveau des taux à court terme de la zone euro.

Les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et dans les pays les mieux notés d'Europe ont globalement augmenté au début de l'année, reflétant la reprise de l'activité économique dans ces deux blocs économiques. Cette tendance haussière des taux longs s'est inversée à partir du deuxième trimestre de l'année, sous l'effet de la baisse des perspectives de croissance aux Etats-Unis et dans la zone euro. En outre, les tensions politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ainsi que le tsunami au Japon ont engendré un mouvement de fuite vers la qualité qui a globalement orienté à la baisse les taux longs des émetteurs souverains les mieux notés. L'aggravation de la crise de la dette souveraine dans la zone euro a aussi contribué à ce mouvement. En effet, l'hétérogénéité a nettement augmenté sur les marchés des obligations d'Etat de la zone euro. Les écarts de rendement par rapport à l'Allemagne ont sensiblement augmenté dès le premier semestre au Portugal, en Irlande et en Grèce. Ils ont continué à se creuser au second semestre en Grèce et au Portugal, tandis qu'ils s'élargissaient aussi en Italie, en Espagne, en Belgique et en France.

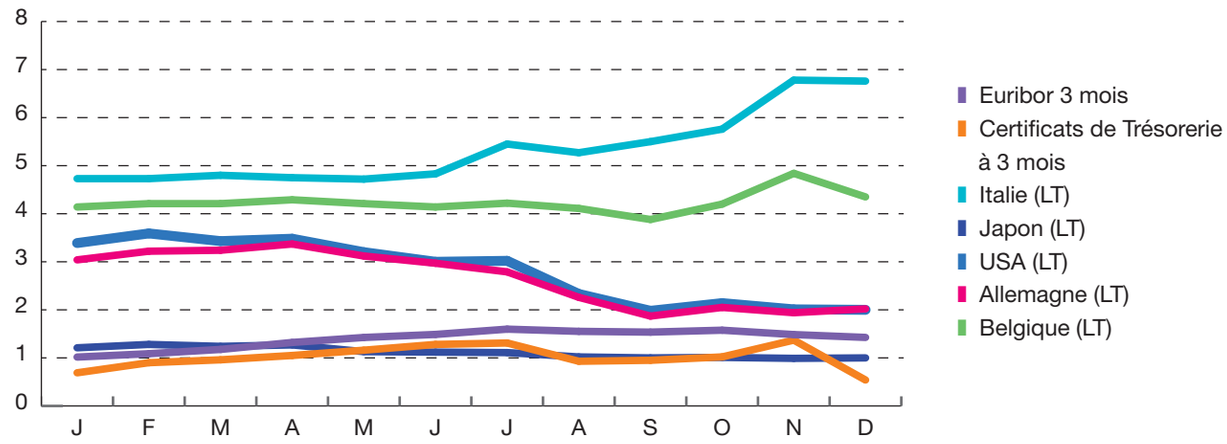
Sur les marchés financiers belges, les taux à court terme ont suivi une évolution comparable à ceux de la zone euro,

Agence de la Dette.indd 11 26/06/12 15:53

en restant donc à des niveaux très peu élevés. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont ainsi passés, en moyenne, de 0,69% en janvier à 0,54% en décembre. Dans les derniers jours de décembre, la forte baisse des taux des certificats à 3 mois, qui ont atteint des niveaux proches de 0%, a résulté de la position excédentaire du Trésor durant cette période ainsi que de la clôture des bilans de fin d'année pour les institutions financières. Les taux interbancaires sont également restés peu élevés sous l'influence de la politique monétaire de l'Eurosystème. Ainsi, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de 1,02% en janvier à 1,43% en décembre.

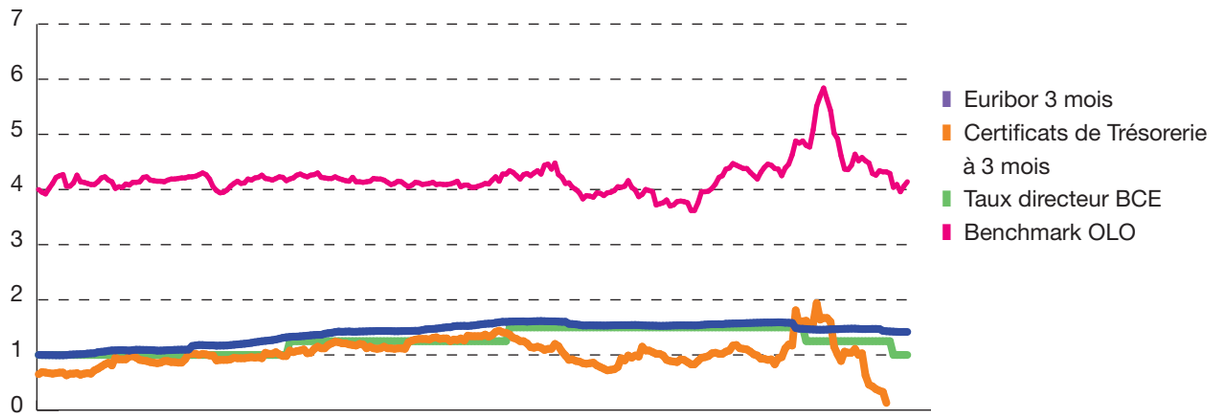
En ce qui concerne le long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans a oscillé, en moyenne, autour de 4% durant l'année, pour terminer à 4,35% en décembre 2011. L'écart par rapport au rendement du Bund allemand de référence s'est fortement dégradé dans le courant du second semestre 2011 sous l'effet de la crise financière en général et de la crise politique en Belgique. Le différentiel de taux entre les OLO à 10 ans et les emprunts de référence allemands de même maturité a en effet dépassé 300 points de base à la fin de novembre. Les réponses politiques de décembre et l'adoption d'un programme économique et financier ont permis à ce différentiel de se resserrer en fin d'année. En décembre, il se situait ainsi en moyenne à 233 points de base.

G1. MOYENNES DES TAUX D'INTÉRÊT (en %) À 3 MOIS ET MOYENNES DES RENDEMENTS DES EMPRUNTS DE RÉFÉRENCE À 10 ANS EN 2011



Agence de la Dette.indd 12 26/06/12 15:53

G2. EVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (en %) EN 2011



Agence de la Dette.indd 13 26/06/12 15:53

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2011

Selon les données de l'Institut des Comptes Nationaux de fin mars 2012[1], les comptes de l'ensemble des pouvoirs publics belges ont été clôturés en 2011 avec un déficit équivalent à 3,7% du PIB. Ce résultat est légèrement moins favorable par comparaison à l'objectif du programme de stabilité d'avril 2011, qui prévoyait de ramener le déficit à 3,6% du PIB.

Cet écart par rapport à l'objectif s'explique entre autres par les mesures prises par les pouvoirs publics en faveur du Holding communal, suite aux difficultés financières rencontrées par le groupe Dexia. La croissance des dépenses primaires en termes structurels a de plus dépassé celle du PIB, notamment au niveau de la sécurité sociale et des pouvoirs locaux.

La croissance économique n'a été que très légèrement inférieure aux prévisions, malgré le net fléchissement enregistré au second semestre. Elle s'est élevée à 1,9%, alors que le budget 2011 reposait sur une hypothèse de croissance de 2%, conformément aux estimations du budget économique de janvier 2011.

En octobre 2011, le nouveau gouvernement fédéral a présenté le budget pour l'année 2012. Il prévoit de réduire le déficit de l'ensemble des administrations publiques à 2,8% du PIB en 2012, conformément au programme de stabilité. Cet objectif a été confirmé lors du contrôle budgétaire de mars 2012, de même que celui de la réalisation d'un équilibre en 2015. Un effort budgétaire supplémentaire a été opéré afin de tenir compte de la dégradation de l'environnement économique et une réserve a été constituée afin de sécuriser les objectifs.

Evolution au niveau des différents sous-secteurs

Le déficit de l'ensemble des administrations publiques se décompose en un déficit de 3,5 % au niveau de l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et de 0,2% au niveau de l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux).

Au sein de l'Entité I, le déficit du Pouvoir fédéral s'élève à 3,4% du PIB et celui de la Sécurité sociale à 0,1% du PIB, compte tenu de la dotation spéciale de l'Etat fédéral à la Sécurité sociale. Concernant l'Entité II, les comptes des Communautés et Régions enregistrent un déficit de 0,2% du PIB, tandis que ceux des Pouvoirs locaux sont en équilibre.

Contrairement aux années précédentes, le programme de stabilité ne comportait pas de répartition des efforts budgétaires entre les Entités et au sein même de chaque Entité. L'absence de répartition d'objectif s'expliquait par le contexte politique particulier, caractérisé par un gouvernement en affaires courantes et par les négociations institutionnelles portant entre autres sur une réforme des transferts financiers entre niveaux de pouvoir.

Le gouvernement fédéral se référait uniquement à titre indicatif aux recommandations du rapport du Conseil supérieur des Finances (CSF). Celui-ci proposait une clé de répartition équivalant à la part respective de l'Entité I et de l'Entité II dans les dépenses primaires totales des pouvoirs publics (clé 65%-35%). Pour l'année 2011, cette répartition correspondait aux objectifs fixés dans le budget respectif pluriannuel des entités fédérées.

1 En 2011, l'Institut des Comptes Nationaux a révisé en profondeur la méthode d'établissement des comptes des administrations locales. Cette révision donne lieu à une révision à la hausse du solde des administrations locales et de l'ensemble des administrations publiques d'environ 0,2% du PIB en moyenne sur la période 2004-2010.

Agence de la Dette.indd 14 26/06/12 15:53

T1. OBJECTIFS ET RÉALISATIONS EN MATIÈRE DE SOLDE DE FINANCEMENT (en % du PIB)			
	2010	2011	2011
	Réalisations	**Objectifs**	**Estimations**
Ensemble des pouvoirs publics	-3,8	-3,6	-3,7
		Recommandation CSF	
Entité I	-3,1		-3,5
Pouvoir fédéral	-3,0		-3,4
Sécurité sociale	-0,1		-0,1
Entité II	-0,7	-0,5	-0,2
Communautés et Régions	-0,7		-0,2
Pouvoirs locaux	0,0		0,0

Recettes et dépenses

En 2011, les recettes fiscales et parafiscales ont légèrement augmenté de 0,2 point de pourcentage du PIB pour représenter 43,5% du PIB. Les recettes d'impôt des sociétés se sont inscrites à la hausse à raison de 0,3 point de pourcentage du PIB et les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont progressé de 0,2 point de pourcentage du PIB.

Ces augmentations ont été contrecarrées par une baisse des recettes sur les biens et services de 0,3 point de pourcentage du PIB. Le repli a principalement concerné les recettes d'accises sur les carburants et le tabac, suite à la diminution de la consommation de ces produits. Les recettes de TVA, exprimées en pourcentage du PIB, se sont en revanche stabilisées, notamment grâce à la fin de la réduction de taux à 6% pour la construction ou l'acquisition de logements neufs et l'application de la TVA sur la vente de terrain dans le cas de nouvelles constructions.

La croissance des recettes à l'impôt des sociétés s'explique par la limitation du taux d'intérêt pris en considération pour la déduction des intérêts notionnels et par la hausse marquée des enrôlements, due au faible niveau des versements anticipés effectués depuis 2009. Concernant les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine, les recettes de précompte mobilier ont connu une forte reprise, traduisant l'augmentation des taux d'intérêt et le retour à la croissance des dividendes versés par les sociétés. Les recettes de précompte immobilier et des droits d'enregistrement ont également enregistré une nette progression.

Le ratio des prélèvements sur les revenus du travail par rapport au PIB est resté stable. La légère progression des cotisations sociales a été compensée par une diminution des recettes à l'impôt des personnes physiques. Cette baisse résulte de

Agence de la Dette.indd 15 26/06/12 15:53

Evolution économique et des finances des pouvoirs publics en 2011

l'accélération de l'enrôlement à la fin de l'année, qui a entraîné d'importants remboursements d'impôt aux contribuables, malgré la hausse des centimes additionnels.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont accrues de 0,3 point de pourcentage du PIB, essentiellement grâce aux versements effectués par les institutions financières (nouvelle contribution au fonds de protection des dépôts et dividendes versés en rétribution des mesures de soutien lors de la crise financière).

Les dépenses primaires se sont inscrites à la hausse, passant de 49,3% du PIB en 2010 à 49,8% du PIB en 2011.

Cette évolution est due à des facteurs non récurrents, principalement les mesures en faveur du Holding communal, qui ont entraîné un transfert en capital de 0,2% du PIB (reprise des dettes garanties et absence de remboursement des emprunts à court terme).

Plusieurs catégories de dépenses au niveau de la sécurité sociale ont aussi augmenté plus rapidement qu'en 2010, notamment les dépenses de soins de santé et les subsides aux entreprises (dépenses de titres-services et mesures d'activation du plan d'embauche Win-Win). Les investissements des pouvoirs locaux sont également repartis à la hausse à l'approche des élections communales. L'accélération a cependant été moins marquée par rapport aux cycles électoraux précédents.

Les dépenses d'allocation de chômage ont par contre diminué dans le contexte de reprise de l'activité économique. L'indice-santé a également augmenté à un rythme inférieur à celui de l'indice des prix employé pour déflater les dépenses, compte tenu du décalage propre au mécanisme d'indexation des rémunérations publiques et prestations sociales.

T2. RECETTES ET DÉPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (en % du PIB)

	2010	2011
	Realisations	Estimations
Recettes totales	48,9	49,4
dont recettes fiscales et parafiscales	43,3	43,5
Dépenses primaires	49,3	49,8
Dépenses totales	**52,7**	**53,1**

La combinaison des recettes et des dépenses primaires donne lieu à une stabilisation du déficit du solde primaire à 0,4% du PIB. Ce résultat est moins favorable par rapport à l'objectif du programme de stabilité d'un déficit du solde primaire de 0,1% du PIB.

La charge d'intérêt sur la dette publique a représenté 3,3% du PIB, soit un léger recul de 0,1 point de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente. La nouvelle baisse du taux d'intérêt implicite sur la dette a permis de compenser la hausse du taux d'endettement.

Le niveau d'endettement des pouvoirs publics a en effet augmenté pour représenter 98,2% du PIB à la fin 2011, contre 95,9% du PIB l'année précédente. Ce taux est supérieur à l'objectif du programme de stabilité, qui prévoyait un ratio d'endettement de 97,5% du PIB en 2011.

L'augmentation du ratio d'endettement s'explique principalement par des facteurs exogènes : l'acquisition de Dexia Banque Belgique par le gouvernement fédéral pour un montant de 4 milliards d'euros, l'octroi de prêts à d'autres Etats membres de la zone euro dans le contexte de la crise des titres souverains, l'excédent de trésorerie dû au succès de l'émission de bons d'Etat à la fin 2011, ainsi que par le décalage temporel entre l'enrôlement de l'impôt des sociétés à la fin de l'année et sa perception l'année suivante.

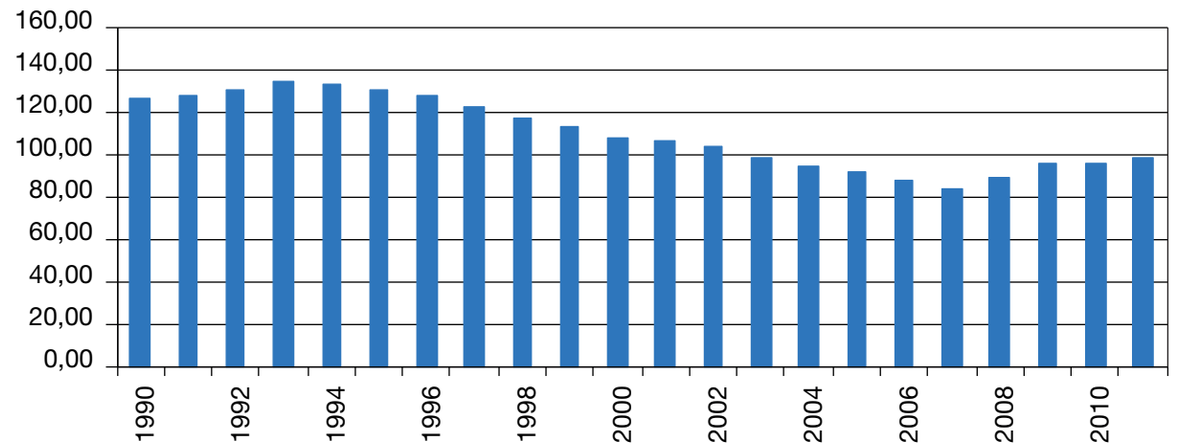
Comparaison européenne

Le solde de financement de la Belgique de -3,7% du PIB est plus favorable que le solde de financement moyen des Etats membres de la zone euro, lequel correspond à un déficit de 4,1% du PIB[2]. Les résultats au niveau du solde primaire de -0,4% du PIB sont également meilleurs par rapport à la moyenne de -1,1% du PIB dans la zone euro.

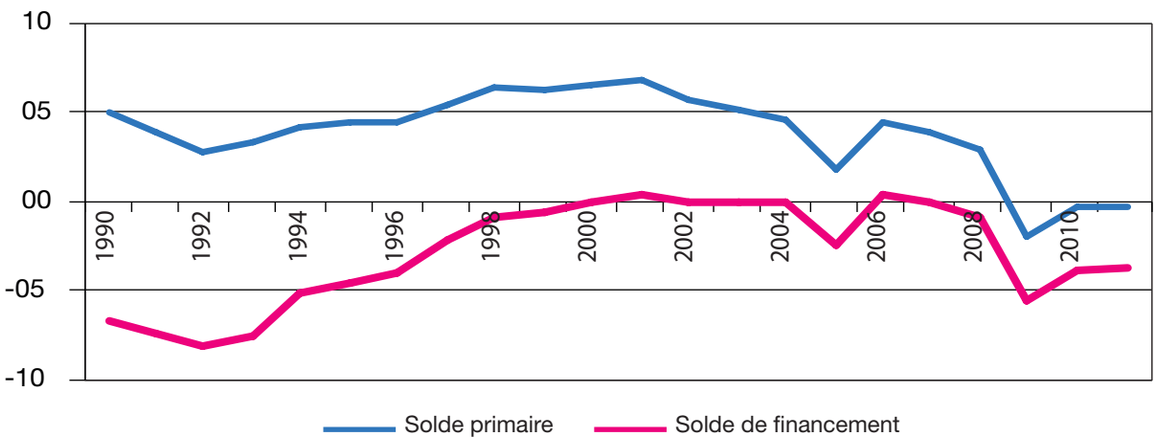
2 Les données pour la zone euro se réfèrent aux prévisions de la Commission européenne d'automne 2011.

Agence de la Dette.indd 16 26/06/12 15:53

G3. EVOLUTION DU TAUX D'ENDETTEMENT DE 1990 À 2011 (en % du PIB)



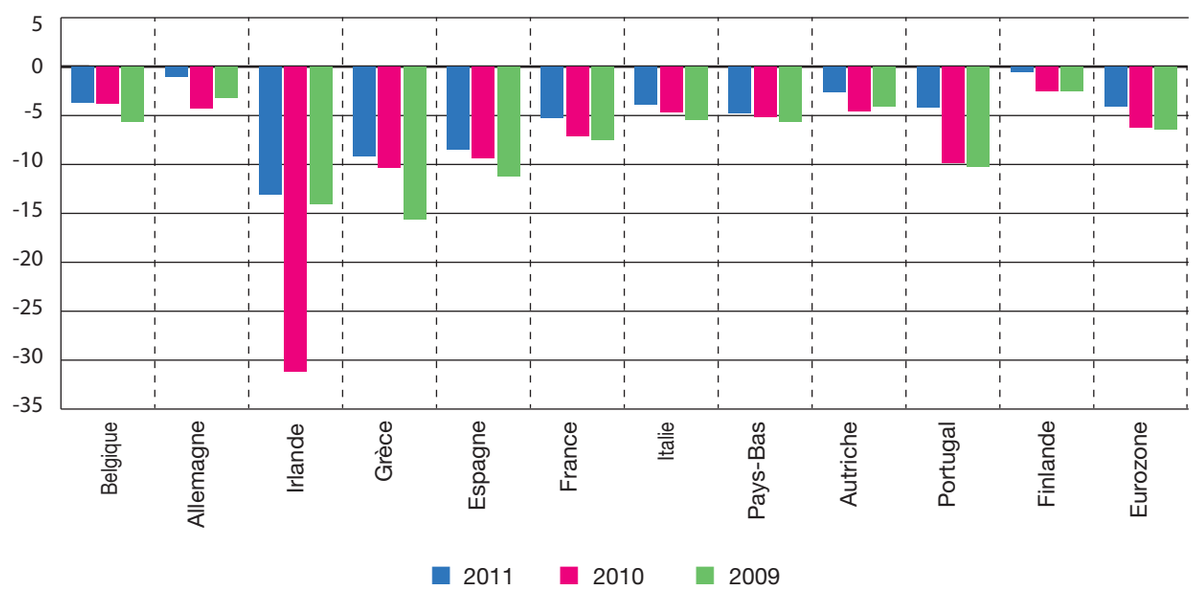
G4. EVOLUTION DU SOLDE PRIMAIRE ET DU SOLDE DE FINANCEMENT (en % du PIB)



Agence de la Dette.indd 17 26/06/12 15:53

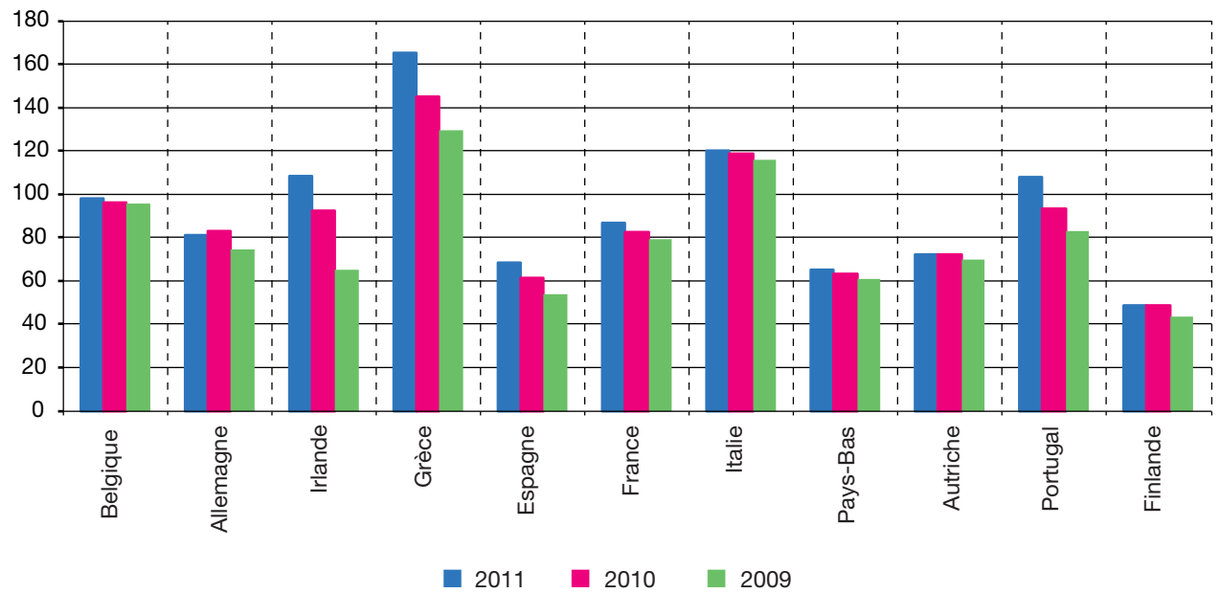
Evolution économique et des finances des pouvoirs publics en 2011

G5. COMPARAISON EUROPÉENNE DU SOLDE DE FINANCEMENT (en % du PIB)



Agence de la Dette.indd 18 26/06/12 15:53

G6. COMPARAISON EUROPÉENNE DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE (en % du PIB)



Agence de la Dette.indd 19 26/06/12 15:53

LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2011

Agence de la Dette.indd 20 26/06/12 15:53

1. Besoins et moyens de financement en 2011

En 2011, les besoins bruts de financement de l'Etat fédéral se sont élevés à 50,42 milliards d'EUR, soit 9,30 milliards d'euros en plus qu'initialement prévu. Deux facteurs expliquent cette substantielle augmentation.

