Dette de l'Etat fédéral
Agence de la Dette

Rapport annuel 2013

Service Public
Fédéral
FINANCES

.be

Table des matières

Table des matières **3**

Les grands chiffres de la Dette de l'Etat **6**

I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2013

1. Evolution de l'économie belge et des taux d'intérêt **11**
1.1 Economie 11
1.2 Taux d'intérêt 11

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2013 ..... **13**
2.1 Evolution au niveau des différents sous-secteurs 13
2.2 Recettes et dépenses 14
2.3 Comparaison européenne 16

II. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2013

1. Besoins et moyens de financement **19**

2. Une politique d'émission basée sur deux types de produits **20**
2.1 Des produits liquides et standardisés 20
2.1.1 Obligations linéaires (OLO) 20
2.1.1.1 Syndications 20
2.1.1.2 Adjudications 24
2.1.1.3 Souscriptions non compétitives 27
2.1.1.4 Adjudications d'ORI 30
2.1.1.5 Rachats 30
2.1.1.6 Strips 31
2.1.2 Certificats de Trésorerie (CT) 32
2.1.3 Bons d'Etat 37
2.2 Des produits taillés sur mesure 38
2.2.1 Programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN) 38
2.2.2 Contrats de "Schuldscheine" 39
2.2.3 Belgian Treasury Bills (BTB) 40
2.2.4 Bons du Trésor - Fonds de vieillissement 40

3. Emprunts perpétuels et emprunts à lots : remboursements **42**
3.1 Emprunts à lots 42
3.2 Emprunts perpétuels 42

4. Les Directives générales et la maîtrise des risques **43**
4.1 Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux 43
4.2 Le risque de crédit 44

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Poursuite de l'amélioration de la situation économique dans la zone euro **49**

2. Garanties de l'Etat dans certaines institutions financières **50**
2.1 Dexia - garantie 2008 50
2.2 Dexia - garantie 2011/2013 50
2.3 RPI (Fortis OUT) 51
2.4 Fortis RPN (CASHES) 51
2.5 KBC 51

3. Nouvelle augmentation de la durée moyenne et de la duration de la dette **52**

4. La distribution de la dette fédérale belge **53**
4.1. Les Obligations linéaires (OLO) 53
4.1.1 La détention des OLO 53
4.1.2 Le marché primaire des OLO 53
4.1.3 Le marché secondaire des OLO 55
4.2. Les Certificats de Trésorerie 57

4.2.1 La détention des Certificats de Trésorerie 57
4.2.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie 57
4.2.3 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie 57

5. Création du cadre pour l'émission d'instruments de la dette liés à l'inflation 59

6. Mesures de consolidation des actifs financiers des administrations publiques 60

7. Nouveau système informatique de gestion de la dette publique fédérale belge 60

8. Attribution d'une notation pour les émissions d'OLO et d'EMTN du Trésor 61

ANNEXES

A. Evolution du rating de l'Etat Fédéral 63

B. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2014 64
Primary Dealers 64
Recognized Dealers 64
BTB Dealers 65
Etablissements placeurs (Bons d'Etat) 65

C. Organigramme 66

D. Contacts (Agence de la Dette) 67

Colophon 69

Avant-propos de Monsieur Koen Geens, Ministre des Finances

Contrairement à l'année 2012, notre pays a connu une croissance économique positive en 2013. Le PIB a augmenté de 0,2% essentiellement grâce à la consommation privée et aux exportations. L'évolution de notre PIB au cours de l'année 2013 démontre que la reprise économique s'est renforcée à la fin de l'année : en effet, au dernier trimestre de l'année, le PIB s'est accru de 0,8% comparé au trimestre correspondant de 2012. Les prestations de l'économie belge ont ainsi été supérieures à celles de la plupart des pays européens.

Cette reprise économique modérée ne s'est pas traduite pour autant en une diminution du taux de chômage. Le chômage a au contraire augmenté : en 2013, 8,5% de la population active étaient sans emploi (contre 7,6% en 2012). Traditionnellement, l'emploi réagit avec un certain décalage aux évolutions économiques.

En 2013, les finances publiques se sont améliorées. Ainsi, le déficit de l'ensemble des pouvoirs publics s'est élevé à 2,6% du PIB, soit une amélioration de 1,4 point de pourcentage par rapport à l'année 2012, pour laquelle le déficit s'est élevé à 4,0% du PIB. C'est la première fois depuis l'année 2008 que ce solde reste en dessous de la limite des 3% marquant un déficit public excessif. Cette évolution résulte en grande partie d'une diminution des dépenses, dont les charges d'intérêts, et d'une augmentation des recettes. Les charges d'intérêts ont diminué pour passer de 3,4% du PIB en 2012 à 3,2% du PIB en 2013. Le taux d'intérêt moyen pondéré de la dette a également diminué en 2013 pour passer à 3,33% (contre 3,49% en 2012).

Après la révision du périmètre du secteur public par l'Institut des Comptes Nationaux et Eurostat en 2013, le taux d'endettement des administrations publiques s'est élevé à 101,2% du PIB. L'introduction prévue au niveau européen d'une nouvelle méthode de calcul du PIB et un affinement plus précis du périmètre du secteur public provoqueront en septembre 2014 un point de discontinuité dans la série de chiffres mesurant le ratio d'endettement.

L'Administration générale de la Trésorerie – en particulier l'Agence de la Dette – a réussi à assurer de manière optimale les besoins de financement de l'Etat et ce grâce à une gestion efficace de la dette. L'Agence est ainsi parvenue à émettre en 2013 des emprunts à moyen et long termes (essentiellement des OLO) pour 46,72 milliards d'EUR, soit 4,71 milliards d'EUR de plus qu'initialement prévu. Cependant, le déficit de caisse du pouvoir fédéral s'est avéré moins élevé que ce que l'on attendait. L'Agence a voulu tirer pleinement avantage des conditions de financement favorables : le taux moyen pondéré des dettes émises à plus d'un an en 2013 s'élevait seulement à 2,23%.

Les moyens supplémentaires ont été consacrés à une diminution de la dette à court terme et aux préfinancements par des rachats d'emprunts échéant en 2014 et ultérieurement. C'est ainsi que la duration et la durée moyenne pondérée de la dette ont augmenté tandis que les risques de refinancement et de refixation des taux ont fortement diminué. Je remercie à cet égard l'Agence pour les efforts qu'elle continue de fournir dans la gestion de la dette.

Le Ministre des Finances,
Koen Geens

Les grands chiffres de la Dette de l'Etat

(en milliards d'EUR *ou en %,* à fin décembre)

I. ENCOURS DES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2013	2012
1. Encours brut de la dette fédérale	**371,73**	**365,16**
• Financements et placements du Trésor	2,05	0,06
• Financement autres entités	1,05	3,04
• Titres en portefeuille	6,81	7,13
• Réserve pour placements	0,07	0,25
Encours net de la dette fédérale	361,74	354,69
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR après swap :	**371,13**	**365,16**
• Obligations linéaires (OLO)	300,62	286,55
• Certificats de Trésorerie	24,65	31,71
• EMTN émis en EUR	3,97	3,33
• Schuldscheine	1,86	1,00
• Emprunts classiques	0,00	0,04
• Bons d'Etat	4,62	7,17
• Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	19,96	19,17
• Belgian Treasury Bills (BTB)	0,46	0,36
• Emprunts privés, interbancaires et divers	9,85	10,69
• EMTN émis en devises	4,82	4,79
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0,33	0,35
En % de la dette en EUR :		
• *Obligations linéaires (OLO)*	*81,00 %*	*78,47 %*
• *Certificats de Trésorerie*	*6,64 %*	*8,68 %*
• *EMTN*	*2,37 %*	*2,22 %*
• *Schuldscheine*	*0,50 %*	*0,27 %*
• *Bons du Trésor - Fonds de vieillissement*	*5,38 %*	*5,25 %*
• *Bons d'Etat*	*1,24 %*	*1,96 %*
• *Autres*	*2,87 %*	*3,13 %*
B. Instruments en monnaies étrangères :	**0,59**	**0,00**
• Dette à long et moyen termes	0,00	0,00
• Belgian Treasury Bills (BTB)	0,59	0,00

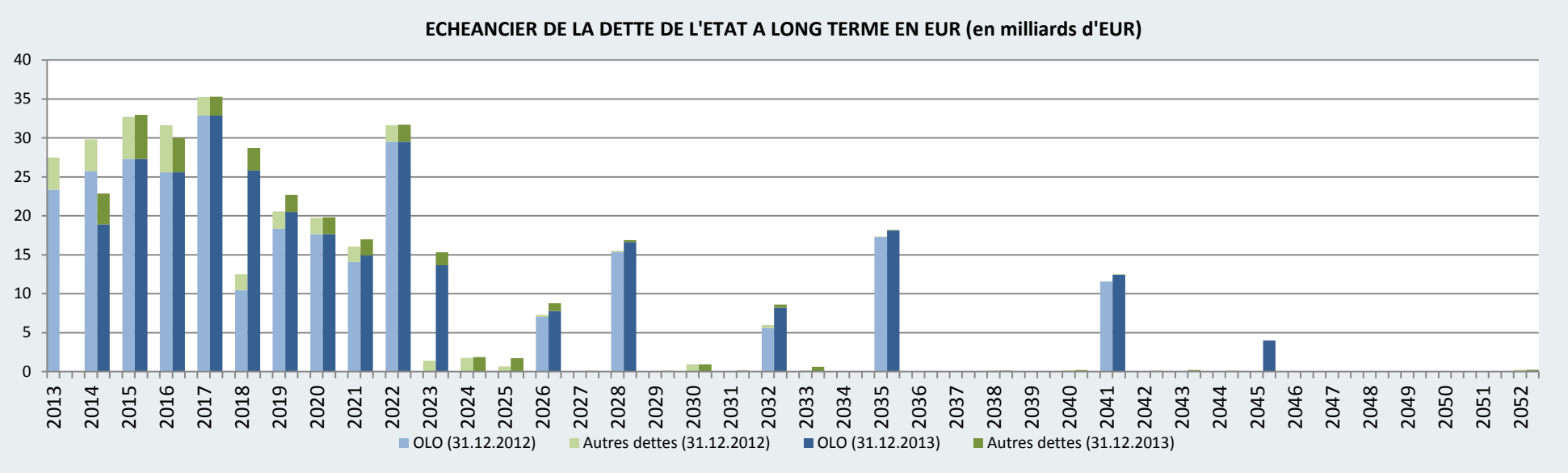
II. EVOLUTION DE L'ENCOURS NET DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL SUR L'ANNEE	2013	2012
1. Evolution	**6,47**	**8,74**
• Solde net à financer (SNF)	5,69	7,98
• Différences de change	0,02	0,00
• Capitalisation d'intérêts	0,79	0,79
• Dette de certains organismes	-0,03	-0,03
2. Evolution en %	***1,74 %***	***2,39 %***

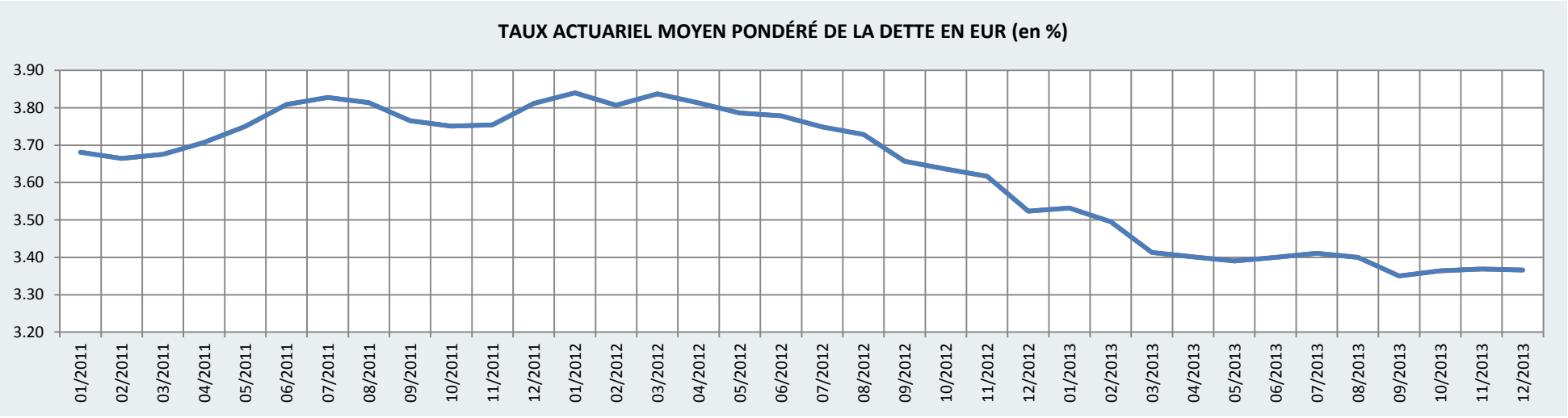
III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2013	2012
1. Rating octroyé par les agences de rating		
• Rating pour le long terme (Fitch/S&P/Moody's)	AA/AA/Aa3	AA/AA/Aa3
2. Répartition selon les monnaies après swap		
• *Dette en EUR*	*99,84 %*	*100,00 %*
• *Dette en devises*	*0,16 %*	*0,00 %*

3. Répartition selon le terme		
• *Long et moyen termes (>1 an)*	*91,21 %*	*89,23 %*
• *Court terme*	*8,79 %*	*10,77 %*
4. Répartition selon le taux		
• *Taux fixe*	*90,09 %*	*86,83 %*
• *Taux variable*	*9,91 %*	*13,17 %*
5. Duration effective		
• de la dette en EUR	6,06	5,96
• de la dette en devises	0,06	0,02
6. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	12,20	12,86
7. Taux d'intérêt moyen pondéré	*3,37 %*	*3,52 %*

IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE (TRESOR) A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUV. PUBLICS	**2013**	**2012**
1. Encours de la dette fédérale	371,73	365,17
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales (*)	13,19	10,88
3. Dette des Communautés et Régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	51,12	51,46
4. Effet de consolidation	48,93	47,45
5. Autres corrections	0,04	0,10
Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	**387,16**	**380,16**
6. PIB	382,69	375,85
Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)/6	***101,17%***	***101,15 %***

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


ECHEANCIER DE LA DETTE DE L'ETAT A LONG TERME EN EUR (en milliards d'EUR)
40
35
30
25
20
15
10
5
0
2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025 2026 2027 2028 2029 2030 2031 2032 2033 2034 2035 2036 2037 2038 2039 2040 2041 2042 2043 2044 2045 2046 2047 2048 2049 2050 2051 2052
OLO (31.12.2012)
Autres dettes (31.12.2012)
OLO (31.12.2013)
Autres dettes (31.12.2013)


TAUX ACTUARIEL MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE EN EUR (en %)
3.90
3.80
3.70
3.60
3.50
3.40
3.30
3.20
01/2011 02/2011 03/2011 04/2011 05/2011 06/2011 07/2011 08/2011 09/2011 10/2011 11/2011 12/2011 01/2012 02/2012 03/2012 04/2012 05/2012 06/2012 07/2012 08/2012 09/2012 10/2012 11/2012 12/2012 01/2013 02/2013 03/2013 04/2013 05/2013 06/2013 07/2013 08/2013 09/2013 10/2013 11/2013 12/2013

REPARTITION MENSUELLE DES COMPOSANTES DE LA DETTE FLOTTANTE - ENCOURS MENSUELS (en millions d'EUR)									
Mois	CCP (1)	Interbancaire + divers (2)	Certificats de Trésorerie (3)				Bons du Trésor en EUR	Opérations de gestion de trésorerie (4)	Total de la Dette Flottante (5)
			3 mois	6 mois	12 mois	Total			
01/2012	52,4	10 390,7	8 177,0	7 045,8	18 322,2	33 545,0	5 599,5	18 864,3	30 723,2
02/2012	67,8	9 211,1	8 495,5	6 352,7	17 976,6	32 824,8	5 298,4	15 872,0	31 530,1
03/2012	49,2	11 269,1	10 827,5	5 998,1	17 725,0	34 550,6	5 165,0	13 490,1	37 543,9
04/2012	51,6	6 408,7	10 677,9	6 049,5	17 900,9	34 628,3	3 304,6	15 643,5	28 749,7
05/2012	110,5	7 312,6	9 985,6	6 940,6	18 216,1	35 142,4	1 280,5	16 589,4	27 256,6
06/2012	115,1	6 984,7	9 645,7	7 540,4	18 174,6	35 360,8	1 281,5	18 618,5	25 123,6
07/2012	28,9	5 832,9	9 409,7	8 489,9	18 599,4	36 499,0	965,4	22 634,6	20 691,6
08/2012	160,4	5 024,7	8 952,3	8 656,5	18 431,4	36 040,2	644,7	23 823,0	18 046,9
09/2012	32,3	5 209,4	8 415,5	8 257,2	18 742,5	35 415,2	359,1	12 493,9	28 522,0
10/2012	211,9	5 999,7	8 740,2	7 859,8	18 848,7	35 448,6	359,3	13 386,5	28 633,1
11/2012	121,5	4 073,6	8 243,2	7 414,7	19 622,7	35 280,6	359,3	15 828,2	24 006,8
12/2012	62,2	7 197,2	6 134,1	5 979,8	19 590,4	31 704,2	360,8	10 410,1	28 914,3
01/2013	312,8	4 262,7	5 963,0	5 999,7	19 725,0	31 687,7	1 475,1	9 660,9	28 077,4
02/2013	64,1	3 613,7	6 774,7	6 235,2	19 888,9	32 898,9	838,1	10 067,1	27 347,6
03/2013	48,5	6 972,0	9 362,3	6 526,9	19 481,5	35 370,6	5 211,3	3 418,7	44 183,7
04/2013	28,1	7 498,0	9 017,1	6 843,6	19 148,5	35 009,2	2 695,7	3 556,3	41 674,8
05/2013	122,3	3 720,3	7 171,4	7 319,5	18 484,7	32 975,7	2 046,0	9 204,6	29 659,7
06/2013	86,0	3 773,3	5 680,8	6 699,4	18 207,4	30 587,6	281,0	11 728,9	22 998,9
07/2013	94,8	3 923,0	4 631,8	6 099,7	18 066,0	28 797,5	281,0	12 996,1	20 100,3
08/2013	78,8	3 371,4	5 172,7	5 666,7	17 724,0	28 563,3	297,1	19 137,2	13 173,4
09/2013	81,0	7 440,1	4 735,5	4 821,8	17 665,0	27 222,3	1 324,2	4 395,8	31 671,8
10/2013	87,0	5 322,6	3 974,6	4 574,6	17 408,8	25 958,0	5 593,9	8 266,0	28 695,4
11/2013	80,1	5 511,3	3 101,8	4 457,5	17 268,9	24 828,2	7 122,9	7 003,4	30 539,1
12/2013	104,5	6 862,3	2 857,8	4 116,6	17 677,4	24 651,8	461,4	7 937,6	24 142,4

(1) Avoirs des particuliers auprès des CCP
(2) Emprunts et placements faits sur le marché interbancaire
(3) Certificats émis par adjudication après la réforme du 29/01/91. Le montant indiqué représente un encours NET encaissé par le Trésor, c.à.d. déduction faite de l'intérêt escompté et des remboursements du mois écoulé. Y compris, pour le 3 mois, les maturités inférieures à 3 mois.
(4) Opérations réalisées afin d'équilibrer la trésorerie journalière. Surplus de trésorerie relevant de recettes fiscales ou d'émissions de certificats de Trésorerie
(5) Total de la dette flottante (4) déduit.

I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2013

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

1.1 Economie

En 2013, l'économie mondiale a affiché une croissance du PIB de 3%. Ce taux de croissance est inférieur d'un point de pourcentage par rapport à celui de 2012. Des disparités se sont manifestées entre les blocs économiques : la croissance s'est ralentie dans les pays émergents, tandis que les conditions économiques se sont renforcées dans les économies avancées. L'amélioration de la conjoncture dans ces économies s'est toutefois peu reflétée dans les taux de croissance, ce qui résulte en partie des effets de la consolidation budgétaire et des ajustements structurels. Aux Etats-Unis, la croissance du PIB a diminué pour passer de 2,8% en 2012 à 1,9% en 2013. Cette croissance modérée a été soutenue par les dépenses de consommation des ménages et par les investissements en logements.

Dans un environnement apaisé par l'éloignement de la crise des dettes souveraines, l'activité économique de la zone euro s'est contractée de 0,4% sur une base annuelle en 2013 (-0,7% en 2012) et ce, en dépit d'un redressement de tendance amorcé au deuxième trimestre de l'année sous revue. Globalement, l'activité a été soutenue par les exportations nettes et accompagnée par des signes de reprise de la demande intérieure. Il faut également noter que les niveaux d'activité ont présenté de très sensibles différences dans les différents pays de la zone euro.

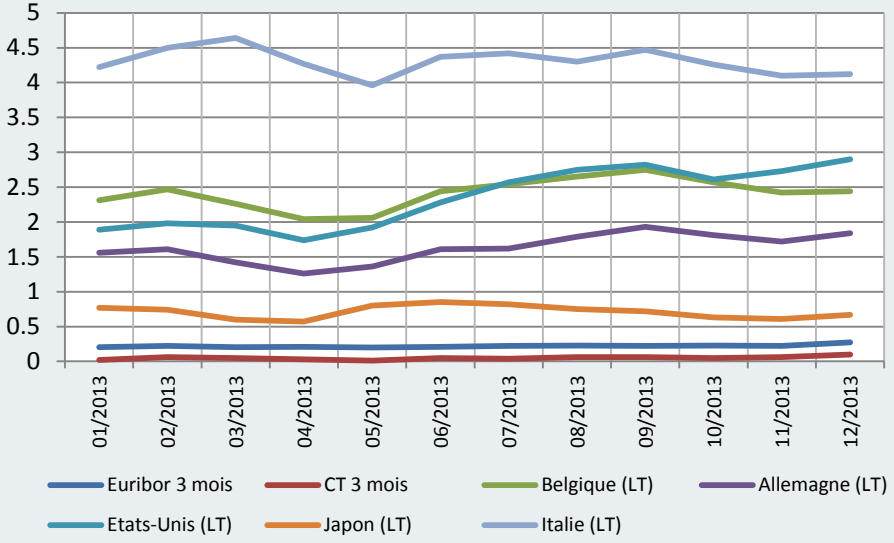
En Belgique, l'activité économique s'est également accélérée au cours du deuxième trimestre de 2013 et ce mouvement s'est poursuivi, permettant ainsi à la Belgique d'afficher un taux de croissance du PIB de 0,2% (contre -0,1% en 2012). La croissance a été soutenue essentiellement par la consommation privée et les exportations. Elle s'est opérée dans un contexte de sensible amélioration de la confiance des producteurs et des consommateurs. Les résultats de la Belgique en termes de croissance économique restent supérieurs à ceux de la moyenne de la zone euro ces dernières années.

Tout comme en 2012, l'inflation belge a diminué en 2013. Elle est en effet passée de 2,6% en 2012 à 1,2% en 2013. Cette baisse de l'inflation est notamment due à la diminution du coût de l'énergie (pétrole, gaz et électricité) ainsi qu'à l'évolution des prix des services, dans un environnement de faibles pressions sur les coûts et les prix.

Par ailleurs, étant donné que l'emploi réagit généralement avec un certain décalage aux évolutions de l'activité, le taux de chômage belge s'est détérioré en 2013 pour atteindre 8,5% de la population active en fin d'année (contre 7,6% en 2012).

1.2 Taux d'intérêt

MOYENNES DES TAUX D'INTÉRÊT À 3 MOIS ET MOYENNES DES RENDEMENTS DES EMPRUNTS DE RÉFÉRENCE À 10 ANS EN 2013 (en %)



Les taux d'intérêt sont restés à des niveaux peu élevés aux Etats-Unis et, en moyenne, dans la zone euro avec dans celle-ci des disparités entre les différents États membres.

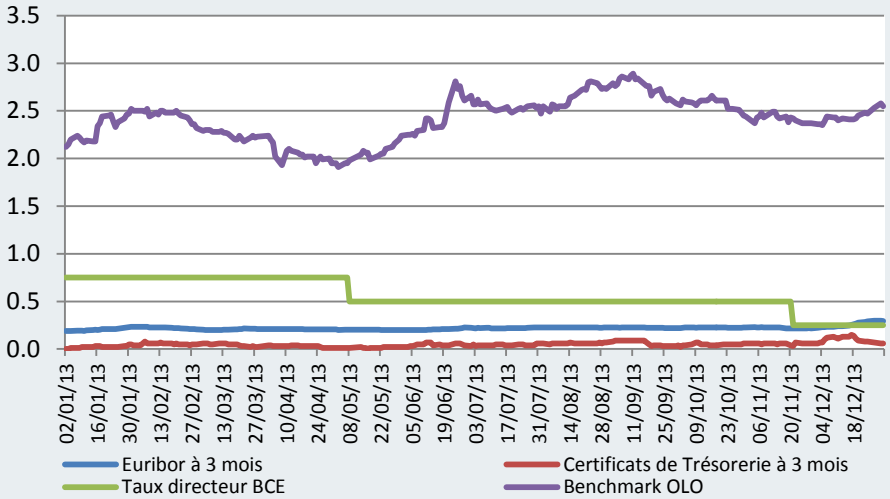
En matière de politique monétaire, c'est le caractère accommodant qui a prévalu aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro, permettant globalement de maintenir les taux à court terme à de bas niveaux.

Aux Etats-Unis, la publication de chiffres économiques favorables et les déclarations faites en mai par la Banque centrale américain (FED) concernant une éventuelle diminution de ses achats de titres ont généré une augmentation des taux à long terme américains entre mai et septembre où ils ont atteint des niveaux de l'ordre de 3%. Ils ont ensuite diminué en septembre, après la décision de la FED de laisser inchangé son programme d'achat de titres. En novembre, ils ont à nouveau augmenté après la publication de chiffres sur l'emploi meilleurs que prévu. Globalement, les taux à court terme américains, quant à eux, sont restés à des niveaux peu élevés durant l'année sous revue.

Dans un contexte de reprise économique encore très incertaine et de baisse de l'inflation dans la zone euro, la BCE a décidé au début du mois de mai d'abaisser le taux directeur central qui est ainsi passé de 0,75% à 0,50%. Cette décision a eu une certaine influence baissière sur les taux du marché à long terme. Toutefois, les déclarations de la FED en matière de politique monétaire, outre l'effet sur les taux américains, ont également généré une augmentation des taux à long terme dans la zone euro. En juillet de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de publier des « orientations prospectives » pour ses taux directeurs, ce qui a eu un effet stabilisateur sur les taux. En novembre 2013, la BCE a à nouveau diminué son taux directeur qui est ainsi passé de 0,50% à 0,25% avec un effet stabilisateur sur les taux.