Le déficit de caisse fédéral – qui s'est élevé au sens strict à 13,67 milliards d'EUR et correspondait presque entièrement à ce qui était prévu – a été alourdi par l'achat de Dexia Banque Belgique qui a coûté 4,0 milliards d'EUR. C'est ainsi que le déficit de caisse au sens large a atteint 18,87 milliards d'EUR au lieu des 14,94 milliards attendus.

En outre, le Trésor a sensiblement augmenté ses rachats de titres échéant en 2012 à la suite du succès de l'émission de bons d'Etat de décembre 2011. La récolte de ces bons a en effet été consacrée en grande partie au préfinancement de l'année 2012. Au total, le Trésor a racheté des OLO pour un montant de 7,12 milliards d'EUR alors qu'il prévoyait initialement 2,19 milliards d'EUR. L'augmentation du financement en 2011 a ainsi permis une diminution substantielle des besoins de financement pour 2012.

Le Trésor a presque entièrement financé ses besoins pour 2011 au moyen d'instruments à moyen et long termes et ce, pour un montant de 49,50 milliards d'EUR. Ce financement a été principalement effectué grâce aux obligations linéaires (OLO) qui ont été émises pour 40,93 milliards d'EUR. Mais pour la première fois depuis longtemps, les bons d'Etat ont également joué un rôle significatif avec un montant total émis de 6,03 milliards d'EUR qui provenaient presque totalement de la dernière émission de décembre 2011.

Le Trésor a récolté un montant supplémentaire de 1,01 milliard d'EUR au moyen des « Euro Medium Term Notes » et des « Schuldscheine ». Enfin, il a également émis des « Bons du Trésor – Fonds de vieillissement » pour 1,53 milliard d'EUR.

L'encours des dettes à court terme est resté quasiment inchangé par rapport à la fin 2010 mais la composition de celles-ci a été modifiée. C'est ainsi que le montant en circulation sur les certificats de Trésorerie a diminué de 5,31 milliards d'EUR. D'autre part, il a été émis davantage d'autres dettes à court terme comme les « Belgian Treasury Bills » grâce auxquels le Trésor a parfois obtenu des conditions exceptionnellement avantageuses.

Agence de la Dette.indd 21 26/06/12 15:53

La politique de financement en 2011

T3. LE FINANCEMENT DU TRÉSOR EN 2011 (en milliards d'EUR)				
	Plan de financement 2011		Réalisation au 31/12/2011	
I. Solde brut à financer 2011		41,12		50,42
1. Déficit budgétaire de l'Etat fédéral		14,94		18,87
Déficit budgétaire (au sens strict) :	*13,72*		*13,67*	
Participations dans/prêts aux institutions financières et Etats souverains :	*1,23*		*5,20*	
Transferts au Fonds de vieillissement :	*0,00*		*0,00*	
2. Dette venant à échéance en 2011		23,98		24,07
Dette à moyen et long termes en EUR :	*23,98*		*24,07*	
Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères :	*0,00*		*0,00*	
3. Préfinancement des titres échéant en 2012 et ultérieurement		2,19		7,12
Rachats	*2,19*		*7,12*	
4. Autres besoins de financement		0,00		0,36
II. Moyens de financement 2011 (long et moyen termes)		**39,73**		**49,50**
1. OLO		34,00		40,93
2. Autres moyens de financement à moyen et long termes		5,73		8,58
Euro Medium Term Notes/Schuldscheine	*4,00*		*1,01*	
Instruments destinés aux particuliers	*0,20*		*6,03*	
Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	*1,53*		*1,53*	
Autres	*0,00*		*0,00*	
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0,00**		**-0,14**
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie		**0,00**		**-5,31**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**1,39**		**6,37**

Agence de la Dette.indd 22 26/06/12 15:53

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

2.1. Des produits liquides et standardisés

a. Obligations linéaires (OLO)

En 2011, le Trésor a émis des OLO pour un montant total de 40,93 milliards d'EUR, dans le même ordre de volume qu'en 2010 (40,85 milliards d'EUR). Il a eu recours à chaque fois à la technique de la syndication pour le lancement de ses trois nouveaux emprunts de référence. Durant l'année sous revue, le Trésor a également organisé 8 adjudications sur les 11 prévues à l'origine dans le plan de financement.

Outre la syndication de ses trois emprunts de référence, le Trésor a émis en février une nouvelle OLO FRN à 5 ans via la même technique d'émission. L'adjudication du mois de février n'a toutefois pas été annulée.

Syndications - OLO 61

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 61. Ce faisant, le Trésor souhaitait en effet ajouter à sa courbe un nouveau « benchmark » à 10 ans.

L'OLO 61, portant comme échéance finale le 28 septembre 2021, a été placée par un syndicat ayant comme « joint-lead managers » les primary dealers BNP Paribas Fortis, RBS, 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 ».

Le lancement de cette émission s'est déroulé dans un environnement de marché positif. Les ordres ont afflué pour atteindre plus de 6 milliards d'EUR en provenance de 174 investisseurs. Toutefois, des nouvelles émanant de l'Ecofin durant le déroulement de l'opération de placement ont généré un sentiment négatif dans le marché de la périphérie qui est ainsi devenu moins porteur. Dans un environnement de plus grande volatilité, le Trésor a ainsi décidé de réduire le montant de cette transaction à 3 milliards d'EUR et l'a alloué à 153 investisseurs.

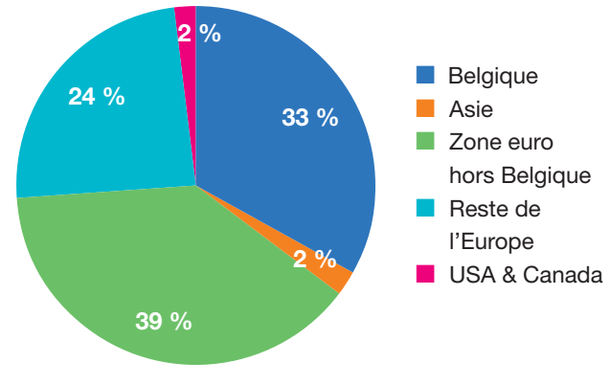
Le spread d'émission a été fixé à mid-swap +93 points de base, ce qui équivaut à +125,7 points de base au-dessus du « Bund janvier 2021 » et 88 points de base au dessus de l'OAT octobre 2020. Le coupon de cette OLO a été fixé à 4,25% et le prix d'émission à 98,971% équivalant à un rendement de 4,375%. Pour cette transaction, le Trésor a émis au même rendement que la courbe OLO, donc sans prime d'émission.

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.

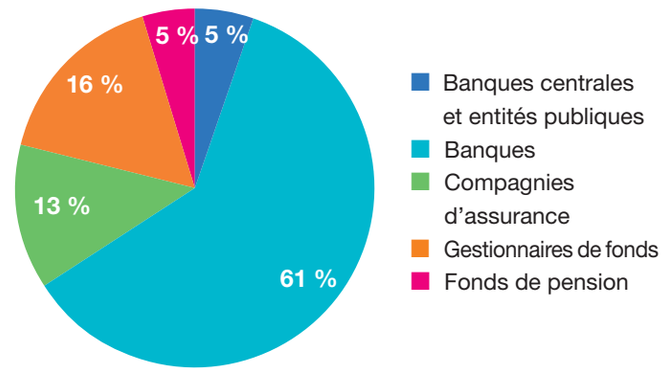
Dans le choix des ordres, le Trésor s'est concentré sur les investisseurs finaux (« real money ») qui ont pris 66,7% de la transaction.

Pour ce qui est de la répartition géographique, le placement de l'OLO 61 s'est effectué essentiellement en Europe (96,10%) dont 33,23% en Belgique.

G7. DISTRIBUTION GÉOGRAPHIQUE DE L'OLO 61 (4,25% - 28/09/2021)



G8. RÉPARTITION DE L'OLO 61 PAR TYPE D'INVESTISSEURS (4,25% - 28/09/2021)



Agence de la Dette.indd 23 26/06/12 15:53

La politique de financement en 2011

Syndication

Une syndication est une technique d'émission par laquelle le Trésor fait appel à un syndicat de primary et recognized 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 pa*s 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.

Les "co-lead managers" sont constitués des autres primary dealers qui ne sont pas "joint-lead managers" et des recognized dealers.

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". L'allocation des OLO leur est garantie pour cette partie sans qu'il faille communiquer l'identité de l'acheteur aux "joint-lead managers". 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:*

a) l'ordre d'achat émane d'un investisseur pas encore présent dans le livre des chefs de files ; b) l'ordre d'achat est d'excellente qualité et/ou représente une diversification réelle.

Duration manager

En général, le Trésor désigne, lors de chaque adjudication, un « duration manager". 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 de la fixation du prix d'une nouvelle OLO.

OLO 62

Au cours du mois de janvier, il est apparu qu'il existait une demande pour du papier souverain à taux flottant dans le marché EMTN. Les « floaters » sont un produit rare parmi les émetteurs souverains. Excepté deux « floaters » de l'Italie et un « floater » syndiqué de l'Espagne, il n'y avait pas eu ce type d'émissions en 2010. Le Trésor a dès lors décidé d'occuper cette niche en émettant, par voie de syndication, une OLO FRN à 5 ans.

Le choix de cette maturité a été dicté par des impératifs de bonne gestion du risque de refinancement. Le Trésor a en effet pu allonger de manière optimale la période de refinancement sur le segment du court terme tout en minimisant les risques en swappant à taux fixe cette OLO FRN au moment de l'émission. Cette OLO FRN a rapporté trois milliards d'EUR. Elle a été

Agence de la Dette.indd 24 26/06/12 15:53

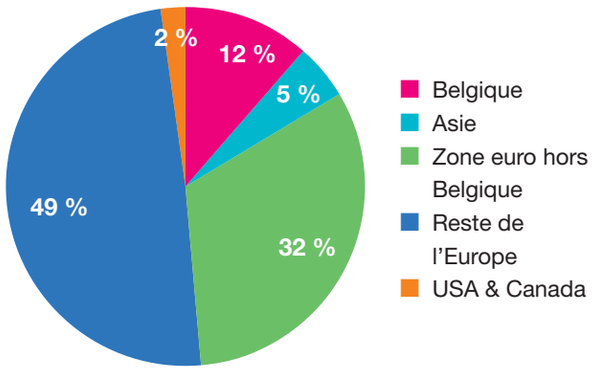
« pricée » à Euribor + 67 points de base et a été émise au prix de 99,66%. Quant au coupon, il s'élevait à Euribor + 60 points de base. Il n'y a pas eu de prime d'émission pour cette syndication.

Les ordres alloués ont été placés pour près de 93% en Europe et provenaient essentiellement d'investisseurs finaux tels les gestionnaires de fonds et les banques ALM.

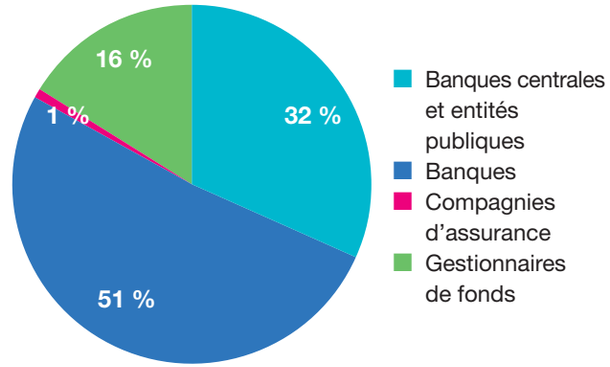
L'OLO 62 a été placée par l'intermédiaire des primary dealers BNP Paribas Fortis, Barclays Capital, Crédit Agricole et Deutsche Bank. Le nombre réduit de membres de la syndication a été justifié par le caractère spécifique de cet instrument à taux flottant.

L'on notera enfin qu'il n'y a pas eu de « duration manager » pour cette syndication.

G9. DISTRIBUTION GÉOGRAPHIQUE DE L'OLO 62 (FRN – 15/02/2016)



G10. RÉPARTITION DE L'OLO 62 PAR TYPE D'INVESTISSEURS (FRN – 15/02/2016)



OLO 63

Pour la troisième syndication de l'année, le Trésor a continué son programme d'émission 2011 en lançant un « long 6 ans » en mars avec comme échéance le mois de juin 2017. Cette maturité a été choisie pour offrir aux investisseurs une diversification accrue des échéances en 2017 ainsi que pour réduire le risque de refinancement du Trésor en lissant le profil des remboursements en 2017 au vu des encours à refinancer en mars et septembre de cette année. Ce benchmark syndiqué a été lancé dans un environnement où le sentiment du marché et les spreads étaient en continuelle amélioration avec une forte demande de papier souverain belge. C'est ainsi que le Trésor a ouvert ses livres qui se sont révélés de très haute qualité.

L'OLO 63, portant comme échéance finale le 28 juin 2017 et un coupon de 3,50%, a été émise au prix de 98,81%, ce qui équivaut à un rendement de 3,719%, à mid-swap +55 points de base et correspond à un coût de 90,7 points de base au-dessus de l'emprunt allemand « Bund 4,25% - juillet 2017 ». Le spread au dessus de l'OAT avril 2017 était, quant à lui, de 71 points de base.

Le Trésor a émis cette OLO à 9 points de base au dessus de la courbe OLO, ce qui représente la prime d'émission demandée par les investisseurs pour souscrire à cette nouvelle transaction.

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme « lead-managers » les quatre primary dealers suivants: Citi, Deutsche Bank, KBC et Morgan Stanley. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement respectivement en tant que « co-lead managers » et membres du « selling group ».

Les ordres de placement se sont élevés à plus de 12 milliards d'EUR répartis sur 230 investisseurs en provenance de 22 pays. Le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR en provenance de 210 investisseurs.

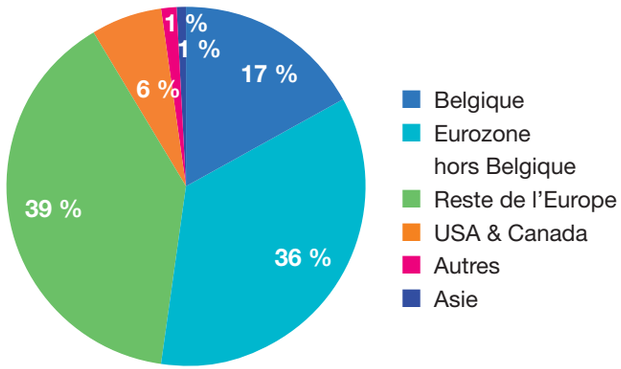
Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du « mixed pot ». Ce système a permis de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du « book-building » et de l'allocation. En l'occurrence, il a permis au Trésor de diriger davantage les ordres alloués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

Pour ce qui est de la répartition géographique, près de 40% du montant ont été placés en Europe hors zone euro et 52,48% ont été placés dans la zone euro dont 16,96% en Belgique. En ce qui concerne la répartition par investisseur, le Trésor a tout particulièrement favorisé les investisseurs finaux.

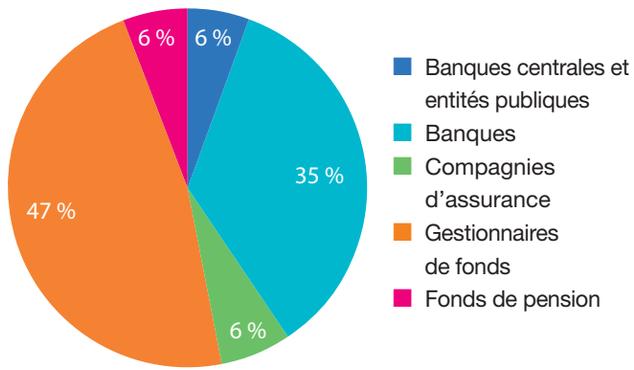
Agence de la Dette.indd 25 26/06/12 15:53

La politique de financement en 2011

G11. DISTRIBUTION GÉOGRAPHIQUE DE L'OLO 63
(3,50% - 28/06/2017)



G12. RÉPARTITION DE L'OLO 63 PAR TYPE D'INVESTISSEURS
(3,50% - 28/06/2017)



OLO 64

Pour la quatrième et dernière syndication de l'année, le Trésor a lancé une OLO à 15 ans en juin. Cette maturité a été choisie pour compléter la partie longue de la courbe après l'émission d'un benchmark à 30 ans en 2010.

L'OLO 64, portant comme échéance finale le 28 mars 2026 et un coupon de 4,50%, a été émise au prix de 99,751, ce qui équivaut à un rendement de 4,525%, à mid-swap +83 points de base, ce qui correspondait à un coût de 70,2 points de base au-dessus de l'emprunt français OAT 3,5% - avril 2026 ».

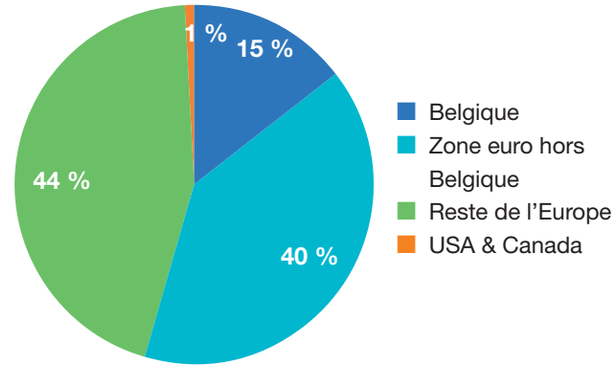
Le Trésor a émis cet emprunt avec une prime d'émission de 5 points de base au dessus de la courbe OLO.

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme « lead-managers » les quatre primary dealers suivants: Barclays Capital, BNP Paribas Fortis, HSBC et ING. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement respectivement en tant que « co-lead managers » et membres du « selling group ».

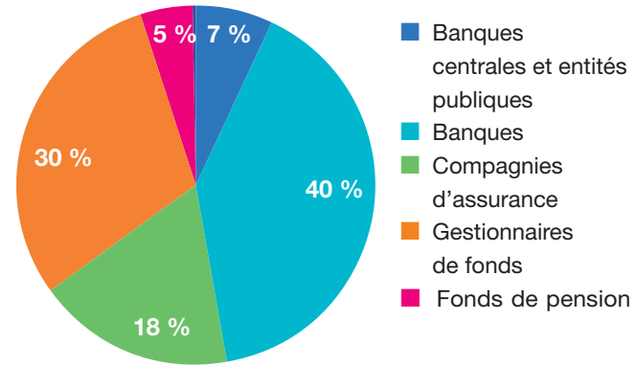
Les ordres de placement ont approché 6 milliards d'EUR répartis sur 130 investisseurs. La taille minimale prévue pour cette transaction syndiquée était de 3 milliards d'EUR. Toutefois, étant donné l'intérêt des investisseurs, le Trésor a décidé d'augmenter la taille de l'émission pour la porter à 3,5 milliards d'EUR.

Le montant finalement alloué s'est ainsi élevé à 3,5 milliards d'EUR.

G13. DISTRIBUTION GÉOGRAPHIQUE DE L'OLO 64
(4,50% - 28/03/2026)



G14. RÉPARTITION DE L'OLO 64 PAR TYPE D'INVESTISSEURS
(4,50% - 28/03/2026)



Pour cette syndication, le Trésor a également eu recours au système du « mixed pot » pour l'allocation des ordres.

Cette syndication a été fort appréciée des investisseurs internationaux qui ont pris plus de 85% du montant finalement alloué de la transaction dont les deux tiers ont été pris par des investisseurs finaux.
L'on notera enfin qu'à l'exception de la transaction FRN, un « duration manager » a chaque fois été désigné.

Agence de la Dette.indd 26 26/06/12 15:53

Adjudications d'OLO

En raison de la crise des dettes souveraines en Europe, les circonstances et les conditions prévalant sur les marchés primaires des obligations d'Etat se sont avérées moins favorables qu'auparavant. L'émission des OLO se fait via des syndications (voir supra) et via des adjudications. Pour ce dernier type d'émission, le Trésor publie un calendrier permettant aux marchés financiers d'être informés du timing des émissions. Cette transparence et cette prévisibilité que le Trésor offre constituent des éléments importants pour la liquidité des OLO. D'autre part, le Trésor court un certain risque de dépendance par rapport aux circonstances et conditions prévalant au moment de l'adjudication.

En 2011, ces circonstances et conditions lors des adjudications se sont révélées être relativement bonnes, à l'exception des adjudications des mois d'octobre et novembre. Alors que les périodes précédant une adjudication sont caractérisées par des circonstances et conditions difficiles, le sentiment des marchés financiers s'est inversé juste avant les adjudications prévues. Les éléments positifs se sont constitués par exemple des progrès dans les négociations gouvernementales, de l'annonce par la BCE d'acheter du papier souverain espagnol et italien et de celle de la Réserve Fédérale d'acheter plus de « Treasuries » à long terme.

A la fin octobre, un nouveau plan de sauvetage a été approuvé au niveau européen mais les inquiétudes quant à sa concrétisation ont assombri l'adjudication. Le sentiment négatif des marchés a également été alimenté par les doutes sur la capacité de l'Italie à s'attaquer à ses problèmes structurels.

Au cours de cette adjudication, le Trésor a émis un montant de 2,15 milliards d'EUR qui se situait dans le milieu de la fourchette annoncée antérieurement (1,7 à 2,7 milliards d'EUR). Contrairement aux adjudications précédentes, il y a eu moins de demande pour des lignes d'OLO à long terme, ce qui fait que le Trésor n'a pas proposé de lignes dans ce segment de durées.

Au mois de novembre, ce climat négatif a continué de croître sur les marchés, ce qui a abouti à une forte hausse des taux d'intérêt dans les pays de la périphérie. Cette fois, la Belgique n'a pas été épargnée et a été entraînée dans cette hausse. Lors de l'adjudication de fin novembre, 4 lignes ont été adjugées et le Trésor a payé entre 5 et 6%.

Etant donné les niveaux élevés des taux et comme le programme de financement était pratiquement terminé, le Trésor a limité cette émission à 2 milliards d'EUR.

Ce qui a marqué l'année 2011, c'est la préférence croissante des investisseurs pour les obligations à long terme, ce qui correspondait tout-à-fait à la stratégie du Trésor d'allonger les maturités de sa dette. L'on notera que lors du choix de lignes à adjuger, le Trésor tient également compte de la demande du marché.

Par rapport à l'année 2010, la part relative des maturités à très long terme (supérieures à 10 ans) a augmenté pour passer de 15,88% à 32,26% et le montant émis est passé, quant à lui, de 4,42 milliards d'EUR à 13,20 milliards d'EUR. La part relative des maturités à moyen et court termes a continué à diminuer et est passée de 38,76% à 35,74%. Il faut également remarquer que la demande pour les nouveaux emprunts de référence à 10 ans est restée très importante puisque leur part relative a atteint 32%.

Le Trésor avait décidé en 2009 d'organiser les adjudications sur une base mensuelle. Ce principe est resté d'application durant l'année 2011. C'est ainsi que des adjudications d'OLO ont été prévues chaque dernier lundi du mois, à l'exception du mois de décembre. Le calendrier a toutefois été légèrement modifié en avançant d'une semaine les adjudications des mois d'avril, mai et août et ce, afin de tenir compte de certains jours de fermeture en Belgique, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni qui tombaient justement le dernier lundi de ces mois.

Le Trésor peut toutefois toujours décider d'annuler une adjudication lorsqu'il y a une syndication dans le mois concerné. C'est ce qui s'est produit aux mois de janvier, mars et juin lors du lancement des OLO 61, 63 et 64 qui ont rapporté au total 11,5 milliards d'EUR. En outre, une nouvelle OLO FRN (OLO 62) a été émise en février pour un montant de 3 milliards d'EUR. Le Trésor a néanmoins décidé de maintenir l'adjudication du mois afin de respecter la fréquence d'émission des OLO à taux fixe.

Il y a donc eu huit adjudications qui ont rapporté en tout 26,425 milliards d'EUR (22,206 milliards lors du tour compétitif et 4,219 milliards d'EUR lors du tour non compétitif).

Le calendrier d'émission qui est chaque fois publié en décembre ne mentionne pas quelles lignes seront adjugées l'année suivante ni le nombre de lignes. Ces informations sont communiquées

Agence de la Dette.indd 27 26/06/12 15:53

une semaine avant l'adjudication après consultation des primary dealers. Lors de cette concertation, la demande du marché et les circonstances de marché sont analysées dans le détail et c'est sur cette base qu'une décision est prise.

Trois lignes ont été émises lors de cinq adjudications et quatre lignes pour les trois adjudications restantes.

Le nouvel emprunt de référence à 10 ans (OLO 61) qui a été lancé en janvier a été demandé lors de chaque adjudication et offert de sorte que le montant initial de 3 milliards d'EUR a gonflé pour atteindre un encours total de 13,01 milliards d'EUR.

L'OLO 63 qui a été émise en mars a ensuite encore été offerte à trois reprises, ce qui a porté le montant en circulation de 5,0 à 6,71 milliards d'EUR.

En juin 2011, un nouvel emprunt à 15 ans a été émis, à savoir l'OLO 64 avec échéance le 28 mars 2026. Ce nouvel emprunt de référence a encore été adjugé une fois au cours du mois de septembre portant l'encours à 4,47 milliards d'EUR à la fin de l'année.

Pour l'ensemble des huit adjudications, le ratio bid-to-cover s'est élevé en moyenne à 2,18 contre 2,25 en 2010 et 2,63 en 2009. Les valeurs extrêmes enregistrées en 2011 étaient 1,44 et 5,89. Le ratio bid-to-cover est le rapport entre les montants offerts et les montants retenus. Il constitue un indicateur permettant de savoir si l'adjudication est suffisamment couverte par les offres et donc s'il y a assez de demande pour le papier. La « tail » constitue un autre indicateur pour l'adjudication. Il s'agit de la différence entre le prix limite et le prix le plus bas offert dans la ligne concernée.

La « tail » met en lumière la qualité de la demande : une petite « tail » signifie que toutes les offres étaient compétitives tandis qu'une longue « tail » indique que les offres qui n'ont pas été acceptées étaient trop prudentes et en dessous des prix du marché. On obtient ainsi une illustration des intérêts des primary dealers.

La « tail » de l'OLO 61, l'emprunt de référence à 10 ans, qui a été proposée à chaque adjudication a d'abord été stable en janvier et février (0,34 et 0,33 cent). A partir de l'adjudication du mois de mai, elle a doublé pour atteindre 0,70 cent et s'est ensuite élevée à 0,67 et 0,74 cent en juillet et août. Une amélioration est apparue lors des adjudications de septembre et octobre avec des niveaux de 0,46 et 0,44 cent respectivement. Lors de l'adjudication de fin novembre, elle a toutefois grimpé à 1,95 cent. Ces fluctuations reflétaient la volatilité et l'incertitude régnant sur les marchés financiers.

Par ailleurs, les primary et recognized dealers ont reçu les résultats de l'adjudication après en moyenne 6,75 minutes à compter du moment de la clôture des offres. Le temps le plus court a été de 5 minutes et ce pour l'adjudication du mois d'avril. L'autre extrême de huit minutes a été enregistré lors de l'adjudication du 28 novembre 2011.

Souscriptions non compétitives

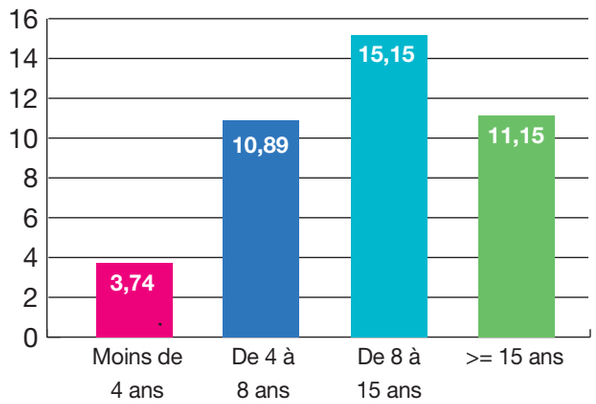
Après le tour compétitif des adjudications, les primary dealers – et non les recognized dealers – ont le droit de participer aux souscriptions non compétitives. Ce droit leur est acquis en contrepartie de leur participation active aux adjudications. Ils peuvent ainsi, à concurrence d'un pourcentage prédéterminé de leurs offres acceptées lors des deux dernières adjudications, 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 6,79 milliards d'EUR dont 50,13% (soit 3,40 milliards d'EUR) ont effectivement été exercés (contre 69,83% en 2010). L'exercice de ce droit dépend des conditions de marché au moment de la tenue du tour non compétitif.

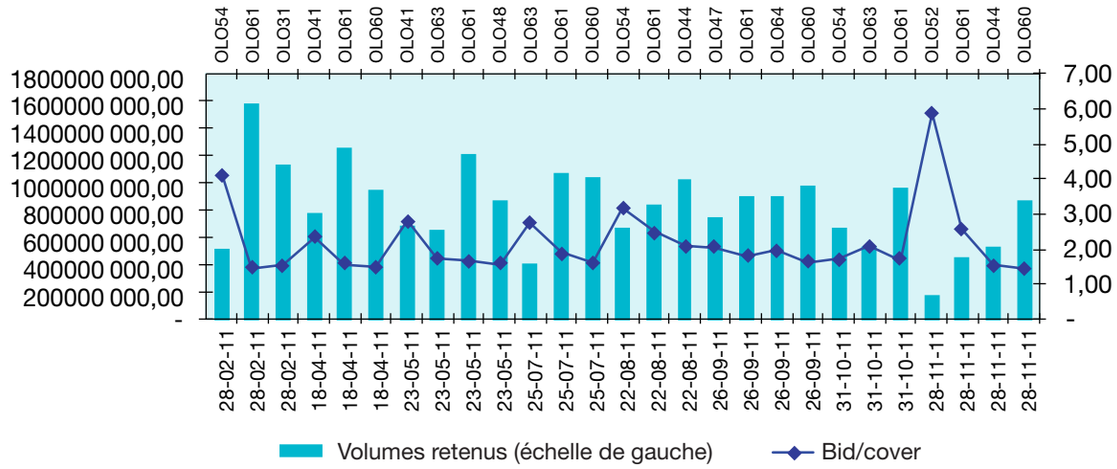
Certaines institutions comme la Caisse des Dépôts et Consignations et le Fonds Monétaire disposent également de la possibilité de souscrire au tour non compétitif. Mais contrairement aux primary dealers, ces institutions peuvent souscrire seulement avant le début du tour compétitif au prix moyen pondéré (qui n'est pas encore connu à ce moment). C'est ainsi que 816 millions d'EUR ont encore été souscrits, ce qui fait que les souscriptions non compétitives se sont finalement élevées en 2011 à 4,219 milliards d'EUR.

Agence de la Dette.indd 28 26/06/12 15:53

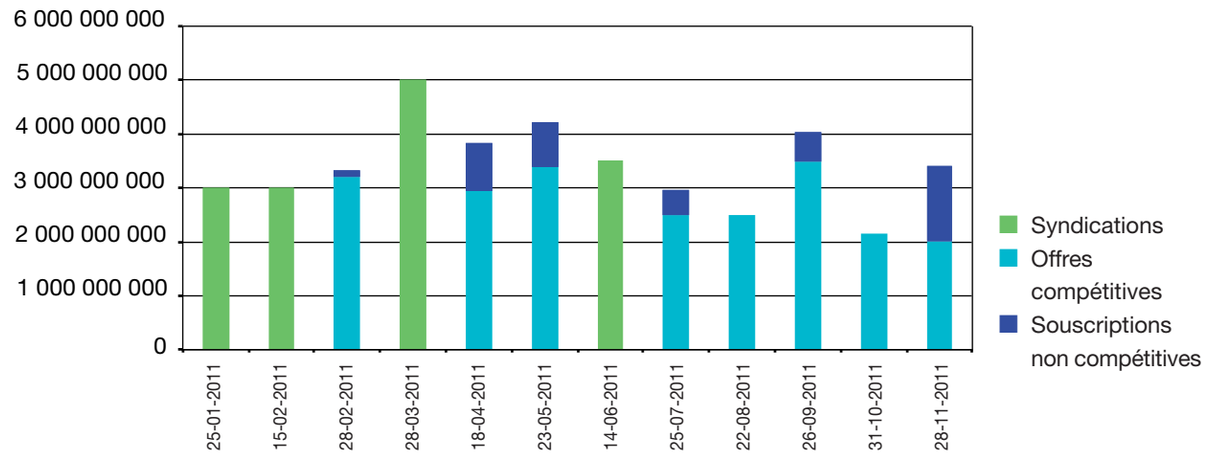
G15. RÉPARTITION DES ÉMISSIONS D'OLO PAR MATURITÉ POUR 2011 (en milliards d'EUR).



G16. RATIO « BID TO COVER » LORS DES ADJUDICATIONS D'OLO EN 2011



G17. EMISSIONS D'OLO EN 2011 RÉPARTIES PAR TYPE



Agence de la Dette.indd 29 26/06/12 15:53

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 sur lequel le Trésor affiche en continu des prix à l'achat. Outre cette possibilité, les dealers peuvent également prendre contact téléphoniquement avec le Trésor pour prendre part à ce programme de rachats.

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.

Dans le courant de l'année 2010, le Trésor avait débuté le rachat des lignes d'OLO 53 (échéant le 28 mars 2011) et 36 (échéant le 28 septembre 2011) et ce, respectivement à partir de fin mars et du 1er octobre. Au cours des trois premiers mois de l'année 2011, le Trésor a encore racheté pour 328,50 millions d'EUR de l'OLO 53, ce qui a porté le montant total racheté à 5,07 milliards d'EUR. Ce montant représentait 46,19% du montant total émis. En 2010, le Trésor avait déjà racheté 1,61 milliard de l'OLO 36 et, ajouté aux 3,1 milliards d'EUR de rachats en 2011, le montant à rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 7,65 milliards d'EUR, soit une diminution de 38,21%.

A partir du 29 mars 2011, le Trésor a commencé à racheter l'OLO 57 (échéance le 28 mars 2012) et, à partir du 29 septembre, l'OLO 38 (échéance le 28 septembre 2012). Au total, le Trésor a racheté, en 2011, 3,2 milliards d'EUR de l'OLO 57 de telle sorte que le montant en circulation a diminué pour atteindre 9,51 milliards d'EUR. Durant les mois d'octobre, novembre et décembre, le Trésor a racheté 2,2 milliards d'EUR de l'OLO 38 ce qui fait que le montant en circulation à la fin 2011 ne s'élevait plus qu'à 5,25 milliards d'EUR.

En outre, dès le 7 décembre 2011, le Trésor a commencé, un peu plus tôt que prévu, le rachat de l'OLO 12 (échéant le 24 décembre 2012). Le succès de l'émission des bons d'Etat de décembre a généré un important surplus de caisse que le Trésor souhaitait utiliser de manière efficiente, entre autres en reprenant plus tôt dans le programme des rachats l'OLO 12. L'encours de cet OLO s'élevait initialement à 8,5 milliards d'EUR. 1,6 milliards d'EUR ont été rachetés dans un rapide laps de temps de telle sorte que le montant en circulation à la fin de l'année a diminué pour s'élever à 6,9 milliards d'EUR. Au total, c'est 2,83 milliards d'EUR qui ont été rachetés dans le courant du mois de décembre, ce qui constitue le montant mensuel le plus élevé racheté en 2011.

T4. RACHATS OPÉRÉS PAR LE TRÉSOR EN 2011 SUR UNE BASE MENSUELLE

(millions EUR)	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	total
OLO 53 - Mars 2011	100	75	154										**329**
OLO 51 - Juin 2011	0	750	10	0	16	0							**776**
OLO 36 - Septembre 2011	710	255	464	198	231	417	330	499	18				**3.122**
OLO 57 - Mars 2012				591	380	485	712	230	380	163	78	227	**3.246**
OLO 38 - Septembre 2012										1.027	206	960	**2.193**
OLO 12 - Décembre 2012												1.643	**1.643**
Total par mois	**810**	**1.079**	**628**	**789**	**627**	**902**	**1.042**	**729**	**398**	**1.190**	**284**	**2.830**	**11.308**

Agence de la Dette.indd 30 26/06/12 15:53

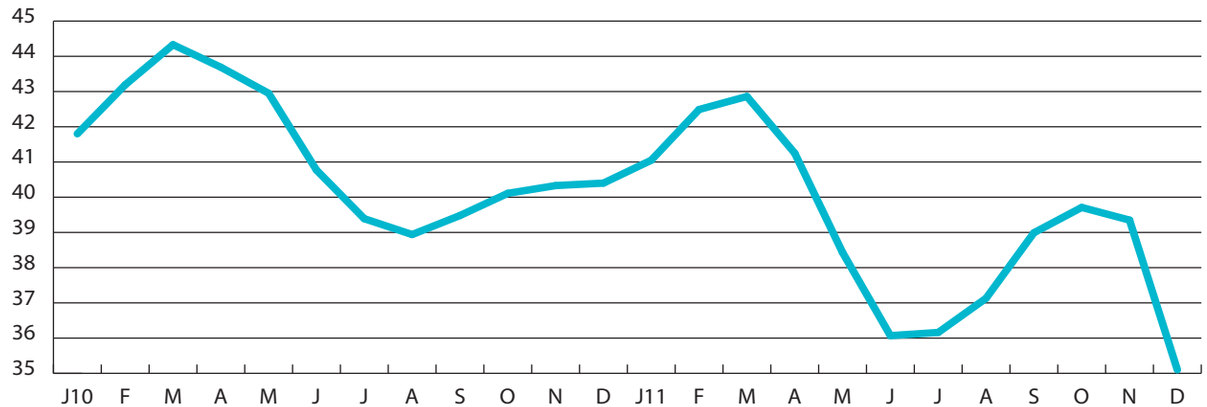
b. Certificats de Trésorerie

En 2011, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 35 à 43 milliards d'EUR. Les encours ont augmenté en début d'année en vue de couvrir les remboursements de capital et d'intérêts sur OLO en mars. Ils ont ensuite nettement diminué en fin d'année, plus particulièrement en décembre où l'adjudication de certificats suivait l'émission fructueuse de bons d'Etat.

Durant l'année sous revue, le calendrier de base des émissions de certificats de Trésorerie est resté inchangé par rapport à l'année précédente. Il s'agit donc de deux adjudications par mois – l'une en début de mois sur les maturités à 3 et 6 mois et l'autre en milieu de mois sur les maturités à 3 et 12 mois. Comme en 2010, le Trésor n'a pas émis de « Cash Management T-Bills » à 1 ou 2 mois - des émissions de certificats qui s'ajoutent au programme des émissions classiques. Il a plutôt joué sur les volumes émis aux différentes adjudications en gardant les maturités standards, ce qui explique la variabilité des volumes émis sur les certificats en 2011.

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. L'on notera que ce ratio a toujours été en moyenne supérieur à 2 pour les trois maturités à l'avantage du Trésor.

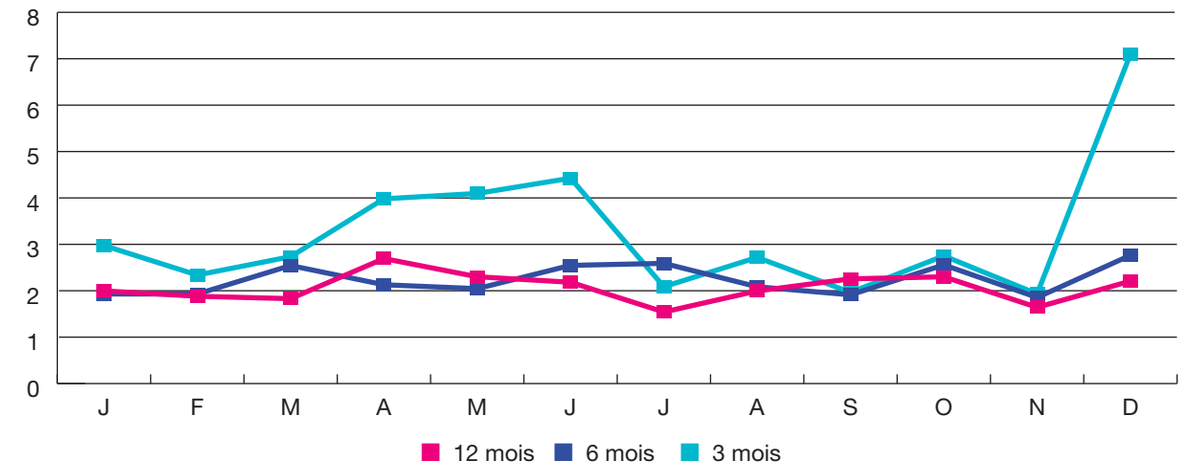
G18. ENCOURS À FIN DE MOIS DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE EN 2011 (en milliards d'EUR)



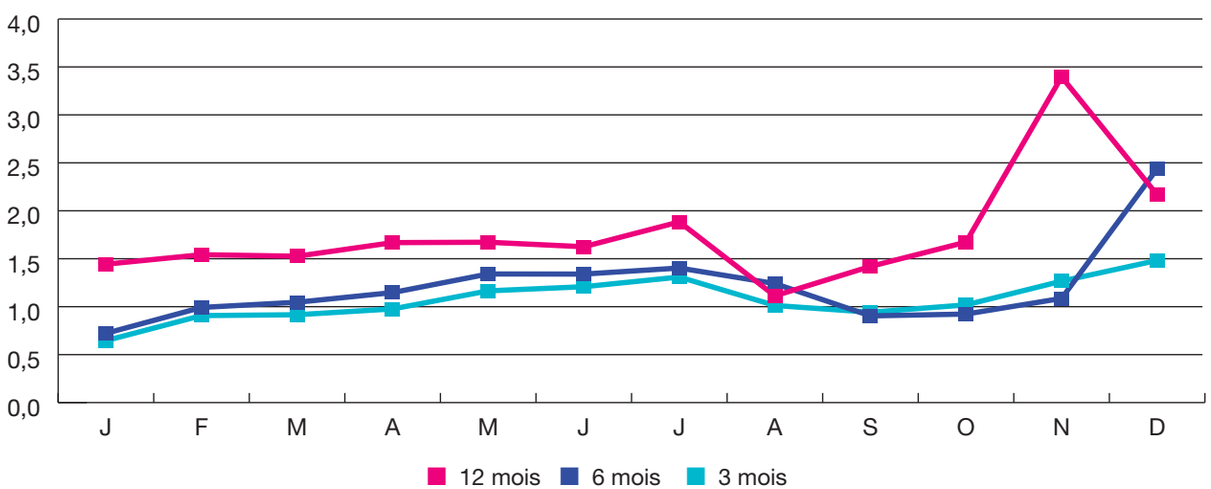
Agence de la Dette.indd 31 26/06/12 15:53

La politique de financement en 2011

G19. RATIO « BID TO COVER » MOYEN POUR LES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRÉSORERIE EN 2011



G20. TAUX D'INTÉRÊTS MOYENS PONDÉRÉS DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE À 3, 6 ET 12 MOIS EN 2011 (en %)



La moyenne de ce ratio s'est élevée à 3,25 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par adjudication de 3,53 milliards d'EUR, à 2,24 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3,39 milliards d'EUR et enfin à 2,06 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2,93 milliards d'EUR.

Ces ratios sont restés à des niveaux comparables à ceux de l'année précédente.

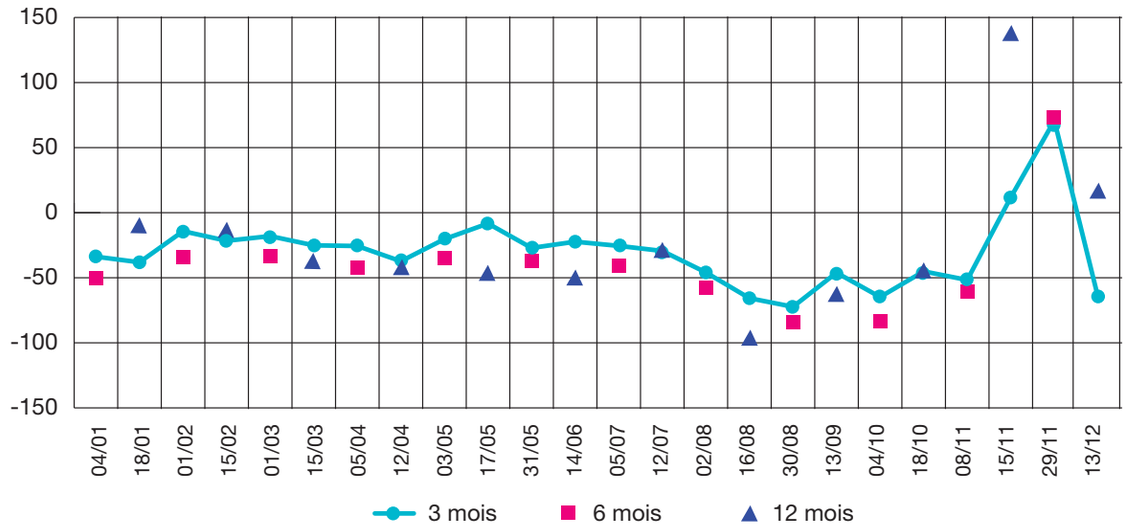
Il faut toutefois nuancer le niveau de ces ratios dans la mesure où les montants retenus ont été adaptés en fonction des montants offerts. Si dans la première partie de l'année ces montants sont restés comparables à ceux de l'année précédente, il n'en a pas été de même pour le second semestre de 2011. En effet, les volumes adjugés au tour compétitif sur les émissions à 12 mois se sont élevés en moyenne à 1,67 milliard d'EUR pour les premiers six mois de l'année sous revue et sont ensuite redescendus pour atteindre 1,14 milliard d'EUR lors du second semestre de l'année.

Cette disparité se traduit également dans les valeurs minimum et maximum des montants adjugés. Ainsi, pour les nouvelles lignes à 12 mois, le volume retenu après la première adjudication a oscillé entre 0,8 et 1,8 milliard d'EUR avec une moyenne de 1,4, en diminution par rapport à l'année précédente (1,9 milliard d'EUR) étant donné le moindre appétit des investisseurs pour le segment du long terme des certificats.