En outre, l'on notera que la politique accommodante de la BCE, les progrès en matière d'union bancaire européenne et la confiance des investisseurs ont contribué à apaiser les marchés financiers durant l'année 2013 au cours de laquelle le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) n'a pas dû être activé. Enfin, l'Eurosystème a continué à fournir des liquidités aux banques via ses opérations d'open market sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. La demande dans ces opérations a toutefois diminué, témoignant aussi d'une réduction des tensions financières.

EVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT DANS LA ZONE EURO EN 2013
(en %)



Sur les marchés financiers belges, les taux sont également restés à des niveaux très bas. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont ainsi passés, en moyenne, de 0,02% en janvier à 0,10% en décembre 2013.

Les taux interbancaires sont aussi restés peu élevés sous l'influence de la politique monétaire de l'Eurosystème. Ainsi, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de 0,205% en janvier à 0,274% en décembre 2013.

En ce qui concerne le long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans a affiché un profil relativement stable en passant de 2,31% en janvier à 2,44% en décembre 2013.

Quant à l'écart entre le rendement du Bund allemand de référence et l'OLO à 10 ans, il est resté stable tout au long de l'année 2013, affichant une moyenne inférieure à 80 points de base, en ligne avec les spreads obtenus à la fin de l'année précédente.

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2013

Selon les chiffres publiés par l'Institut des comptes nationaux (ICN) en avril 2014, les comptes des administrations publiques belges se sont clôturés en 2013 par un déficit représentant 2,6% du PIB. Par rapport à l'année précédente, le solde s'est amélioré de 1,5 point de pourcentage du PIB.

Le solde de financement en 2013 se situe sous le seuil de référence de 3% du PIB, définissant un déficit excessif dans le cadre du processus de surveillance budgétaire européen.

Les réalisations sont meilleures que l'objectif d'un déficit de 2,7% du PIB fixé par le Conseil de l'Union européenne dans sa mise en demeure du 21 juin 2013, exigeant que la Belgique prenne les mesures nécessaires pour mettre fin au déficit excessif. Cet objectif était cohérent avec une amélioration du solde structurel de 1% du PIB, selon les prévisions de printemps 2013 de la Commission européenne.

Le programme de stabilité 2013-2016 d'avril 2013 de la Belgique prévoyait la réalisation d'un déficit nominal de 2,5% du PIB, sur la base des paramètres alors disponibles. Dans ce programme, le gouvernement avait mis l'accent sur la notion de solde structurel, en raison de la détérioration de l'environnement économique. Cette approche était aussi en ligne avec le nouveau cadre de surveillance budgétaire européen. Le gouvernement s'était engagé à améliorer le solde structurel de 1% du PIB en 2013[1].

Plusieurs facteurs expliquent l'évolution du solde de financement au cours de l'année sous revue.

[1] Dans son avis sur le projet de plan budgétaire de la Belgique de novembre 2013, la Commission européenne a estimé que le solde structurel s'est amélioré de 0,8% du PIB en 2013. Toutefois, l'objectif d'une amélioration structurelle de 1% du PIB a été jugé comme rencontré, compte tenu de la révision à la baisse de la croissance potentielle et du manque à gagner en matière de recettes depuis la décision du Conseil.

Les différents niveaux de pouvoir ont adopté des mesures de consolidation budgétaire, tant en matière de recettes que de dépenses, qui ont contribué à améliorer le solde de financement. La baisse des charges d'intérêts a également exercé une influence favorable. A l'inverse de l'année précédente, où la recapitalisation de Dexia avait grevé les finances publiques, les facteurs non récurrents ont eu un impact positif sur le solde en 2013. Ils ont concerné essentiellement l'opération de régularisation fiscale et le produit de la vente de licences de télécommunication.

L'affaiblissement du contexte conjoncturel a par contre eu une incidence négative sur les finances publiques. Le budget 2013 avait été établi sur la base d'une estimation de croissance de 0,7%. Or, d'après les chiffres de la Banque nationale de Belgique (BNB), l'activité économique a progressé de seulement 0,2% en 2013.

2.1 Evolution au niveau des différents sous-secteurs

Lors du Comité de concertation du 2 juillet 2013, le gouvernement fédéral et les gouvernements des Communautés et Régions ont répondu à la mise en demeure du Conseil et approuvé la répartition des objectifs budgétaires 2013 pour l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux).

Un objectif global d'un déficit de 2,5% du PIB avait été défini de façon à assurer une marge de sécurité par rapport au chiffre de 2,7% du PIB de la décision du Conseil. Au niveau de l'Entité I, un déficit de 2,4% du PIB devait être atteint. Une dotation du Pouvoir fédéral vise à assurer l'équilibre de la Sécurité sociale. Concernant l'Entité II, les objectifs étaient un équilibre pour les Régions et Communautés et un déficit de -0,1% du PIB pour les pouvoirs locaux. Les Communautés et Régions s'étaient engagées à respecter les objectifs qu'elles s'étaient elles-mêmes fixées dans leurs budgets respectifs. En outre, il avait été demandé aux Régions et Communautés de prévoir des réserves afin de compenser le non-versement de la contribution de

responsabilisation en matière de pension et de couvrir un éventuel déficit des pouvoirs locaux[2].

D'après les données de l'ICN, le déficit de 2,6% du PIB se décompose en un déficit de 2,4% du PIB pour l'Entité I et un déficit de 0,2% pour l'Entité II. Au niveau de l'Entité I, le Pouvoir fédéral enregistre un déficit de 2,5% du PIB, tandis que les comptes de la Sécurité sociale sont en léger surplus de 0,1% du PIB. En ce qui concerne l'Entité II, un équilibre est observé au niveau des Communautés et Régions et un déficit de 0,2% du PIB est constaté au niveau des Pouvoirs locaux.

Les résultats budgétaires sont par conséquent moins favorables par rapport aux objectifs pour les Pouvoirs locaux et le Pouvoir fédéral, alors qu'ils sont conformes aux objectifs pour les Régions et Communautés et plus favorables pour la Sécurité sociale.

OBJECTIFS ET REALISATIONS EN MATIERE DE SOLDE DE FINANCEMENT (EN % DU PIB)

	Réalisations 2012	Objectifs[3] 2013	Estimations 2013
Ensemble des pouvoirs publics	-4,1	-2,5	-2,6
Entité I	**-3,6**	**-2,4**	**-2,4**
- Pouvoir fédéral	-3,6	-2,4	-2,5
- Sécurité sociale	0	0,0	0,1
Entité II	**-0,5**	**-0,1**	**-0,2**
- Communautés et Régions	-0.1	0,0	0,0
- Pouvoirs locaux	-0,4	-0,1	-0,2

2.2 Recettes et dépenses

Les recettes fiscales et parafiscales ont de nouveau augmenté en 2013, passant de 44,8% à 45,6% du PIB.

Les impôts directs sur les ménages se sont accrus de 0,6 point de pourcentage du PIB. Plusieurs éléments ont eu un effet favorable sur les recettes à l'impôt des personnes physiques : les opérations de régularisation fiscale, la limitation des remboursements par voie de rôle, la hausse soutenue des prestations sociales soumises au précompte professionnel et l'augmentation du précompte professionnel sur le chômage temporaire. Les recettes de cotisations sociales ont légèrement augmenté de 0,1 point de pourcentage du PIB, suite au versement des cotisations de responsabilisation pour les pensions à charge des pouvoirs locaux.

Les recettes à l'impôt des sociétés ont enregistré une hausse de 0,1 point de pourcentage pour représenter 3,5% du PIB. La tendance au report des versements anticipés vers une perception par voie d'enrôlement s'est confirmée, étant donné que les recettes supplémentaires qu'auraient dû engendrer de nouvelles mesures (notamment les limitations à la déduction pour capital à risque) ne se sont pas entièrement concrétisées.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont poursuivi leur progression et atteint 4,5% du PIB, par rapport à 4,2% du PIB l'année précédente, sous l'effet de diverses mesures. Le taux de précompte mobilier a été porté de 21% à 25%. D'importants dividendes ont été versés en fin d'année, dans l'objectif de bénéficier d'une mesure transitoire avant la hausse de la taxation sur les bonis de liquidation. Les droits d'enregistrement sur les emphytéoses et les taxes sur les dépôts d'épargne ont été relevés. Les droits de succession ont connu une augmentation sensible, suite à la régularisation fiscale, au renforcement des obligations de contrôle par les notaires et à la dématérialisation des titres.

Les impôts sur les biens et services se sont inscrits en recul, à concurrence de 0,1 point de pourcentage du PIB. Cette évolution s'explique par la nette baisse des investissements des particuliers, essentiellement en logements, et des administrations publiques. Plusieurs dispositions ont toutefois permis d'atténuer la diminution des impôts indirects, comme le relèvement des accises sur l'alcool et le tabac et de la taxe sur les primes d'assurance, ainsi que l'intensification de la lutte contre la fraude.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont stabilisées à 6,2% du PIB. La contraction des versements effectués par les institutions financières (rémunération

[2] Cette réserve pour le déficit des pouvoirs locaux concerne les Régions et la Communauté germanophone.

[3] Selon les décisions du Comité de concertation du 2 juillet 2013.

des garanties et contribution au fonds de protection des dépôts) a été compensée par la hausse des dividendes.

Les dépenses primaires se sont réduites de 0,3 point de pourcentage du PIB par comparaison à 2012, en s'établissant à 51,4% du PIB. Les différents niveaux de pouvoir ont pris des mesures d'économie afin de mettre un terme à la dérive des dépenses des années antérieures. Les facteurs ponctuels déjà cités (vente de licence, effet de la recapitalisation de Dexia en 2012) ont aussi contribué à infléchir les dépenses. En revanche, la hausse marquée du nombre de chômeurs a entraîné un accroissement des dépenses d'allocations de chômage. De plus, l'indice-santé a progressé plus rapidement que l'indice des prix utilisé pour déflater les dépenses, compte tenu du décalage propre au mécanisme d'indexation des salaires de la fonction publique et des prestations sociales.

RECETTES ET DEPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)(*)		
	Réalisations 2012	**Estimations 2013**
Recettes totales	51,0	51,9
(dont recettes fiscales et parafiscales)	44,8	45,6
Dépenses primaires	51,6	51,3
Dépenses totales	55,1	54,5

La combinaison des recettes et des dépenses primaires donne lieu à un solde primaire de 0,6% du PIB en 2013, soit une amélioration de 1,3 point de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente. Le solde primaire est ainsi redevenu positif, alors qu'un déficit était observé depuis 2009. Le résultat est toutefois moins favorable par comparaison à l'objectif du programme de stabilité d'un solde primaire de 0,8 % du PIB pour 2013.

A l'inverse de l'année précédente, les charges d'intérêts sur la dette publique se sont inscrites en recul en 2013. Elles ont diminué de 0,2 point de pourcentage pour représenter 3,2% du PIB. Cette baisse est essentiellement attribuable au faible niveau des taux d'intérêt à court et à long terme sur la dette publique, dans le contexte d'apaisement des marchés financiers.

D'après les chiffres publiés par l'ICN, le taux d'endettement des pouvoirs publics a atteint 101,17% du PIB à la fin de l'année 2013 par comparaison à 101,15% du PIB l'année précédente.

Afin de répondre à la demande d'Eurostat, l'ICN a apporté une série d'améliorations relatives au SEC 95 aux comptes des pouvoirs publics. Les lacunes et faiblesses des comptes publics concernaient le manque d'informations sur les unités contrôlées par les pouvoirs publics et les financements alternatifs utilisés par les différents pouvoirs publics.

Suite aux informations complémentaires reçues, l'ICN a reclassé dans le secteur des administrations publiques des unités publiques classées antérieurement dans le secteur des sociétés financières ou des sociétés non financières. Les missions déléguées par les pouvoirs publics à d'autres unités publiques et les opérations effectuées dans le cadre du financement alternatif, qui n'avaient pas été enregistrées dans les comptes publics, ont également été intégrées dans ces comptes. Cet élargissement de périmètre des administrations publiques a entraîné une hausse du taux d'endettement.

Indépendamment de ces modifications méthodologiques, l'influence des facteurs exogènes sur l'évolution du taux d'endettement peut être analysée à partir des données figurant dans le rapport annuel de la BNB de février 2014.

Les facteurs exogènes ont permis, dans leur ensemble, de contrebalancer l'influence défavorable des facteurs endogènes. Plusieurs facteurs exogènes ont exercé une incidence positive sur le taux d'endettement. KBC a remboursé anticipativement une première tranche des aides accordées par les autorités flamandes lors de la crise financière. Le gouvernement fédéral a procédé à la vente d'une série d'actifs, notamment la cession des parts détenues dans Royal Park Investments et Fortis Banque, ainsi que la créance de la Commission européenne liée au bâtiment du Berlaymont. Les primes d'émissions de titres de la dette publique ont également été favorables, à l'instar de l'année 2012.

D'autres éléments exogènes ont par contre eu une influence défavorable sur le taux d'endettement, tels que l'aide financière accordée aux pays européens en difficulté par l'intermédiaire du Fonds européen de stabilité financière et les apports en capital dans le Mécanisme européen de stabilité.

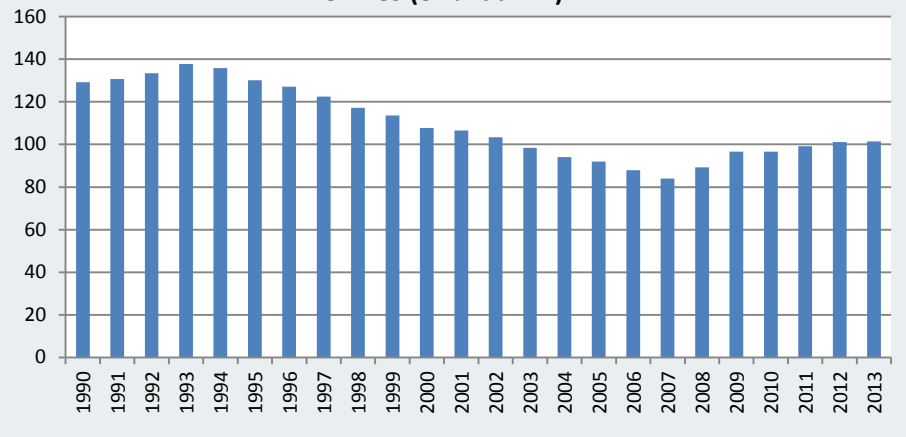
2.3 Comparaison européenne

En 2013, la Belgique enregistre de meilleures performances en matière solde de financement par rapport à la moyenne de la zone euro : le déficit belge représente 2,6% du PIB contre une moyenne de 3% du PIB[4]. L'amélioration par rapport à l'année précédente est aussi plus marquée en Belgique puisqu'elle s'élève à 1,5 point de pourcentage du PIB, par rapport à une amélioration de 0,7 point de pourcentage du PIB pour la moyenne de la zone euro.

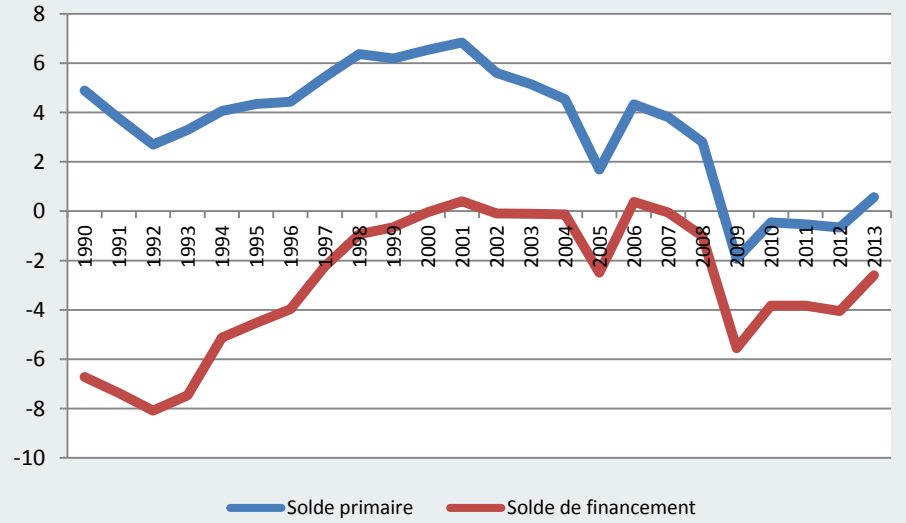
Les résultats sont aussi plus favorables au niveau du solde primaire : alors que la Belgique réalisait en 2013 un solde primaire de 0,6% du PIB, la zone euro enregistrait en moyenne un solde primaire de -0,1% du PIB. L'amélioration par comparaison à l'année précédente est aussi plus importante en Belgique : elle représente 1,3 point de pourcentage du PIB, contre 0,5 point de pourcentage du PIB en moyenne dans la zone euro.

Le taux d'endettement moyen de la zone euro (92,6% du PIB) est inférieur à celui de la Belgique. La progression du taux d'endettement belge a cependant été inférieure à celle enregistrée en moyenne dans la zone euro. L'écart entre le ratio d'endettement de la Belgique et celui de la moyenne de la zone euro s'est par conséquent de nouveau réduit. Il représentait 8,6 points du PIB à la fin de l'année 2013, contre 10,4 points du PIB à la fin de l'année précédente.

EVOLUTION DU TAUX D'ENDETTEMENT DES POUVOIRS PUBLICS (en % du PIB)

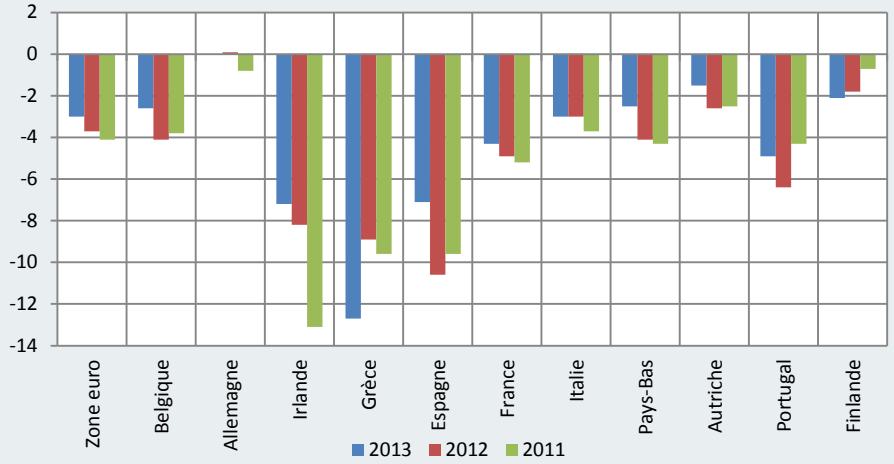


EVOLUTION DU SOLDE PRIMAIRE ET DU SOLDE DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS (en % du PIB)

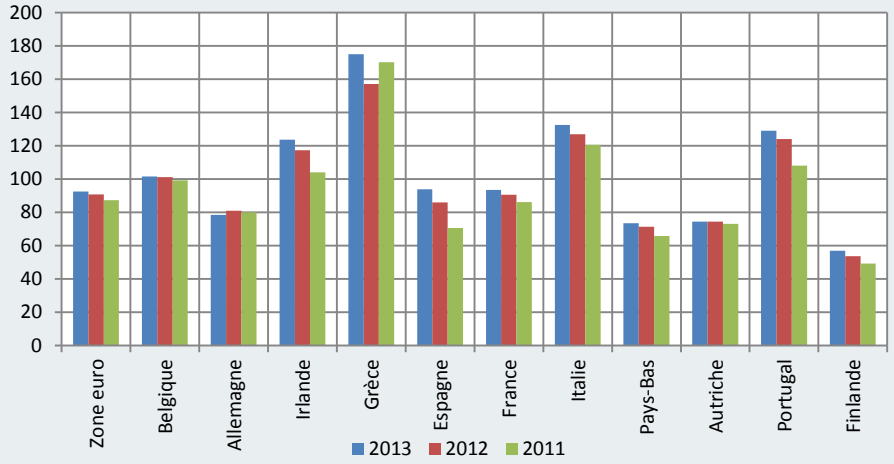


[4] Les données pour la zone euro sont celles communiquées par Eurostat en avril 2014 dans le cadre de la première notification en vue de l'application de la procédure pour déficit excessif.

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



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



II. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2013

1. Besoins et moyens de financement

Le Trésor avait prévu un montant de 39,99 milliards d'EUR en besoins de financement pour l'année 2013. Finalement, ses besoins de financement se sont élevés à 40,36 milliards d'EUR, ce qui correspondait donc bien aux prévisions. Il faut noter que les éléments constitutifs de ces besoins bruts de financement n'ont pas toujours été en ligne avec les prévisions.

Le déficit budgétaire au sens strict – non compris les achats et ventes de participations et les mesures de soutien aux autres gouvernements de la zone euro – s'est élevé à 8,30 milliards d'EUR. Ceci correspondait bien au déficit de 8,64 milliards d'EUR qui était repris dans le plan de financement initial. La vente de la participation restante dans BNP Paribas Fortis et, dans une moindre mesure, la vente des actifs de Royal Park Investments ont toutefois permis d'atteindre finalement un déficit de caisse de seulement 5,69 milliards d'EUR, soit bien en dessous de ce qui était prévu. L'augmentation des rachats de dettes échéant en 2014 et ultérieurement ont cependant à nouveau annulé cet effet. En effet, le Trésor a racheté un montant de 7,41 milliards d'EUR contre un montant prévu de 4,22 milliards d'EUR. Enfin, la majeure partie des besoins de financement provenaient, comme à l'accoutumée, du refinancement des dettes à moyen et long termes arrivant à échéance finale (27,26 milliards d'EUR).

Les ressources prévues (42,01 milliards d'EUR) ont donc largement pu couvrir les besoins de financement. Mais en 2013, le Trésor a à nouveau émis plus de dettes à moyen et long termes que ce qui avait été annoncé initialement. C'est ainsi qu'il a émis des OLO pour un montant de 42,33 milliards d'EUR, soit 5,33 milliards d'EUR en plus que ce qui était prévu au départ. La forte demande pour des OLO à long terme ainsi que les niveaux historiquement bas des taux d'intérêt ont été à la base de cette décision.

La demande d'Euro Medium Term Notes et de Schuldscheine a également été élevée même si, avec 2,81 milliards d'émis, le Trésor est resté quelque peu en dessous de son objectif de 3,00 milliards d'EUR. En revanche, les bons d'Etat n'ont à nouveau pas été très recherchés étant donné le niveau peu élevé des taux d'intérêt et n'ont permis de récolter au total qu'un montant de 0,07 milliard d'EUR.

Les importantes émissions à long terme ont généré une nouvelle diminution de la dette à court terme. C'est ainsi que les encours des certificats de Trésorerie ont diminué de 7,05 milliards d'EUR. De cette manière la dette à court terme a retrouvé un niveau d'avant la crise.

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2013 (EN MILLIARDS D'EUR)				
	Plan de financement 2013		Réalisation au 31.12.2013	
I. Solde brut à financer 2013		**39,99**		**40,36**
1. Déficit budgétaire de l'Etat fédéral		8,77		5,69
• Déficit budgétaire (au sens strict)	8,64		8,30	
• Participations dans/prêts aux institutions financières et Etats souverains	0,13		-2,61	
• Transferts au Fonds de vieillissement	0,00		0,00	
2. Dette venant à échéance en 2013		26,75		27,26
• Dette à moyen et long termes en EUR	26,75		27,26	
• Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0,00		0,00	
3. Préfinancement des titres échéant en 2014 et ultérieurement		4,22		7,41
• Rachats	4,22		7,41	
4. Autres besoins de financement		0,25		0,00
II. Moyens de financement (long et moyen termes)		**42,01**		**46,72**
1. Financement à moyen et long termes		40,50		45,21
• Olo	37,00		42,33	
• Euro Medium Term Notes/Schuldscheine	3,00		2,81	
• Instruments destinés aux particuliers	0,50		0,07	
• Autres	0,00		0,00	
2. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement		1,51		1,51
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0,00**		**0,61**
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie		**-1,00**		**-7,05**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**-1,02**		**0,09**

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

2.1 Des produits liquides et standardisés

2.1.1 Obligations linéaires (OLO)

En 2013, le Trésor a émis des OLO pour un montant total de 42,33 milliards d'EUR (contre un volume de 42,95 milliards d'EUR en 2012). Ce montant inclut en 2013 des émissions par syndication (EUR 15,50 milliards) ainsi que par adjudication (EUR 26,83 milliards). Comme à l'accoutumée, le Trésor a eu recours à chaque fois à la technique de la syndication pour le lancement de ses nouveaux emprunts de référence. Quatre syndications ont eu lieu en 2013 : trois à taux fixe et une syndication d'OLO FRN. Durant l'année sous revue, le Trésor a organisé 7 adjudications sur les 11 prévues à l'origine dans le plan de financement.

2.1.1.1 Syndications

OLO 68

Poursuivant la tradition d'émettre au mois de janvier une obligation linéaire dotée d'une échéance à 10 ans, le Trésor a lancé la syndication d'un nouvel emprunt de référence, l'OLO 68. Ce faisant, le Trésor souhaitait en effet ajouter à sa courbe un nouvel emprunt de référence à 10 ans.

L'OLO 68, ayant comme échéance finale le 22 juin 2023, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers Barclays, Citi, RBS et SG CIB. 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".
En ce début d'année 2013, l'Agence de la Dette a décidé de tirer avantage d'un marché porteur ainsi que de l'excellente performance des dettes de la zone euro et en particulier de la dette belge en matière de différentiel de swap. Cette transaction était en outre la première émission d'un emprunt de référence en 2013 dans la zone euro et également la première syndication comportant des « Collective Action Clauses ».

Les ordres ont afflué pour atteindre plus de 7 milliards d'EUR en provenance de 180 investisseurs. La taille du book et la bonne performance de la courbe des taux belges a permis d'émettre un montant total de EUR 4 milliards.

Le spread d'émission a été fixé à mid-swap +62 points de base, ce qui équivaut à +87,7 points de base au-dessus du "Bund 1,50% - septembre 2022". Le coupon de cette OLO a été fixé à 2,25% et le prix d'émission à 99,009% équivalant à un rendement de 2,359%. Pour cette transaction, le Trésor a émis avec une prime d'émission de 4 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

Pour le bookbuilding et 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") et plus particulièrement sur les gestionnaires de fonds et les banques (81%). Enfin, lors du placement de l'OLO 68, le Trésor a constaté un regain d'intérêt de la part des investisseurs non européens (près de 8%). En outre, 9,19% des obligations ont été prises par des investisseurs belges, 34,94% par des investisseurs de la zone euro hors Belgique et 48,11% par le reste de l'Europe.

OLO 69

Pour la deuxième syndication de l'année, le Trésor a continué son programme d'émission 2013 en lançant une ligne à 5 ans en février avec comme échéance le 22 juin 2018. C'est dans le cadre d'un environnement stable de marché que l'Agence de la Dette belge a annoncé cette nouvelle transaction.