L'écart moyen, lors des adjudications, entre le taux limite et le taux offert le moins élevé s'est situé à 5,3 points de base

Agence de la Dette.indd 32 26/06/12 15:53

G21. SPREADS À L'ÉMISSION ENTRE LE TAUX MOYEN PONDÉRÉ DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ET L'EURIBOR À 3, 6 ET 12 MOIS EN 2011 (en points de base)



pour le 3 mois, à 3,3 points de base pour le 6 mois et à 9,2 points de base pour le 12 mois, en augmentation par rapport à l'année 2010. Ceci résulte en partie de la volatilité importante dans les marchés durant l'année sous revue et reflète les incertitudes qui ont marqué l'année 2011.

Par ailleurs, 63% 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 80% et 75% respectivement. La baisse de la moyenne sur le segment du 12 mois résulte de la concentration des offres acceptées sur quelques primary dealers.

Le graphique G21 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 2011 à -30,01, -40,41 et -24,10 points de base pour les segments du 3, 6 et 12 mois respectivement. En moyenne, ces spreads sont en diminution par rapport à l'année précédente.

En 2011, les primary dealers ont fait usage, en termes de volumes, à concurrence de 22% de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication. La participation non compétitive a surtout été importante sur le segment du 12 mois (45,55%). 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 seizième année consécutive, l'Etat belge a émis des bons d'Etat.

Mais l'année 2011 a été caractérisée par l'immense succès de l'émission de bons d'Etat du 4 décembre.

Cet immense succès peut s'expliquer par la conjugaison de plusieurs facteurs.

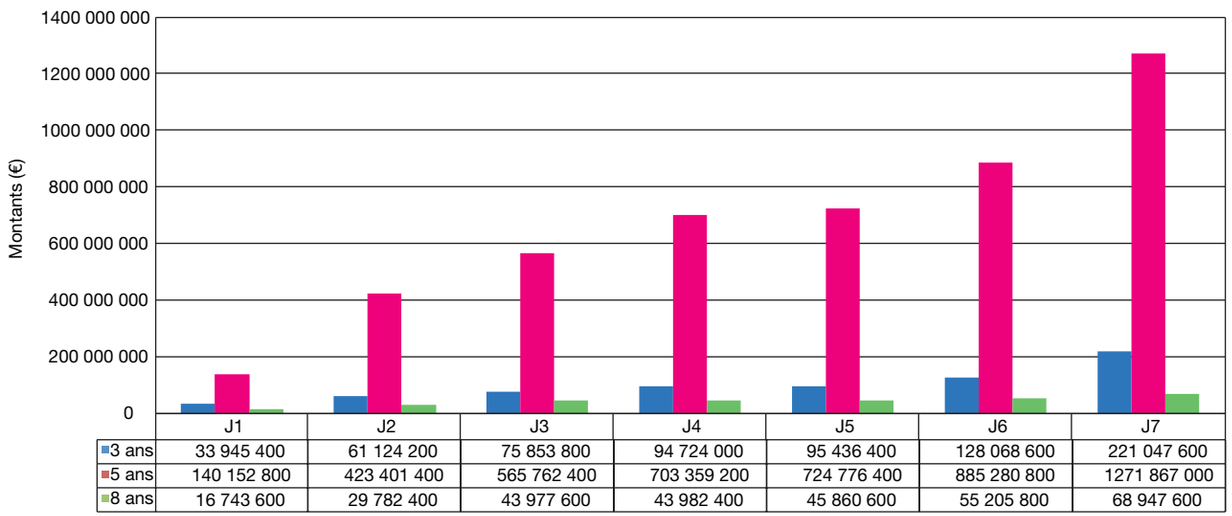
Tout d'abord, il y a eu l'impact des taux qui ont pu être offerts aux épargnants lors de cette émission. Ceux- ci ont très certainement constitué le moteur principal du succès de l'émission d'autant plus que c'était la première fois depuis plusieurs années que l'épargnant pouvait bénéficier de taux aussi élevés.

Ensuite, il y a eu l'appel du premier ministre auprès des médias qui a constitué une excellente publicité dans un cadre favorable avec des taux proposés attrayants.

Un autre facteur qui a contribué au succès de l'émission provient du fait que les taux proposés étaient plus élevés que les taux de la concurrence pour des produits similaires.

Agence de la Dette.indd 33 26/06/12 15:53

G22. EMISSIONS JOURNALIÈRES NON CUMULATIVES DES BONS D'ETAT (décembre 2011)



	J1	J2	J3	J4	J5	J6	J7
3 ans	33 945 400	61 124 200	75 853 800	94 724 000	95 436 400	128 068 600	221 047 600
5 ans	140 152 800	423 401 400	565 762 400	703 359 200	724 776 400	885 280 800	1271 867 000
8 ans	16 743 600	29 782 400	43 977 600	43 982 400	45 860 600	55 205 800	68 947 600

Enfin, un dernier facteur important réside dans le fait que l'épargne des belges est conséquente et le bon d'Etat est arrivé à un moment propice pour des épargnants en quête d'un produit sûr et sans risque.

Rappelons que les bons d'Etat sont des emprunts en EUR, à moyen et long termes, à revenu fixe et coupons annuels. Ils sont placés par l'intermédiaire « d'Etablissements placeurs » contractuellement liés au Trésor.

Sur le marché primaire, ce produit est destiné aux particuliers et à certaines autres catégories d'investisseurs: les fondations, les associations sans but lucratif, les fabriques d'église ou établissements classés par le registre national des personnes morales dans la catégorie « temporel du culte », les entités établies dans l'Espace économique européen qui sont similaires aux entités énumérées ci-dessus et qui disposent des mêmes droits de souscription en vertu du droit communautaire. 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 chacune de ses émissions, le Trésor a proposé les maturités de 3, 5 et 8 ans pour ses bons. Pour les trois premières émissions, les volumes souscrits ont affiché un profil baissier : 141,4 millions, 87 millions et 77,1 millions d'EUR respectivement. Par contre, lors de la dernière émission de l'année, en décembre, les montants souscrits ont connu une véritable explosion pour atteindre la somme record de 5,7 milliards d'EUR.

Le montant total des émissions des bons d'Etat pour l'année 2011 s'est ainsi élevé à un peu plus de 6 milliards d'EUR, ce qui constitue un record absolu pour une campagne d'émissions de bons d'Etat.

En ce qui concerne le marché secondaire, les bons d'Etat sont cotés sur le marché continu d'Euronext Brussels et la liquidité est 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.

Agence de la Dette.indd 34 26/06/12 15:53

T5. EMISSIONS DES BONS D'ETAT EN 2011				
Emission du 4 Mars 2011				
	BONS D'ETAT	COUPON	PRIX	TOTAL SOUSCRIT
	SBE à 3 ans	2,45%	100,00%	19.450.000
	SBE à 5 ans	3,20%	100,00%	62.720.000
	SBE à 8 ans	3,75%	100,00%	59.250.000
				141.420.000
Emission du 4 Juin 2011				
	BONS D'ETAT	COUPON	PRIX	TOTAL SOUSCRIT
	SBE à 3 ans	2,50%	100,00%	12.800.000
	SBE à 5 ans	3,25%	100,00%	27.800.000
	SBE à 8 ans	3,75%	99,75%	46.400.000
				87.000.000
Emission du 4 Septembre 2011				
	BONS D'ETAT	COUPON	PRIX	TOTAL SOUSCRIT
	SBE à 3 ans	2,35%	100,25%	9.500.000
	SBE à 5 ans	3,00%	100,25%	31.300.000
	SBE à 8 ans	3,50%	100,25%	36.300.000
				77.100.000
Emission du 4 Décembre 2011				
	BONS D'ETAT	COUPON	PRIX	TOTAL SOUSCRIT
	SBE à 3 ans	3,50%	100,00%	710.200.000
	SBE à 5 ans	4,00%	100,00%	4.714.600.000
	SBE à 8 ans	4,20%	100,00%	304.500.000
				5.729.300.000
	Total 2010			**6.034.820.000**

Agence de la Dette.indd 35 26/06/12 15:53

d. Strips

L'activité de scission en 2011 a été déterminée par la finalisation du projet concernant la fongibilité. A partir du 28 juin 2011, les nouveaux titres à coupon zéro, provenant de la scission des OLO, sont échangeables ou fongibles s'ils ont la même échéance et ce sans tenir compte du fait qu'ils représentent un coupon d'intérêt ou le principal d'une OLO. Les titres à coupon zéro existants peuvent être convertis pour le même montant nominal dans ces titres à coupon zéro fongibles. Le Trésor a appelé ces titres fongibles des « BE-strips ».

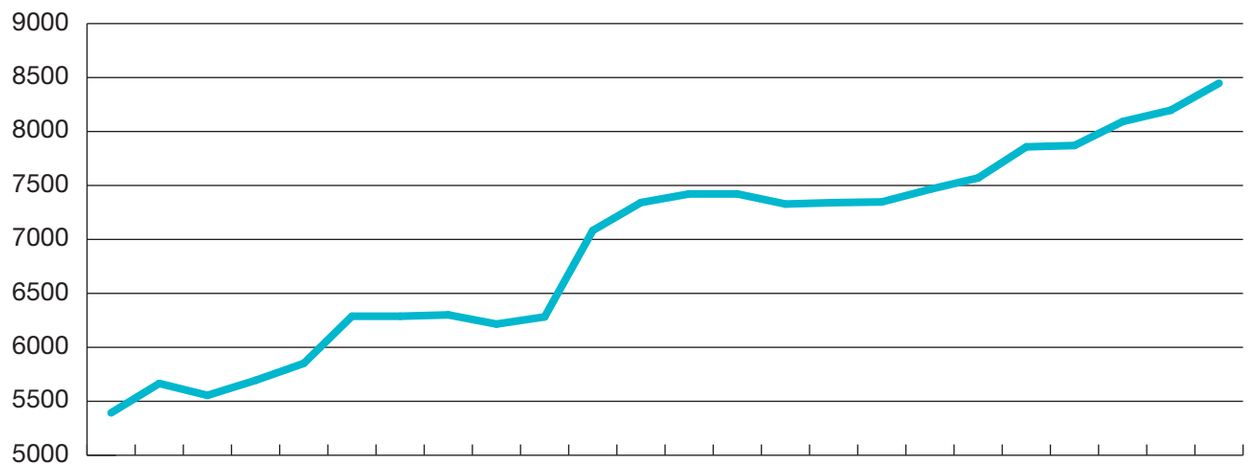
La Belgique est le deuxième pays de la zone euro après la France à réaliser la fongibilité de son marché des strips. Ce faisant, le Trésor vise à augmenter la liquidité du marché des strips sur OLO. Dans le passé, il y avait souvent une forte demande de strips qui se situait toutefois sur le segment très long de la courbe. Il en résultait que les établissements scindeurs devaient garder et financer l'ensemble des zéro coupons invendus. Cette situation s'est avérée assez coûteuse dans la pratique ce qui fait que, en dépit de la demande, un grand nombre d'établissements se sont montrés réticents pour la scission des OLO.

Le fait de rendre fongibles les strips avec la même échéance génèrera une augmentation de la liquidité. Les strips non liquides, qui représentent des coupons d'intérêt, peuvent en effet toujours être reconstitués en OLO avec la même échéance finale (après rattachement des strips fongibles avec la même échéance que les coupons non échus et naturellement pour le même montant nominal que le coupon).

Au premier semestre 2011, il y a eu une forte augmentation de l'encours des OLO scindées. Il s'agissait en fait de l'anticipation du lancement de la fongibilité. Après ce lancement, le Trésor a constaté un grand nombre de remembrements. Ce phénomène est à attribuer au recours à la possibilité de remembrer les strips illiquides en OLO. La même chose s'est produite en France.

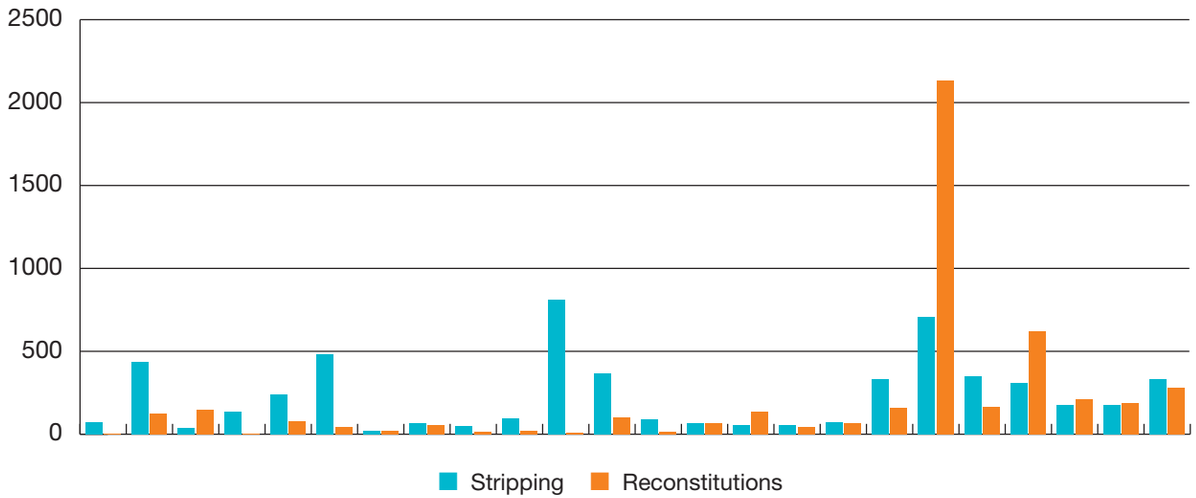
Dans le courant du second semestre, à la fois les scissions et les reconstitutions ont affiché une tendance à la hausse. La fongibilité a ainsi créé une nouvelle dynamique sur le marché des strips sur OLO. L'encours des OLO scindées a augmenté à la fin 2011 pour passer à 8,4 milliards d'EUR. Il y a eu en outre un grand nombre de scissions sur les OLO à long terme. Ceci correspondait à la demande des investisseurs qui étaient surtout intéressés par les strips sur la partie longue de la courbe. Les strips à long terme ont été vendus et les BE-strips à court terme ont été reconstitués en OLO tant que faire se peut. Il en a résulté un nombre important de remembrements sur la partie courte de la courbe.

G23. EVOLUTION DU MONTANT NET STRIPPÉ SUR LES OLO DE JANVIER 2010 À DÉCEMBRE 2011 (en millions d'EUR)



Agence de la Dette.indd 36 26/06/12 15:53

G24. ACTIVITÉ DE SCISSION ET DE REMEMBREMENT DES OLO DE JANVIER 2010 À DÉCEMBRE 2011 (en millions d'EUR)



2.2. Des produits taillés sur mesure

En 2011, 11 transactions ont été conclues dans le cadre de l'enveloppe EMTN/Schuldschein pour une contrevaleur de 1012,5 millions d'EUR, ce qui est inférieur au montant initialement prévu de 2 milliards d'EUR.

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

Les OLO constituent l'instrument de financement le plus important du Trésor puisqu'il couvre plus de 90% des besoins de financement à long terme. En vue d'atteindre une plus grande diversification de la base des investisseurs, le Trésor a introduit en 2008 le programme « Euro Medium Term Notes » (EMTN). La 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. Le Trésor peut ainsi répondre de manière efficace et flexible aux demandes spécifiques d'investisseurs individuels sur des émissions libellées dans des devises déterminées ou sur certaines maturités. Les émissions EMTN sont bien entendu soumises à la règle « efficacité-coût » ce qui signifie qu'elles ne sont réalisées que si leur coût à l'émission est inférieur ou égal au coût d'une OLO de même maturité. Il va de soi que le recours à de tels instruments ne peut compromettre la liquidité des OLO. Les émissions sous le programme EMTN doivent donc être considérées comme un complément au programme standard.

Agence de la Dette.indd 37 26/06/12 15:53

La politique de financement en 2011

Le programme de financement du début de l'année 2011 prévoyait une enveloppe initiale de 4 milliards d'EUR pour les émissions possibles en EMTN. La situation difficile des marchés en raison de la crise de la zone euro combinée à l'absence de gouvernement ont eu pour conséquence que l'intérêt manifesté pour les émissions EMTN au cours du premier semestre a été très limité : il n'y a eu qu'une seule émission pour 75 millions d'EUR avec une maturité de 17 ans. Sur la base de ce maigre résultat, du bon déroulement du programme OLO et de l'amélioration des chiffres budgétaires, le Trésor a décidé à la mi-septembre d'adapter le montant de l'enveloppe pour la ramener à 2 milliards d'EUR.

La deuxième moitié de l'année a débuté avec une émission de JPY 10 milliards à 15 ans, soit EUR 89,4 millions après swap. Les 5 autres transactions étaient toutes libellées en EUR et étaient soit à taux flottant soit légèrement structurées avec des maturités plus longues.

Ensuite, deux transactions ont permis de récolter un montant total de 165 millions d'EUR avec une maturité de 6 ans et un coupon flottant d'Euribor 3 mois + 135 points de base. Ces deux transactions ont été swappées vers du taux fixe.

Les trois transactions suivantes de chacune 50 millions d'EUR disposaient d'une structure « extensible ». La première échéance des transactions est en 2021 (maturité de 10 ans) mais les investisseurs ont la possibilité de prolonger la structure en deux transactions jusqu'en 2031 et en une transaction jusqu'en 2041. En 2010, l'Agence de la Dette avait déjà émis 750 millions d'EUR avec une structure originale similaire.

b. Contrats de « Schuldschein »

L'Agence de la Dette procède souvent à des études pour trouver les instruments les plus intéressants pour les investisseurs en obligations. Grâce à des contacts établis essentiellement avec des épargnants allemands lors de roadshows régulièrement organisés par l'Agence, il est apparu que ceux-ci accordaient un grand intérêt aux « Schuldscheine ».

Un « Schuldschein » [1] est un contrat de prêt, pas un titre, par lequel l'emprunteur promet au prêteur de rembourser une somme déterminée à une date déterminée contre une rémunération [2] déterminée. Pour ce contrat de droit allemand, le traitement comptable permet à l'investisseur de comptabiliser sa créance sans réévaluation régulière de la valeur (pas de valorisation « marked to market ») et donc sans la volatilité qui l'accompagne. La transmissibilité de ces prêts est limitée et le produit est donc principalement intéressant pour les investisseurs « buy and hold » qui souhaitent un placement à plus long terme, comme les assureurs et les fonds de pension.

En échange de cet avantage comptable et administratif et de la possibilité d'adapter les caractéristiques (durée, montant, rémunération) du prêt aux besoins spécifiques de l'investisseur, ceux-ci sont prêts à accepter une rémunération moins élevée, ce qui rend ce produit également intéressant pour le Trésor belge. Celui-ci n'a pas l'intention d'émettre de très gros montants, ce qui fait que les « Schuldscheine » ne mettent pas en danger la liquidité du marché des OLO. Enfin, les « Schuldscheine » offrent l'avantage d'élargir la base des investisseurs essentiellement allemande d'une part en attirant de nouveaux investisseurs et, d'autre part, en élargissant l'offre de services et la palette de produits offerts aux épargnants déjà habitués aux instruments financiers de l'Etat belge.

Afin de faciliter le traitement administratif, l'Agence de la Dette travaille avec des minima de 50 millions d'EUR. Ce montant peut être réparti entre différents investisseurs. En outre, il est possible d'augmenter le montant d'un contrat existant avec un investissement inférieur à 50 millions d'EUR.

La documentation des « Schuldscheine » était prête dès le début du mois de décembre et, en dépit de cette période de l'année, l'intérêt des investisseurs allemands s'est avéré considérable pour ce produit et la réputation du Royaume de Belgique. Quatre transactions ont été conclues pour un montant total de 283 millions d'EUR avec des maturités s'échelonnant de 15 à 27 ans. L'ensemble des investisseurs étaient des compagnies d'assurance.

La demande pour ce produit a été croissante depuis le début de l'année 2012.

1 Il s'agit d'une appellation générale. D'un point de vue strictement juridique, la dénomination est « Schuldscheindarlehen ».

2 Des structures légères sont possibles.

Agence de la Dette.indd 38 26/06/12 15:53

c. « Belgian Treasury Bills » (BTB) en euros et en devises

En 2011 également, le Trésor a pu avoir recours de manière efficiente à la diversification de sa gamme de produits. C'est ainsi qu'il a été très actif dans l'émission des BTB sur le marché de l'Euro Commercial Paper. Le programme de « Commercial Paper » (CP) d'un émetteur souverain offre en effet d'importants avantages.

Tout d'abord, il s'agit d'un instrument de financement à court terme très flexible étant donné que le CP est émis au robinet. C'est l'instrument idéal pour compléter les soldes de déficits de caisse après l'émission des certificats de Trésorerie. En ce qui concerne l'intégration du CP dans la gestion de caisse, le Trésor belge a rempli un rôle de pionnier dans la zone euro.

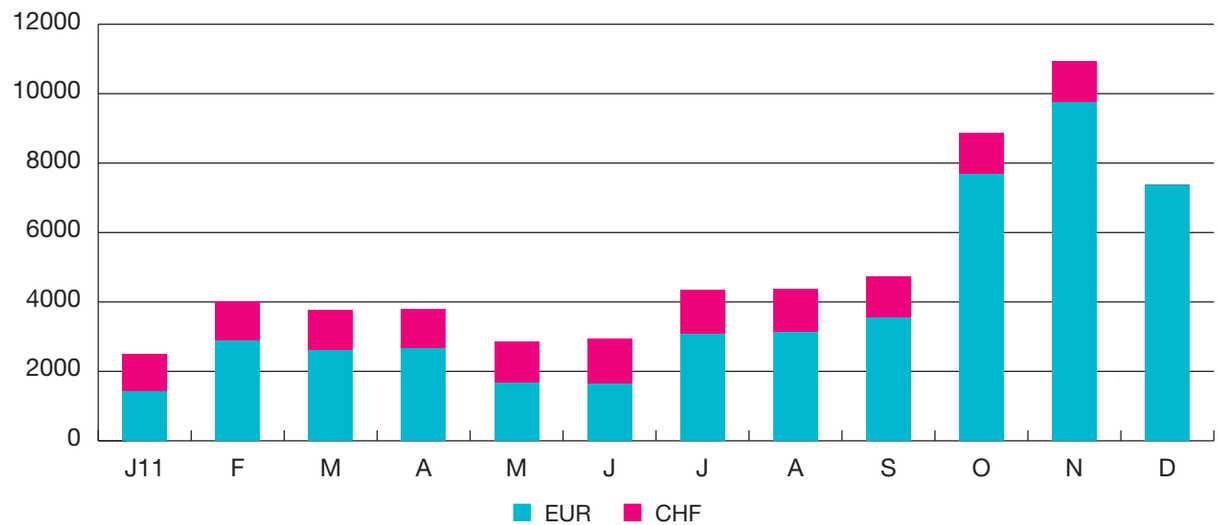
En outre, en 2011, les niveaux d'émission après swap se sont avérés beaucoup moins élevés que ceux des certificats de Trésorerie avec les mêmes maturités. Même durant les périodes de volatilité sur le segment court de la courbe, les niveaux d'émission habituels ont pu être maintenus dans le CP alors que les taux des certificats de Trésorerie augmentaient fortement.

Il en a résulté que les maturités des BTB ont été allongées lorsqu'une diminution de la demande de certificats de Trésorerie se faisait sentir sur le marché primaire. Ainsi en guise de comparaison, au cours du mois de novembre, un nominal de EUR 3 553 millions a été adjugé en certificats de Trésorerie à 3 mois à un taux moyen pondéré de 1,28%. Durant le même mois, le Trésor a émis un montant après swap de EUR 2 622 millions en CP à 3 mois à un taux moyen pondéré de 0,74%. C'est surtout dans le courant du dernier trimestre que le montant en circulation sur les BTB a augmenté. Ce n'était pas seulement dû aux échéances de coupon et d'OLO du 28 septembre mais également à la volatilité sur le marché des certificats de Trésorerie. Au mois de novembre, un pic a été atteint dans l'encours avec un équivalent euro de quelque 11 milliards.