Cette OLO à 5 ans portant un coupon de 1,25% a été émise au prix de 99,762%, ce qui équivaut à un rendement de 1,297%, à mid-swap +16 points de base et

correspond à un coût de 66,50 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "OBL 0,50% - février 2018". Le spread au-dessus de l'OAT 1,00% - mai 2018 était, quant à lui, de 15,30 points de base.

Le Trésor a émis cette OLO avec une prime d'émission de 4 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "lead-managers" les quatre primary dealers suivants: Crédit Agricole CIB, HSBC, ING et KBC Banque. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que "co-lead managers" et membres du "selling group".

Les ordres de placement se sont élevés à plus de 8,5 milliards d'EUR répartis sur 135 investisseurs et le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR.

Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du "mixed pot".

Pour ce qui est de la répartition géographique, cette transaction a été bien répartie en Europe qui a représenté 89% du total. L'on notera également une importante demande en provenance des investisseurs domestiques qui ont pris 22% de la syndication. Quant à la répartition par investisseur, elle a également été bien diversifiée avec une participation importante des banques et des gestionnaires de fonds (91% de la transaction).

OLO 70

Etant donné que les taux avaient sensiblement diminué au début de l'année sous revue, le marché obligataire s'était montré très intéressé par une émission d'OLO à taux flottant. Le Trésor a ainsi lancé en avril l'émission de l'OLO 70 à taux variable via syndication. En effet, cette obligation FRN donnait accès aux investisseurs à un actif considéré comme éligible par l'Eurosystème et qui présentait un avantage pour l'investisseur en matière de différentiel de taux par rapport à l'Euribor à 3 mois. En outre, cet instrument financier est bénéfique à l'investisseur en cas de hausse des taux. Par ailleurs, pour le Trésor, cette OLO FRN permettait d'abaisser son risque de refinancement en diminuant son stock de certificats de Trésorerie et en allongeant de manière optimale la période de refinancement sur le segment du court terme.
L'OLO 70 a rapporté 2,5 milliards d'EUR par l'intermédiaire des quatre primary dealers suivants : Barclays, Citi, Crédit Agricole CIB et Deutsche Bank. Le nombre réduit de membres de la syndication se justifie par le caractère spécifique de cet instrument à taux flottant.

Cette OLO a été émise au prix de 99,899% avec un coupon déterminé à Euribor 3 mois + 12,5 points de base. En outre, il n'y a pas eu de prime d'émission pour cette syndication.

Près de 50 investisseurs ont participé à cette syndication pour laquelle la répartition géographique a concerné l'Europe (83,6%) et le Moyen-Orient (16,4%). Pour ce qui est de la répartition par investisseur, 39,6% de la transaction ont été pris par des banques centrales et 44,6% par des institutions bancaires.

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

OLO 71

Pour la quatrième et dernière syndication de l'année, le Trésor a lancé une OLO à 30 ans dans le courant du mois de septembre. Cette décision a été prise dans le cadre suivant :

- hausse des taux d'intérêt après les déclarations de la Fed, la banque centrale américaine, concernant le ralentissement des achats d'actifs en matière de politique monétaire (« tapering »),
- existence de meilleurs chiffres économiques,
- intérêt suscité par les investisseurs pour le segment du long terme, détecté lors de plusieurs enquêtes réalisées par le Trésor.

Depuis l'OLO 60 (4,25% - 28/03/2041) émise en 2010, l'Agence de la Dette n'avait plus émis d'OLO syndiquée d'une telle durée. Cette OLO permettait ainsi au Trésor de compléter la courbe OLO.

L'OLO 71, portant comme échéance finale le 22 juin 2045 et un coupon de 3,75%, a été émise au prix de 96,377%, ce qui équivaut à un rendement de 3,953% et à mid-swap +113 points de base. Ceci correspondait à un coût de 115,5 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "Bund 2,50% - juillet 2044" et de 27,8 points de base au-dessus de l'OAT 3,25% - mai 2044. Le Trésor a émis cet emprunt avec une prime d'émission de 4 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

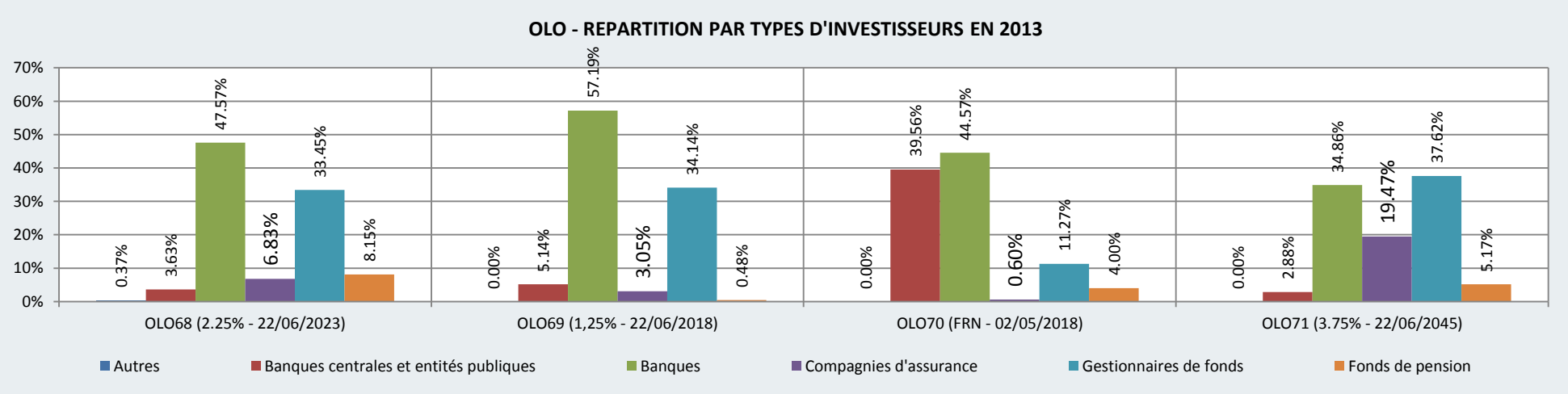
Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme ”lead-managers” les quatre primary dealers suivants: Barclays, BNP Paribas Fortis, J.P. Morgan et SG CIB. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que ”co-lead managers” et membres du ”selling group”.

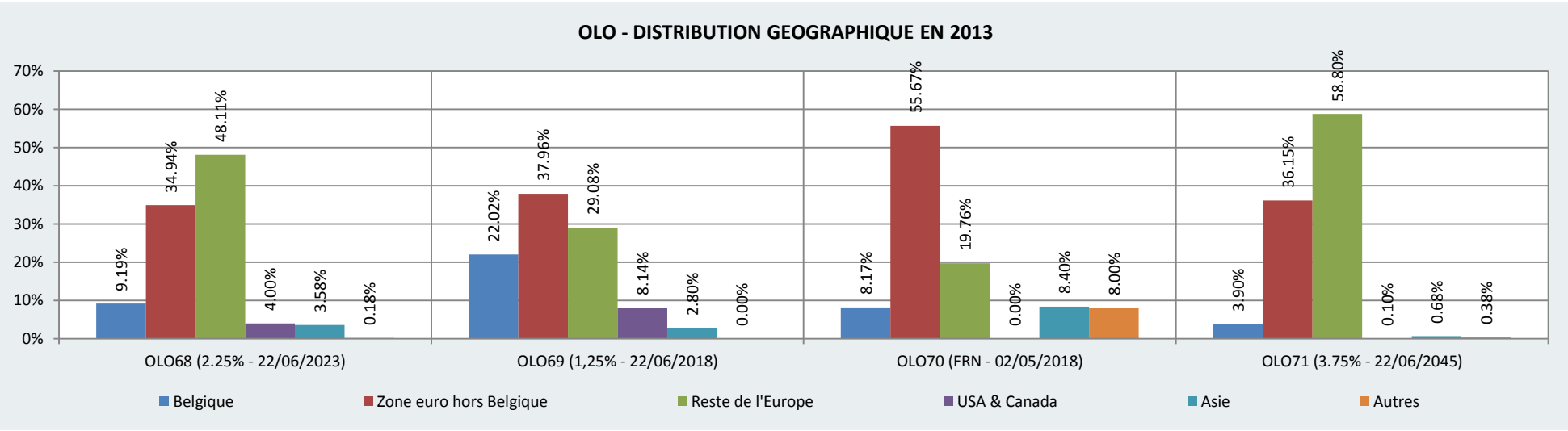
A la clôture des livres, les ordres de placement ont dépassé 7 milliards d’EUR en provenance de 110 investisseurs. Le Trésor a finalement alloué un montant de 4 milliards d’EUR.

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

En ce qui concerne la répartition géographique de cette transaction, il faut noter qu’elle a constitué la syndication la plus représentée en dehors du marché domestique dans le courant de l’année 2013. En outre, plus de 50% des obligations ont été réparties entre des investisseurs non-euro en Europe. Pour ce qui est de la répartition par investisseur, la plus grosse partie (92%) de cette transaction a été allouée à des investisseurs « real-money », à savoir des banques, des compagnies d’assurances et des gestionnaires de fonds. Les résultats de cette double répartition (géographique et par investisseur) illustrent le haut standing qu’occupe le Royaume de Belgique sur le marché international des capitaux.

L'on notera enfin qu'un « duration manager » a chaque fois été désigné pour les trois syndications à taux fixe.


OLO - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS EN 2013
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
0.37%
3.63%
47.57%
6.83%
33.45%
8.15%
0.00%
5.14%
57.19%
3.05%
34.14%
0.48%
0.00%
39.56%
44.57%
0.60%
11.27%
4.00%
0.00%
2.88%
34.86%
19.47%
37.62%
5.17%
OLO68 (2.25% - 22/06/2023)
OLO69 (1,25% - 22/06/2018)
OLO70 (FRN - 02/05/2018)
OLO71 (3.75% - 22/06/2045)
Autres
Banques centrales et entités publiques
Banques
Compagnies d'assurance
Gestionnaires de fonds
Fonds de pension


OLO - DISTRIBUTION GEOGRAPHIQUE EN 2013
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
9.19%
34.94%
48.11%
4.00%
3.58%
0.18%
22.02%
37.96%
29.08%
8.14%
2.80%
0.00%
8.17%
55.67%
19.76%
0.00%
8.40%
8.00%
3.90%
36.15%
58.80%
0.10%
0.68%
0.38%
OLO68 (2.25% - 22/06/2023)
OLO69 (1,25% - 22/06/2018)
OLO70 (FRN - 02/05/2018)
OLO71 (3.75% - 22/06/2045)
Belgique
Zone euro hors Belgique
Reste de l'Europe
USA & Canada
Asie
Autres

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 peut garantir une petite part du placement.

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

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. Toutefois, il y a principalement 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.

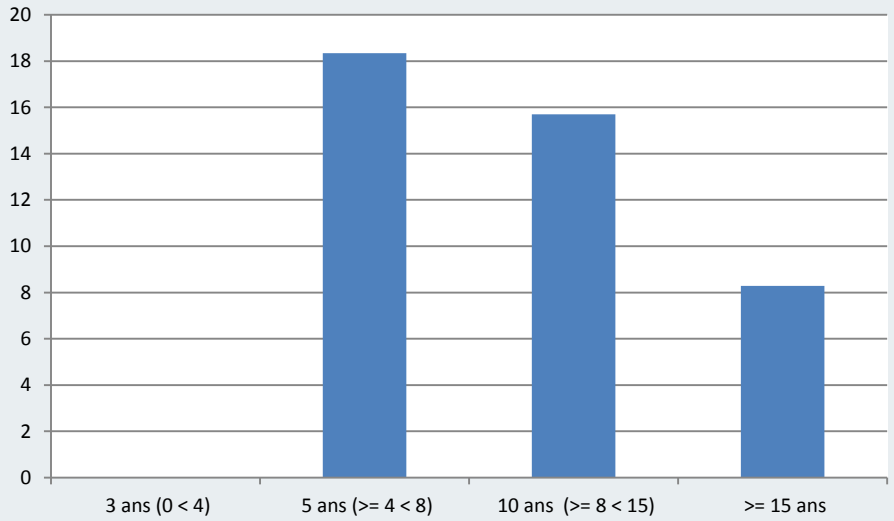
2.1.1.2 Adjudications

Les émissions d'OLO se déroulent en ayant recours à des syndications (voir ci-dessus) ou des adjudications. En ce qui concerne celles-ci, le Trésor publie un calendrier afin que les marchés financiers soient au courant du timing des émissions. Ces principes de transparence et de prévisibilité sont importants pour la liquidité des OLO. D'autre part, ceci a pour conséquence que le Trésor court un certain risque étant donné sa dépendance aux circonstances et conditions qui prévalent au moment de l'adjudication.

Conformément au calendrier, les adjudications sont organisées sur une base mensuelle à l'exception du mois de décembre, comme c'est le cas depuis l'année 2009. En principe, l'adjudication d'OLO se déroule chaque dernier lundi du mois sauf, pour l'année sous revue, durant les mois de mai et août où les adjudications ont été déplacées d'un jour. De cette manière, le Trésor a tenu compte de quelques jours de fermeture 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'une syndication a lieu dans le mois concerné. Cela s'est produit en janvier, février et septembre lors du lancement des OLO 68, 69 et 71.

OLO - RÉPARTITION DES ÉMISSIONS PAR MATURITÉ
(en 2013, en milliards d'EUR)



Il y a eu une exception en avril avec la syndication de l'OLO 70 dotée d'un taux d'intérêt variable. Cette émission a permis de récolter 2,5 milliards d'EUR mais le Trésor a tout de même décidé de maintenir l'adjudication du mois d'avril.

En outre, l'adjudication du mois de novembre a été annulée à la suite de la vente de la part de l'Etat belge dans BNP Paribas Fortis. Cette vente a rapporté un montant de 3,25 milliards d'EUR.

Il y a donc eu en tout sept adjudications qui ont rapporté un montant global de 26,83 milliards d'EUR, à savoir 22,28 milliards d'EUR au tour compétitif des adjudications et 4,55 milliards d'EUR lors du tour non compétitif. Le montant moyen émis par tour compétitif s'est élevé à un peu plus de 3 milliards d'EUR (3,18 milliards).

Le calendrier d'émission qui est toujours publié en décembre ne mentionne pas quelles lignes seront adjugées l'année suivante ni le nombre de lignes. Ces informations sont communiquées une semaine avant l'adjudication après consultation des primary dealers. Lors de cette concertation, la demande et les conditions du marché sont analysées dans le détail et c'est sur cette base qu'une décision est prise.

Trois lignes d'OLO ont été émises à chaque fois lors des adjudications de mars, août et octobre tandis que lors des quatre autres adjudications, le Trésor a émis quatre lignes.

Le nouvel emprunt de référence à 10 ans (OLO 68) qui a été lancé en janvier a été demandé et proposé à chaque adjudication de sorte que le montant initial de 4,0 milliards d'EUR a augmenté pour atteindre un montant en circulation de 13,65 milliards d'EUR.

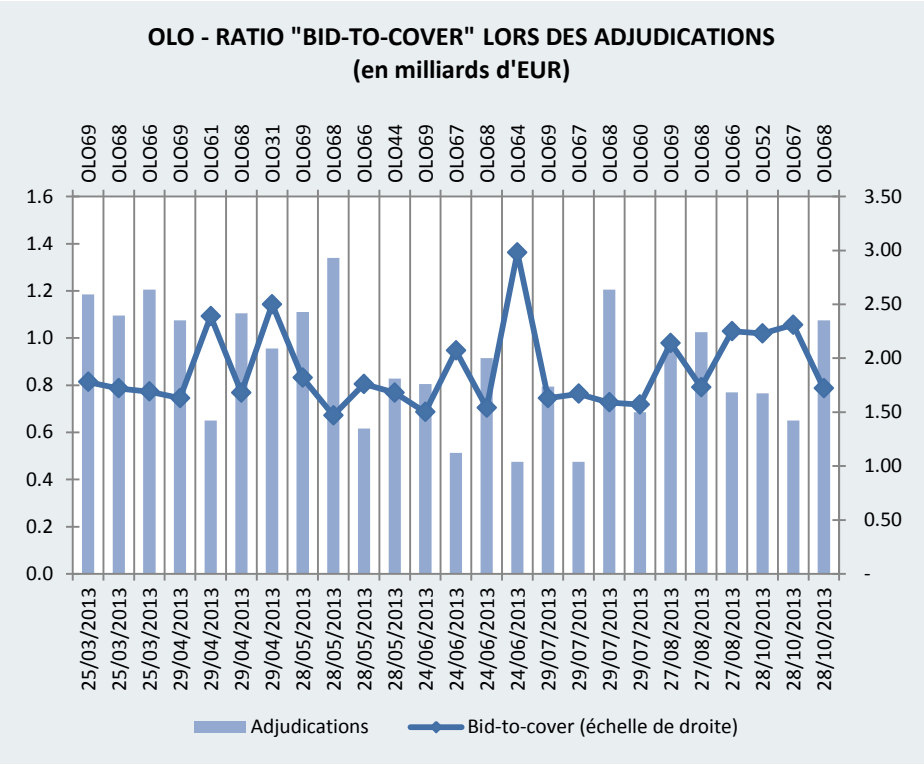
L'OLO 69, nouvel emprunt à 5 ans qui a été lancé en février, a par la suite été offerte à six reprises lors des adjudications faisant passer son encours de 5 à 11,89 milliards d'EUR.

En septembre, le Trésor a émis l'OLO 71, un nouvel emprunt de référence à 30 ans avec comme échéance finale le 22 juin 2045. Cette obligation n'a pas été offerte aux adjudications par la suite de sorte que son encours à fin d'année est resté inchangé (4 milliards d'EUR).

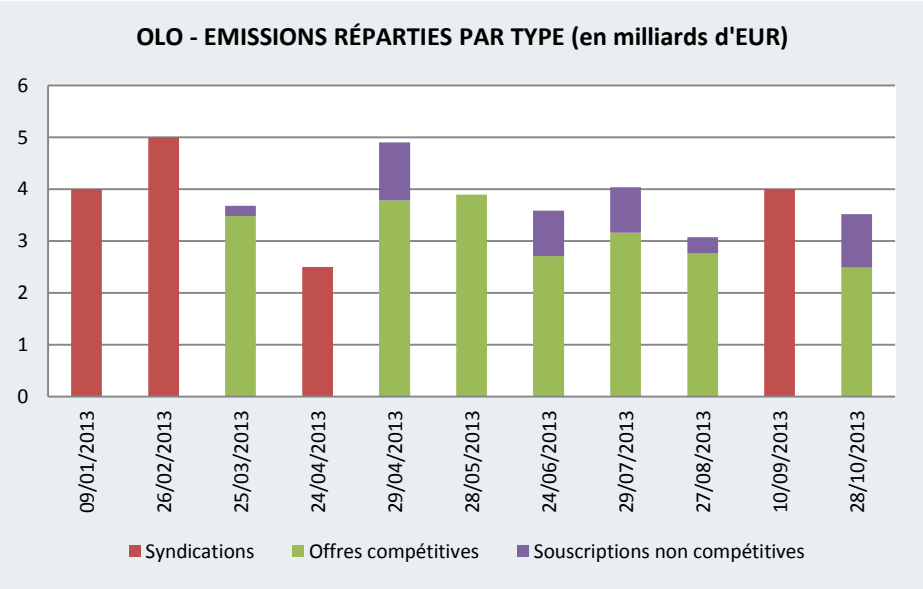
Pour l'ensemble des sept adjudications, le ratio bid-to-cover s'est élevé en moyenne à 1,88 contre 1,89 en 2012 et 2,18 en 2011. Le ratio bid-to-cover est le rapport entre les montants offerts et les montants retenus. Il constitue un indicateur permettant de savoir si l'adjudication est suffisamment couverte par les offres et donc s'il y a assez de demande pour le papier. Le niveau de 1,88 indique que la demande d'OLO

est toujours significativement élevée. Les valeurs extrêmes enregistrées pour ce ratio en 2013 étaient de 1,47 et 2,98 respectivement pour l'adjudication de l'OLO 68 (échéant le 28/06/2023) en mai et de l'OLO 64 (échéant le 28/03/2026) en juin.

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 68, le "benchmark" à 10 ans qui a été présenté à chaque adjudication, a fluctué entre 0,19 et 0,48 cent pour six des sept adjudications de l'année. Ce n'est qu'au mois de juin qu'elle a presque doublé en passant à 0,95 cent. Des valeurs extrêmes ont été enregistrées pour la « tail » de l'OLO 69 en juillet (0,17 cent) et mars (1,11 cent).



Par rapport à l'année 2012, la part relative du segment du très long terme (supérieur à 10 ans) a baissé pour passer de 27,30% à 24,42% et le montant émis est passé de 11,72 milliards d'EUR à 10,34 milliards d'EUR. La part relative des maturités à court et moyen termes (inférieures à 10 ans) a augmenté et est passée de 36,39% à 43,33%. Affichant une part relative de 32,25%, la demande pour le segment du 10 ans est restée très importante.

Par ailleurs, les primary et recognized dealers ont reçu les résultats des adjudications après en moyenne 6 minutes, et ce à compter du moment où le délai d'introduction des offres est clôturé. Le temps le plus court a été de 4 minutes lors des adjudications d'OLO des mois d'août et d'octobre. Le temps le plus long (9 minutes) a été enregistré lors de l'adjudication du 29 juillet.

2.1.1.3 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 7,01 milliards d'EUR dont 57,23% (soit 4,01 milliards d'EUR) ont effectivement été exercés (contre 68,44% en 2012). 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 seulement souscrire avant le début du tour compétitif au prix moyen pondéré (qui n'est pas encore connu à ce moment). C'est ainsi que 537 millions d'EUR ont encore été souscrits, ce qui fait que les souscriptions non compétitives se sont finalement élevées en 2013 à 4,55 milliards d'EUR.

RESULTATS DES EMISSIONS D'OLO EN 2013 (en millions d'EUR)

Date d'émission	Echéance finale	Code ISIN	Encours avant émission	Montant offert	Montant accepté (Comp/ Syndication)	Exercé non comp	Total accepté	Bid-to-cover	Prix moyen pondéré / Prix syndication	Taux moyen pondéré / Rdt Syndication	Bid min/max	Prix limite	Adju-dicataires
9/01/2013	22/06/2023	BE0000328378			**4 000,0**		**4 000,0**		99,009	**2,359**			
SYNDICATION				**0,0**	**4 000,0**	**0,0**	**4 000,0**	***0,00***					
19/02/2013	22/06/2018	BE0000329384			**5 000,0**		**5 000,0**		99,762	**1,296**			
SYNDICATION				**0,0**	**5 000,0**	**0,0**	**5 000,0**	***0,00***					
25/03/2013	22/06/2018	BE0000329384	5 000,0	2 115,0	**1 185,0**	0,0	**1 185,0**	**1,78**	101,234	**1,007**	100,07/101,32	101,18	14
	22/06/2023	BE0000328378	4 000,0	1 888,0	**1 095,0**	197,0	**1 292,0**	**1,72**	100,337	**2,213**	100,00/100,42	100,26	15
	28/03/2032	BE0000326356	5 612,0	2 031,0	**1 205,0**	0,0	**1 205,0**	**1,69**		**2,945**	114,20/115,27	115,08	14
ADJUDICATION				**6 034,0**	**3 485,0**	**197,0**	**3 682,0**	***1,73***					
24/04/2013	2/05/2018	BE0000330390			**2 500,0**		**2 500,0**		99,899				
SYNDICATION				**0,0**	**2 500,0**	**0,0**	**2 500,0**	***0,00***					
29/04/2013	22/06/2018	BE0000329384	6 185,0	1 748,0	**1 075,0**	344,0	**1 419,0**	**1,63**	102,150	**0,821**	101,80/102,21	102,09	14
	28/09/2021	BE0000321308	14 085,0	1 551,0	**650,0**	186,0	**836,0**	**2,39**	121,198	**1,541**	120,75/121,31	121,12	9
	22/06/2023	BE0000328378	5 292,0	1 851,0	**1 105,0**	255,0	**1 360,0**	**1,68**	102,539	**1,971**	102,00/102,60	102,48	14
	28/03/2028	BE0000291972	15 353,9	2 386,0	**955,0**	330,0	**1 285,0**	**2,50**	138,218	**2,415**	136,99/138,34	138,16	15

RESULTATS DES EMISSIONS D'OLO EN 2013 (en millions d'EUR)													
Date d'émission	Echéance finale	Code ISIN	Encours avant émission	Montant offert	Montant accepté (Comp/ Syndication)	Exercé non comp	Total accepté	Bid-to-cover	Prix moyen pondéré / Prix syndication	Taux moyen pondéré / Rdt Syndication	Bid min/max	Prix limite	Adju-dicataires
ADJUDICATION				**7 536,0**	**3 785,0**	**1 115,0**	**4 900,0**	***1,99***					
28/05/2013	22/06/2018	BE0000329384	7 604,0	2 020,0	**1 110,0**	0,0	**1 110,0**	**1,82**	101,414	**0,962**	101,10/101,46	101,39	12
	22/06/2023	BE0000328378	6 652,0	1 975,0	**1 340,0**	0,0	**1 340,0**	**1,47**	100,955	**2,143**	100,45/101,01	100,90	14
	28/03/2032	BE0000326356	6 817,0	1 087,0	**617,0**	0,0	**617,0**	**1,76**	116,215	**2,872**	115,30/116,31	116,15	14
	28/03/2035	BE0000304130	17 283,7	1 394,0	**828,0**	0,0	**828,0**	**1,68**	132,564	**2,954**	131,50/132,68	132,51	14
ADJUDICATION				**6 476,0**	**3 895,0**	**0,0**	**3 895,0**	***1,66***					
24/06/2013	22/06/2018	BE0000329384	8 714,0	1 210,0	**805,0**	211,0	**1 016,0**	**1,50**	98,188	**1,631**	97,50/98,30	98,10	14
	28/09/2019	BE0000327362	7 199,0	1 063,0	**513,0**	164,0	**677,0**	**2,07**	106,259	**1,927**	105,50/106,35	106,15	11
	22/06/2023	BE0000328378	7 992,0	1 407,0	**915,0**	345,0	**1 260,0**	**1,54**	95,584	**2,762**	94,50/95,66	95,45	14
	28/03/2026	BE0000324336	7 010,0	1 415,0	**475,0**	294,0	**769,0**	**2,98**	115,653	**3,003**	114,50/115,80	115,61	10
ADJUDICATION				**5 095,0**	**2 708,0**	**1 014,0**	**3 722,0**	***1,88***					
29/07/2013	22/06/2018	BE0000329384	9 730,0	1 292,0	**794,0**	200,0	**994,0**	**1,63**	99,857	**1,280**	99,65/99,91	99,82	12
	28/09/2019	BE0000327362	7 876,0	792,0	**475,0**	178,0	**653,0**	**1,67**	107,997	**1,624**	107,60/108,08	107,91	8
	22/06/2023	BE0000328378	9 252,0	1 921,0	**1 205,0**	321,0	**1 526,0**	**1,59**	97,414	**2,549**	97,00/97,47	97,39	10
	28/03/2041	BE0000320292	11 558,0	1 078,0	**685,0**	180,0	**865,0**	**1,57**	114,165	**3,447**	113,50/114,23	114,06	14
ADJUDICATION				**5 083,0**	**3 159,0**	**879,0**	**4 038,0**	***1,61***					
27/08/2013	22/06/2018	BE0000329384	10 724,0	2 068,0	**965,0**	201,0	**1 166,0**	**2,14**	98,941	**1,479**	98,50/98,99	98,91	9
	22/06/2023	BE0000328378	10 778,0	1 771,0	**1 025,0**	114,0	**1 139,0**	**1,73**	95,904	**2,731**	95,50/95,96	95,85	12
	28/03/2032	BE0000326356	7 434,0	1 736,0	**770,0**	0,0	**770,0**	**2,25**	107,317	**3,458**	106,49/107,45	107,25	14
ADJUDICATION				**5 575,0**	**2 760,0**	**315,0**	**3 075,0**	***2,02***					
10/09/2013	22/06/2045	BE0000331406			**4 000,0**		**4 000,0**		96,377	**3,953**			
SYNDICATION				**0,0**	**4 000,0**	**0,0**	**4 000,0**	***0,00***					
28/10/2013	28/03/2018	BE0000312216	10 471,0	1 705,0	**765,0**	192,0	**957,0**	**2,23**	112,580	**1,061**	112,25/112,61	112,56	11
	28/09/2019	BE0000327362	8 529,0	1 500,0	**650,0**	177,0	**827,0**	**2,31**	108,036	**1,565**	107,75/108,06	108,01	10
	22/06/2023	BE0000328378	11 917,0	1 850,0	**1 075,0**	660,0	**1 735,0**	**1,72**	97,931	**2,493**	97,71/98,02	97,90	14
ADJUDICATION				**5 055,0**	**2 490,0**	**1 029,0**	**3 519,0**	***2,03***					
TOTAL							**42 331,0**						

LIGNES ET ENCOURS DES OLO AU 31.12.2013								
Maturité		Coupon	Code ISIN	N°	Net disponible[5]	Rachats en portefeuille	Titres scindés	Scindable?
2014	28/03	4	BE0000314238	54	8 651 000 000,00	4 244 000 000,00		X
	28/09	4,25	BE0000303124	43	10 259 415 000,00	2 569 500 000,00	68 150 000,00	X
2015	28/03	8	BE0000282880	23	6 220 187 157,66	-	1 941 534 409,91	X
	28/03	3,5	BE0000316258	56	9 785 000 000,00	-		X
	28/09	3,75	BE0000306150	46	11 294 000 000,00	-	145 989 000,00	X
2016	15/02	FRN	BE0000322314	62	3 000 000 000,00	-		
	28/03	2,75	BE0000319286	59	9 594 000 000,00			X
	28/09	3,25	BE0000307166	47	12 984 000 000,00	-	56 330 000,00	X
2017	28/03	4	BE0000309188	49	11 176 000 000,00	-		X
	28/06	3,5	BE0000323320	63	13 234 000 000,00	-		X
	28/09	5,5	BE0000300096	40	8 437 637 800,00	-	227 950 000,00	X
2018	28/03	4	BE0000312216	52	11 428 000 000,00	-		X
	02/05	FRN	BE0000330390	70	2 500 000 000,00	-		
	22/06	1,25	BE0000329384	69	11 890 000 000,00	-		X
2019	28/03	4	BE0000315243	55	11 129 000 000,00	-		X
	28/09	3	BE0000327362	67	9 356 000 000,00	-	11 500 000,00	X
2020	28/09	3,75	BE0000318270	58	17 634 000 000,00	-	78 100 000,00	X
2021	28/09	4,25	BE0000321308	61	14 921 000 000,00	-	24 500 000,00	X
2022	28/03	4	BE0000308172	48	14 084 000 000,00	-		X
2022	28/09	4,25	BE0000325341	65	15 417 000 000,00	-	24 500 000,00	X
2023	22/06	2,25	BE0000328378	68	13 652 000 000,00	-		X
2026	28/03	4,5	BE0000324336	64	7 779 000 000,00	-		X
2028	28/03	5,5	BE0000291972	31	16 638 939 136,01	-	2 673 638 113,70	X
2032	28/03	4	BE0000326356	66	8 204 000 000,00	-	253 048 000,00	X
2035	28/03	5	BE0000304130	44	18 111 692 800,00	-	2 864 380 000,00	X
2041	28/03	4,25	BE0000320292	60	12 423 000 000,00	-	2 369 900 000,00	X
2045	22/06	3,75	BE0000331406	71	4 000 000 000,00	-	100 000 000,00	X
					293 802 871 893,67	**6 813 500 000,00**	10 839 519 523,61	

[5] Disponible sur le marché (Montants émis hors rachats) au 31.12.2013

2.1.1.4 Adjudications d'ORI

Dans le cadre de sa stratégie de financement, le Trésor a introduit une nouveauté en 2012, à savoir la possibilité de recourir à une adjudication "Optional Reverse Inquiry" (ORI).

Cette nouvelle forme d'émission est apparue après les sommets atteints par la crise dans la zone euro à la fin 2011 et qui s'est caractérisée par des taux d'intérêt élevés et une forte diminution de la liquidité. Dans la mesure où la liquidité s'avère insuffisante sur les marchés secondaires, les ORI permettent au Trésor de répondre, à des moments déterminés, à une demande spécifique en provenance des investisseurs.

Après deux adjudications d'ORI en 2012, il n'y en a pas eu en 2013.

2.1.1.5 Rachats

Le rachat d'une OLO arrivant à échéance dans le futur présente deux avantages :
- une gestion de caisse plus efficace le jour de l'échéance même ;
- un préfinancement dans l'année précédant l'échéance finale ; ce dernier permet de moduler le montant à émettre en OLO si les conditions d'émission sont avantageuses.

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 et recognized 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 2012, le Trésor avait débuté le rachat des lignes d'OLO 50 (échéant le 28 mars 2013) et 41 (échéant le 28 septembre 2013). Au cours des trois premiers mois de l'année 2013, le Trésor a encore racheté pour 939 millions d'EUR de l'OLO 50, ce qui a porté le montant total racheté à 4,61 milliards d'EUR. Ce montant représentait 36,22% du montant total émis.

En 2012, le Trésor avait également déjà racheté 1,23 milliard de l'OLO 41 et, ajouté aux 2,375 milliards d'EUR de rachats en 2013, le montant à rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 11,94 milliards d'EUR, soit une diminution de 23,21%.

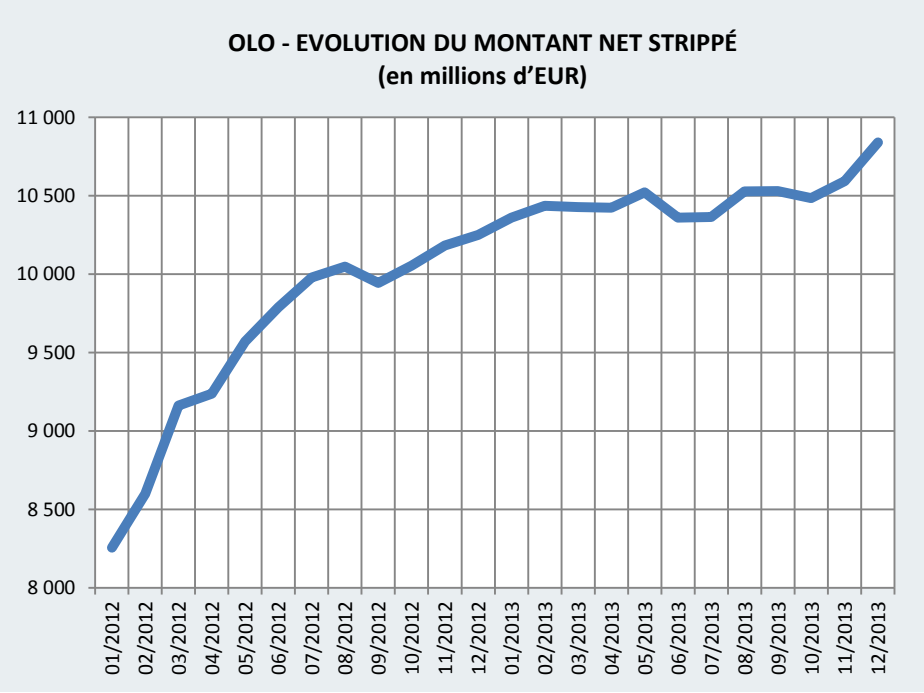
En outre, le Trésor a commencé dès le mois d'avril 2013 à racheter l'OLO 54 (échéant le 28 mars 2014). Le montant en circulation sur cette OLO s'élevait initialement à 12,89 milliards d'EUR. Le Trésor a encore racheté 4,24 milliards d'EUR sur l'OLO 54, soit 32,91% du montant initial de sorte qu'à la fin de l'année l'encours ne s'élevait plus qu'à 8,65 milliards d'EUR.

A partir du mois d'octobre 2013, le Trésor a procédé au rachat de l'OLO 43 (échéant le 28 septembre 2014). Dans les derniers mois de 2013, le Trésor a racheté un montant de 2,57 milliards d'EUR de cette OLO de sorte que l'encours sur cette obligation a diminué pour atteindre 10,26 milliards d'EUR, soit une diminution de 20,03%.

Au total, le Trésor a racheté en 2013, dans les 4 lignes d'OLO, 10,127 milliards d'EUR : 3,31 milliards d'EUR dans les deux lignes échéant en 2013 et 6,81 milliards d'EUR dans les deux lignes échéant en 2014.

RACHATS OPERES PAR LE TRESOR EN 2013 SUR UNE BASE MENSUELLE (EN MILLIONS D'EUR)													
	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUN	JUL	AOU	SEP	OCT	NOV	DEC	TOTAL
OLO 50 – Mars 2013	775	148	16										939
OLO 41 – Septembre 2013	501	237	10	191	83	361	126	360	507				2375
OLO 54 – Mars 2014				307	350	509			1 416	161	705	796	4 244
OLO 43 – Septembre 2014										2 154	416		2 570
Total par mois	1 276	385	26	498	433	870	126	360	1 923	2 315	1 121	796	10 127

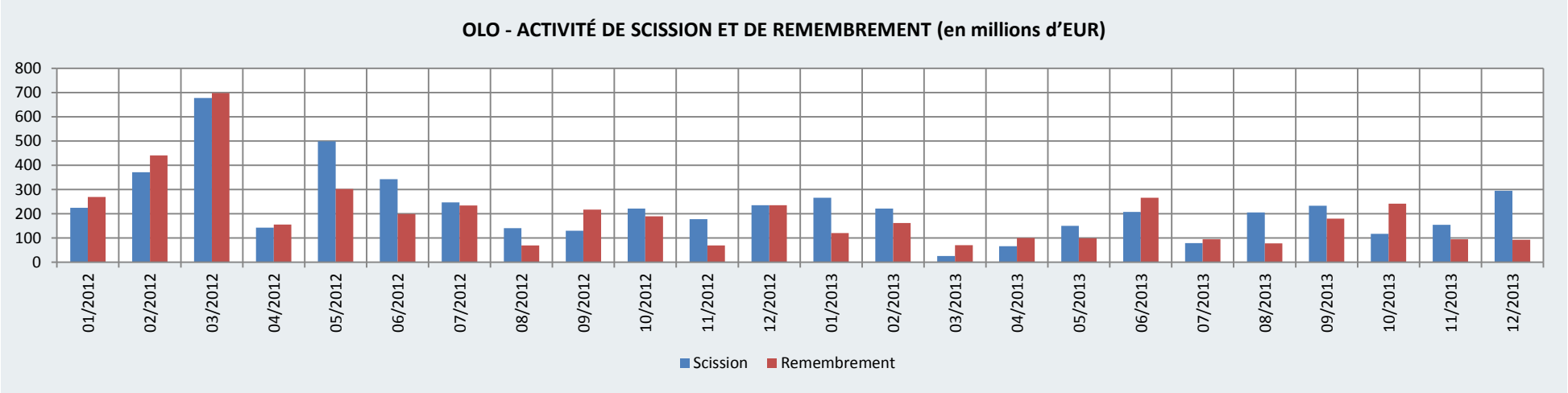
2.1.1.6 Strips



Le marché des strips sur OLO n'a pas enregistré la même croissance qu'en 2012. Ceci tient essentiellement au fait que le Trésor n'a plus émis de nouvelles lignes d'OLO avec les échéances de coupon habituelles du 28 mars et du 28 septembre. Dans quelques années, l'ensemble des nouvelles lignes d'OLO auront comme échéance le 22 juin. Les lignes d'OLO existantes avec comme échéance de coupon du 28 mars et du 28 septembre ne peuvent être alimentées aux adjudications qu'en tant qu'emprunts « off-the-run ». Il en résulte que la possibilité de reconstituer en OLO les BE-strips représentant des intérêts n'augmente pas mais reste limitée aux échéances finales des OLO existantes.

A la fin 2013, l'échéance de coupon du 22 juin ne comptait que 3 emprunts de référence. Un bon niveau d'activité de stripping n'est possible que s'il y a suffisamment de lignes d'OLO émises avec cette échéance de coupon. En outre, les échéances finales doivent bien s'étaler sur la courbe. Alors seulement la plupart des traders en strips se sentent en état de dériver une courbe strip correcte sur la base des rendements de la courbe des OLO sous-jacente. En attendant, l'activité sur le marché des strips reste limitée.

Par contre, la demande de strips fongibles a persisté et n'a peut-être jamais été aussi importante. L'existence de strips fongibles à long terme (au-dessus de 20 ans) garantit un rendement supérieur au niveau « break-even » auquel les compagnies d'assurances peuvent respecter leurs obligations. Par ailleurs, il n'y a pas de risque de replacement pour les coupons. La duration des strips est en effet égale à la maturité résiduelle. C'est ainsi qu'avec l'importante demande pour des strips fongibles, des primary dealers ont à nouveau montré de l'intérêt pour traiter des strips sur OLO.

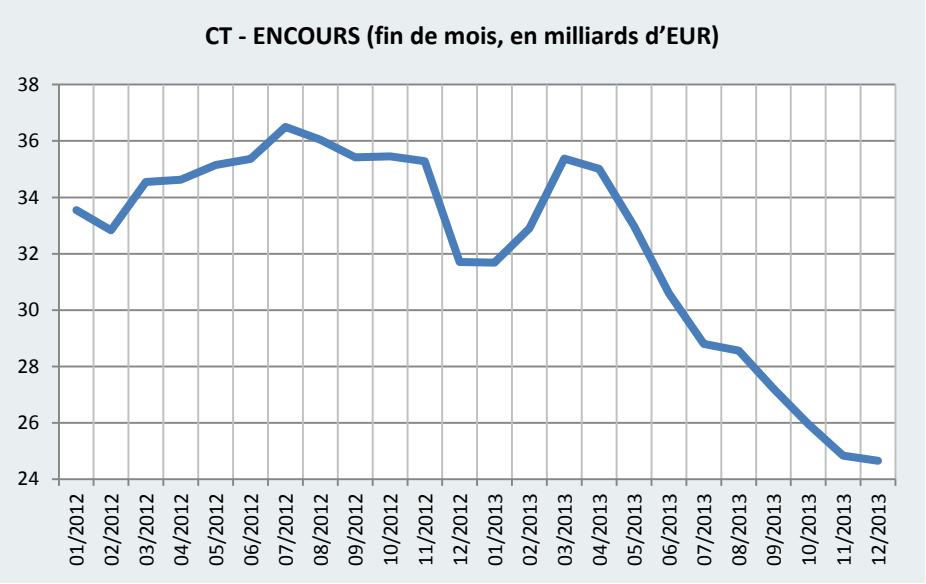


2.1.2 *Certificats de Trésorerie (CT)*

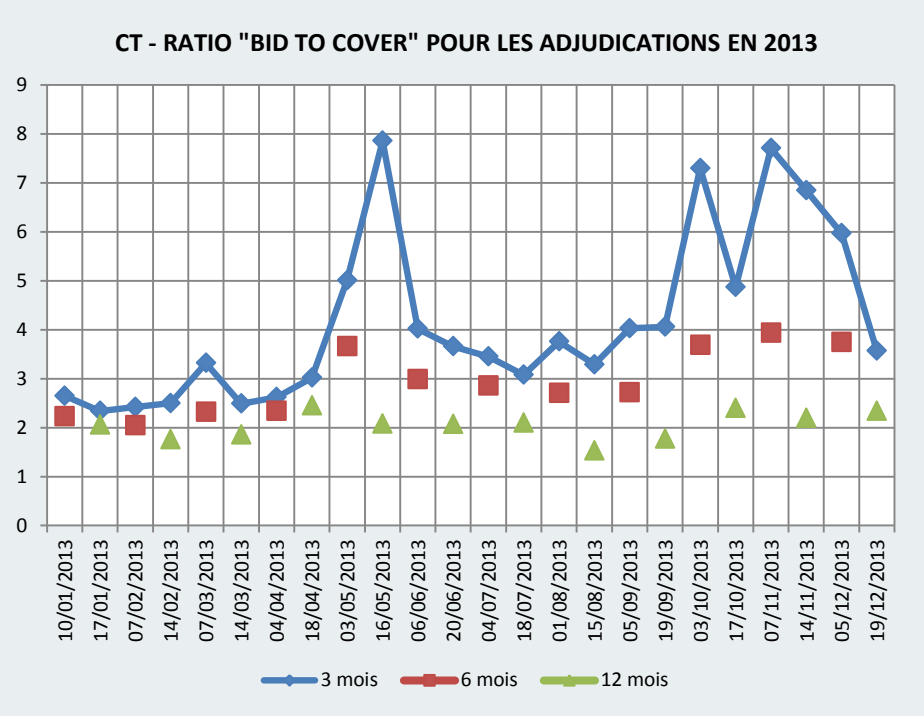
En 2013, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 25 à 35 milliards d'EUR. Les encours ont augmenté en début d'année en vue de couvrir les remboursements de capital et d'intérêts sur OLO en mars. Ils ont ensuite diminué à partir du mois de mai de manière quasi linéaire, ce qui s'explique en partie par le franc succès obtenu dans la réalisation du programme d'émission d'OLO permettant au Trésor de moins emprunter en certificats.

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 2012, 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.

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.



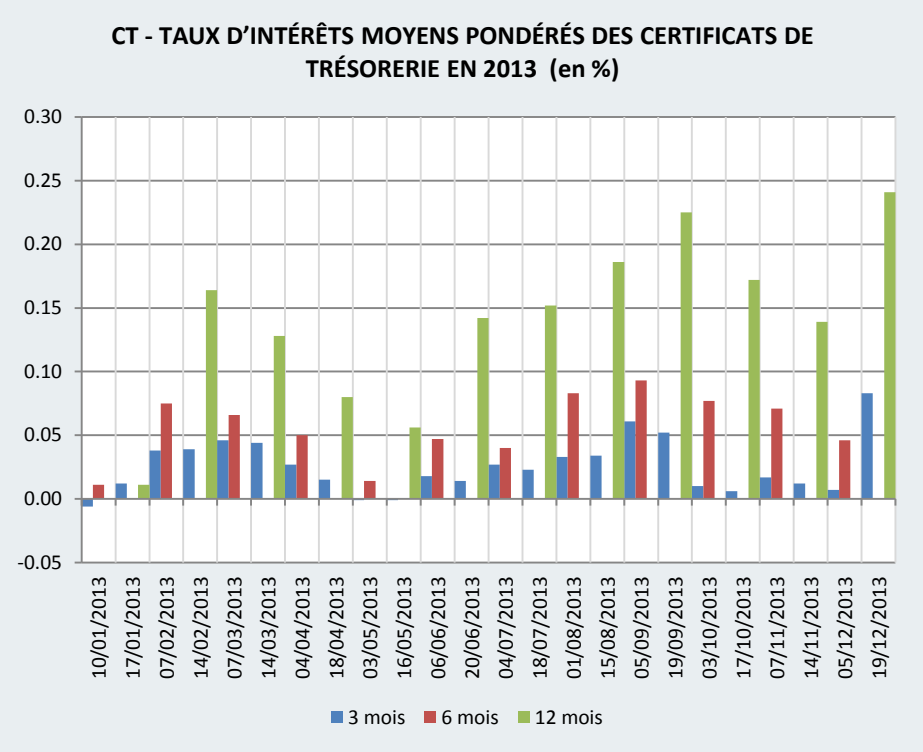
L'on notera que pour l'année 2013, ce ratio a toujours été en moyenne supérieur à 2 pour les trois maturités.



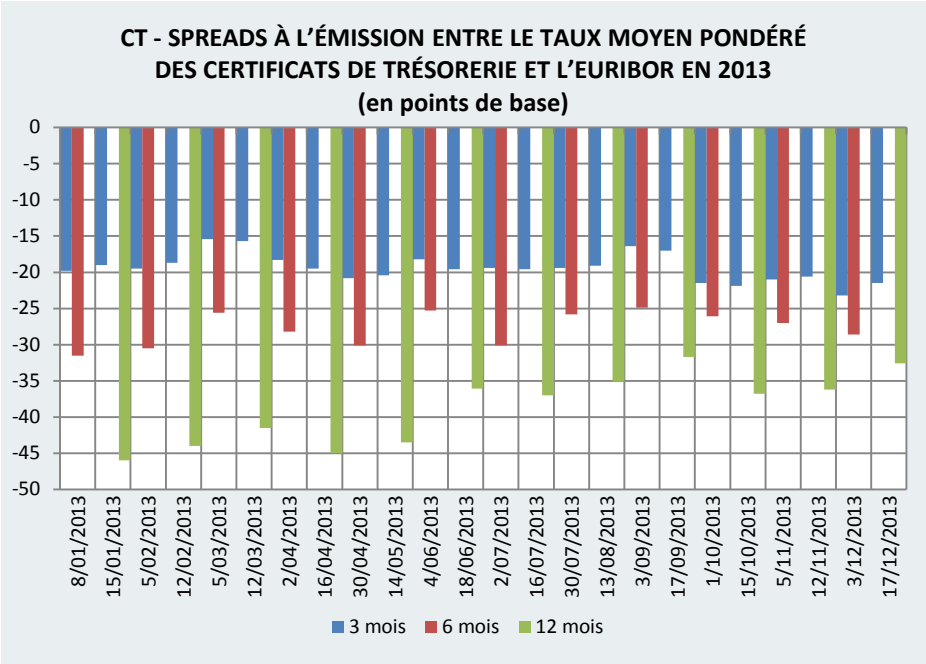
La moyenne de ce ratio s'est élevée à 4,16 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par adjudication de 3,29 milliards d'EUR, à 2,94 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 3,06 milliards d'EUR et enfin à 2,05 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2,94 milliards d'EUR.

Ces ratios sont restés relativement stables et en ligne par rapport à ceux de l'année précédente. En ce qui concerne l'évolution du ratio « bid to cover » pour le segment du 3 mois, le début de l'année sous revue a été marqué par des émissions importantes avec un ratio « bid to cover » légèrement supérieur à 2. A partir du mois de mai, ce ratio a significativement augmenté, reflétant une baisse des émissions sur ce segment de maturité. En milieu d'année, il a diminué à nouveau pour ensuite remonter en octobre, ce qui résultait d'une réduction supplémentaire des montants retenus par le Trésor lors des adjudications. En décembre, ce ratio à 3 mois a diminué à la suite de la baisse des offres des investisseurs à l'approche de la clôture de leurs bilans.

En 2013, l'écart moyen, lors des adjudications, entre le taux limite et le taux offert le moins élevé est resté stable par rapport à l'année 2012. Pour les maturités à 3 et 6 mois, il s'est ainsi élevé à un peu moins de 2 points de base tandis que sur le segment du 12 mois, cet écart s'est élevé à un peu plus de 2 points de base.



Les taux moyens pondérés résultant des adjudications et repris dans le graphique ci-dessus sont restés très peu élevés en 2013. Globalement, le niveau de ces taux reflète la normalisation des marchés dans le courant de l'année 2013.



Le graphique ci-dessus 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. Les spreads sur le segment du 3 mois sont restés stables avec une moyenne de -19 points de base. Pour le 6 mois, la moyenne est de -28 points de base. Pour ce qui est du segment du 12 mois, les spreads ont évolué à la baisse tout au long de l'année avec une moyenne de -39 points de base. Les niveaux de ces spreads pour l'année 2013 reflètent la confiance des investisseurs dans le marché belge.

Concernant la participation aux adjudications, 50% à 60% des intervenants ont été servis en moyenne pour l'ensemble des termes.

En 2013, les primary dealers ont fait usage, en termes de volumes, à concurrence de 3% de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication. Rappelons que l'exercice par les primary dealers de leur droit aux offres non compétitives dépend des conditions du marché.

RESULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRESORERIE EN 2013 (en millions d'EUR)																
Date d'adju.	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (Comp)	Exerc. Non Comp	Total accepté	*Bid-to-cover*	*Taux moyen pondéré*	Prix moyen pondéré	Spread Euribor	Bid min/max	Taux/prix limite	Adjudi-cataires
8/01/2013		18/04/2013	690598	**3**	3 256,0	3 990,0	**1 507,0**	0,0	**1 507,0**	*2,65*	*-0,006*	100,002	-19,80	99,930/100,010	100, 000	13
		20/06/2013	692610	**6**	1 685,0	3 430,0	**1 540,0**	0,0	**1 540,0**	*2,23*	*0,011*	99,995	-31,50	99,984/100,000	99,993	12
15/01/2013	6 249,0	18/04/2013	690598	**3**	4 763,0	3 855,0	**1 650,0**	0,0	**1 650,0**	*2,34*	*0,012*	99,997	-19,00	99,980/99,998	99,996	12
		16/01/2014	699680	**12**	0,0	3 140,0	**1 521,0**	0,0	**1 521,0**	*2,06*	*0,110*	99,889	-46,00	99,858/99,894	99,885	15
5/02/2013		16/05/2013	691604	**3**	2 821,0	3 635,0	**1 505,0**	0,0	**1 505,0**	*2,42*	*0,038*	99,990	-19,50	99,970/99,994	99,988	14
		18/07/2013	693626	**6**	1 475,0	3 160,0	**1 541,0**	0,0	**1 541,0**	*2,05*	*0,075*	99,966	-30,50	99,920/99,975	99,964	15
12/02/2013	5 060,0	16/05/2013	691604	**3**	4 326,0	3 800,0	**1 520,0**	0,0	**1 520,0**	*2,50*	*0,039*	99,990	-18,70	99,980/99,994	99,987	14
		13/02/2014	711808	**12**	0,0	2 625,0	**1 490,0**	205,0	**1 695,0**	*1,76*	*0,164*	99,834	-44,00	99,800/99,848	99,829	15
5/03/2013		20/06/2013	692610	**3**	3 225,0	4 990,0	**1 501,0**	0,0	**1 501,0**	*3,32*	*0,046*	99,987	-15,40	99,965/99,988	99,985	10
		15/08/2013	694632	**6**	1 751,0	3 635,0	**1 565,0**	0,0	**1 565,0**	*2,32*	*0,066*	99,970	-25,60	99,955/99,974	99,968	10
12/03/2013	3 607,0	20/06/2013	692610	**3**	4 726,0	4 190,0	**1 680,0**	0,0	**1 680,0**	*2,49*	*0,044*	99,988	-15,70	99,980/99,990	99,986	15
		13/03/2014	712814	**12**	0,0	2 470,0	**1 325,0**	0,0	**1 325,0**	*1,86*	*0,128*	99,870	-41,50	98,862/99,881	99,865	12
2/04/2013		18/07/2013	693626	**3**	3 016,0	3 680,0	**1 406,0**	0,0	**1 406,0**	*2,62*	*0,027*	99,992	-18,30	99,980/99,995	99,991	12
		19/09/2013	695647	**6**	1 590,0	3 770,0	**1 610,0**	15,0	**1 625,0**	*2,34*	*0,050*	99,977	-28,20	99,960/99,979	99,975	13
16/04/2013	6 413,0	18/07/2013	693626	**3**	4 422,0	4 240,0	**1 406,0**	0,0	**1 406,0**	*3,02*	*0,015*	99,996	-19,50	99,989/99,998	99,996	11
		17/04/2014	702716	**12**	0,0	3 930,0	**1 602,0**	0,0	**1 602,0**	*2,45*	*0,080*	99,919	-45,00	99,898/99,977	99,914	11
30/04/2013		15/08/2013	694632	**3**	3 316,0	3 884,0	**775,0**	0,0	**775,0**	*5,01*	*-0,001*	100,000	-20,80	99,980/100,001	100,000	5
		17/10/2013	696652	**6**	1 605,0	3 845,0	**1 050,0**	0,0	**1 050,0**	*3,66*	*0,014*	99,994	-30,10	99,970/99,996	99,992	6
14/05/2013	5 846,0	15/08/2013	694632	**3**	4 091,0	3 175,0	**404,0**	0,0	**404,0**	*7,86*	*-0,001*	100,000	-20,40	99,995/100,001	100,000	8
		15/05/2014	703722	**12**	0,0	3 240,0	**1 555,0**	15,0	**1 570,0**	*2,08*	*0,056*	99,943	-43,50	99,899/99,950	99,940	13
4/06/2013		19/09/2013	695647	**3**	3 215,0	3 053,0	**760,0**	0,0	**760,0**	*4,02*	*0,018*	99,995	-18,20	99,980/99,998	99,993	5
		14/11/2013	697668	**6**	1 689,0	2 755,0	**920,0**	0,0	**920,0**	*2,99*	*0,047*	99,979	-25,30	99,938/99,982	99,977	10
18/06/2013	6 406,0	19/09/2013	695647	**3**	3 975,0	3 405,0	**930,0**	0,0	**930,0**	*3,66*	*0,014*	99,996	-19,60	99,985/99,998	99,995	5
		19/06/2014	704738	**12**	0,0	2 900,0	**1 400,0**	0,0	**1 400,0**	*2,07*	*0,142*	99,856	-36,10	99,800/99,939	99,845	12

RESULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRESORERIE EN 2013 (en millions d'EUR)																
Date d'adju.	Montant à l'échéance	Date d'échéance	ISIN BE0312	Mois	Encours avant adju.	Montant offert	Montant accepté (Comp)	Exerc. Non Comp	Total accepté	*Bid-to-cover*	*Taux moyen pondéré*	Prix moyen pondéré	Spread Euribor	Bid min/max	Taux/prix limite	Adjudi-cataires
2/07/2013		17/10/2013	696652	**3**	2 655,0	2 595,0	**753,0**	0,0	**753,0**	*3,45*	*0,027*	99,992	-19,40	99,970/99,994	99,991	10
		19/12/2013	698674	**6**	1 001,0	2 630,0	**920,0**	21,0	**941,0**	*2,86*	*0,040*	99,981	-30,10	99,960/99,989	99,979	10
16/07/2013	5 828,0	17/10/2013	696652	**3**	3 408,0	3 110,0	**1 010,0**	0,0	**1 010,0**	*3,08*	*0,023*	99,994	-19,60	99,980/99,996	99,993	9
		17/07/2014	705743	**12**	0,0	2 810,0	**1 335,0**	0,0	**1 335,0**	*2,10*	*0,152*	99,847	-37,00	99,820/99,851	99,842	14
30/07/2013		14/11/2013	697668	**3**	2 609,0	3 385,0	**900,0**	0,0	**900,0**	*3,76*	*0,033*	99,990	-19,40	99,939/99,995	99,989	7
		16/01/2014	699680	**6**	1 521,0	3 010,0	**1 110,0**	22,0	**1 132,0**	*2,71*	*0,083*	99,961	-25,80	99,940/99,965	99,960	12
13/08/2013	4 495,0	14/11/2013	697668	**3**	3 509,0	2 700,0	**820,0**	0,0	**820,0**	*3,29*	*0,034*	99,991	-19,10	99,962/99,992	99,990	5
		14/08/2014	706758	**12**	0,0	2 153,0	**1 410,0**	0,0	**1 410,0**	*1,53*	*0,186*	99,812	-35,10	99,780/99,823	99,805	13
3/09/2013		19/12/2013	698674	**3**	1 942,0	2 420,0	**600,0**	0,0	**600,0**	*4,03*	*0,061*	99,982	-16,40	99,967/99,986	99,980	8
		13/02/2014	711808	**6**	1 695,0	2 125,0	**780,0**	0,0	**780,0**	*2,72*	*0,093*	99,959	-24,90	99,940/99,962	99,957	8
17/09/2013	4 905,0	19/12/2013	698674	**3**	2 542,0	2 450,0	**603,0**	50,0	**653,0**	*4,06*	*0,052*	99,987	-17,00	99,974/99,990	99,986	8
		18/09/2014	707764	**12**	0,0	2 490,0	**1 403,0**	130,0	**1 533,0**	*1,77*	*0,225*	99,773	-31,70	99,747/99,783	99,768	15
1/10/2013		16/01/2014	699680	**3**	2 653,0	2 935,0	**402,0**	0,0	**402,0**	*7,30*	*0,010*	99,997	-21,50	99,980/99,998	99,996	7
		13/03/2014	712814	**6**	1 325,0	2 960,0	**803,0**	0,0	**803,0**	*3,69*	*0,077*	99,965	-26,10	99,940/99,970	99,964	10
15/10/2013	4 418,0	16/01/2014	699680	**3**	3 055,0	2 920,0	**600,0**	0,0	**600,0**	*4,87*	*0,006*	99,998	-21,90	99,984/100,001	99,998	6
		16/10/2014	708770	**12**	0,0	3 240,0	**1 350,0**	0,0	**1 350,0**	*2,40*	*0,172*	99,826	-36,80	99,140/99,835	99,821	11
5/11/2013		13/02/2014	711808	**3**	2 475,0	3 100,0	**402,0**	0,0	**402,0**	*7,71*	*0,017*	99,995	-21,00	99,975/99,997	99,995	4
		17/04/2014	702716	**6**	1 602,0	3 165,0	**803,0**	0,0	**803,0**	*3,94*	*0,071*	99,968	-27,00	99,945/99,970	99,967	9
12/11/2013	4 329,0	13/02/2014	711808	**3**	2 877,0	3 050,0	**445,0**	0,0	**445,0**	*6,85*	*0,012*	99,997	-20,60	99,970/99,999	99,996	5
		13/11/2014	713820	**12**	0,0	3 415,0	**1 550,0**	0,0	**1 550,0**	*2,20*	*0,139*	99,860	-36,20	99,800/99,871	99,853	14
3/12/2013		13/03/2014	712814	**3**	2 128,0	2 400,0	**402,0**	0,0	**402,0**	*5,97*	*0,007*	99,998	-23,20	99,980/100,000	99,997	7
		15/05/2014	703722	**6**	1 570,0	2 250,0	**600,0**	0,0	**600,0**	*3,75*	*0,046*	99,980	-28,60	99,872/99,985	99,972	6
17/12/2013	3 195,0	13/03/2014	712814	**3**	2 530,0	1 980,0	**555,0**	35,0	**590,0**	*3,57*	*0,083*	99,981	-21,50	99,930/99,984	99,977	8
		18/12/2014	710792	**12**	0,0	2 810,0	**1 200,0**	166,0	**1 366,0**	*2,34*	*0,241*	99,756	-32,60	99,710/99,770	99,749	8

2.1.3 Bons d'Etat

Pour la dix-huitième année consécutive, l'Etat belge a émis des bons d'Etat.

Ceux-ci sont des emprunts en EUR de type non structuré, 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.

Le projet relatif à la modernisation du Service des Grands–Livres s'est poursuivi durant l'année 2013.

Pour rappel, la première phase qui concernait la souscription des bons d'Etat sur le marché primaire a été réalisée en 2012. Ainsi, depuis l'émission du mois de décembre 2012, les particuliers ainsi que certaines personnes morales ont la possibilité de souscrire en ligne des bons d'Etat depuis le site internet du Service des Grands-livres en s'identifiant via leur carte d'identité électronique ou via token.

Depuis l'émission de mois de décembre 2013, les particuliers qui souscrivent en ligne ont également la possibilité de payer en ligne le montant de leur souscription via leur carte bancaire.

D'autres fonctionnalités telles que la possibilité donnée aux citoyens de pouvoir consulter en ligne leur portefeuille seront progressivement ajoutées à l'application dans le souci d'offrir aux citoyens un service alliant convivialité et qualité.

Etant donné la faiblesse des taux, le Trésor n'a plus émis en 2013 que deux types de bons d'Etat, à savoir les bons à 5 et 8 ans, le bon à 3 ans n'offrant pas un taux suffisamment attrayant.

Par ailleurs, le niveau des taux a eu un impact sur les montants recueillis. Le Trésor n'a en effet pu récolter que 12,7 millions et 9,3 millions d'EUR lors des deux premières émissions de l'année sous revue. Les montants engrangés lors des deux dernières émissions se sont légèrement redressés pour atteindre respectivement 23,8 millions et à 20,5 millions d'EUR.

Le montant total des émissions des bons d'Etat pour l'année 2013 s'est ainsi élevé à 66,4 millions d'EUR, en diminution par rapport aux 142 millions récoltés durant l'année 2012.

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.

EMISSIONS DES BONS D'ETAT EN 2013

Emissions	Bons d'Etat	Coupon	Prix	Total souscrit
04.03.2013	SBE à 5 ans	1,00 %	100 %	4 010 000 EUR
	SBE à 8 ans	1,85 %	100 %	8 700 000 EUR
	Total			12 710 000 EUR
04.06.2013	SBE à 5 ans	0,75 %	100 %	3 643 000 EUR
	SBE à 8 ans	1,50 %	100 %	5 700 000 EUR
	Total			9 343 000 EUR
04.09.2013	SBE à 5 ans	1,35 %	100 %	8 100 000 EUR
	SBE à 8 ans	2,15 %	100 %	15 700 000 EUR
	Total			23 800 000 EUR
04.12.2013	SBE à 5 ans	1,00 %	100 %	5 900 000 EUR
	SBE à 8 ans	1,90 %	100 %	14 600 000 EUR
	Total			20 500 000 EUR
				66 353 000 EUR

2.2 Des produits taillés sur mesure

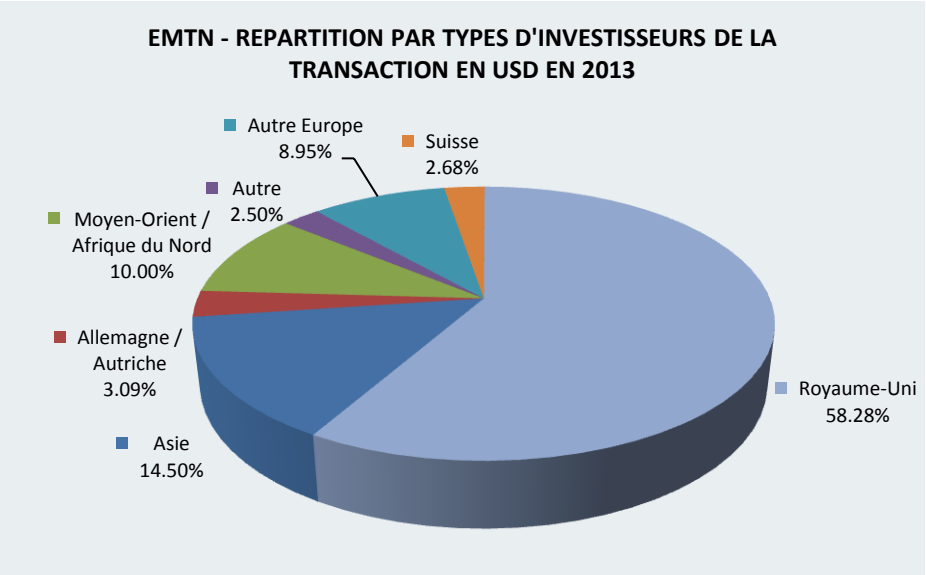
Les OLO constituent l'instrument de financement le plus important du Trésor puisqu'il couvre plus de 90% des besoins de financement à long terme. En outre, le Trésor offre également des instruments de financement flexibles tels que les EMTN (Euro Medium Term Notes) et les Schuldscheine. Ces deux produits sont émis à la demande des investisseurs et répondent à l'objectif d'une plus grande diversification de la base d'investisseurs. Etant donné qu'il s'agit d'émissions flexibles, taillées sur mesure pour l'investisseur, ces instruments ne peuvent être émis que s'ils présentent un bon rapport coût/efficacité. Ceci implique que leur coût à l'émission doit être inférieur ou égal à celui d'une OLO de même maturité. Il en résulte que ces deux instruments doivent être considérés comme un complément au programme standard et ne doivent en aucune manière compromettre la liquidité des OLO.

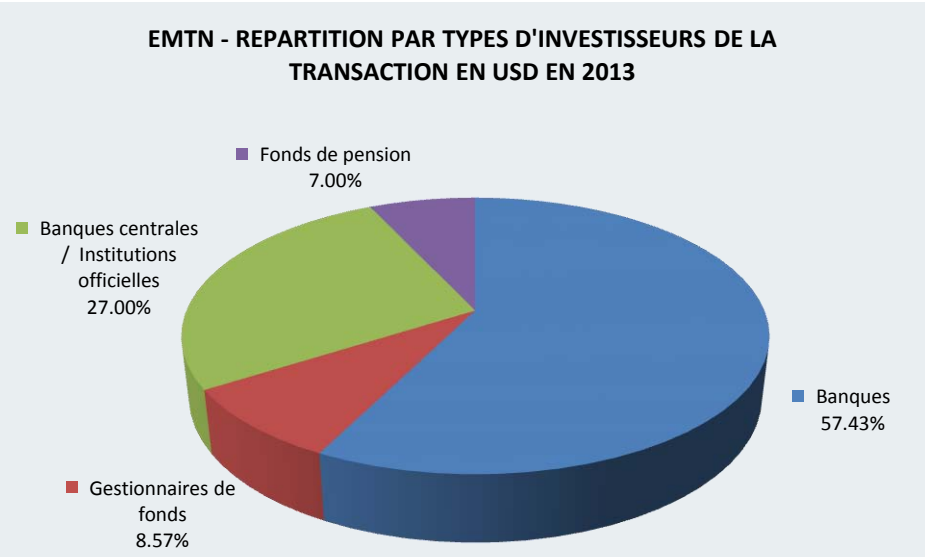
2.2.1 Programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN)

Tout comme en 2012, les émissions d'EMTN ont connu un franc succès en 2013. Quatorze opérations ont été réalisées pour un montant total de 1 955 751 873 euros. Trois d'entre elles étaient des transactions en euros à taux flottant qui ont ensuite été swappées à taux fixe. Plusieurs transactions étaient légèrement structurées (option call).

Outre quelques transactions en couronnes norvégiennes, l'Agence de la Dette a émis un EMTN en dollars pour un montant d'un milliard, ce qui correspond à 768,3 millions d'EUR. Cette transaction à 5 ans a été réalisée via un syndicat composé de quatre banques : Barclays, Crédit Agricole, JP Morgan et Royal Bank of Scotland. Les deux graphiques ci-après illustrent la base des investisseurs de laquelle il ressort une forte participation du Royaume-Uni et des investisseurs « real-money ».

Enfin, de manière générale, l'on notera que les investisseurs en EMTN ont surtout privilégié, en 2013, les maturités supérieures à 5 ans dont la plus longue se situait sur le segment du 20 ans.





EMISSIONS D'EMTN EN 2013				
Valeur	Echéance	Montant	Contrevaleur	Type taux
18/01/2013	24/12/2029	100 000 000 EUR	100 000 000 EUR	Flottant
31/01/2013	29/01/2027	101 000 000 EUR	101 000 000 EUR	Flottant
12/03/2013	22/06/2023	105 000 000 EUR	105 000 000 EUR	Flottant
03/06/2013	03/06/2023	50 000 000 EUR	50 000 000 EUR	Fixe
22/05/2013	22/05/2033	85 000 000 EUR	85 000 000 EUR	Fixe
10/06/2013	22/06/2018	1 000 000 000 USD	768 285 187 EUR	Fixe
14/06/2013	17/06/2024	50 000 000 EUR	50 000 000 EUR	Fixe
24/06/2013	24/06/2033	1 000 000 000 NOK	130 548 302 EUR	Fixe
29/07/2013	29/07/2032	50 000 000 EUR	50 000 000 EUR	Fixe
29/07/2013	29/07/2033	50 000 000 EUR	50 000 000 EUR	Fixe
09/07/2013	09/07/2025	1 800 000 000 NOK	225 394 440 EUR	Fixe
10/07/2013	10/07/2023	52 000 000 EUR	52 000 000 EUR	Fixe
18/07/2013	18/07/2033	1 000 000 000 NOK	126 023 944 EUR	Fixe
18/09/2013	18/09/2028	500 000 000 NOK	62 500 000 EUR	Fixe
			1 955 751 873 EUR	

CONCLUSION DE CONTRATS DE SCHULDSCHEINE EN 2013		
Date valeur	Montant	Echéance
18/02/2013	50 000 000 EUR	28/03/2040
15/02/2013	50 000 000 EUR	10/11/2031
28/03/2013	10 000 000 EUR	10/04/2054
28/03/2013	25 000 000 EUR	10/04/2062
08/05/2013	10 000 000 EUR	08/08/2042
08/05/2013	50 000 000 EUR	08/08/2042
22/05/2013	50 000 000 EUR	22/05/2043
29/05/2013	80 000 000 EUR	29/05/2053
28/05/2013	50 000 000 EUR	26/05/2043
28/05/2013	5 000 000 EUR	26/05/2043
03/06/2013	70 000 000 EUR	03/06/2053
31/05/2013	50 000 000 EUR	31/05/2033
12/06/2013	50 000 000 EUR	12/06/2043
18/06/2013	50 000 000 EUR	18/08/2044
18/06/2013	54 000 000 EUR	18/08/2044
20/06/2013	50 000 000 EUR	20/06/2053
26/06/2013	50 000 000 EUR	26/06/2043
03/07/2013	100 000 000 EUR	03/07/2053
	854 000 000 EUR	

2.2.2 Contrats de "Schuldscheine"

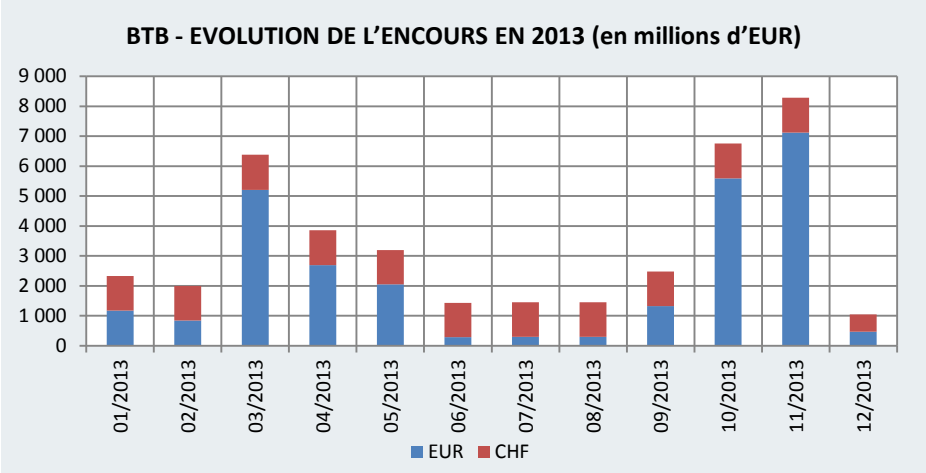
En 2013, le Trésor a conclu 18 opérations pour un montant total de 854 millions d'EUR en Schuldscheine. Durant cette année, la toute grande majorité de ces transactions étaient légèrement structurées, c'est-à-dire dotées d'une option call. Ces produits ont été contractés par le Trésor à très long terme puisque près de 90% des Schuldscheine étaient dotés d'une maturité de 20 ans voire même davantage – une des transactions ayant même atteint une maturité de 49 années. En outre, ces opérations répondaient aux critères requis pour l'émission de produits flexibles, à savoir bon rapport coût/efficacité et diversification. Il faut également souligner que ce produit répondait aux besoins des investisseurs allemands d'obtenir des rendements supérieurs à 3% et qu'il a certainement contribué au succès remporté par l'OLO à 30 ans en 2013.

2.2.3 Belgian Treasury Bills (BTB)

A l'instar des années précédentes, les BTB, qui constituent le programme de papier commercial belge (CP), se sont avérés utiles en tant qu'instruments de financement flexibles et bon marché. En outre, le Trésor a eu recours de manière maximale à la possibilité d'émettre en monnaies étrangères. Le Trésor a surtout pu tirer avantage de « swap windows »[6] lors des émissions en GBP.

En mars, le programme a été utilisé pour le financement de l'échéance de coupon du 28 mars. Dans le courant du dernier trimestre 2013, les émissions de certificats de Trésorerie ont été diminuées. Les déficits de caisse qui en ont résulté ont été comblés par des émissions à court terme de papier commercial. Le succès rencontré par le programme CP en 2013 tient également à la venue d'un nouveau dealer ayant une très bonne réputation en GBP.

Comme les années précédentes, la dette en monnaies étrangères a été absorbée par des émissions de CP. Le Trésor a obtenu après swap des taux d'intérêt négatifs en CHF.



[6] Swap window: est utilisée quand il est plus avantageux d'émettre en monnaies étrangères et d'en swapper le montant obtenu plutôt que d'émettre directement dans la monnaie où le Trésor a un besoin de financement.

2.2.4 Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement n'a pas reçu de nouveaux moyens en 2013.

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.

Un "bon du Trésor – Fonds de vieillissement" est arrivé à échéance en 2013. Le Fonds de vieillissement a replacé le capital et les intérêts en deux nouveaux "bons du Trésor – Fonds de vieillissement" ayant leur échéance en 2025 et 2026.

Au 31 décembre 2013, les réserves du Fonds de vieillissement s'élevaient à 19,96 milliards d'euros placés en "bons du Trésor-Fonds de vieillissement" avec des échéances s'étendant de 2014 à 2026.

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

PLACEMENTS "BONS DU TRÉSOR - FONDS DE VIEILLISSEMENT" - SITUATION AU 31.12.2013						
Titres " BT - FV "	Montant placé		Taux	Intérêts proratisés au 31.12.2013	Portefeuille au 31.12.2013	Montant à l'échéance finale
22/01/2004 - 15/04/2014	1 000 000 000,00	(1)	4,37400828	531 111 211,42	1 531 111 211,42	1 549 902 169,97
22/01/2004 - 15/04/2015	1 000 000 000,00	(1)	4,45786790	543 396 415,12	1 543 396 415,12	1 632 358 619,37
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000,00	(1)	4,56395979	559 065 597,59	1 559 065 597,59	1 726 649 079,02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000,00	(1)	4,67063142	574 964 527,72	1 574 964 527,72	1 830 675 165,94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000,00	(1)	4,74408188	585 996 615,67	1 585 996 615,67	1 934 933 570,10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000,00	(2)	4,20204082	566 829 993,55	1 816 829 993,55	2 258 592 546,19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000,00	(2)	4,24643832	573 874 756,23	1 823 874 756,23	2 369 231 756,61
20/05/2005 - 15/04/2021	442 653 633,07	(3)	3,76448399	166 152 248,31	608 805 881,38	797 041 035,55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202,07	(4)	4,01888850	176 945 019,12	732 573 221,19	995 830 949,11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398,98	(5)	4,32873520	57 881 557,14	234 544 956,12	319 446 696,28
29/07/2010 - 15/04/2022	955 744 555,41	(6)	3,64927838	125 032 995,09	1 080 777 550,50	1 454 746 084,10
28/10/2010 - 17/04/2023	619 003 211,29	(7)	3,64892851	74 744 898,23	693 748 109,52	968 034 074,05
15/04/2011 - 17/10/2022	630 519 393,87	(8)	4,37000047	77 725 740,99	708 245 134,86	1 031 807 640,16
17/10/2011 - 16/10/2023	700 000 000,00	(9)	4,05453498	64 295 723,79	764 295 723,79	1 128 040 710,06
17/10/2011 - 15/04/2024	197 230 872,37	(9)	4,10859122	18 363 282,73	215 594 155,10	326 308 870,32
16/04/2012 - 15/04/2024	1 200 000 000,00	(10)	3,80132623	79 163 156,09	1 279 163 156,09	1 878 040 084,11
16/04/2012 - 15/04/2025	226 758 894,00	(10)	3,83582372	15 096 697,44	241 855 591,44	369 970 985,12
14/12/2012 - 15/04/2025	425 297 020,86	(11)	2,68431215	11 987 157,54	437 284 178,40	589 768 101,31
25/04/2013 - 15/10/2025	800 000 000,00	(12)	2,37774255	13 032 767,97	813 032 767,97	1 072 698 336,95
25/04/2013 - 15/04/2026	706 014 395,39	(12)	2,44437593	11 822 762,84	717 837 158,23	965 957 434,27
	15 135 513 577,31			**4 827 483 124,58**	**19 962 996 701,89**	**25 200 033 908,59**

(1) Fonds de pension Belgacom (5 000 000 000.00).
(2) Fadels (2 500 000 000,00).
(3) DLU - (422 897 175,76) ; solde Credibe (19 754 399,06) ; intérêts court terme (2 058,25).
(4) 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).
(5) Solde budgétaire 2006 (176 000 000,00) ; intérêts court terme (663 398,98).
(6) Échéance finale BT-FV 15 avril 2010 (955 734 250,39) ; intérêts court terme (10 305,02).
(7) Échéance finale BT-FV 15 octobre 2010 (618 936 159,87); intérêts court terme (67 051,42).
(8) Échéance finale BT-FV 15 avril 2011 (629 682 696,99); intérêts court terme (836 696,88).
(9) Échéance finale BT-FV 17 octobre 2011 (897 230 872,37).
(10) Échéance finale BT-FV 16 avril 2012 (1 426 757 473,64); intérêts court terme (1 420,36).
(11) Échéance finale BT-FV 15 octobre 2012 (425 297 020,86).
(12) Échéance finale BT-FV 15 avril 2013 (1 506 014 320,05); intérêts court terme (75,34).