C'est ainsi que le programme BTB du Royaume de Belgique a effectivement été le plus couronné de succès parmi les programmes des émetteurs souverains de la zone euro et ce, tant en termes de volumes que de niveaux de taux relatifs.

Le succès d'un programme CP dépend naturellement de la base d'investisseurs. Il n'y a en effet aucune obligation pour un dealer de souscrire à un certain pourcentage de CP. Mais, au fil des années, le Trésor a soigneusement établi un

G 25. EVOLUTION DE L'ENCOURS DES BTB EN 2011 (en millions d'EUR)



Agence de la Dette.indd 39 26/06/12 15:53

lien de confiance avec les investisseurs les plus importants. Les investisseurs sont essentiellement constitués des banques centrales. L'avantage d'une banque centrale en tant qu'investisseur par rapport à d'autres intervenants tels que les « money market funds » réside dans le fait que la qualité de l'émetteur prime sur le rendement offert. La combinaison de la possibilité d'émettre dans l'ensemble des monnaies de l'OCDE et l'existence d'un marketing dirigé vers les investisseurs a eu pour conséquence que plus de 80% de nos émissions sont détenues par des banques centrales en Asie et en Amérique du Sud.

Tout comme dans le passé, le programme BTB a également été utilisé pour le financement de la dette en monnaies étrangères. La dette en CHF est restée stationnaire et a été financée à un taux négatif : il y a même eu des pointes de taux négatifs à plus de 1%.

d. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement n'a pas reçu de nouveaux moyens en 2011.

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.
Deux « bons du Trésor – Fonds de vieillissement » sont arrivés à échéance en 2011. Le Fonds de vieillissement a replacé le capital et les intérêts en trois nouveaux « bons du Trésor – Fonds de vieillissement » ayant leur échéance en 2022, 2023 et 2024 respectivement.

Au 31 décembre 2011, les réserves du Fonds de vieillissement placées en « bons du Trésor-Fonds de vieillissement » s'élevaient à 18,39 milliards d'EUR et avaient des échéances s'étendant de 2012 à 2024.

De plus amples informations se trouvent sur le site internet du Fonds: http://www.fondsdevieillissement.be

Agence de la Dette.indd 40 26/06/12 15:53

3. Les Directives Générales et la maîtrise des risques

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

En 2009, le Ministre des Finances rehaussait les valeurs maximales des risques de refinancement et de refixation de taux du portefeuille de dette étant donné la profonde récession économique qui touchait d'importantes parties du monde. C'est ainsi que le Trésor a pu intégrer une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt à court terme, que ce soit via un nombre plus élevé d'émissions de papier à court terme ou via des swaps de taux. Le Trésor a opté pour cette dernière possibilité et a donc utilisé les marges que les Directives Générales offraient sur les risques de refixation de taux. En 2010, ces nouvelles marges maximales plus élevées sont également restées d'application.

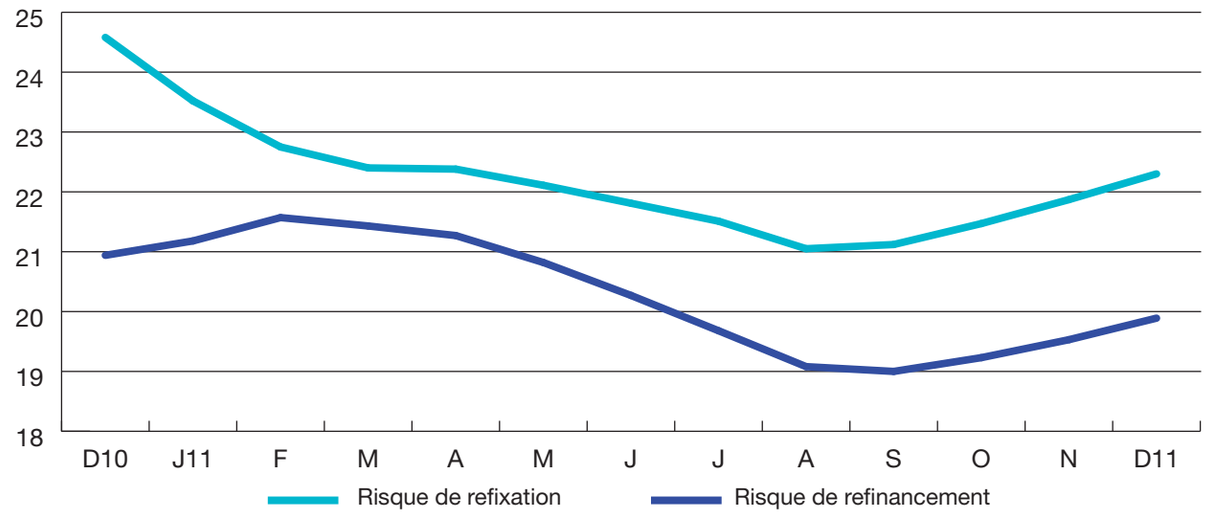
Dans le courant de l'année 2010, il est toutefois apparu que l'économie sortait du creux et le Trésor a ainsi décidé d'annuler les swaps de taux dans la seconde moitié de l'année, ce qui a fait sensiblement décroître le risque de refixation de taux.

Les Directives Générales de 2011 ont annoncé le retour aux précédentes valeurs pour les risques de refinancement et de refixation de taux à l'exception toutefois du risque de refinancement à 12 mois pour lequel le maximum restait fixé à 25%. Les Directives Générales stipulaient bien que le Trésor devait viser pour ce risque une valeur maximale de 22,50% mais cela ne constituait pas une obligation.

Le Trésor est toutefois parvenu à limiter à 22,50% le risque de refinancement tout au long de l'année. A la fin 2011, il s'élevait à 19,89%. Le risque de refinancement à 60 mois est resté également limité à moins de 60% pendant toute l'année. Ceci a été rendu possible en émettant seulement de manière très limitée à des maturités de cinq années ou moins.

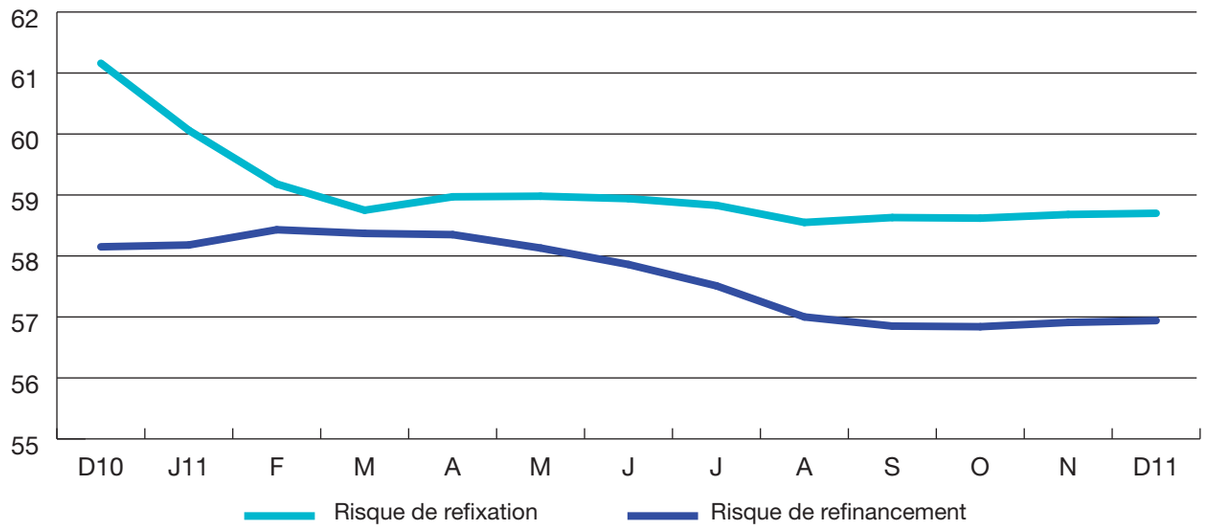
A l'instar des risques de refinancement, les risques de refixation de taux ont également diminué. Ces derniers tiennent compte du caractère flottant de certains emprunts ainsi que des swaps de taux. Le risque de refixation de taux à 12 mois, qui devait rester limité à 25%, s'élevait à 22,30% à la fin 2011. A 60 mois, il s'élevait à la fin de l'année sous revue à 58,70%, bien en dessous donc du maximum de 65%.

G26. EVOLUTION DU RISQUE DE REFINANCEMENT ET DE REFIXATION À 12 MOIS DE LA DETTE EN EURO EN 2011
(en % du total)



Agence de la Dette.indd 41 26/06/12 15:53

G27. EVOLUTION DU RISQUE DE REFINANCEMENT ET DE REFIXATION À 60 MOIS DE LA DETTE EN EURO EN 2011 (en % du total)



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 respectaient pas ses obligations contractuelles de paiement. Les principes appliqués par le Trésor pour le calcul du risque de crédit sont restés en grande partie inchangés en 2011. Le Trésor a ainsi maintenu sa décision prise en 2008 de limiter en volumes et en temps les limites de crédit [1] de ses contreparties bancaires. Etant donné que la crise bancaire de l'année précédente s'est progressivement étendue et est devenue une crise de dettes dans de plus en plus de pays de la zone euro, le Trésor a décidé, en 2011, d'introduire également des limites en volumes et en temps aux limites de crédits qui sont accordées aux pays de la zone euro. La tendance baissière d'un grand nombre de ratings a aussi fait en sorte que le montant d'une série de lignes de crédit a diminué et que le Trésor a également supprimé en 2011 quinze lignes de crédit étant donné que leur rating ne correspondait plus au minimum requis par le Trésor[2]. Par contre, deux nouvelles contreparties se sont vu accorder pour la première fois une ligne de crédit au cours de l'année.

Dans le cadre de sa gestion de liquidités, le Trésor conclut des transactions sur le marché interbancaire. Les surplus de caisse sont placés auprès de contreparties financières. Comme pour les trois années précédentes, le Trésor a maintenu sa décision 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» pour les maturités plus courtes. 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. Par rapport à 2010, le montant moyen placé quotidiennement par le Trésor a diminué de 14% en 2011. Bien que le Trésor ait conclu un contrat EMA[3] pour les opérations « repo » avec trois nouvelles contreparties, la part des « reverse repos » dans les placements a diminué pour passer de 73% en 2010 à 50% en 2011 tandis que la part des placements habituels dans le montant moyen placé quotidiennement a augmenté dans la même période et est passée de 27% à 50%.

Au 31 décembre 2011, le risque de crédit total en produits dérivés s'élevait à 2,6 milliards d'EUR, soit une augmentation de 15% par rapport à la fin de l'année précédente (2,2 milliards d'EUR). Grâce aux accords de « Credit Support Annex" (CSA) que le Trésor a conclus [4] avec l'ensemble de ses primary dealers et avec quelques autres contreparties, le Trésor se sait couvert en partie contre ce risque de crédit. A la fin de 2011, il avait, en effet, reçu pour 1,6 milliard d'EUR de garantie ("collateral"), grâce auquel le risque de crédit net en produits dérivés s'élevait à 1,0 milliard d'EUR, soit une augmentation de 29% par rapport à la fin de l'année précédente (0,8 milliard d'EUR).

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 pour ses nouvelles transactions.

3 Voir Rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2007, Partie 3, point 3 pour une explication sur les accords-cadres EMA

4 En 2011, un accord de « Credit Support Annex » (CSA) a été conclu avec deux nouveaux primary dealers ; ainsi, il y avait un accord de CSA avec l'ensemble des primary dealers qui ont travaillé avec le Trésor en 2011. Par ailleurs, le Trésor a également conclu un accord de CSA avec deux recognized dealers supplémentaires cette même année.

Agence de la Dette.indd 42 26/06/12 15:53

L'augmentation du risque de crédit (avant collatéral) des swaps de devises (+0,3 milliard d'EUR) ainsi que des autres produits dérivés[5] (+0,4 milliard d'EUR) est à la base de l'augmentation du risque de crédit total en produits dérivés. Par contre, le risque de crédit des swaps de taux a diminué de 0,3 milliard d'EUR étant donné qu'une série de swaps de taux ont atteint leur échéance finale en 2011 et que peu de nouveaux swaps ont été conclus. Tout comme l'année précédente, la diminution des cours de change a constitué la principale cause en 2011 de l'augmentation du risque de crédit des swaps de devises.

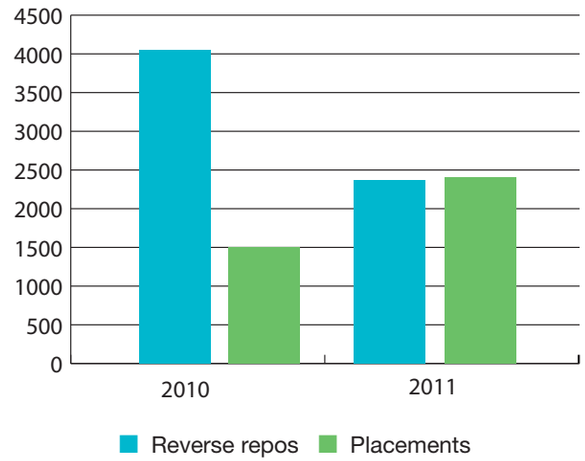
Etant donné la tendance baissière - déjà mentionnée ci-dessus – des ratings, 99,1% du risque de crédit net en produits dérivés étaient situés, à la fin de l'année, auprès de contreparties dotées d'un rating A[6]. A la fin 2010, ce pourcentage était de 94,1% et la part du risque de crédit net en produits dérivés était de 5,9% auprès des contreparties dotées d'un rating AA.

La part des transactions d'une maturité résiduelle d'au moins 10 ans dans le risque de crédit total en produits dérivés a doublé pour passer de 19,9% à la fin 2010 à 38,7% à la fin de l'année 2011.

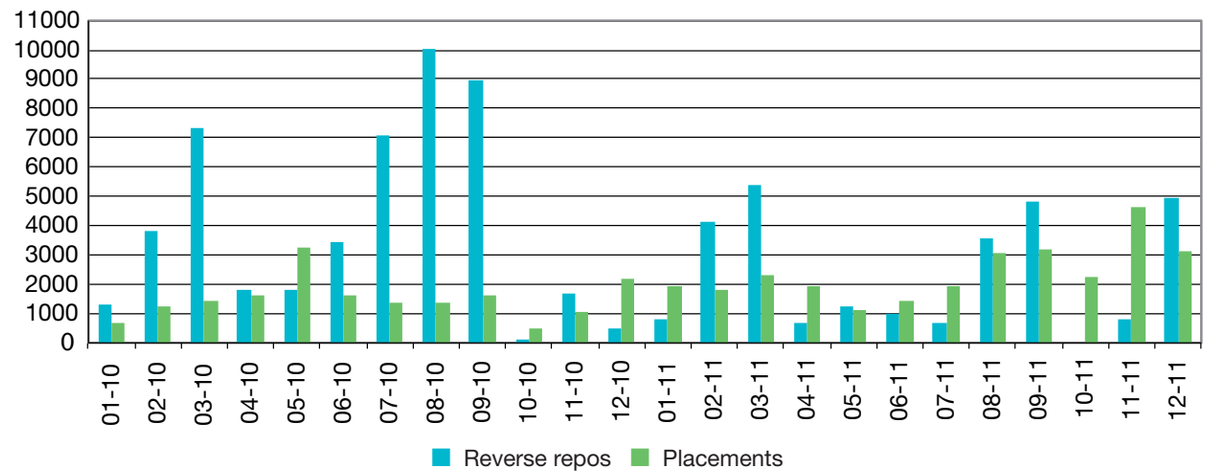
5 Fx swaps et outrights.

6 Dans le courant de l'année 2011, le rating d'une contrepartie occupant une position historique en produits dérivés a diminué pour passer en dessous du seuil minimal A qui est en vigueur pour la conclusion de nouvelles transactions. Bien que cette contrepartie satisfaisait auparavant aux conditions requises pour l'obtention d'une ligne de crédit, le Trésor n'effectuera plus de nouvelles transactions avec cette contrepartie.

G28. PART DES PLACEMENTS ET REVERSE REPOS. MONTANTS MOYENS JOURNALIERS PLACÉS (en millions d'EUR)



G29. EVOLUTION MENSUELLE DE LA PART DES PLACEMENTS ET REVERSE REPOS. MONTANTS MOYENS PLACÉS PAR JOUR (en millions d'EUR)



Agence de la Dette.indd 43 26/06/12 15:53

T6. RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATING AU 31 DÉCEMBRE 2011							
Ratings (*)	Nombre de transactions	%	Risque total en EUR avant collatéral	%	Collatéral	Risque total en EUR	%
AAA	0	0,0%	-	0,0%	-	-	0,0%
AA	0	0,0%	-	0,0%	-	-	0,0%
A	117	99,2%	2.559.050.504,60	99,6%	1.558.530.000,00	1.000.520.504,60	99,1%
Moins que A	1	0,8%	9.133.501,76	0,4%	-	9.133.501,76	0,9%
Total	**118**	**100,0%**	**2.568.184.006,36**	**100,0%**	**1.558.530.000,00**	**1.009.654.006,36**	**100,0%**

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

T7. RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATING ET PAR PRODUIT AU 31 DÉCEMBRE 2011						
Ratings (*)	Swaps de taux d'intérêt	%	Swaps de devises	%	Autres dérivés	%
AAA	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
AA	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
A	918.451.268,58	99,0%	1.281.748.359,33	100,0%	358.850.876,68	100,0%
Moins que A	9.133.501,76	1,0%		0,0%		0,0%
Total	**927.584.770,34**	**100,0%**	**1.281.748.359,33**	**100,0%**	**358.850.876,68**	**100,0%**

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

Agence de la Dette.indd 44 26/06/12 15:53

T8. RÉPARTITION DU RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE AU 31 DÉCEMBRE 2011				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres
<1 an	12,2%	-16,0%	8,1%	100,0%
1 à 6 ans	14,1%	-33,1%	52,2%	0,0%
6 à 10 ans	34,9%	63,0%	24,4%	0,0%
>=10	38,7%	86,2%	15,2%	0,0%
Total	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Agence de la Dette.indd 45 26/06/12 15:53

PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

Agence de la Dette.indd 46 26/06/12 15:53

1. La crise des dettes publiques dans la zone euro s'est intensifiée

Principaux points stratégiques

Durant l'année 2011, les différentiels d'intérêt entre les obligations d'Etat des pays de la zone euro ont globalement augmenté par rapport à 2010.

Le graphique 30 illustre l'évolution des taux à 10 ans des obligations d'Etat de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. En 2010 déjà, ces pays affichaient les taux les plus élevés et la situation ne s'est pas modifiée en 2012 en dépit des programmes d'aide de la zone euro et du FMI. Il faut noter toutefois qu'ils ont connu une évolution fort différente de leurs taux d'intérêt.

C'est ainsi que les taux des obligations d'Etat à 10 ans de la Grèce ont augmenté pratiquement toute l'année et ont atteint des valeurs sans précédent de plus de 30,0%. En outre, en 2011, la courbe des taux grecque a été complètement inversée ; autrement dit, les taux à court terme ont été plus élevés que les taux à long terme. Etant donné le faible volume négocié en titres d'Etat grecs ainsi que l'absence de cet émetteur sur le marché primaire – la Grèce n'a rien émis sur le marché des capitaux durant toute l'année – ces taux représentaient une tendance plutôt qu'un prix de marché précis mais cette tendance était clairement négative. Il est ainsi devenu de plus en plus évident qu'en 2012 la Grèce ne pourrait pas à nouveau se financer sur les marchés des capitaux comme l'on s'y attendait.

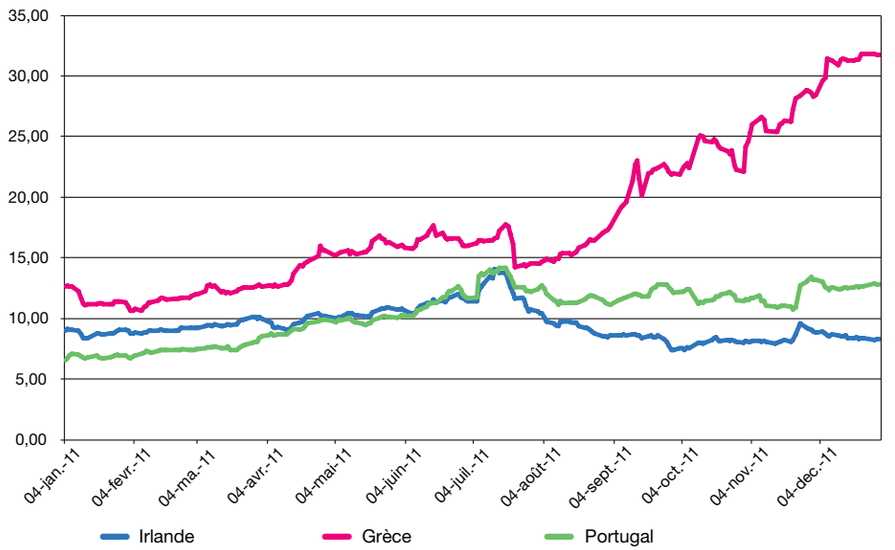
Les taux portugais aussi ont connu une pression accrue. En avril 2011, le Portugal a alors également sollicité l'aide de la Commission européenne et en mai, le Conseil européen a donné son accord pour soutenir le pays, entre autres via le « European Financial Stability Facility ». Le FMI également s'est engagé à apporté son soutien sous la forme de prêts. Ceci n'a pas empêché les taux portugais de continuer à augmenter et de rester élevés sur l'ensemble de l'année.

Les taux irlandais ont connu une autre évolution. Déjà en novembre 2010, le pays avait reçu l'aide promise. C'est toutefois l'amélioration des fondamentaux économiques qui ont durablement fait baisser les taux à partir du second semestre de l'année 2011. Ainsi, dans un premier temps, les taux ont suivi l'évolution amorcée pour l'ensemble des pays périphériques après le lancement du programme d'achat d'obligations italiennes et espagnoles par la BCE (voir plus bas) mais, alors que les taux des autres pays périphériques ont à nouveau augmenté à partir du mois de septembre 2011, les taux irlandais sont restés un peu en dessous de 10,0%. L'Irlande n'a toutefois pas pu se financer sur les marchés des capitaux en 2011.

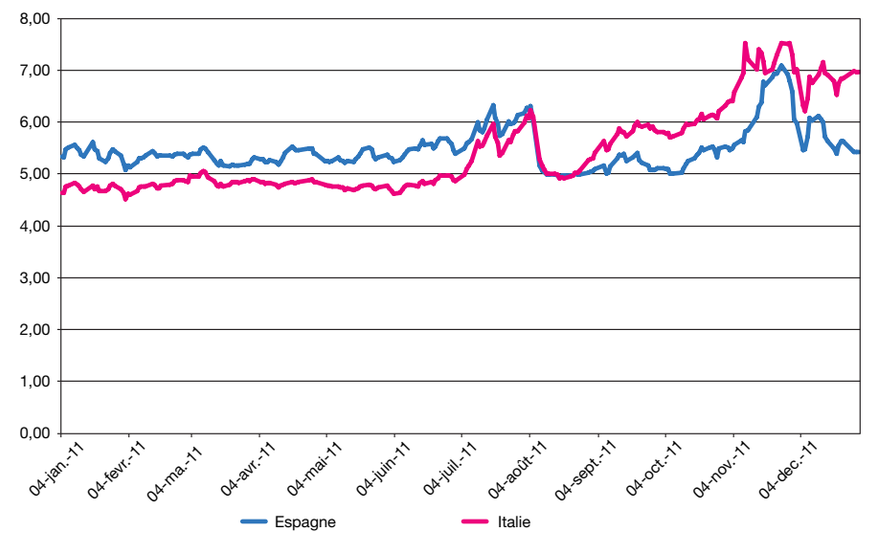
Il faut également remarquer que, via son « Secundary Market Purchase Programme », la BCE a, à diverses occasions, soutenu les cours des obligations de ces pays. Ceci est donc venu s'ajouter aux prêts de l'EFSM, de l'EFSF et du FMI (ou directement des pays de la zone euro dans le cas de la Grèce).