3. Emprunts perpétuels et emprunts à lots : remboursements

3.1 Emprunts à lots

Le 17 mai 2013, le tout dernier tirage de l'emprunt à lots de 1923 a eu lieu à l'Administration générale de la Trésorerie. Cet emprunt faisait partie d'une série d'emprunts émis à partir de 1921 par la Fédération des coopératives pour dommages de guerre et qui constituaient en fait à la fois un emprunt et une loterie. L'Etat belge était responsable du paiement du coupon et du remboursement de la dette. Le produit de ces emprunts a été utilisé à l'époque pour la reconstruction de villes comme Ypres et Dinant qui avaient subi d'importants dégâts pendant la guerre.

L'emprunt à lots de 1923 avait une durée de 90 ans et est arrivé à échéance finale le 15 juin 2013. L'emprunt était amorti sur une base annuelle par un système de tirage au sort conformément au plan des tirages et au tableau d'amortissement. Les obligations tirées au sort étaient remboursables à leur valeur nominale de 1.050 BEF, augmentée d'une prime de 100 BEF. Les chanceux se faisaient rembourser le montant du lot qui était attribué. 84 lots ont été attribués par an pour un montant total de 5 millions de BEF.

3.2 Emprunts perpétuels

Le 26 septembre 2012, le ministre des Finances annonçait en conseil des ministres qu'il allait déposer un projet de loi afin de pouvoir rembourser à leur valeur nominale les emprunts perpétuels suivants :

- « Dette 2,5% », code ISIN BE0000101049;
- « Dette 3,5% 1937 », code ISIN BE0000105081;
- « Dette unifiée 4%, 1ère série », code ISIN BE0000112152;
- « Dette unifiée 4%, 2ème série », code ISIN BE0000113168;
- « 4% Libération », code ISIN BE0000114174.

A la fin 2012, les montants en circulation sur ces emprunts perpétuels s'élevaient au total à 38.893.659,46 EUR, soit seulement 0,011% de la dette totale de l'Etat fédéral.

La loi du 17 juin 2013 portant des dispositions fiscales et financières et des dispositions relatives au développement durable (art. 129-130) a constitué la base légale pour le remboursement des emprunts perpétuels.

L'Arrêté Royal du 17 juillet 2013 fixait la date et les modalités de remboursement des emprunts perpétuels. Cet arrêté a été publié au Moniteur Belge du 23 juillet 2013.

La date de remboursement a été fixée au 1er août 2013 avec bonification des intérêts courus à partir de l'échéance d'intérêt précédente jusqu'au 1er août 2013. Le remboursement s'est déroulé, comme annoncé, à la valeur nominale des emprunts concernés.

4. Les Directives générales et la maîtrise des risques

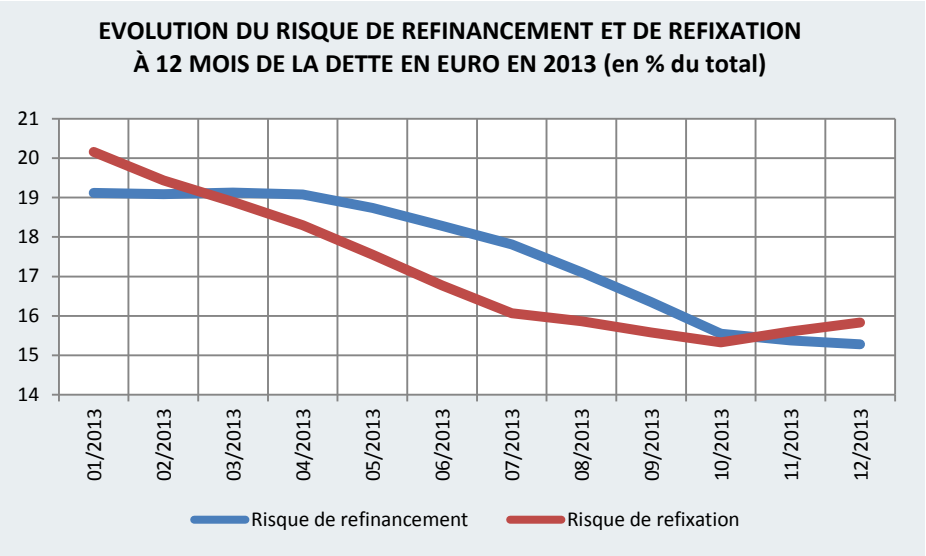
4.1 Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux

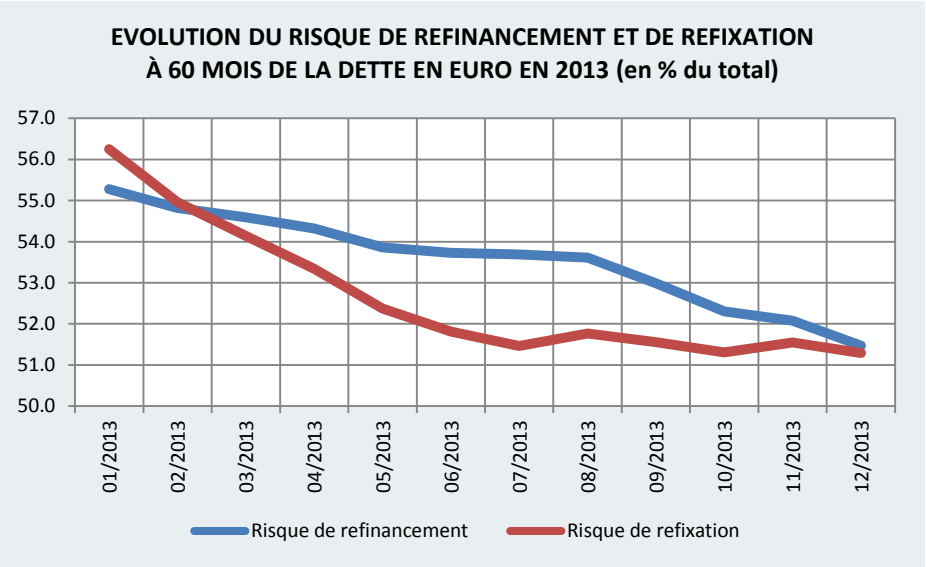
Le risque de refinancement à 12 et 60 mois – défini par le rapport entre les dettes échéant dans ces périodes et la dette totale – ont sensiblement diminué dans le courant de l'année 2013. C'est ainsi que le risque de refinancement à 12 mois ne s'élevait plus qu'à 15,28% à la fin 2013 contre 19,19% au début de l'année. Le risque de refinancement à 60 mois, quant à lui, se montait à 51,47% alors qu'il atteignait encore 55,69% 12 mois auparavant.

Ces risques sont ainsi restés largement en dessous des valeurs maximales de 20,00% et 60,00% (55,00% à partir de juillet 2013) que le Ministre des Finances avait fixées dans les Directives Générales de la Dette.

Une autre manière de calculer le risque de refinancement consiste à comparer les montants à refinancer au PIB à prix courant. A fin 2013, le risque de refinancement à 12 mois ainsi calculé s'élevait à 15,3% : il s'agit là du pourcentage le plus bas depuis bien des années.

Si l'on veut également tenir compte des swaps d'intérêts et du caractère variable de certains instruments de la dette, il faut calculer ce que l'on appelle le risque de refixation de taux qui mesure la sensibilité du portefeuille de dette aux variations de taux d'intérêt. Ces taux de refixation ont également fortement diminué en 2013 : le risque de refixation de taux à 12 mois a diminué pour passer de 20,27% à 15,83% tandis que ce même risque à 60 mois est passé de 56,83% à 51,29%. En 2013, les valeurs maximales autorisées se montaient respectivement à 22,50% et 60,00%.





4.2 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. Tout comme l'année précédente, le Trésor a maintenu en 2013 les décisions prises en 2008 et 2011 de limiter en volumes et en durée les limites de crédit[7] de ses contreparties bancaires et des pays de la zone euro. Etant donné que le niveau des ratings de la plupart des institutions financières et des pays de la zone euro a commencé petit à petit à se stabiliser en 2013 et que moins de ratings ont été abaissés, le Trésor n'a dû supprimer que trois lignes de crédit parce que leur rating ne satisfaisait plus au minimum requis par le Trésor[8]. En 2013, une nouvelle contrepartie s'est vu accorder pour la première fois une ligne de crédit.

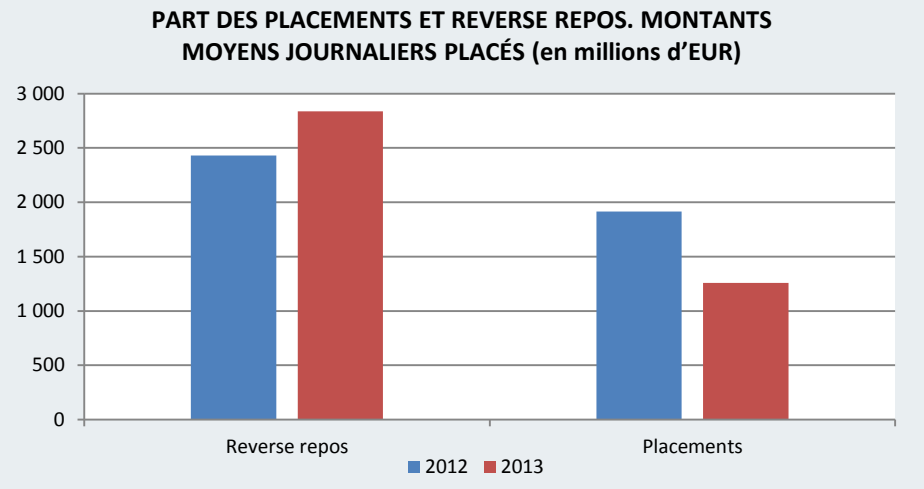
Depuis 2000, un "add-on" était ajouté à la valeur de marchés des produits non-collatéralisés de volatilités importantes. Cela permettait de réduire le montant disponible sur une ligne de crédit afin de prévenir tout soubresaut brutal du marché. Cet « add-on » ne donne toutefois pas d'informations sur le risque actuel de crédit et la valeur de cet « add-on », à savoir 189 millions fin 2013 contre 239 millions fin 2012, n'est plus signalée qu'à titre informatif. De plus, les évolutions[9] de ces dernières années ont permis qu'à l'avenir le Trésor n'ait plus de ligne de crédit sur des contreparties non-collatéralisées avec lesquelles de tels produits avaient été conclus. Ceci mis à part, les principes appliqués par le Trésor pour le calcul du risque de crédit et pour la détermination des limites de crédit sont restés en grande partie inchangés en 2013.

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 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 durée 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. En vue de conclure ces opérations de "repo", le Trésor a conclu dans le passé des contrats EMA[10] avec différentes contreparties. Cette politique consistant à préférer les « reverse repos » ressort clairement des chiffres. En 2013, le montant moyen placé quotidiennement par le Trésor a diminué de 6%. Cette baisse était essentiellement due à la chute de 34% du montant moyen quotidien des placements ordinaires. Le montant moyen quotidien des "reverse repos" a par contre augmenté de 17% et la part des "reverse repos" dans le total des placements a continué à augmenter pour passer de 56% en 2012 à 69% en 2013. De juin à septembre 2013, la part des « reverse repos » dans le total des placements a même dépassé 80%.

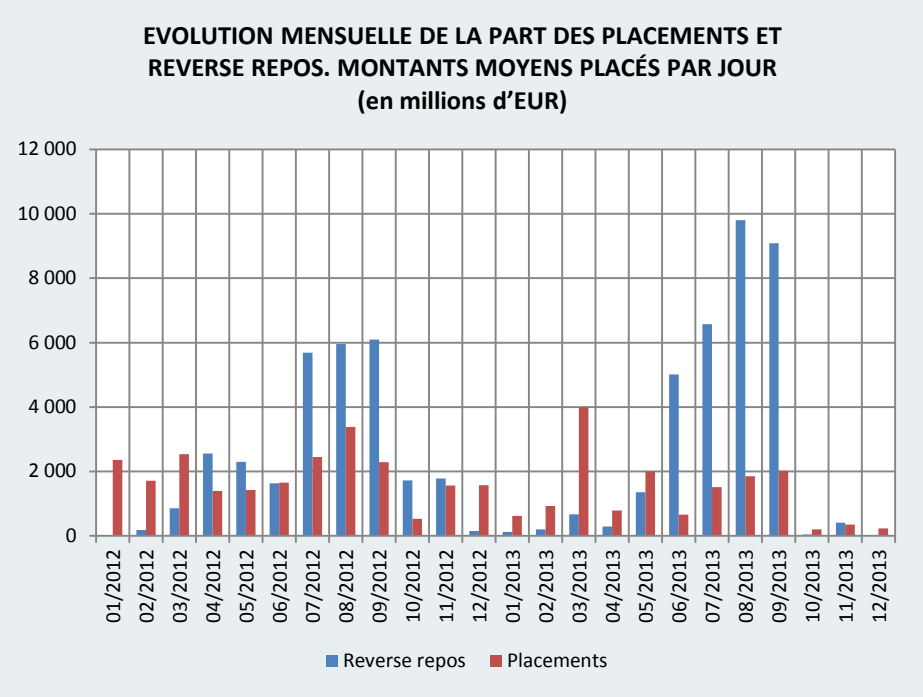
Au 31 décembre 2013, le risque de crédit total en produits dérivés s'élevait à 547 millions d'EUR, soit une diminution de 71% par rapport à la fin de l'année précédente (1 901 millions d'EUR). Grâce aux accords de "Credit Support Annex" (CSA) que le Trésor a conclus[11] avec l'ensemble de ses primary dealers et avec quelques autres contreparties, le Trésor se couvre en partie contre ce risque de crédit. A la fin 2013, il avait, en effet, reçu pour 307 millions d'EUR de garanties ("collateral"), grâce auxquelles le risque de crédit net en produits dérivés s'élevait à 241 millions d'EUR, soit une diminution de 49% par rapport à la fin de l'année précédente (467 millions d'EUR).

[7] Les limites de crédit des contreparties bancaires du Trésor sont calculées sur la base du capital réglementé et du rating.
[8] Le Trésor accepte exclusivement des contreparties dotées d'un rating de minimum A pour ses nouvelles transactions.
[9] Progression des accords CSA et suppressions de lignes de crédit ne répondant plus au critère de rating minimum.

[10] Voir Rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2007, Partie 3, point 3 pour une explication de la convention-cadre EMA.
[11] En 2013, un accord de « Credit Support Annex » (CSA) a été conclu avec une contrepartie supplémentaire.



Alors que celui des FXSwaps[12] restait stable, c'est la diminution du risque de crédit (avant collatéral) des swaps de taux (-874 millions d'EUR) et des swaps de devises (-481 millions d'EUR) qui est à la base de cette diminution du risque de crédit total sur produits dérivés. Treize échéances finales et douze annulations ou annulations partielles de swaps expliquent 90% de cette diminution; ces annulations sont la suite d'une politique de diminution de notre exposition au risque de crédit sur certaines contreparties. Le reste de la diminution est principalement dû à la légère augmentation des courbes des taux d'intérêt ainsi qu'à l'appréciation de l'euro par rapport aux principales devises.



A la fin de l'année, seule une contrepartie ayant une position en produit dérivé représentant un risque de crédit pour le Trésor avait un rating sous le seuil limite de A qui s'applique à la conclusion de nouvelles transactions. Le risque de crédit en produits dérivés de telles contreparties a diminué de 23% par rapport à la fin de l'année précédente. Fin 2013, 97% du risque net de crédit sur produits dérivés se situaient auprès de contreparties ayant un rating A.

Lorsque le rating d'une contrepartie de swap passe en dessous du seuil limite de A, le Trésor a le droit d'annuler les dérivés existant avec cette contrepartie et ce, sur la base d'une clause inscrite dans le contrat ISDA[13]. Cette clause du contrat ISDA appelée "Additional Termination Event" (ATE), est un droit dont seul le Trésor peut

[12] Actuellement seuls composants de la rubrique « Autres » des tableaux qui suivent.

[13] International Swaps and Derivatives Association. Le « ISDA Master Agreement" est une convention-cadre pour la conclusion d'opérations sur produits dérivés.

jouir à l'exclusion donc de ses contreparties. L'on notera que l'exercice de cet ATE ne constitue pas non plus une obligation.

Lorsqu'en 2013, le rating d'une contrepartie de swap est passé en dessous de A, le dérivé conclu avec cette contrepartie ne représentant aucun risque de crédit pour le Trésor[14], ce dernier a décidé de ne pas exercer la clause ATE et donc de ne pas annuler le produit dérivé en cours avec cette contrepartie. Tant que le rating de cette contrepartie reste en dessous de la limite de A, le Trésor ne conclut pas de nouvelles transactions avec elle.

Alors qu'à la fin de 2012 presque 57% du risque de crédit total en produits dérivés étaient constitués de transactions ayant une durée résiduelle de minimum 10 ans, ce pourcentage a baissé à 23% à la fin de 2013. Cette diminution est principalement due aux annulations de swaps de taux de longues maturités.

Le rapport annuel 2008 sur la dette mentionnait qu'à la suite de la faillite de Lehman Brothers Holdings Inc., le Trésor possédait une créance (douteuse) de 9,2 millions sur Lehman Brothers International (Europe). En 2012, le Trésor avait pu récupérer une première tranche de cette créance (2,3 millions d'EUR). En 2013, il a reçu deux tranches supplémentaires de respectivement 3,7 et 2,1 millions d'EUR. A la fin 2013, le montant total récupéré s'élevait ainsi à 8,1 millions d'EUR. Le solde sera perçu dans le courant de l'année 2014.

[14] Exposition négative.

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATING AU 31.12.2013							
Rating(*)	Nbre transactions	%	Risque total avant collatéral	%	Collatéral	Risque total	%
AAA	0	0,0 %	-	0,0 %	-	-	0,0 %
AA	0	0,0 %	-	0,0 %	-	-	0,0 %
A	24	96,0 %	540 933 843,36 EUR	98,8 %	306 760 000,00 EUR	234 173 843,36 EUR	97,4 %
<A	1	4,0 %	6 330 770,94 EUR	1,2 %	-	6 330 770,94 EUR	2,6 %
Total	25	100,0 %	547 264 614,30 EUR	100,0 %	306 760 000,00 EUR	240 504 614,30 EUR	100,0 %

(*) Cotation de la contrepartie ou de la maison mère

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATING ET PAR PRODUIT AU 31.12.2013						
Rating(*)	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	337 500 013,93 EUR	98,2 %	202 608 193,42 EUR	100,0 %	825 636,01 EUR	100,0 %
<A	6 330 770,94 EUR	1,8 %	-	0,0 %		0,0 %
Total	343 830 784,87 EUR	100,0 %	202 608 193,42 EUR	100,0 %	825 636,01 EUR	100,0 %

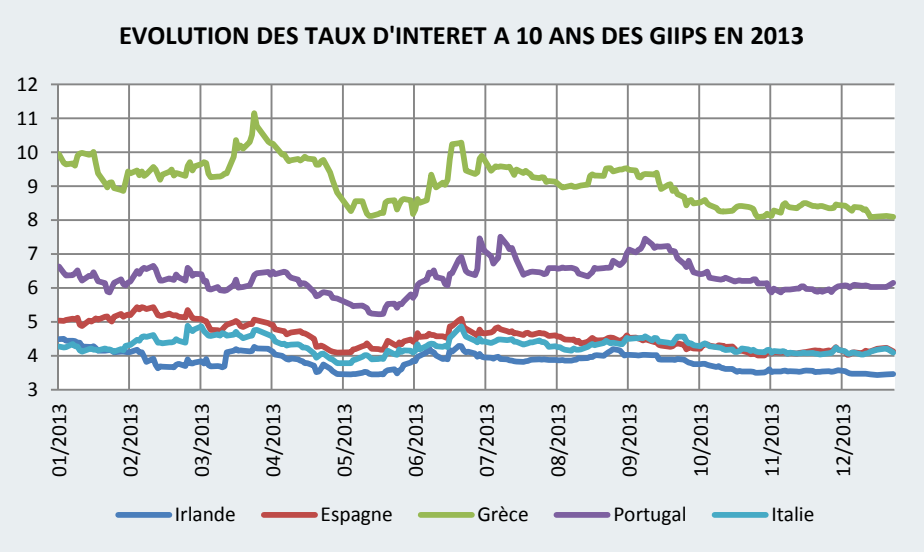
(*) Cotation de la contrepartie ou de la maison mère

REPARTITION DU RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR MATURITE RESIDUELLE AU 31.12.2013				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres
< 1an	6,0 %	-0,1 %	16,1 %	100,0 %
1 à 5 ans	52,4 %	80,3 %	5,1 %	0,0 %
6 à 10 ans	19,1 %	-9,9 %	68,5 %	0,0 %
>= 10 ans	22,5 %	29,7 %	10,3 %	0,0 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Poursuite de l'amélioration de la situation économique dans la zone euro

La crise des dettes souveraines dans la zone euro s'est caractérisée par une forte divergence entre les taux d'intérêt que les Etats devaient payer sur leurs obligations. L'importance de cette divergence constitue également un indicateur de l'intensité de la crise.



En 2013, il y a eu une convergence des différents taux d'intérêt. Un certain nombre de pays relevant de ce que l'on appelle la périphérie ont vu leurs taux baisser pour atteindre des niveaux comparables à ceux prévalant avant la crise. C'est ainsi que le taux irlandais à 10 ans a affiché des niveaux inférieurs à 4,0% dans les derniers mois de l'année 2013. Quant aux taux italiens et espagnols, ils se situaient à la fin de l'année 2013 juste au-dessus de ces niveaux. Les taux grecs étaient certes à des niveaux quelque peu supérieurs mais là aussi une diminution sensible était perceptible. Seuls les taux d'intérêt portugais n'ont pas affiché de tendance claire en 2013.

La baisse des taux a permis d'entrevoir un retour du financement sur les marchés pour les pays bénéficiant d'un programme de soutien. Le 8 décembre 2013, l'Irlande a ainsi pu abandonner le programme de soutien du Fonds européen de stabilité financière. Ce fut la même chose pour le Portugal en mai 2014. Dans le courant de l'année 2013, ces deux pays avaient déjà partiellement eu recours au financement à long terme sur les marchés financiers et ils en sont devenus complètement dépendants après l'abandon du programme de soutien.

L'amélioration de la situation sur les marchés d'obligations souveraines est à attribuer essentiellement à la communication de la Banque Centrale Européenne (BCE) à la mi-2012 et à l'instauration de « Outright Monetary Transactions » par cette même Banque en août 2012. A l'époque, ceci a eu des conséquences positives immédiates sur le marché des rentes et l'évolution en 2013 a constitué en ce sens une poursuite de la convergence entamée en 2012.

En outre, de nouvelles démarches ont été réalisées en vue d'une collaboration plus poussée dans l'Union européenne en matière budgétaire et économique prévoyant les contrôles nécessaires. C'est ainsi que le 27 mai 2013 deux nouvelles réglementations sont entrées en vigueur, à savoir les « Two Pack » qui s'appliquent exclusivement aux pays de la zone euro. La première réglementation impose à ces pays de présenter à la Commission européenne leur projet de budget pour le 15 octobre. La deuxième permet à la Commission d'assurer un suivi poussé et un contrôle dans les pays qui soit connaissent de sérieux problèmes financiers, soit sont menacés d'en connaitre.

Plus tôt dans l'année, le 1er janvier 2013, le « Fiscal Compact » est d'ailleurs entré en vigueur. Cet accord constitue une extension du Pacte de stabilité et de croissance.

D'importants progrès ont également été réalisés dans le processus devant aboutir à une Union bancaire ('Banking Union'). En octobre 2013, le Mécanisme de Supervision Unique (MSU) est entré formellement en vigueur et permet à la BCE de jouer désormais un rôle important dans la surveillance du secteur bancaire. Pour ce qui est du MSU, qui décrit le mode de liquidation des banques en difficultés, beaucoup de progrès ont été réalisés mais ce mécanisme ne sera complètement établi qu'en 2014.

2. Garanties de l'Etat dans certaines institutions financières

Afin de préserver la stabilité du système financier belge, le gouvernement a décidé en 2008 de mettre sur pied 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 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 31.12.2012 et 31.12.2013.

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION PAR INSTITUTION		
	Encours au 31.12.2013	Encours au 31.12.2012
Dexia – garantie 2008	5 883 439 404,00 EUR	11 895 287 082,04 EUR
Dexia – garantie 2011/2013	33 901 577 180,00 EUR	32 674 575 033,14 EUR
RPI (Fortis OUT)	0,00 EUR	4 224 008 313,63 EUR
Fortis RPN (CASHES)	870 910 000,00 EUR	870 910 000,00 EUR
KBC	4 699 845 000,00 EUR	9 392 355 000,00 EUR
	45 355 771 584,00 EUR	59 057 135 428,81 EUR

En 2013, l'Etat belge a reçu au total 580,770 millions d'EUR (Budget des Voies et Moyens – art. 16.11.04) comme rémunération des garanties accordées citées ci-dessus (contre 882,335 millions d'EUR en 2012).

2.1 Dexia - garantie 2008

Cette garantie est en extinction. A la fin 2009, l'engagement total de la Belgique ne pouvait pas dépasser 60,5 milliards d'EUR.

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%. En 2013, l'Etat belge a reçu des primes d'un montant de 61,84 millions d'EUR pour la garantie 2008 de Dexia (contre 106,81 millions d'EUR en 2012).

2.2 Dexia - garantie 2011/2013

Les entités garanties sont Dexia S.A. et Dexia Crédit Local (DCL). En décembre 2011, les Etats belge, français et luxembourgeois ont accordé une garantie provisoire de maximum 45 milliards d'EUR pour une durée de six mois, courant jusqu'au 31 mai 2012. En 2012, cette garantie provisoire a été rehaussée de 10 milliards d'EUR, la portant ainsi à un maximum de 55 milliards d'EUR et a été prolongée jusqu'en janvier 2013. Accordée en janvier 2013, la garantie définitive porte sur un maximum de 85 milliards d'EUR. Dexia Crédit Local peut émettre au plus tard jusqu'au 31 décembre 2021 et la durée des émissions ne peut excéder 10 ans.

La part de la Belgique, de la France et du Luxembourg dans cette garantie définitive est de respectivement 51,41%, 45,59% et 3% (pour les financements émis après la date d'entrée en vigueur de la garantie définitive). En chiffres absolus, cela signifie que l'Etat belge se porte garant pour un montant maximal de 43.698.500.000 euros. Au 31 décembre 2013, l'encours de cette garantie s'élevait à 33,9 milliards d'EUR.

Une commission de mise en place, sous déduction des commissions de mise en place déjà payées pour les garanties provisoires, a été prévue.

Durant ces garanties provisoires, la prime mensuelle de garantie était calculée à un tarif variant en fonction de la durée. La prime mensuelle pour la garantie 2011/2013 s'élève maintenant à seulement 5 points de base du montant garanti en circulation. Les prévisions pour les recettes provenant des primes ont dès lors sensiblement baissé.

En 2013, l'Etat belge a reçu un montant de 149,481 millions d'EUR en commission de mise en place et en primes pour la garantie 2011/2013 de Dexia.

2.3 RPI (Fortis OUT)

Royal Park Investments (RPI) a émis du papier commercial garanti par l'Etat. La garantie s'élevait à un maximum de 5,8 milliards d'USD et 236 millions de GBP.

Le 26 avril 2013, les actionnaires (l'Etat belge, Ageas et BNP Paribas) du Special Purpose Vehicle RPI ont décidé de vendre comme un tout le portefeuille de RPI à Lone Star Fund (en partenariat avec Crédit Suisse).

La garantie sur le programme de papier commercial a toutefois continué à courir jusqu'à l'échéance du dernier papier commercial, le 13 août 2013. En 2013, RPI a versé à l'Etat l'équivalent de 27,1 millions d'EUR en rémunération de la garantie.

Après la vente du portefeuille, RPI n'a pas été dissout afin de poursuivre les procès qui ont été intentés aux Etats-Unis contre des banques d'investissement.

2.4 Fortis RPN (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.

Les CASHES ont été acquises par BNP Paribas à raison de 62,94%, ce qui implique que la garantie de l'Etat sur les intérêts de RPN diminue également de 62,94%.

La rémunération de la garantie s'élève à 0,70% du montant garanti (870.910.000 EUR).

En 2013, AGEAS a versé à l'Etat 1.555.547 d'EUR en rémunération de la garantie.

2.5 KBC

Conformément au « Portfolio Protection Agreement » (PPA) du 28 décembre 2009, signé par l'Etat belge et le groupe KBC, la garantie de l'Etat a été accordée à certains «Collateralized Debt Obligations» (CDO).

Le 19 décembre 2012, l'Etat et KBC ont signé un « PPA[15] Release Agreement ». KBC et le gouvernement ont convenu de démanteler de manière accélérée les Collateralized Debt Obligations (CDO), ce qui constitue un point positif pour l'Etat. En effet, après la cessation anticipée d'un CDO, l'Etat ne peut plus être sollicité pour des interventions concernant ce CDO. KBC a émis le souhait de coupler de futures éventuelles suspensions de CDO à une remise partielle des paiements de primes pour les CDO en question. Il faut toutefois noter qu'il existe des limites à ce que KBC peut obtenir comme remise de primes. Les conditions sont reprises dans le « PPA Release Agreement » du 19 décembre 2012. La diminution de primes fera l'objet d'un calcul le 30 juin 2014 et sera déduite en ordre inversement chronologique des échéances de primes.

Au 31 décembre 2013, l'Etat garantissait encore seulement trois CDO du portefeuille initial de quinze CDO, ce qui représente un risque maximum de 4.699.845.000 d'EUR.

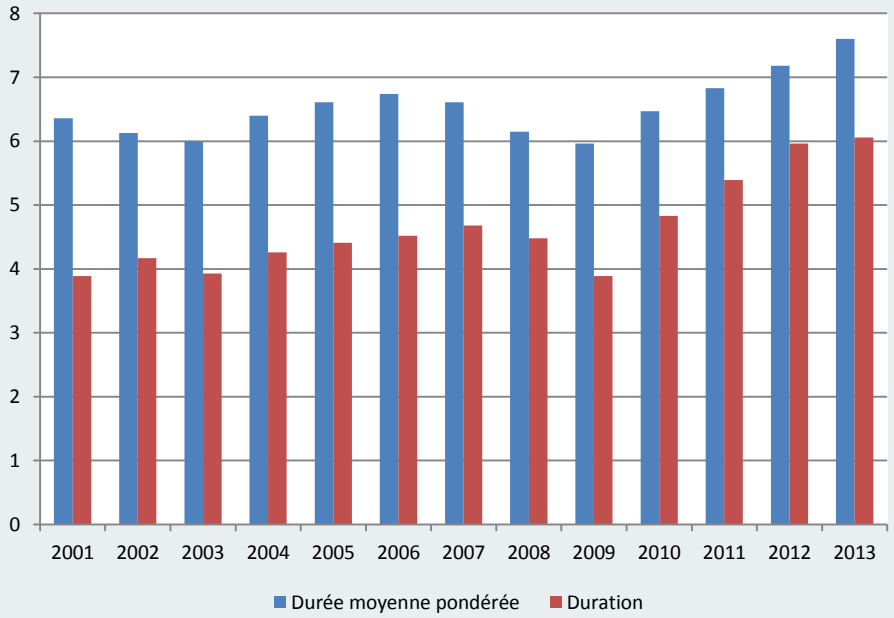
En 2013, KBC a versé 340.739.840 d'EUR à l'Etat belge en rémunération de la garantie accordée.

[15] Portfolio Protection Agreement

3. Nouvelle augmentation de la durée moyenne et de la duration de la dette

La partie II, 4.1 plus avant dans ce rapport traitait de la diminution du risque de refinancement de la dette. La diminution de ces paramètres implique qu'il y a relativement moins de dettes échéant dans les premières années qu'auparavant. Il fallait donc également s'attendre à ce que la durée moyenne du portefeuille de dette augmente en 2013.

DURÉE MOYENNE PONDÉRÉE ET DURATION (DETTE EN EUROS)



Cette durée moyenne, qui mesure le temps moyen pondéré s'écoulant jusqu'à l'échéance, y compris les dates de paiement des coupons, a effectivement augmenté pour passer de 7,18 à 7,60 années. Ce dernier chiffre n'est pas seulement le plus élevé de ces dix dernières années mais il constitue également l'une des durées moyennes de portefeuilles de dettes les plus hautes de l'Eurozone. L'évolution depuis 2009, année où la durée moyenne affichait moins de 6 années, est en outre très nette et ne trouve pas son pareil dans les autres pays de l'Eurozone. La raison de cette forte augmentation est double : non seulement le Trésor a ramené les encours de la dette à court terme aux niveaux prévalant avant la crise, voire même plus bas, mais en outre depuis 2009, la durée de la dette émise à moyen et long termes dépasse 11 années (en 2013, cette durée de la dette émise s'élevait à 11,81 années).

En même temps, le coût en intérêts des nouveaux emprunts émis à moyen et long termes est resté très limité. En 2013, le coût moyen des nouvelles émissions était de 2,23%. La combinaison de taux d'intérêts bas et de durées longues résulte en une économie sensible sur le plan des charges d'intérêts futures.

Dans les Directives Générales de la Dette pour 2014, le Ministre des Finances a fixé un niveau minimal de 7,5 années pour la durée moyenne.

Sur la base des premiers résultats de 2014, l'Agence de la Dette s'attend à ce qu'il y ait une nouvelle augmentation de la durée de sorte que le niveau minimal sera certainement respecté.

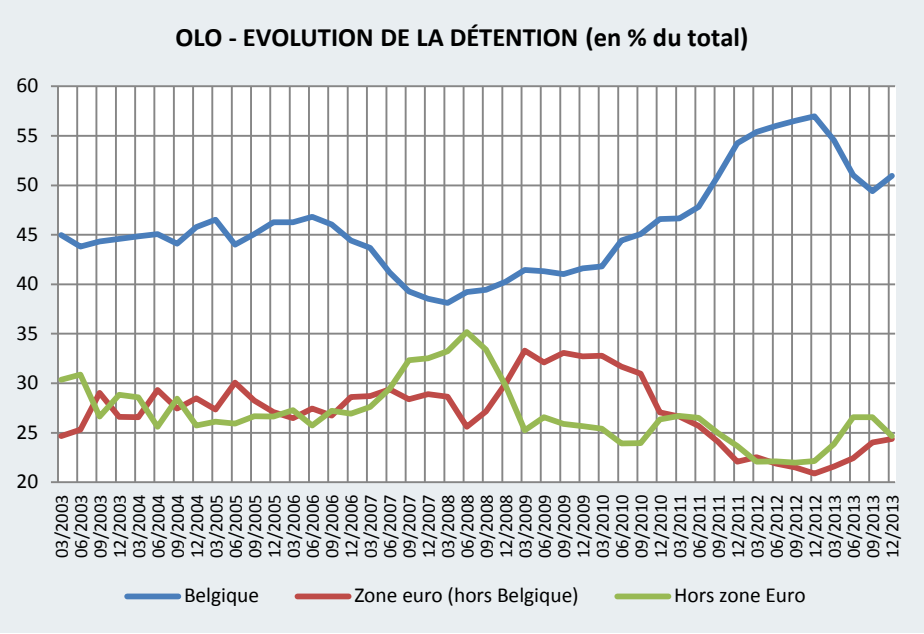
La duration représente une autre mesure de la durée de la dette. Celle-ci représente la durée moyenne de la valeur escomptée des remboursements et des coupons. L'importance de la duration n'est donc pas seulement influencée par la structure du portefeuille mais également par le niveau du taux d'escompte. Ceci a pour conséquence que la duration est moins appropriée en tant qu'indicateur de mesure de la structure de la dette que la durée moyenne. L'on peut toutefois constater que la duration suit en général l'évolution de la durée moyenne. Ainsi, dans le courant de l'année 2013, la duration a augmenté pour passer de 5,96 à 6,06.

4. La distribution de la dette fédérale belge

4.1. Les Obligations linéaires (OLO)

4.1.1 La détention des OLO

La détention des OLO par des investisseurs étrangers a augmenté en 2013. A fin décembre 2013, 49% des OLO étaient aux mains d'investisseurs étrangers. Ainsi, la tendance qui s'était amorcée à la mi-2008 s'est inversée.



4.1.2 Le marché primaire des OLO[16]

Pour la deuxième année consécutive, la demande des investisseurs étrangers a augmenté. Elle représente 88,20% du montant total placé en 2013 alors qu'elle représentait 83,83% en 2012.

La demande en provenance des autres pays européens qui ne font pas partie de la zone euro a légèrement augmenté (40,16% du montant placé). C'est surtout pour le nouvel emprunt de référence à 30 ans (l'OLO 71) qu'il y a eu une demande importante de ces pays (58,8% du montant placé).

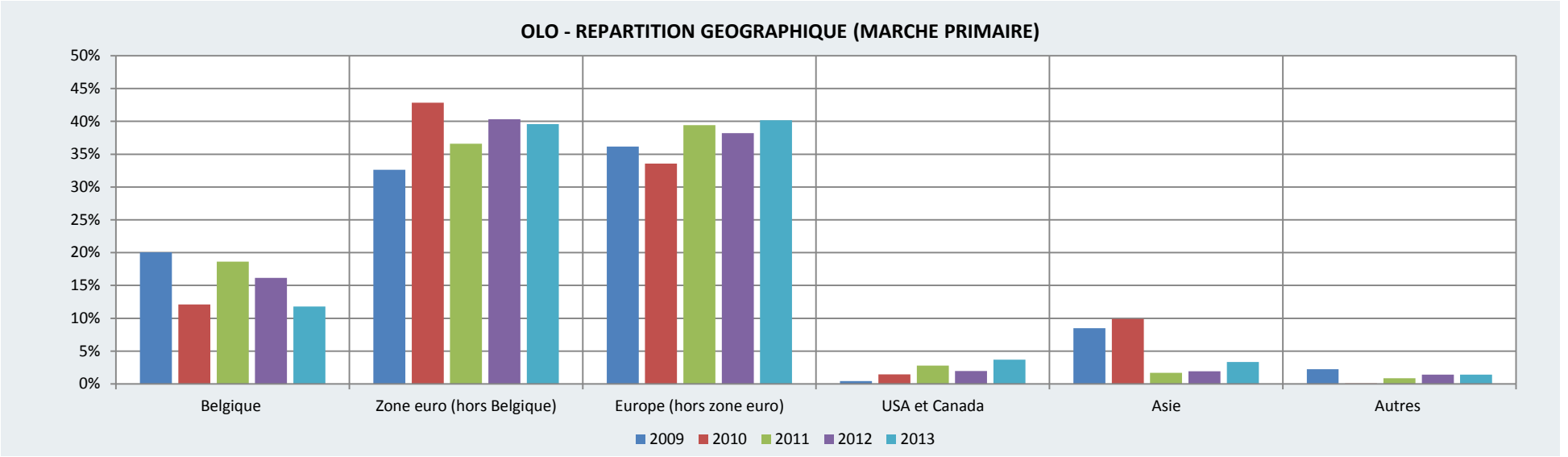
La demande en provenance de l'Asie a également augmenté et atteint à présent 3,36%. Elle reste néanmoins très éloignée du niveau de 2010 (9,92%). Celle de l'entité Amérique/Canada est aussi en augmentation, mais elle reste également relativement limitée (3,68%).

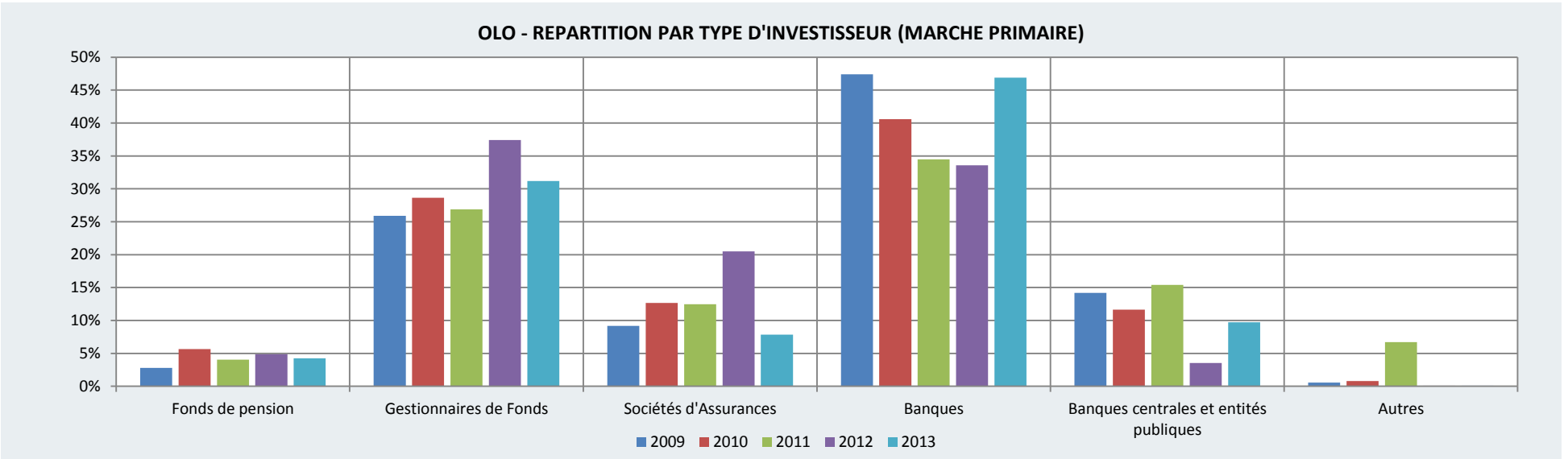
La demande des investisseurs belges a de nouveau diminué et représente à présent 11,80% du montant total placé. Enfin, celle des investisseurs en provenance de la zone euro (hors Belgique) est restée relativement stable, à 39,57%.

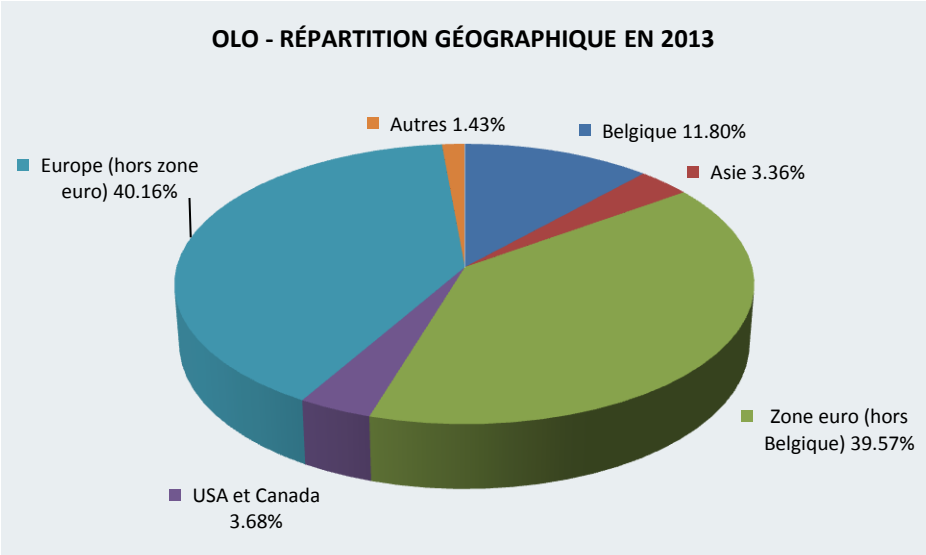
En ce qui concerne le type d'investisseurs, l'on constate une forte augmentation de la demande de la part des banques ainsi que des banques centrales et entités publiques. Elles ont pris respectivement 46,91% et 9,72% du montant placé.

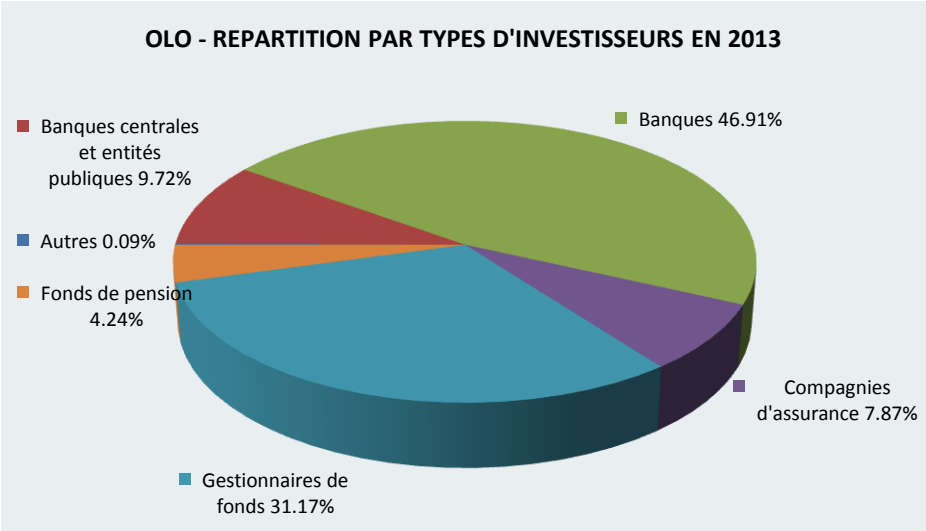
Par contre, la forte diminution de la demande en provenance des compagnies d'assurances a été assez remarquable puisqu'elle est passée de 20,50% en 2012 à 7,87% en 2013. La demande en provenance des gestionnaires de fonds (31,17%) a également diminué tandis que celle en provenance des fonds de pension (4,24%) est restée relativement stable.

[16] Les conclusions sont seulement basées sur les chiffres que les joint - et co-lead managers fournissent au Trésor dans le cadre des émissions via syndications. Lors d'une émission via adjudication, le Trésor ne dispose en effet pas de telles données.


OLO - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (MARCHE PRIMAIRE)
50%
45%
40%
35%
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
Belgique
Zone euro (hors Belgique)
Europe (hors zone euro)
USA et Canada
Asie
Autres
2009
2010
2011
2012
2013


OLO - REPARTITION PAR TYPE D'INVESTISSEUR (MARCHE PRIMAIRE)
50%
45%
40%
35%
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
Fonds de pension
Gestionnaires de Fonds
Sociétés d'Assurances
Banques
Banques centrales et entités publiques
Autres
2009
2010
2011
2012
2013

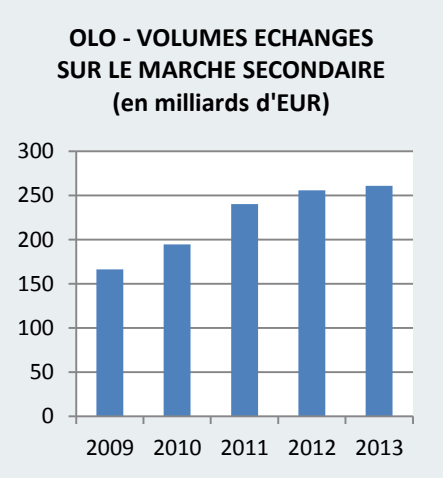


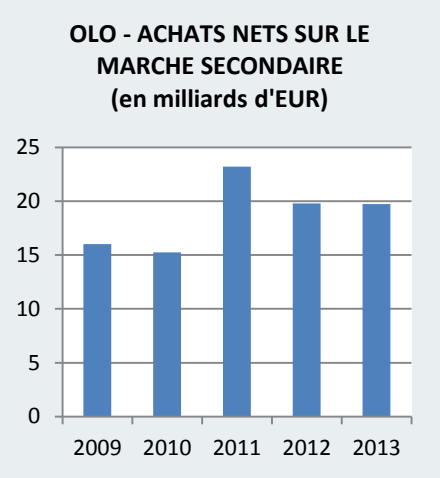


4.1.3 Le marché secondaire des OLO

Il convient avant tout de mentionner que les conclusions qui suivent sont seulement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines tendances. Il faut également signaler qu'il s'agit seulement des achats/ventes des investisseurs finaux et donc pas du marché interdealer.

A l'instar des cinq années précédentes, les volumes négociés ont augmenté (+2%) sur le marché secondaire des OLO en 2013. Les achats nets d'OLO par les investisseurs se sont stabilisés après la diminution constatée en 2012.

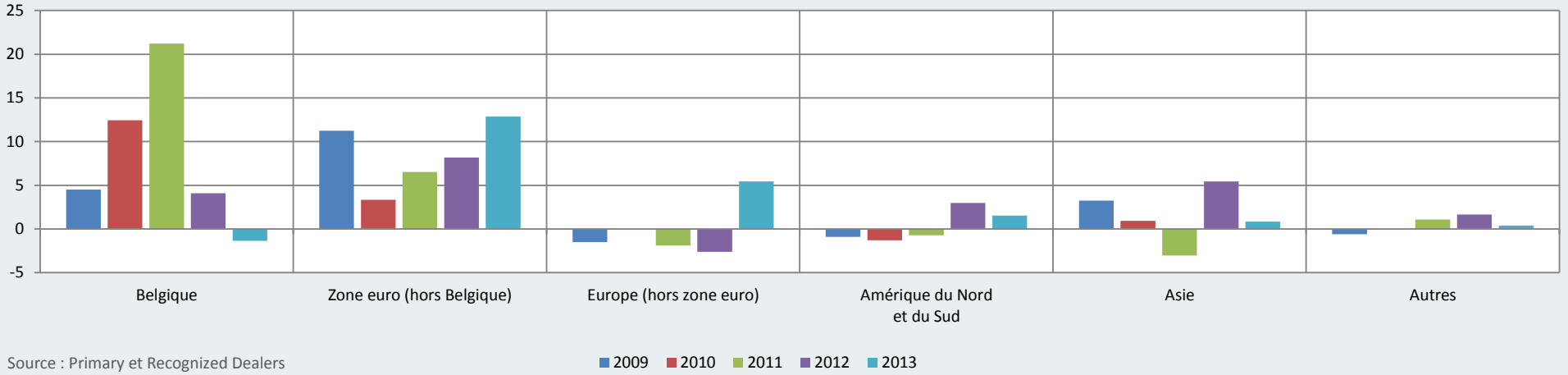




Cette stabilité cache toutefois des évolutions différentes, tant du point de vue de la répartition géographique que du point de vue de la répartition par types d'investisseurs.

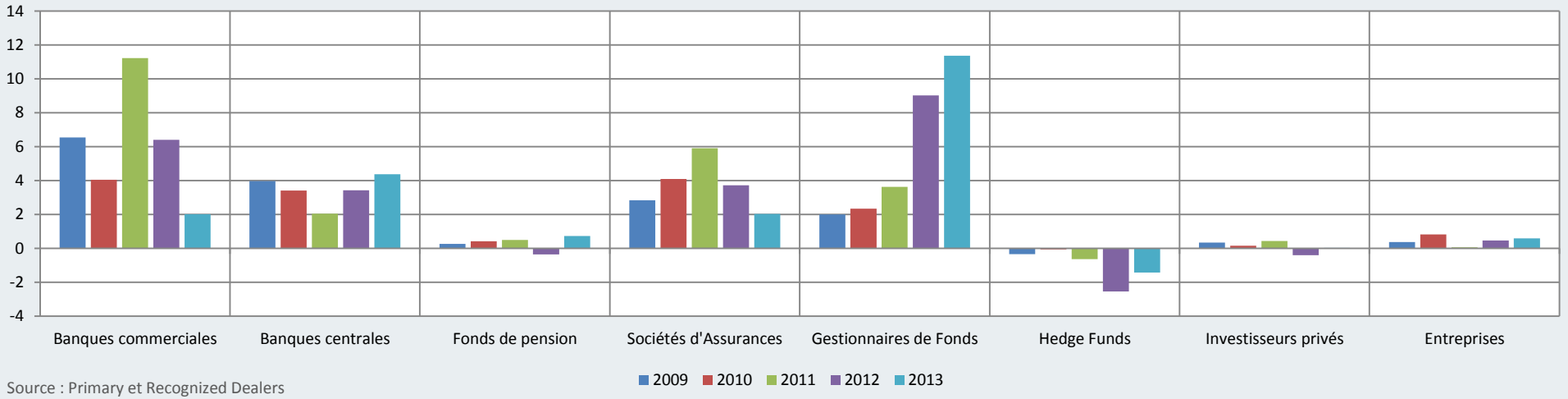
C'est ainsi que les achats nets des investisseurs en provenance des autres pays de la zone euro ont augmenté pour la troisième année consécutive (+57%). Les investisseurs européens hors zone euro ont également considérablement accru leur intérêt pour le marché secondaire des OLO. Alors qu'ils étaient encore vendeurs nets en 2012, ils sont devenus acheteurs nets pour des volumes importants.