Agence de la Dette.indd 47 26/06/12 15:53

G30. TAUX À 10 ANS DES OBLIGATIONS D'ETAT DE LA GRÈCE, DU PORTUGAL ET DE L'IRLANDE EN 2011



G31. TAUX À 10 ANS DES OBLIGATIONS D'ETAT DE L'ITALIE ET DE L'ESPAGNE EN 2011



Agence de la Dette.indd 48 26/06/12 15:53

Décisions des chefs de gouvernement et des chefs d'Etat des pays de la zone euro

Durant l'année 2011, les chefs de gouvernement et les chefs d'Etat des pays constituant la zone euro se sont réunis à plusieurs reprises pour discuter des mesures visant à conjurer la crise des dettes souveraines. Les pays ne faisant pas partie de la zone euro étaient aussi concernés par certaines mesures. Voici une sélection des mesures les plus importantes.

- Le Conseil européen du 24 et 25 mars 2011 a renforcé, dans ce que l'on appelle le semestre européen, la coordination et le contrôle des objectifs et des programmes budgétaires des pays de l'Union européenne. Les pays de la zone euro se sont en outre mis d'accord dans le cadre du « Euro Plus Pact » pour collaborer de manière plus approfondie (certains pays en dehors de la zone euro ont également adhéré à ce pacte) sur le plan des objectifs budgétaires mais également pour stimuler la compétitivité. Il a également été décidé de créer un mécanisme permanent, le « European Stability Mechanism » (ESM) qui reprendrait les fonctions du « European Financial Stability Facility » (EFSF).

- Le 21 juillet 2011, les chefs de gouvernement et les chefs d'Etat des pays de la zone euro ont convenu d'octroyer un deuxième paquet d'aide à la Grèce. En même temps, la durée des prêts bilatéraux à la Grèce a été allongée et les taux d'intérêt abaissés. Le EFSF et plus tard le ESM devraient également pouvoir intervenir autrement qu'en octroyant des prêts aux Etats-membres. Les pays se sont aussi engagés à atteindre un déficit budgétaire de maximum 3,0% pour 2013 au plus tard.

- Le 26 octobre 2011, les pays de la zone euro ont décidé d'appeler la Grèce et les investisseurs privés qui avaient investi dans la dette d'Etat grecque d'opter d'une manière plus large pour un « private sector involvement » (PSI) grâce auquel la valeur nominale des dettes grecques serait ramenée à 50%. Les pays de la zone euro contribueraient pour un montant de 30 milliards d'EUR à ce paquet. Il a également été décidé d'introduire de nouvelles techniques – comme prévoir le « credit enhancement » sur les nouvelles dettes émises par les Etats-membres – afin de rendre plus efficace le EFSF. En outre, les exigences en matière de capital pour les banques de la zone euro ont été rehaussées.

- Le 9 décembre, les pays de la zone euro ont décidé de mettre en oeuvre de nouvelles règles budgétaires, dont l'obligation de réaliser des équilibres budgétaires (c'est-à-dire, un déficit public structurel de maximum 0,5% du PIB). L'ensemble des règles a reçu l'appellation « fiscal compact ». Les tâches de la Commission européenne dans le suivi des programmes seraient encore élargies. Il a également été décidé d'anticiper la mise en œuvre de l'ESM, si possible déjà en 2012.

Principaux points stratégiques

Durant les mois d'été, la crise s'est toutefois étendue à l'Italie et, dans une moindre mesure, à l'Espagne. Etant donné qu'il s'agissait de systèmes économiques importants avec – dans le cas de l'Italie – des marchés liquides de titres d'Etat, l'évolution de la situation a généré une certaine inquiétude. A la fin juillet, le Conseil européen a pris une série de décisions importantes. Lorsque la BCE a en conséquence commencé, au début du mois d'août, à racheter les titres d'Etat de l'Italie et de l'Espagne, les marchés se sont à nouveau détendus. Cela n'a pas duré longtemps : durant la plus grande partie du quatrième trimestre, les marchés sont restés agités et les taux d'intérêt, surtout pour l'Italie, ont atteint des niveaux jugés problématiques. Les décisions de l' « Eurotop » des 8 et 9 décembre, combinées à l'annonce pratiquement simultanée des « Long Term Refinancing Operations » de la BCE ont finalement amené une détente dans la deuxième moitié du mois de décembre 2011.

En dépit des différentiels d'intérêt parfois historiquement élevés avec l'Allemagne, les taux belges sont restés à des niveaux assez limités. A la fin novembre, il semblait que la Belgique serait entraînée dans la crise mais l'annonce, après la baisse de rating par Standard & Poors, d'un accord sur le budget a apporté une rapide amélioration. Entretemps, il est clairement apparu que les épargnants belges attachaient une grande importance aux titres d'Etat s'ils offraient un rendement intéressant. Ceci a joué à son tour un rôle important dans la détente des taux belges au cours des dernières semaines de décembre.

Agence de la Dette.indd 49 26/06/12 15:53

2. Augmentation de la part des investisseurs institutionnels et privés belges dans la dette publique

L'année 2011 a été caractérisée par une augmentation de la part des investisseurs belges dans la dette de l'Etat fédéral. Ce phénomène a été constaté tant du côté des investisseurs institutionnels que particuliers.

Augmentation de la part des investisseurs institutionnels dans la dette de l'Etat fédéral

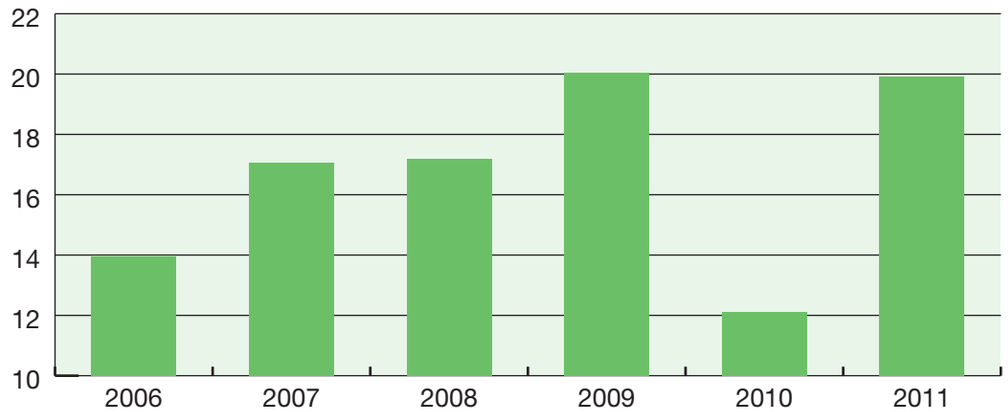
OLO

En ce qui concerne le marché primaire des OLO, la part des investisseurs belges dans la demande totale a augmenté pour passer de 12% à près de 19%. Après une baisse en 2010, la demande revenait à son niveau de 2009 qui était alors sensiblement plus élevée que dans les années précédentes. La diminution de la demande en provenance de l'Asie était visible (de 9,9% à 2,2%) ainsi que celle des autres pays de la zone euro (de 42,9% à 35,5%). En outre, il y a eu une augmentation de la demande en provenance des USA et du Canada (de 1,5% à 3,4%) et des autres pays européens hors zone euro (de 33,6% à 37,8%).

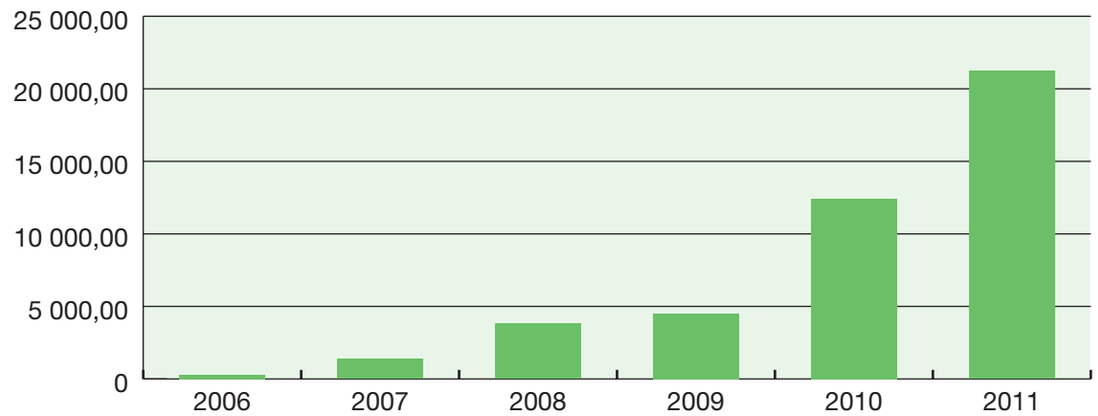
Sur le marché secondaire des OLO[1], on a constaté une importante augmentation (nette) des achats réalisés par des investisseurs belges. La tendance enregistrée les années précédentes s'est ainsi poursuivie. Les investisseurs belges ont

1 Les conclusions sont seulement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ils constituent les principaux dealers pour notre dette mais ne sont pas les seuls. Les chiffres ont seulement trait au marché des investisseurs finaux. Ils permettent toutefois de dégager certaines tendances.

G32. PART DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS BELGES SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE DES OLO (in %)



G33. ACHATS NETS D'OLO PAR LES INVESTISSEURS BELGES (en millions d'EUR)



Agence de la Dette.indd 50 26/06/12 15:53

donc continué à investir en OLO en dépit de l'impasse politique, des marchés difficiles et des spreads élevés par rapport à l'Allemagne. On a également constaté un quasi doublement des achats en provenance des autres pays de la zone euro par rapport à l'année 2010. En outre, on a pu observer d'importantes ventes en provenance de l'Asie, ce qui confirme la tendance sur le marché primaire. Il y a également eu des ventes (nettes) en provenance d'autres pays européens hors zone euro ainsi que d'Amérique du Sud et d'Amérique du Nord.

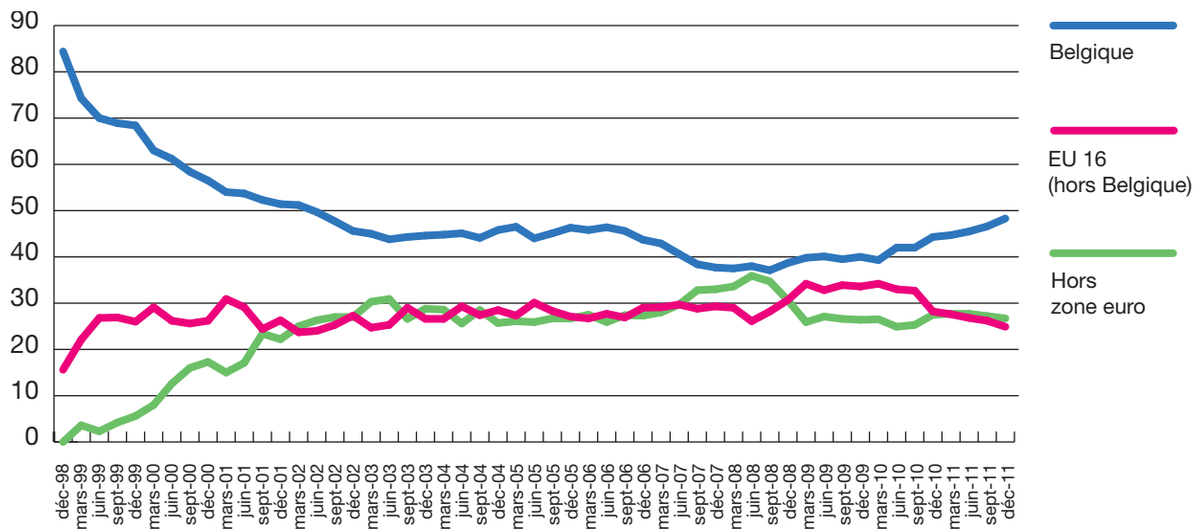
La détention des OLO par des investisseurs belges a augmenté pour passer de 44,3% à la fin 2010 à 48,3% à la fin 2011.

Certificats de Trésorerie

Sur le marché primaire des certificats de Trésorerie, les émissions se font uniquement par adjudication où les primary et recognized dealers prennent du papier pour compte propre ou pour le compte d'investisseurs. Le Trésor ne dispose donc pas en l'occurrence de chiffres permettant de vérifier la zone géographique du placement.

En ce qui concerne le marché secondaire[2] des certificats de Trésorerie, l'on note une légère diminution des achats réalisés par des investisseurs belges. La tendance des dernières années s'est donc poursuivie. Il y a également eu une diminution de la demande en provenance des autres pays de la zone euro et de l'Asie. La demande émanant des autres pays européens hors zone euro ainsi que d'Amérique du Nord et d'Amérique du Sud a augmenté.

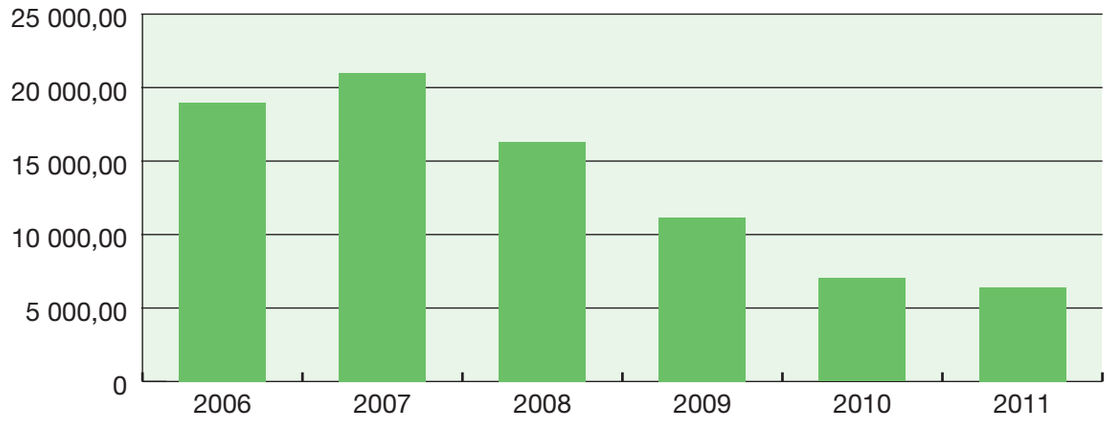
G34. EVOLUTION DE LA DÉTENTION DES OLO (en % du total)



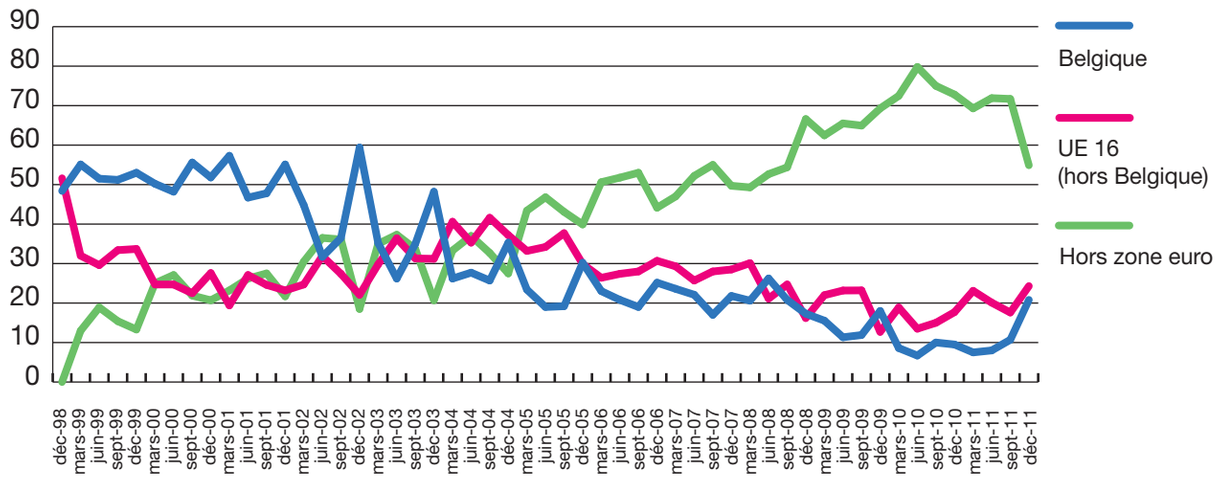
2 Les conclusions sont seulement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ils constituent les principaux dealers pour notre dette mais ne sont pas les seuls. Les chiffres ont seulement trait au marché des investisseurs finaux. Ils permettent toutefois de dégager certaines tendances.

Agence de la Dette.indd 51 26/06/12 15:53

G35. ACHATS NETS DE CERTIFICATS DE TRÉSORERIE PAR DES INVESTISSEURS BELGES (en millions d'EUR)



G36. EVOLUTION DE LA DÉTENTION DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE (en % du total)



La détention de certificats de Trésorerie par des investisseurs belges a augmenté pour passer à 20,8%.

Augmentation de la part des investisseurs particuliers dans la dette de l'Etat fédéral

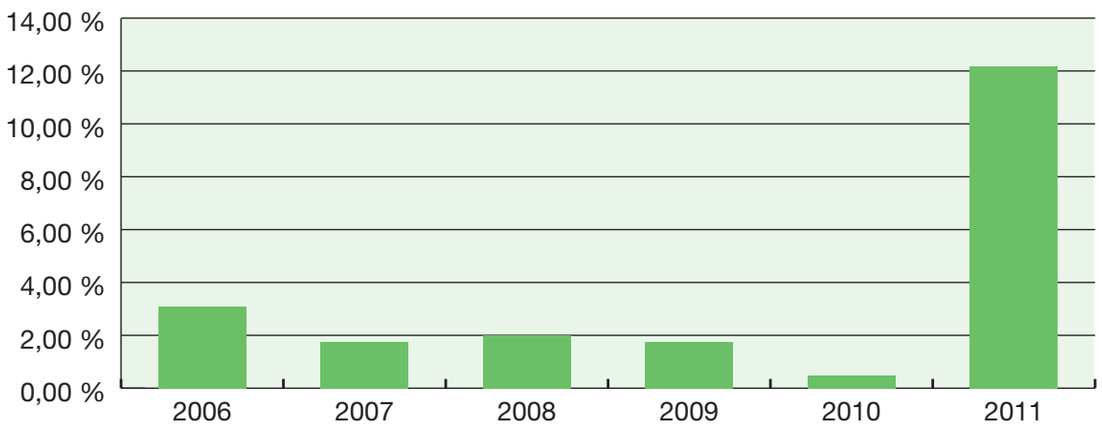
L'année 2011 s'est caractérisée par une augmentation sensible de la part des bons d'Etat dans l'ensemble des moyens de financement. Rappelons que le bon d'Etat constitue un instrument de financement essentiellement axé sur les investisseurs particuliers.

En 2011, cette part s'élevait à 12,2% contre 1,8% en moyenne les cinq années précédentes. Cette importante augmentation résultait essentiellement du franc succès remporté par la dernière émission de l'année où le Trésor a pu récolter 5,7 milliards d'EUR.

Les quatre émissions de bons d'Etat ont rapporté ensemble en 2011 un peu plus de 6 milliards d'EUR.

Agence de la Dette.indd 52 26/06/12 15:53

G37. PART DES INVESTISSEURS PARTICULIERS DANS LE TOTAL DES MOYENS DE FINANCEMENT



Agence de la Dette.indd 53 26/06/12 15:53

3. Les décisions des agences de rating et la nouvelle réglementation les concernant

L'influence grandissante des agences de rating a amené les autorités de contrôle à élaborer une réglementation. Les évolutions sur le plan européen occupent ici une position centrale. Déjà en 2009, à la suite de lourdes erreurs commises par certaines agences de rating concernant l'appréciation d'une série de produits, un règlement est d'application sur les agences de notation de crédit[1] avec pour objectif de rendre les ratings utilisés dans l'Union européenne indépendants, objectifs et de bonne qualité. Ce règlement pose des conditions quant à la remise de ratings et contient des prescriptions concernant l'organisation et la conduite des agences de rating afin de promouvoir leur indépendance et éviter les conflits d'intérêt. Elles doivent en principe répondre aux conditions d'enregistrement, aux mesures contre les confusions d'intérêt et font l'objet de contrôles.

Ces mesures se sont toutefois avérées insuffisantes de sorte que le règlement a été modifié[2] dès l'année 2011 et que les préparatifs pour un nouveau règlement[3] ont été entamés cette année-là également, avec des adaptations supplémentaires apportées à certaines directives.

Dans le projet de règlement, l'attention est surtout portée cette fois sur le problème de l'importance exagérée accordée aux ratings dans la réglementation même. L'intention est de retirer les références à ces ratings dans la réglementation et de faire en sorte que les intervenants sur les marchés financiers ne se basent plus seulement sur les ratings pour prendre des décisions. En outre, l'on souhaite une plus grande transparence et une fréquence plus élevée, c'est-à-dire tous les six mois, pour les ratings sur les Etats. La diversité et une plus grande indépendance des agences de notation se trouvent également à l'agenda afin de pouvoir faire contrepoids à l'oligopole actuel formé par Standard&Poor's, Moody's et Fitch. Enfin, l'intention est également de rendre les agences de notation plus responsables et, dans des cas déterminés, d'engager leur responsabilité.

D'autres éléments entrent aussi en ligne de compte, à savoir le principe de rotation par lequel on vise à éviter que ce ne soit toujours les mêmes agences qui notent une institution émettrice déterminée ou un produit ainsi que la création d'une base de données (EURIX) permettant de comparer les ratings entre eux.

1 Règlement (CE) N° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE).

2 Règlement (CE) N° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE). Il concerne entre autres les modifications quant à la surveillance suite à la création de l'ESMA.

3 Commission Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) N° 1060/ 2009 on credit rating agencies, en de Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/ 65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings of collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers in respect of the excessive reliance on credit ratings.

Agence de la Dette.indd 54 26/06/12 15:53

4. Le financement du rachat de Dexia Banque Belgique

Le 9 octobre 2011, après un week-end de négociations difficiles, l'annonce a été faite qu'après la scission de Dexia holding, l'Etat belge procèderait à la nationalisation de la partie belge de Dexia en achetant les actions correspondantes pour un prix de 4 milliards d'EUR.

Cette transaction a immédiatement été financée par des opérations de marché à court terme, notamment des emprunts sur le marché interbancaire ainsi que par des émissions de « Belgian Treasury Bills » en euros ou en devises swappés en euros. Même si les 4 milliards d'EUR représentaient une somme considérable, le paiement n'a posé aucun problème. Même après l'échéance d'OLO du 28 septembre 2011, la position de caisse de l'Etat fédéral était bien positive. Après l'adjudication réussie de fin septembre, le Trésor avait en effet déjà réalisé près de 95% de son financement à long terme pour 2011. Outre ce « frontloading », le Trésor avait également décidé de maintenir une politique de positions de caisse positives après les mois d'été difficiles et volatiles.

Le financement immédiat à court terme de 4 milliards d'EUR devait toutefois être converti le plus rapidement possible en un financement à long terme. La bonne progression du plan de financement a permis de réaliser cette conversion encore en 2011.

Le 13 octobre, le plan de financement a été adapté et le Trésor décida d'augmenter le programme d'émission OLO de 3 milliards d'EUR pour le porter ainsi à 39 milliards d'EUR. Ces montants seraient ainsi récoltés lors des adjudications des mois d'octobre et novembre. Le solde de 1 milliard d'EUR proviendrait alors des adjudications de certificats et serait consolidé en 2012 par du financement à plus long terme.

En dépit de la crise qui a affecté les marchés en octobre et surtout à la fin du mois de novembre, le Trésor est parvenu à réaliser largement son plan de financement prévu de 41 milliards d'EUR (OLO et EMTN combinés). Le financement réalisé à long terme (OLO et EMTN) s'élevait à quasiment 42 milliards d'EUR et couvrait donc entièrement l'achat de Dexia Banque Belgique. L'émission couronnée de succès des bons d'Etat du mois de décembre pour un montant de 5,7 milliards d'EUR a donc entièrement servi au préfinancement de l'année 2012.

Agence de la Dette.indd 55 26/06/12 15:53

5. L'octroi de la garantie d'Etat à certaines institutions financières

Afin de préserver la stabilité du système financier belge, le gouvernement a décidé en 2008 de prévoir un système pour l'octroi d'une garantie d'Etat pour les engagements contractés par toute institution de crédit ou holding financier satisfaisant aux critères et aux conditions déterminés par arrêté royal. Ce système est resté d'application les années suivantes.

La Trésorerie a été chargée du suivi administratif de ces dossiers. Ce suivi est assuré en particulier par le Service de Support de la Dette (SSD – Dette Garantie) en étroite collaboration avec l'Agence de la Dette et le Service MSF (Marchés et Services Financiers).
Le tableau ci-dessous reprend par institution un aperçu des montants garantis en circulation en EUR au 31.12.2010 et 31.12.2011.

En 2011, l'Etat belge a reçu au total 630,03 millions d'EUR (Budget des Voies et Moyens – art. 16.11.04) comme rémunération des garanties accordées citées ci-dessus (contre 689,85 millions d'EUR en 2010).

DEXIA

Sur cette partie de la garantie, Dexia n'a plus fait d'émissions depuis juin 2010. Il en résulte que le montant garanti en circulation diminue constamment depuis lors. L'encours mentionné dans le tableau représente la partie à la charge de l'Etat belge, soit 60,50% de l'encours total.

Chaque mois, Dexia paie à l'Etat une prime de garantie. Pour les transactions inférieures à un an, la prime s'élève à 0,50% tandis que pour celles supérieures à 1 an, elle est de 0,865%.

T9. MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION PAR INSTITUTION (en EUR)

	Encours 31/12/2010	Encours 31/12/2011
Dexia	26.888.234.556,24	14.717.241.718,38
Dexia FSA	5.215.569.954,97	0,00
Dexia SA		13.068.000.000,00
FORTIS OUT	4.649.106.735,25	4.422.234.852,11
FORTIS IN	1.500.000.000,00	1.500.000.000,00
FORTIS CASHES	2.350.000.000,00	2.350.000.000,00
KBC	15.132.681.000,00	10.902.195.000,00
TOTAL	**55.735.592.246,44**	**46.959.671.570,30**

Dexia FSA

Le portefeuille qui constitue l'objet de cette garantie a été vendu dans le courant de l'année 2011.

Dexia S.A.

Il s'agit d'une garantie supplémentaire pour Dexia S.A.

Les entités garanties sont Dexia S.A. et Dexia Crédit Local.

Le montant maximal de la garantie s'élève à 45 milliards d'EUR pour une période de 6 mois. La part de la Belgique est de 60,5%, la France de 36,5% et le Luxembourg de 3%. En chiffres absolus, ceci signifie que les autorités belges se portent garantes pour un maximum de 27.225.000.000 euros.

La prime de garantie s'élève à :

- pour les opérations à court terme : une part fixe de 50 points de base + un spread (qui peut varier de 20 à 40 points de base) dépendant du rating de l'entité garantie ;
- pour les opérations à long terme : une part fixe de 50 points de base + un spread fixe de 36,5 points de base avec en plus un spread (allant de 20 à 40 points de base) dépendant du rating de l'entité garantie.

Aucune prime n'a été perçue en 2011.

Agence de la Dette.indd 56 26/06/12 15:53

FORTIS OUT

Ceci concerne les créances senior détenues par Fortis Banque S.A. à la charge de Royal Park Investments S.A.

Le montant garanti en circulation a diminué de 226,9 millions d'EUR par rapport à 2010.

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

FORTIS IN

Ceci concerne les pertes réalisées par Fortis Banque S.A., au dessus d'une première tranche de pertes de 3,5 milliards d'EUR, sur le portefeuille de produits structurés, qui n'ont pas été transférées à Royal Park Investment.

Le montant garanti en circulation est égal au montant maximal qui peut être couvert par la garantie, à savoir 1,5 milliard d'EUR.

La rémunération de la garantie est de 0,70% du montant garanti.

FORTIS CASHES

Ceci concerne les créances détenues par Fortis Banque S.A. à la charge de Fortis S.A. sur la base de la « Relative Performance Note » conclue entre Fortis Banque S.A. et Fortis S.A. en rapport avec les CASHES (Convertible And Subordinated Hybrid Equity-linked Securities) émis par Fortis Banque S.A. en décembre 2007.

Le montant garanti en circulation est égal au montant maximal qui peut être couvert par la garantie, à savoir 2,35 milliards d'EUR.

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

KBC

Ceci concerne les pertes encourues par KBC Groupe S.A., KBC Banque S.A. et leurs filiales sur un portefeuille d'instruments financiers composé de produits dérivés de crédit et de « collateralized debt obligations (CDOs).

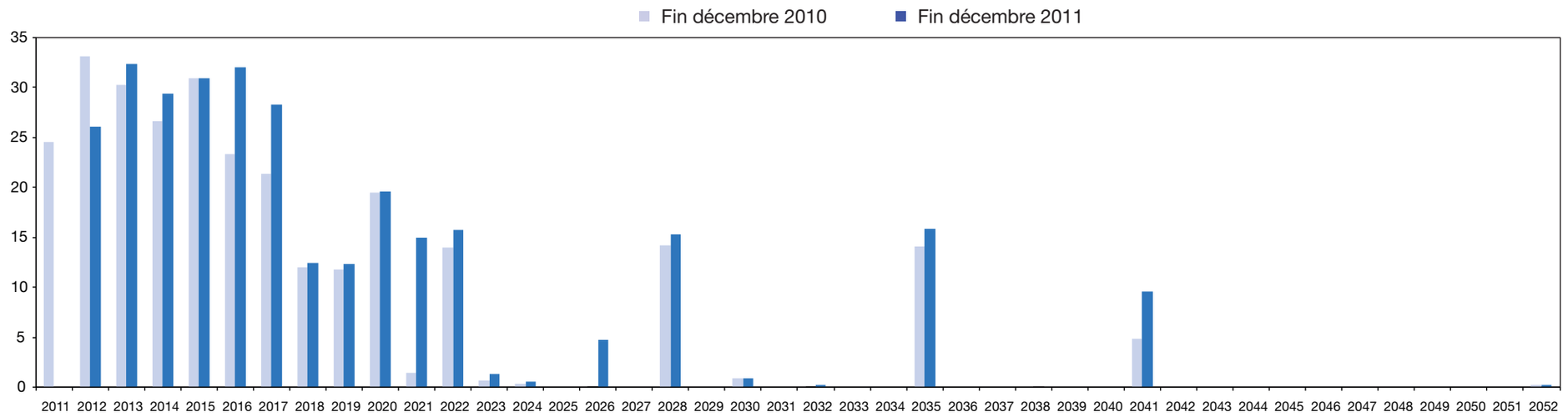
Le montant garanti en circulation a diminué de 4,23 milliards d'EUR par rapport à l'année 2010.

Agence de la Dette.indd 57 26/06/12 15:53

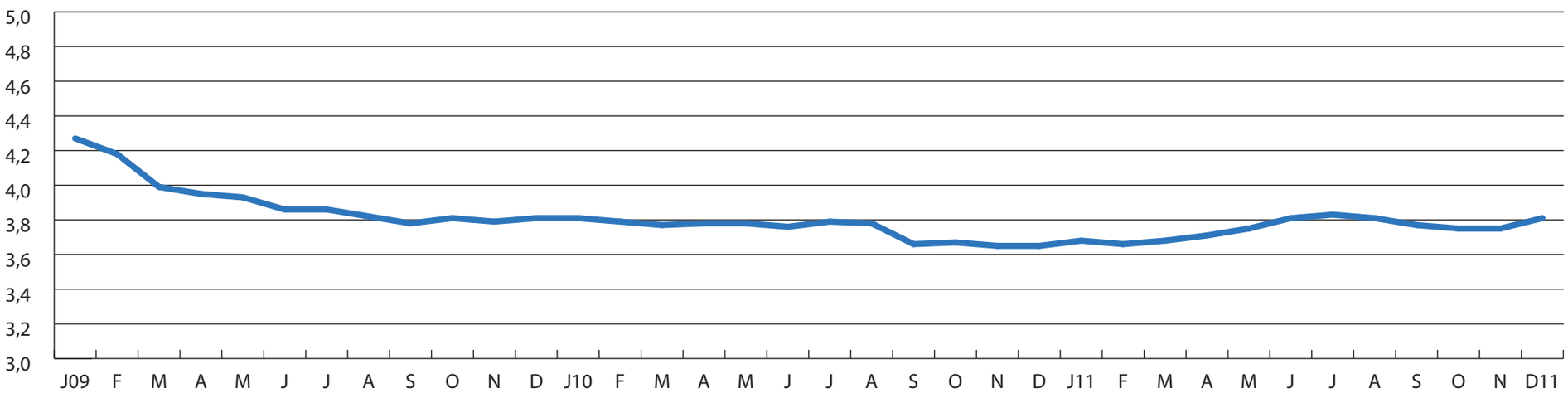
ANNEXES

Agence de la Dette.indd 58 26/06/12 15:53

G1. ECHÉANCIER DE LA DETTE DE L'ETAT (en milliards d'EUR)



G2. TAUX ACTUARIEL MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE EN EUR (en %)



Agence de la Dette.indd 59 26/06/12 15:53

Annexes

T1. MONTANTS EN CIRCULATION PAR OLO (EN EUR) À FIN DÉCEMBRE 2011						
	Maturité	Coupon en %	Code BE0000	OLO n°.	Encours	% strips
1	28/03/12	2	317264	57	7.443.000.000,00	0,00%
2	28/09/2012	5	298 076	38	12.757.900.000,00	1,04%
3	24/12/2012	8	262 684	12	8.546.896.081,16	
4	28/03/13	4	310194	50	12.718.000.000,00	0,00%
5	28/09/2013	4,25	301102	41	15.547.200.000,00	1,42%
6	28/03/14	4	314238	54	12.895.000.000,00	0,00%
7	28/09/2014	4,25	303 124	43	12.828.915.000,00	0,69%
8	28/03/2015	8	282880	23	6.220.187.157,66	18,07%
9	28/03/15	3,5	316258	56	9.785.000.000,00	0,00%
10	28/09/15	3,75	306150	46	11.294.000.000,00	2,64%
11	15/02/16	FRN	322314	62	3.000.000.000,00	
12	28/03/16	2,75	319286	59	9.594.000.000,00	0,00%
13	28/09/16	3,25	307166	47	12.984.000.000,00	0,58%
14	28/03/17	4	309188	49	11.176.000.000,00	0,00%
15	28/06/17	3,5	323 320	63	6.709.000.000,00	0,00%
16	28/09/2017	5,5	300 096	40	8.437.637.800,00	2,39%
17	28/03/18	4	312 216	52	10.471.000.000,00	0,00%
18	28/03/19	4	315243	55	10.212.000.000,00	0,00%
19	28/09/20	3,75	318270	58	17.634.000.000,00	0,04%
20	28/09/21	4,25	321308	61	13.096.000.000,00	0,23%
21	28/03/22	4	308 172	48	13.909.000.000,00	0,00%
22	28/03/26	4,5	324 336	64	4.472.000.000,00	0,00%
23	28/03/2028	5,5	291972	31	15.253.939.136,01	17,87%
24	28/03/35	5	304130	44	15.785.692.800,00	14,07%
25	28/03/41	4,25	320292	60	9.580.000.000,00	13,83%
	TOTAL				**272.350.367.974,83**	
	Encours des lignes strippables				**260.803.471.893,67**	

Agence de la Dette.indd 60 26/06/12 15:53

T2. RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS ET DES SYNDICATIONS D'OLO EN 2011 (en millions d'EUR)													
Date d'émission	Echéance finale	ISIN BEOOO	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	Adjudi-cataires
25/01/11	28/09/21	321308			3.000,0		3.000,0		98,971	4,375			
		SYNDICATION		**0,0**	**3.000,0**		**3.000,0**						
15/02/11	15/02/16	322314			3.000,0		3.000,0		99,660				
		SYNDICATION		**0,0**	**3.000,0**		**3.000,0**						
28/02/11	28/03/14	314238	10.973,0	2.085,0	505,0	97,0	602,0	*4,13*	103,397	2,827	103,10/103,46	103,37	10
	28/09/21	321308	3.000,0	2.285,0	1.575,0	21,0	1.596,0	*1,45*	100,056	4,245	99,59/100,20	99,93	15
	28/03/28	291972	14.131,9	1.723,0	1.122,0	0,0	1.122,0	*1,54*	111,590	4,511	110,99/111,78	111,52	16
		AUCTION.		**6.093,0**	**3.202,0**	**118,0**	**3.320,0**	***1,90***					
28/03/11	28/06/17	323320			5.000,0		5.000,0		98,810	3,718			
		SYNDICATION		**0,0**	**5.000,0**		**5.000,0**						
18/04/11	28/09/13	301102	13.727,2	1.780,0	765,0	156,0	921,0	*2,33*	103,748	2,637	103,15/103,80	103,72	12
	28/09/21	321308	4.596,0	1.915,0	1.245,0	429,0	1.674,0	*1,54*	99,123	4,357	98,72/99,22	99,05	12
	28/03/41	320292	4.823,0	1.405,0	940,0	301,0	1.241,0	*1,49*	91,130	4,815	90,44/91,22	91,02	15
		AUCTION		**5.100,0**	**2.950,0**	**886,0**	**3.836,0**	***1,73***					
23/05/11	28/09/13	301102	14.648,2	1.935,0	681,0	218,0	899,0	*2,84*	104,044	2,447	103,80/104,13	104,01	11
	28/06/17	323320	5.000,0	1.120,0	650,0	101,0	751,0	*1,72*	98,646	3,753	97,90/98,79	98,50	12
	28/09/21	321308	6.270,0	2.000,0	1.200,0	280,0	1.480,0	*1,67*	100,397	4,202	99,61/100,52	100,31	13
	28/03/22	308172	12.827,0	1.310,0	855,0	227,0	1.082,0	*1,53*	98,294	4,198	97,70/98,38	98,21	14
		AUCTION		**6.365,0**	**3.386,0**	**826,0**	**4.212,0**	***1,88***					
14/06/11	28/03/26	324336			3.500,0		3.500,0		99,751	4,525			
		SYNDICATION		**0,0**	**3.500,0**		**3.500,0**						
25/07/11	28/06/17	323320	5.751,0	1.120,0	403,0	25,0	428,0	*2,78*	98,334	3,819	97.80/98.44	98,25	10
	28/09/21	321308	7.750,0	2.058,0	1.062,0	127,0	1.189,0	*1,94*	99,801	4,274	99.06/99.91	99,73	12
	28/03/41	320292	6.064,0	1.675,0	1.040,0	303,0	1.343,0	*1,61*	90,994	4,826	90.06/91.17	90,91	11

Agence de la Dette.indd 61 26/06/12 15:53

		AUCTION		**4.853,0**	**2.505,0**	**455,0**	**2.960,0**	***1,94***					
22/08/11	28/03/14	314238	11.575,0	2.060,0	655,0	0,0	655,0	*3,15*	104,070	2,357	103.70/104.08	104,06	4
	28/09/21	321308	8.939,0	2.110,0	835,0	0,0	835,0	*2,53*	103,005	3,884	102.23/103.05	102,97	10
	28/03/35	304130	14.017,7	2.095,0	1.014,0	0,0	1.014,0	*2,07*	108,741	4,396	107.90/108.90	108,71	13
		AUCTION		**6.265,0**	**2.504,0**	**0,0**	**2.504,0**	***2,50***					
26/09/11	28/09/16	307166	12.175,0	1.501,0	736,0	73,0	809,0	*2,04*	101,028	3,025	100,55/101,10	100,97	9
	28/09/21	321308	9.774,0	1.620,0	900,0	310,0	1.210,0	*1,80*	104,094	3,751	103,55/104,28	104,01	13
	28/03/26	324336	3.500,0	1.770,0	900,0	72,0	972,0	*1,97*	105,007	4,037	103,95/105,21	104,70	17
	28/03/41	320292	7.407,0	1.576,0	963,0	76,0	1.039,0	*1,64*	99,482	4,280	98,61/99,87	99,34	15
		AUCTION		**6.467,0**	**3.499,0**	**531,0**	**4.030,0**	***1,85***					
31/10/11	28/03/14	314238	12.230,0	1.135,0	665,0	0,0	665,0	*1,71*	102,878	2,739	102,45/103,03	102,73	12
	28/06/17	323320	6.179,0	1.120,0	530,0	0,0	530,0	*2,11*	98,007	3,897	97,45/98,15	97,85	11
	28/09/21	321308	10.984,0	1.585,0	960,0	0,0	960,0	*1,65*	99,031	4,372	98,51/99,15	98,95	12
		AUCTION		**3.840,0**	**2.155,0**	**0,0**	**2.155,0**	***1,78***					
28/11/11	28/03/18	312216	10.103,0	972,0	165,0	203,0	368,0	*5,89*	92,335	5,462	91,00/92,70	92,21	6
	28/09/21	321308	11.944,0	1.166,0	450,0	702,0	1.152,0	*2,59*	89,582	5,659	87,50/89,80	89,48	8
	28/03/35	304130	15.031,7	835,0	530,0	224,0	754,0	*1,58*	90,181	5,774	88,00/90,61	90,00	11
	28/03/41	320292	8.446,0	1.235,0	860,0	274,0	1.134,0	*1,44*	78,553	5,784	77,00/78,86	78,31	13
		AUCTION		**4.208,0**	**2.005,0**	**1.403,0**	**3.408,0**	***2,10***					

Agence de la Dette.indd 62 26/06/12 15:53

T3. 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 euro	Opérations de gestion de trésorerie (4)	Total de la Dette Flottante (5)
			1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	12 mois	Total			
J2010	1.623,6	3.980,5			4.074,4	11.726,2	25.997,1	**41.797,6**	347,5	9.893,1	**37.856,2**
F	1.504,0	4.096,5			6.725,1	10.250,5	26.213,8	**43.189,4**	1.290,7	14.349,4	**35.731,3**
M	1.599,0	5.472,0			8.017,5	10.112,5	26.200,5	**44.330,5**	282,3	6.257,5	**45.426,2**
A	1.366,5	5.432,3			7.328,1	9.961,8	26.400,8	**43.690,8**	344,9	11.226,8	**39.607,7**
M	1.316,4	6.664,9			6.668,9	9.918,4	26.362,2	**42.949,5**	457,3	10.050,3	**41.337,8**
J	58,9	11.242,4			5.178,2	9.532,0	26.060,2	**40.770,5**	282,4	15.233,5	**37.120,6**
J	171,4	6.751,2			4.114,8	9.584,8	25.690,6	**39.390,2**	282,4	21.158,5	**25.436,7**
A	214,7	7.575,7			4.157,8	9.392,0	25.389,0	**38.938,8**	362,4	24.922,8	**22.168,8**
S	126,6	7.884,2			4.640,8	9.455,2	25.383,5	**39.479,5**	1.112,1	8.461,6	**40.140,7**
O	123,9	4.546,8			5.267,2	9.375,3	25.468,4	**40.110,9**	2.380,1	11.776,8	**35.384,9**
N	153,3	6.995,2			5.586,6	9.260,9	25.486,5	**40.334,0**	1.867,3	10.304,7	**39.045,1**
D	21,1	7.679,2			6.658,1	8.667,0	25.079,7	**40.404,8**	1.691,6	14.869,0	**34.927,6**
J2011	293,4	5.507,2			7.534,7	8.595,9	24.921,9	**41.052,5**	1.440,1	15.127,6	**33.165,6**
F	69,8	5.229,7			9.409,2	8.479,0	24.602,4	**42.490,5**	2.912,4	17.638,1	**33.064,2**
M	144,5	5.465,6			10.287,8	8.116,7	24.453,0	**42.857,4**	2.626,8	9.482,3	**41.612,0**
A	173,8	5.071,4			9.439,4	7.930,7	23.882,7	**41.252,7**	2.629,3	13.171,8	**35.955,4**
M	129,8	4.566,3			6.879,7	8.112,4	23.441,3	**38.433,3**	1.682,9	10.759,4	**34.052,9**
J	104,2	5.017,7			4.828,6	8.078,7	23.165,7	**36.072,9**	1.656,2	9.758,5	**33.092,4**
J	131,9	5.065,5			5.896,8	7.898,5	22.368,6	**36.163,9**	3.096,6	16.149,3	**28.308,6**
A	82,5	5.717,0			6.982,6	7.982,6	22.160,4	**37.125,5**	3.146,6	19.670,2	**26.401,4**
S	97,2	7.818,8			9.413,4	8.133,4	21.447,0	**38.993,8**	3.375,9	8.991,8	**41.293,8**
O	62,3	7.135,3			10.455,1	8.296,1	20.955,3	**39.706,5**	7.687,8	11.035,5	**43.556,3**
N	83,5	10.089,5			11.267,7	8.353,0	19.733,1	**39.353,8**	9.766,8	14.985,2	**44.308,3**
D	103,4	10.178,1			8.670,5	7.534,2	18.891,0	**35.095,7**	7.381,0	17.879,4	**34.878,9**

(1) avoirs des particuliers auprès des CCP

(2) emprunts et placements faits sur le marché interbancaire

(3) certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91

(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

Agence de la Dette.indd 63 26/06/12 15:53

Annexes

T4. RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRÉSORERIE EN 2011 (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)	Exercice non comp.	Total accepté	Bid to Cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid min/ max	Taux limite	Adju-dica-taires
04/01/11		14/04/11	666358	**3**	4.139,0	3.640,0	1.008,0	66,0	1.074,0	3,61	0,661	-33,80	0,650/0,800	0,670	12
		16/06/11	668370	**6**	2.005,0	3.155,0	1.635,0	0,0	1.635,0	1,93	0,722	-50,20	0,710/0,850	0,730	15
18/01/11	5.579,0	14/04/11	666358	**3**	5.213,0	3.625,0	1.551,0	0,0	1.551,0	2,34	0,631	-38,10	0,620/0,700	0,640	13
		19/01/12	675441	**12**	0,0	3.205,0	1.605,0	377,0	1.982,0	2,00	1,443	-10,90	1,415/1,610	1,455	14
01/02/11		19/05/11	667364	**3**	3.744,0	3.765,0	2.002,0	272,0	2.274,0	1,88	0,940	-14,20	0,930/1,010	0,950	12
		14/07/11	669386	**6**	1.860,0	3.290,0	1.705,0	81,0	1.786,0	1,93	0,992	-33,90	0,960/1,045	1,000	13
15/02/11	6.439,0	19/05/11	667364	**3**	6.018,0	4.485,0	1.604,0	335,0	1.939,0	2,80	0,874	-21,60	0,850/0,950	0,880	12
		16/02/12	676456	**12**	0,0	3.160,0	1.680,0	223,0	1.903,0	1,88	1,542	-17,80	1,525/1,610	1,550	16
01/03/11		16/06/11	668370	**3**	3.640,0	4.130,0	1.560,0	0,0	1.560,0	2,65	0,916	-18,00	0,900/0,990	0,920	12
		18/08/11	670392	**6**	2.140,0	3.980,0	1.565,0	0,0	1.565,0	2,54	1,046	-33,60	1,035/1,100	1,050	12
15/03/11	6.663,0	16/06/11	668370	**3**	5.200,0	4.520,0	1.603,0	310,0	1.913,0	2,82	0,916	-25,10	0,910/1,075	0,920	9
		15/03/12	677462	**12**	0,0	3.300,0	1.804,0	209,0	2.013,0	1,83	1,526	-38,70	1,510/1,750	1,535	15
05/04/11		14/07/11	669386	**3**	3.646,0	3.887,0	1.002,0	72,0	1.074,0	3,88	1,006	-25,60	0,990/1,190	1,015	11
		15/09/11	671408	**6**	2.006,0	3.385,0	1.590,0	20,0	1.610,0	2,13	1,147	-42,10	1,115/1,250	1,150	16
12/04/11	6.764,0	14/07/11	669386	**3**	4.720,0	2.870,0	703,0	0,0	703,0	4,08	0,947	-37,30	0,935/0,990	0,950	9
		19/04/12	678478	**12**	0,0	4.350,0	1.615,0	173,0	1.788,0	2,69	1,668	-42,50	1,665/1,715	1,675	14
03/05/11		18/08/11	670392	**3**	3.705,0	2.635,0	780,0	0,0	780,0	3,38	1,199	-20,30	1,180/1,290	1,200	11
		20/10/11	672414	**6**	2.008,0	3.180,0	1.555,0	0,0	1.555,0	2,05	1,341	-34,70	1,325/1,470	1,345	16
17/05/11	7.957,0	18/08/11	670392	**3**	4.485,0	3.380,0	702,0	166,0	868,0	4,81	1,131	-8,30	1,120/1,210	1,135	6
		17/05/12	679484	**12**	0,0	3.940,0	1.712,0	238,0	1.950,0	2,30	1,672	-47,70	1,665/1,720	1,680	16
31/05/11		15/09/11	671408	**3**	3.616,0	2.995,0	710,0	0,0	710,0	4,22	1,162	-27,10	1,140/1,250	1,170	12
		17/11/11	673420	**6**	2.160,0	4.090,0	1.606,0	0,0	1.606,0	2,55	1,340	-37,20	1,330/1,430	1,345	14
14/06/11	7.113,0	15/09/11	671408	**3**	4.326,0	3.280,0	708,0	0,0	708,0	4,63	1,254	-22,30	1,250/1,330	1,260	10
		14/06/12	680490	**12**	0,0	3.525,0	1.615,0	130,0	1.745,0	2,18	1,625	-51,20	1,615/1,730	1,630	15

Agence de la Dette.indd 64 26/06/12 15:53

Date d'adju	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju	Montant offert	Montant accepté (comp)	Exercice non comp.	Total accepté	Bid to Cover	Taux moyen pondéré	Spread Euribor	Bid min/ max	Taux limite	Adju-dica-taires
05/07/11		20/10/11	672414	**3**	3.563,0	3.585,0	1.206,0	0,0	1.206,0	2,97	1,313	-25,50	1,295/1,350	1,320	13
		15/12/11	674436	**6**	1.910,0	4.165,0	1.608,0	0,0	1.608,0	2,59	1,403	-40,70	1,375/1,450	1,410	13
12/07/11	5.423,0	20/10/11	672414	**3**	4.769,0	1.975,0	1.645,0	0,0	1.645,0	1,20	1,305	-29,40	1,210/1,480	1,380	13
		19/07/12	681506	**12**	0,0	1.650,0	1.070,0	0,0	1.070,0	1,54	1,884	-29,40	1,820/2,050	1,950	9
02/08/11		17/11/11	673420	**3**	3.766,0	2.410,0	1.185,0	0.0	1.185,0	2,03	1,146	-45,90	1,115/1,250	1,160	12
		19/01/12	675441	**6**	1.982,0	3.266,0	1.566,0	85,0	1.651,0	2,09	1,241	-57,50	1,225/1,340	1,255	13
16/08/11	5.353,0	17/11/11	673420	**3**	4.951,0	4.425,0	1.300,0	251,0	1.551,0	3,40	0,879	-65,70	0,865/0,950	0,890	9
		16/08/12	682512	**12**	0,0	3.400,0	1.704,0	235,0	1.939,0	2,00	1,113	-96,70	1,090/1,170	1,120	15
30/08/11		15/12/11	674436	**3**	3.518,0	3.345,0	1.610,0	0,0	1.610,0	2,08	0,817	-72,30	0,795/0,910	0,825	14
		16/02/12	676456	**6**	1.903,0	3.365,0	1.760,0	0,0	1.760,0	1,91	0,904	-84,30	0,885/0,990	0,915	14
13/09/11	5.034,0	15/12/11	674436	**3**	5.128,0	3.665,0	1.980,0	264,0	2.244,0	1,85	1,067	-46,10	1,040/1,200	1,080	15
		20/09/12	683528	**12**	0,0	2.335,0	1.035,0	261,0	1.296,0	2,26	1,420	-63,20	1,370/1,900	1,450	9
04/10/11		19/01/12	675441	**3**	3.633,0	6.135,0	1.800,0	0,0	1.800,0	3,41	0,909	-64,80	0,900/1,100	0,920	8
		15/03/12	677462	**6**	2.013,0	4.385,0	1.715,0	0,0	1.715,0	2,56	0,923	-83,30	0,905/1,100	0,940	13
18/10/11	6.414,0	19/01/12	675441	**3**	5.433,0	4.056,0	1.936,0	157,0	2.093,0	2,10	1,128	-45,10	1,090/1,420	1,150	12
		18/10/12	684534	**12**	0,0	3.060,0	1.330,0	193,0	1.523,0	2,30	1,673	-44,40	1,640/2,040	1,690	8
08/11/11		16/02/12	676456	**3**	3.663,0	4.030,0	1.670,0	0,0	1.670,0	2,41	0,957	-51,70	0,930/1,100	0,970	12
		19/04/12	678478	**6**	1.788,0	3.081,0	1.661,0	0,0	1.661,0	1,85	1,086	-60,60	1,055/1,200	1,100	15
15/11/11	6.502,0	16/02/12	676456	**3**	5.333,0	2.655,0	1.830,0	53,0	1.883,0	1,45	1,575	11,80	1,390/2,500	1,880	16
		15/11/12	685549	**12**	0,0	1.470,0	895,0	50,0	945,0	1,64	3,396	137,40	3,000/4,500	3,600	12
29/11/11		15/03/12	677462	**3**	3.728,0	2.814,0	502,0	312,0	814,0	5,61	2,185	70,80	2,100/2,800	2,200	7
		17/05/12	679484	**6**	1.950,0	1.418,0	513,0	275,0	788,0	2,76	2,438	73,20	2,380/3,000	2,460	12
13/12/11	7.372,0	15/03/12	677462	**3**	4.542,0	2.578,0	300,0	139,0	439,0	8,59	0,780	-64,60	0,780/0,970	0,780	2
		13/12/12	686554	**12**	0,0	1.768,0	801,0	255,0	1.056,0	2,21	2,167	15,90	2,130/2,500	2,210	9

Agence de la Dette.indd 65 26/06/12 15:53

Annexes

T5. PLACEMENTS « BONS DU TRÉSOR - FONDS DE VIEILLISSEMENT (situation au 31 décembre 2011)						
Titres « BT - FV «	Montant placé		Taux	Intérêts proratisés au 31/12/2011	Portefeuille au 31/12/2011	Montant à l'éch.fin.
21/11/2003 - 16/04/2012	1.000.000.000,00	(1)	4,31747266	409.350.668,15	1.409.350.668,15	1.426.757.473,64
21/11/2003 - 15/04/2013	1.000.000.000,00	(1)	4,44964500	423.911.974,55	1.423.911.974,55	1.506.014.320,05
22/01/2004 - 15/10/2012	296.159.365,37	(2)	4,22902667	115.462.589,67	411.621.955,04	425.297.020,86
22/01/2004 - 15/04/2014	1.000.000.000,00	(2)	4,37400828	405.306.563,26	1.405.306.563,26	1.549.902.169,97
22/01/2004 - 15/04/2015	1.000.000.000,00	(2)	4,45786790	414.305.659,52	1.414.305.659,52	1.632.358.619,37
22/01/2004 - 15/04/2016	1.000.000.000,00	(2)	4,56395979	425.762.685,10	1.425.762.685,10	1.726.649.079,02
22/01/2004 - 18/04/2017	1.000.000.000,00	(2)	4,67063142	437.364.035,43	1.437.364.035,43	1.830.675.165,94
22/01/2004 - 16/04/2018	1.000.000.000,00	(2)	4,74408188	445.400.225,78	1.445.400.225,78	1.934.933.570,10
03/12/2004 - 15/04/2019	1.250.000.000,00	(3)	4,20204082	423.065.197,86	1.673.065.197,86	2.258.592.546,19
03/12/2004 - 15/04/2020	1.250.000.000,00	(3)	4,24643832	428.120.249,61	1.678.120.249,61	2.369.231.756,61
20/05/2005 - 15/04/2021	442.653.633,07	(4)	3,76448399	122.722.418,79	565.376.051,86	797.041.035,55
28/12/2006 - 15/10/2021	555.628.202,07	(5)	4,01888850	121.357.877,86	676.986.079,93	995.830.949,11
27/04/2007 - 15/04/2021	176.663.398,98	(6)	4,32873520	38.797.164,55	215.460.563,53	319.446.696,28
29/07/2010 - 15/04/2022	955.744.555,41	(7)	3,649	50.170.022,58	1.005.914.577,99	1.454.746.084,10
28/10/2010 - 17/04/2023	619.003.211,29	(8)	3,649	26.694.929,08	645.698.140,37	968.034.074,05
15/04/2011 - 17/10/2022	630.519.393,87	(9)	4,370	19.582.358,62	650.101.752,49	1.031.807.640,16
17/10/2011 - 16/10/2023	700.000.000,00	(10)	4,055	5.816.999,21	705.816.999,21	1.128.040.170,06
17/10/2011 - 15/04/2024	197.230.872,37	(10)	4,109	1.660.495,59	198.891.367,96	326.308.870,32
Total	**14.073.602.632,43**			**4.314.852.115,21**	**18.388.454.747,64**	**23.681.667.24138**

(1) Credibe (2.000.000.000,00).

(2) Fonds de pension Belgacom (5.000.000.000,00) ; dividende Belgacom (290.000.021,25) ; intérêts court terme (6.159.344,12).

(3) Fadels (2.500.000.000,00).

(4) DLU (422.897.175,76) ; solde Credibe (19.754.399,06) ; intérêts court terme (2.058,25).

(5) 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).

(6) Solde budgétaire 2006 (176.000.000,00) ;intérêts court terme (663.398,98).

(7) Échéance finale BT-FV 15 avril 2010 (955.734.250,39) ; intérêts court terme (10.305,02)

(8) Échéance finale BT-FV 15 octobre 2010 (618.936.159,87); intérêts court terme (67.051,42)

(9) Échéance finale BT-FV 15 avril 2010 (629.682.696,99); intérêts court terme (836.696,88)

(10) Échéance finale BT-FV 17 octobre 2011 (897.230.872,37);

Agence de la Dette.indd 66 26/06/12 15:53

Evolution du rating de la dette de l'Etat fédéral

Moody's :

- 07/10/2011 : rating Aa1 placed on review for downgrade;
- 16/12/2011 : rating downgraded from Aa1 to Aa3, negative outlook;

S&P :

- 25/11/2011 : rating downgraded from AA+ to AA, negative outlook;
- 05/12/2011 : rating AA placed on creditwatch negative;
- 13/01/2012 : rating AA affirmed, outlook negative;

Fitch Ratings :

- 23/05/2011 : rating AA+ affirmed, outlook revised from stable to negative;
- 20/10/2011 : rating AA+, outlook negative, affirmed;
- 16/12/2011 : rating AA+ placed on creditwatch negative;
- 27/01/2012 : rating downgraded from AA+ to AA, outlook negative.

Agence de la Dette.indd 67 26/06/12 15:53

Organisation et évaluation de l'Agence de la Dette

L'Agence de la Dette a pris une part active dans la réalisation au sein de l'Administration générale de la Trésorerie et, en général au sein du SPF Finances, des Arrêtés Royaux du 17 août 2007 (MB du 18 octobre 2007) concernant le contrôle interne, l'audit interne et le comité d'audit.

Le modèle de contrôle adopté par l'Agence de la Dette était détaillé jusqu'au suivi journalier des transactions financières assuré par l'audit interne de l'Agence de la Dette.

Pour la première fois, les données financières et budgétaires de la dette pour 2011 provenaient du nouveau système de comptabilité en partie double de la dette et ont été intégrées dans la comptabilité générale et dans la comptabilité budgétaire de l'autorité fédérale tenues par le Service Comptable Fédéral du SPF Budget et Contrôle de Gestion tel que défini dans l'environnement « Fedcom ». Dans le cadre de l'élaboration des comptes de la comptabilité nationale, l'Agence de la Dette fournit également des rapports spécifiques à l'Institut des Comptes Nationaux, établis conformément aux normes du Système européen de comptes (SEC 1995) et au "Protocol on the excessive deficit procedure" (EDP).

Agence de la Dette.indd 68 26/06/12 15:53

Liste des intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2012

Primary Dealers

- ABN AMRO
  Gustaf Mahlerlaan 10, PO Box 283,
  NL-1000 EA Amsterdam

- BANCO SANTANDER
  Ciudad Grupo Santander,
  Avda. de Cantabria, s/n,
  E-28660-Boadilla del Monte (Madrid)

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

- BNP PARIBAS FORTIS BANK NV/SA
  Warandeberg 3, B-1000-Brussel

- CITIGROUP GLOBAL MARKETS
  Citigroup Centre, Canada Square,
  Canary Wharf, GB-London E14 5LB

- CREDIT AGRICOLE CIB
  Quai du Président Paul Doumer 9,
  F-92920-Paris La Defense Cédex

- DEUTSCHE BANK
  Taunus Anlage, 12,
  D-60262-Frankfurt Am Main

- GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL
  Peterborough Court, 133 Fleet Street,
  GB-London EC4A 2BB

- HSBC FRANCE
  109, Avenue des Champs Elysees,
  F-75008-Paris Cédex 08

- ING BANK NV
  Amstelveenseweg 500,
  NL-1081 KL Amsterdam

- JP MORGAN SECURITIES LTD LONDON
  125 London Wall,
  B-London-EC2Y 5AJ

- KBC BANK
  Havenlaan 12,
  B-1080-Brussel

- MORGAN STANLEY
  20 Bank Street - Canary Wharf,
  GB-LONDON-E14 4AD

- NOMURA INTERNATIONAL PLC
  One Angel Lane,
  GB-London EC4R 3AB

- ROYAL BANK OF CANADA CAPITAL MARKETS
  One Queenhithe, Thames Court,
  GB-London EC4V 4DE

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

- SOCIETE GENERALE
  Cours Valmy 17, Tour Societe Generale,
  F-92987-Paris La Defense Cédex

- UBS LIMITED
  1, Finsbury Avenue,
  GB-London EC2M 2PP

Agence de la Dette.indd 69 26/06/12 15:53

Recognized dealers

- BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
  Plaza de San Nicolas,
  4, E-48005 Bilbao

- COMMERZBANK AG
  Mainzer Landstrasse,
  153, D-60261 Frankfurt Am Main

- JEFFERIES INTERNATIONAL LTD
  Vintners Place, 68 Upper Thames Street,
  GB-London-EC4V 3BJ

- NORDEA BANK DANMARK
  3, Strandgade,
  DK-0900 Copenhagen

- SCOTIABANK EUROPE PLC
  201 Bishopsgate, 6th Floor,
  GB-London EC2M 3NS

BTB Dealers

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

- BNP PARIBAS FORTIS BANK NV/SA
  Warandeberg 3,
  B-1000-Brussel

- CITIBANK INTERNATIONAL PLC
  Citigroup Centre, 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
  Pachecolaan 44,
  B-1000-Brussel

- GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL (arranger)
  Peterborough Court, 133 Fleet Street,
  GB-London EC4A 2BB

- KBC BANK
  Havenlaan 12,
  B-1080-Brussel

- UBS LIMITED
  1, Finsbury Avenue,
  GB-London EC2M 2PP

Etablissements placeurs de bons d'Etat en 2012

- ABN AMRO Private Banking
  Roderveldlaan, 5 bus 4
  2600 Berchem

- BANK VAN DE POST
  Anspachlaan, 1
  1000 Brussel

- BANK DEGROOF
  Nijverheidstraat, 44
  1040 Brussel

- BKCP
  Waterloolaan, 16
  1000 Brussel

- BNP-PARIBAS FORTIS
  Warandeberg, 3
  1000 Brussel

- LANDBOUWKREDIET
  Sylvain Dupuislaan, 251
  1070 Brussel

- DELTA LLOYD
  Sterrenkundelaan, 23
  1210 Brussel

Agence de la Dette.indd 70 26/06/12 15:53

- DEUTSCHE BANK
  Marnixlaan, 13-15
  1000 Brussel

- DEXIA BANK
  Pachecolaan, 44
  1000 Brussel

- DIERICKX, LEYS & CIE
  Kasteelpleinstraat, 44
  2000 Antwerpen

- GOLDWASSER EXCHANGE SPRL
  Adolphe Demeurlaan, 35
  1060 Brussel

- ING BELGIUM
  Marnixlaan, 24
  1000 Brussel

- KBC BANK
  Havenlaan, 2
  1080 Brussel

- LELEUX ASSOCIATED BROKERS
  Wildewoudstraat, 17
  1000 Brussel

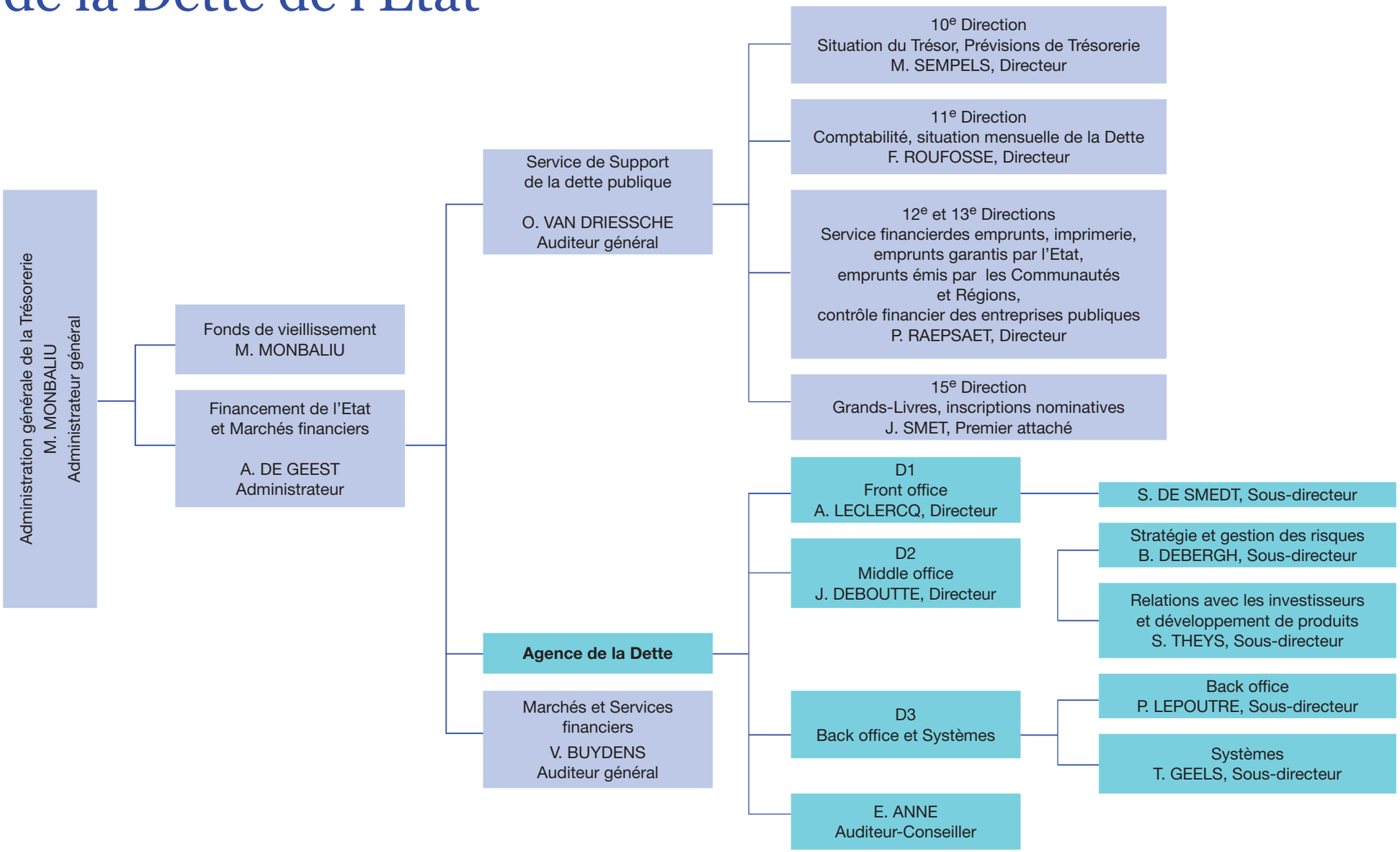
- PETERCAM
  Sint-Goedeleplein, 19
  1000 Brussel

- VAN DE PUT & C°
  Van Putlei ,74-76
  2018 Antwerpen

- VDK BANK
  Sint-Michielsplein, 16
  9000 Gent

Agence de la Dette.indd 71 26/06/12 15:53

Organigramme de l'Agence de la Dette et du Service de la Dette de l'Etat



Agence de la Dette.indd 72 26/06/12 15:53

Mentions légales

Contact avec le Service Public Fédéral Finances
Administration de la Trésorerie
Agence de la Dette
Avenue des Arts 30 - B-1040 Bruxelles
Tél.: + 32(0)257 47082
E-mail : public.debt@minfin.fed.be
Website : www.debtagency.be

Rédaction
Marc Monbaliu – Administrateur Général

Editeur responsable
Marc Monbaliu, Administrateur Général

Réalisation
Mazy Graphic Design sprl
www.mazygraphic.be

La version électronique de ce rapport sera disponible sous peu sur www.debtagency.be

Dit rapport bestaat ook in het Nederlands. This report is also available in English

Agence de la Dette.indd 73 26/06/12 15:53

www.minfin.fgov.be
www.debtagency.be

Editeur responsable : Marc Monbaliu – Dépôt légal : D/2012/0676/2

Agence de la Dette.indd 74 26/06/12 15:53