OLO - ACHATS NETS - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (en milliards d'EUR)



Source : Primary et Recognized Dealers

OLO - ACHATS NETS - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS (en milliards d'EUR)



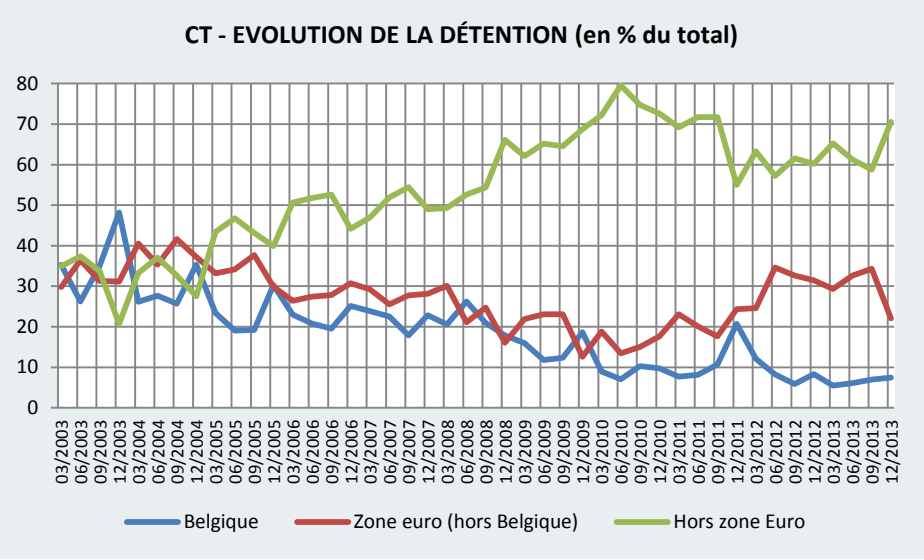
Source : Primary et Recognized Dealers

Les achats nets des investisseurs belges, américains et asiatiques ont quant à eux diminué. Les investisseurs belges sont même devenus des vendeurs nets en 2013.

Tout comme en 2012, les achats nets des banques commerciales (-68%) et des compagnies d'assurances (-45%) ont accusé une forte diminution. Inversement, les banques centrales (+27%) et les gestionnaires de fonds (+26%) ont acheté significativement plus d'OLO qu'en 2012. Seuls les "hedge funds" (fonds spéculatifs) étaient des vendeurs nets d'OLO en 2013.

4.2. Les Certificats de Trésorerie

4.2.1 La détention des Certificats de Trésorerie



La tendance à une plus grande internationalisation s'est poursuivie en 2013. C'est ainsi qu'à fin décembre, 92,6% des certificats de Trésorerie étaient détenus par des investisseurs étrangers. Un pic historique a été atteint à la fin du mois de mars avec 94,6% des certificats détenus hors Belgique.

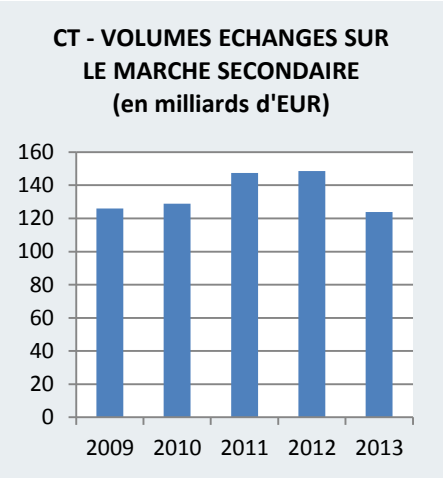
4.2.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie

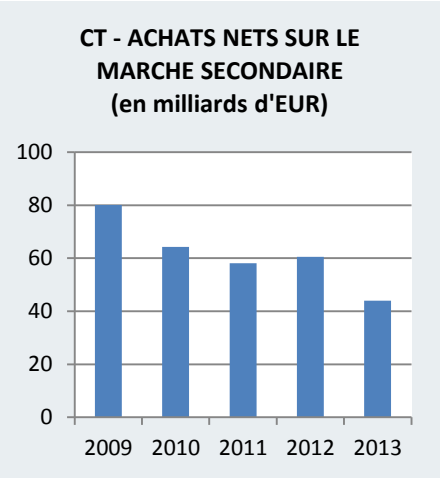
Les émissions de certificats de Trésorerie s'effectuent uniquement par des adjudications au cours desquelles les primary et recognized dealers prennent du papier pour compte propre ou pour le compte d'investisseurs. Le Trésor ne dispose dès lors pas de données permettant de déterminer le type d'investisseur ou la zone géographique de placement.

4.2.3 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie

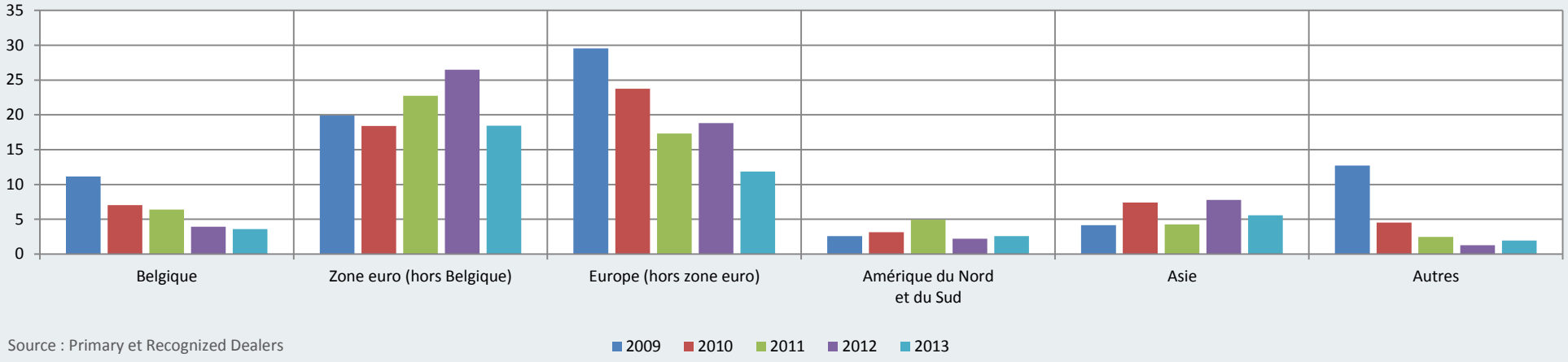
Comme pour le marché secondaire des OLO, les conclusions qui suivent sont uniquement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines tendances. Il faut également signaler qu'il s'agit seulement des achats/ventes des investisseurs finaux et donc pas du marché interdealer.

Les volumes négociés en certificats de Trésorerie sur le marché secondaire ont diminué de 17%. Les achats nets de certificats de Trésorerie sont également en diminution (-27%). Le plus faible montant de certificats de Trésorerie émis en 2013 explique sans doute cette évolution.



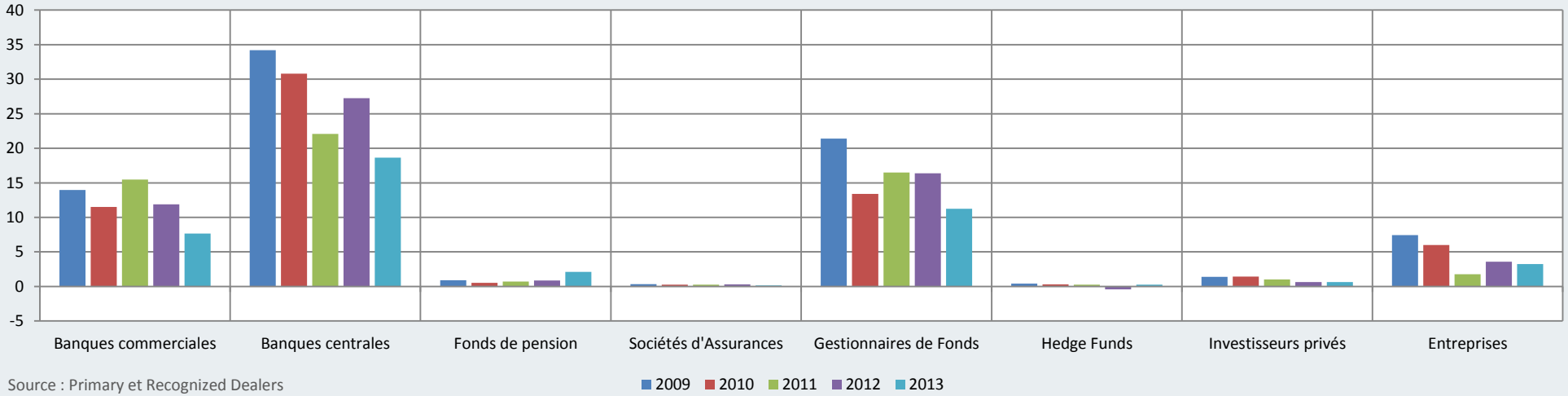


CT - ACHATS NETS - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (en milliards d'EUR)



Source : Primary et Recognized Dealers

CT - ACHATS NETS - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS (en milliards d'EUR)



Source : Primary et Recognized Dealers

Comme en 2012, les investisseurs en provenance des autres pays de la zone euro et d'Europe non euro sont responsables de la plupart des achats nets de certificats de Trésorerie. Toutefois, ces montants sont en forte diminution par rapport à 2012. Après une augmentation en 2012, les achats nets de certificats ont diminué en provenance de l'Asie. En outre, l'on notera le niveau relativement faible des achats nets des investisseurs américains et belges.

Malgré une diminution de plus de 30% par rapport à 2012, les banques centrales, les banques commerciales et les gestionnaires de fonds sont restées les principaux acheteurs nets de certificats de Trésorerie.

Comme à l'accoutumée, les compagnies d'assurances, les "hedge funds" et les épargnants privés n'ont pas montré d'intérêt pour les certificats de Trésorerie. Les fonds de pension ont par contre montré un certain intérêt, en hausse de 146% par rapport à 2012.

Contrairement à l'année 2012, où les « hedge funds » étaient vendeurs nets, tous les types d'investisseurs sont des acheteurs nets de certificats de Trésorerie en 2013.

5. Création du cadre pour l'émission d'instruments de la dette liés à l'inflation

Le Trésor se finance essentiellement via des emprunts à taux fixe à court et long termes tels que les OLO à taux fixe et les certificats de Trésorerie. En plus, il émet également des emprunts à taux flottant, par exemple sur la base d'un taux Euribor, et ce tant sous la forme d'OLO que d'EMTN. Enfin, une petite partie des emprunts – dont pas mal de dettes reprises du Fonds de l'infrastructure ferroviaire – contient des options à l'avantage de l'investisseur ou du Trésor ou encore des deux à la fois.

Mais jusqu'à présent, le Trésor n'a jamais émis d'emprunts dont les coupons dépendent d'un index. Dans cette dernière catégorie d'instruments, les emprunts liés à l'inflation occupent une place importante. Toute une série de pays (France, Royaume-Uni, Etats-Unis,…) ont en effet émis, dans les 20 dernières années, des dettes sur la base d'indices liés à l'inflation. Dans l'Eurozone, l'on trouve des instruments liés à des indices d'inflation nationaux ainsi qu'à des indices liés à l'inflation européenne comme par exemple le HCPI ex-tobacco.

Dans le cadre de la diversification de ses sources de financement, le Trésor souhaitait également pouvoir pénétrer ce marché. Afin de permettre la prise en compte de ces instruments financiers dans le système de clearing X/N de la Banque Nationale de Belgique, il fallait prendre un arrêté royal qui règlerait entre autres le prélèvement du précompte mobilier pour les investisseurs non exonérés. Cet arrêté a été pris le 1er juillet 2013 et est entré en vigueur le dixième jour suivant la publication au Moniteur Belge le 9 août.

Dorénavant, le Trésor peut ainsi également émettre des emprunts liés à l'inflation. Ceci ne s'est toutefois pas produit étant donné que les Directives Générales pour 2013 exigeaient que le risque d'inflation soit couvert en ayant recours à des produits dérivés.

Les Directives Générales pour 2014 ont supprimé cette limite, ce qui augmente les chances d'émettre des emprunts liés à l'inflation.

6. Mesures de consolidation des actifs financiers des administrations publiques

Le gouvernement fédéral a pris une série de mesures afin de maintenir le taux d'endettement (ratio dette/PIB) en dessous de 100%.

En vue de réaliser cet objectif, la loi portant des dispositions fiscales et financières diverses du 21 décembre 2013 prévoit dans les articles 113 à 121 inclus certaines mesures visant à consolider les actifs financiers des administrations publiques et ce, avec entrée en vigueur le 31 décembre 2013.

Cette loi remplace en fait l'arrêté royal du 15 juillet 1997 qui instaurait également certaines mesures ayant pour but de consolider les actifs financiers des administrations publiques mais qui devait être révisé sur certains points.

Cette loi stipule que les institutions qui relèvent au niveau fédéral des sous-secteurs S1311 (administration centrale) et S1314 (organismes publics de sécurité sociale) selon les termes du Système européen de comptes nationaux et régionaux (SEC) :

• doivent placer leurs disponibilités à vue (les fonds dont l'organisme a besoin pour sa gestion journalière) sur un compte ouvert auprès de l'institution désignée par l'Etat (actuellement bpost) ;
• doivent investir leurs autres disponibilités directement auprès du Trésor et/ou les investir en instruments financiers émis par l'Etat fédéral.

Quatre fois par an, à la fin de chaque trimestre, ces institutions doivent communiquer au ministre des Finances des informations complètes sur leurs placements et investissements ainsi que sur les emprunts qu'elles ont contractés.

En cas de non-respect des obligations de notification ou de consolidation, l'Etat a le droit d'imposer des amendes administratives.

7. Nouveau système informatique de gestion de la dette publique fédérale belge

Depuis fin 2012 et tout au long de l'année 2013, l'Agence de la dette a procédé au remplacement de son système informatique de gestion de la dette. L'ancien système installé depuis 1999 était arrivé en fin de vie. Après une longue procédure, le marché public a été attribué en septembre 2012 à la firme Irlandaise FTI pour son progiciel STAR.

Le progiciel STAR couvre la gestion du cycle de vie complet d'une transaction -front, middle et backoffice- depuis son introduction dans le système jusqu'à son paiement et sa comptabilisation. Un ensemble complet de fonctionnalités de gestion des risques de marché et de crédit ainsi que de reporting complètent l'outil qui constitue ainsi la base de données intégrée de la dette publique fédérale belge.

Les bonnes pratiques d'audit et de contrôle interne intégrées dans l'application STAR constituent une des forces de l'outil et répondent ainsi aux critères de sécurité en vigueur dans le monde bancaire. L'accès aux différentes fonctionnalités du système est géré par une matrice de rôles strictement délimités. Toutes les actions effectuées dans le système sont enregistrées et peuvent être auditées.

La mise en œuvre de ce nouvel outil a également permis à l'Agence de la dette de faire la transition vers une architecture système orientée WEB, ouvrant ainsi de nouvelles possibilités de développement et facilitant la gestion technique de l'outil.

Enfin, la gestion de projet a été particulièrement importante et rigoureuse du fait que le nouveau système devait être et était opérationnel au 1er janvier 2014.

8. Attribution d'une notation pour les émissions d'OLO et d'EMTN du Trésor

La plupart des agences de notation octroient spontanément un rating à l'Etat belge sans que celui-ci ne l'ait demandé. C'est ainsi que Standard&Poor's, Moody's, Fitch, DBRS et une série d'autres agences de notation publient régulièrement des rapports actualisant la notation de la Belgique.

Toutefois, ces notations ne sont pas toujours attribuées aux émissions individuelles de la dette. Certaines agences de notation octroient seulement une notation aux émissions individuelles si la notation est demandée par l'émetteur ce qui implique la signature avec l'agence d'un contrat qui prévoit une rémunération pour le travail fourni. D'autres agences de notation ne font pas de distinction : elles octroient la notation du pays aux émissions individuelles de la dette à condition que ces émissions soient « senior », ce qui est par exemple le cas pour les émissions d'OLO et d'EMTN du gouvernement fédéral belge.

Etant donné que de plus en plus d'agences de notation exigent un engagement contractuel pour l'octroi de leur notation aux émissions d'OLO et d'EMTN, le Trésor a décidé à la fin de l'année 2010 de désigner via un marché public deux agences de notation qui assureraient la notation des titres de la dette publique. Il n'y a finalement eu qu'une seule agence de notation (Fitch Ratings) qui a introduit une offre. Le 6 mai 2011, le marché a donc été accordé à cette agence : il s'agissait d'un contrat annuel tacitement reconductible.

Au cours des mois suivants, le Trésor a toutefois été de moins en moins convaincu de l'utilité d'une notation au niveau des titres de la dette. Dans ses contacts avec les investisseurs institutionnels, l'Agence de la Dette s'informait régulièrement de la nécessité d'avoir des notations pour les OLO et il apparaissait toujours que les investisseurs pouvaient se satisfaire du rating du pays même. Au début de l'année 2012, le Trésor a donc décidé de ne pas prolonger le contrat avec Fitch Ratings pour la notation des émissions d'OLO et d'EMTN.

Dans un premier temps, cela n'a pas eu d'impact étant donné que Fitch Ratings a maintenu les notations sur les OLO et EMTN émises. Mais la nouvelle OLO à 10 ans du mois de janvier 2013 n'a pas reçu de notation de la part de cette agence qui n'a plus noté non plus les émissions suivantes. Assez rapidement après l'émission de l'OLO à 10 ans, l'Agence de la Dette a été contactée, directement ou via ses primary dealers, par certains investisseurs : il est apparu qu'il y avait quand même des investisseurs institutionnels qui exigeaient au moins une notation d'une des trois principales agences de notation sur le plan des émissions individuelles. Il ne s'agit certes pas de la majorité des investisseurs mais le Trésor a jugé qu'il devait donner suite à la demande de ce groupe en organisant à nouveau un marché public dans le courant de 2013 dans le but de désigner une agence de notation pour l'octroi d'un rating. Il n'y a eu à nouveau qu'une seule offre valable présentée par la même agence (Fitch Ratings). Le 25 novembre 2013, le marché a donc été attribué à cette agence de notation. Pendant deux ans, Fitch doit donc octroyer une notation aux émissions d'OLO et d'EMTN de l'Etat fédéral. Celui-ci peut également prolonger le contrat à deux reprises, à chaque fois pour un an.

ANNEXES

A. Evolution du rating de l'Etat Fédéral

Fitch Ratings	
23/01/2013	Notation AA confirmée, perspective revue de négative à stable
19/11/2013	Notation AA confirmée, perspective stable
16/05/2014	Notation AA confirmée, perspective stable

S&P	
29/01/2013	Notation AA confirmée, perspective négative
20/09/2013	Notation AA confirmée, perspective négative
28/02/2014	Notation AA confirmée, perspective revue de négative à stable

Moody's	
16/12/2011	Notation Aa3, perspective négative
07/03/2014	Notation Aa3 confirmée, perspective revue de négative à stable

DBRS	
15/02/2013	Notation AA (élevé) confirmée, perspective négative
21/03/2014	Notation AA confirmée, perspective revue de négative à stable

Japanese Credit Rating Agency	
25/03/2013	Notation AAA confirmée, perspective stable

Ratings and Investment, Inc	
04/03/2013	Notation AA+ confirmée, perspective revue de négative à stable
12/05/2014	Notation AA+ confirmée, perspective stable

B. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2014

Primary Dealers

BANCO SANTANDER SA, Madrid	Ciudad Grupo Santander - Avda. de Cantabria s/n	E-28660-Boadilla del Monte (Madrid)
BARCLAYS BANK PLC, London	1 Churchill Place - Canary Wharf	GB-London E14 4BB
BNP PARIBAS FORTIS, Brussels	Rue Montagne du Parc 3	B-1000-Brussels
CITIGROUP GLOBAL MARKETS Ltd, London	Citigroup Centre - 33 Canada Square, Canary Wharf	GB-London E14 5HP
CREDIT AGRICOLE CIB, Paris	Quai du Président Paul Doumer 9	F-92920-Paris La Défense Cédex
DEUTSCHE BANK AG, Frankfurt	Taunusanlage, 12	D-60262-Frankfurt
HSBC France, Paris	Avenue des Champs Elysées 109	F-75008-Paris
ING Bank NV, Amsterdam	Amstelveenseweg 500	NL-1081 KL Amsterdam
JP MORGAN Securities Ltd, London	25 Bank Street	GB-London E14 5JP
KBC BANK NV, Brussels	Avenue du Port 12	B-1080-Brussels
MORGAN STANLEY & Co Int. Plc, London	25 Cabot Square - Canary Wharf	GB-London E14 4QA
NATIXIS, Paris	Avenue Pierre Mendès-France, 30	F-75013-Paris
NOMURA INTERNATIONAL Plc, London	1 Angel Lane	GB-London EC4R 3AB
ROYAL BANK OF SCOTLAND Plc, London	135 Bishopsgate	GB-London EC2M 3UR
SOCIETE GENERALE SA, Paris	Boulevard Haussmann, 29	F-75009-Paris

Recognized Dealers

ABN AMRO BANK NV, Amsterdam	Gustav Mahlerlaan 10 - PO Box 283	NL-1000 EA Amsterdam
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA (BBVA), Bilbao	Plaza de San Nicolas, 4	E-48005-Bilbao
BELFIUS BANK, Brussels	Boulevard Pachéco 44	B-1000 Brussels
COMMERZBANK AG, Frankfurt	Mainzer Landstrasse, 153	D-60327-Frankfurt a/M
GOLDMAN SACHS INT. BANK, London	Peterborough Court 133 Fleet Street	GB-London EC4A 2BB
JEFFERIES INTERNATIONAL Ltd, London	Vintners Place - 68 Upper Thames Street	GB-London-EC4V 3BJ
NORDEA BANK FINLAND, Helsinki	Aleksanterinkatu, 36	FI-00020-Helsinki, Nordea
SCOTIABANK, London	Bishopsgate 201, 6th Floor	GB-London-EC2M 3NS

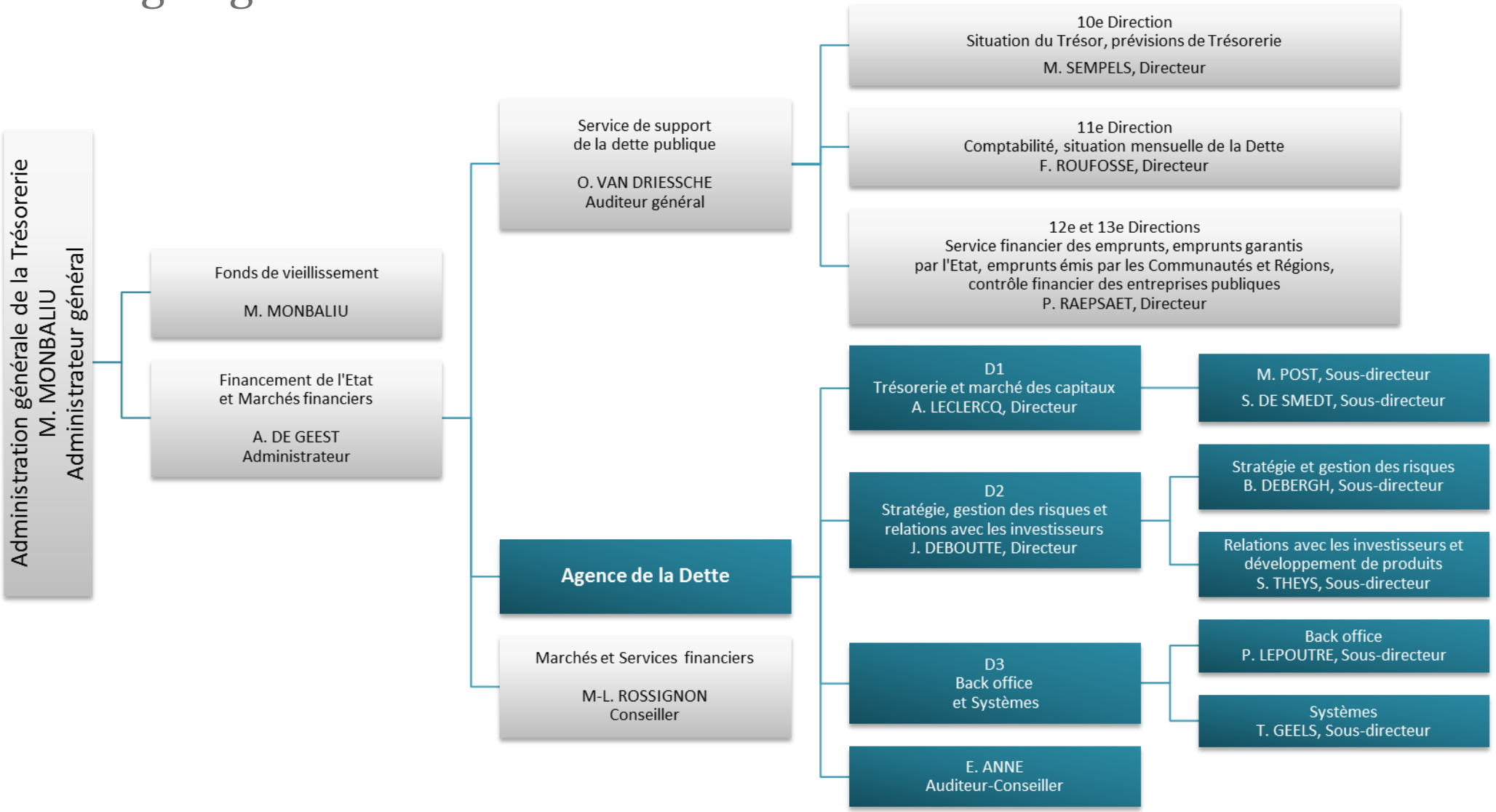
BTB Dealers

BARCLAYS BANK Plc	5 North Colonnade, Canary Wharf	GB-London E144BB
BELFIUS BANK NV/SA	Boulevard Pacheco 44	B-1000-Brussels
BNP PARIBAS FORTIS	Rue Montagne du Parc 3	B-1000-Brussels
CITIBANK INTERNATIONAL Plc	Citigroup Centre, 25-33 Canada Square, Canary Wharf,	GB-London E14 5LB
DEUTSCHE BANK AG (London Branch)	77 London Wall, 1 Great Winchester Street	GB-London EC2N 2DB
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	120 Fleet Street, River Court	GB-London EC4A 2BB
KBC BANK NV	Avenue du port 12	B-1080-Brussels
RABOBANK INTERNATIONAL	Croeselaan 18	NL-3521- CB Utrecht
UBS LIMITED	100 Liverpool Street	GB-London EC2M 2RH

Etablissements placeurs (Bons d'Etat)

ABN-AMRO Private Banking	Roderveldlaan, 5 (Bus 4)	B-2600-Berchem
BANQUE DEGROOF	Rue de l'Industrie, 44	B-1040-Bruxelles
BELFIUS BANQUE	Boulevard Pacheco, 44	B-1000-Bruxelles
BKCP BANQUE	Boulevard de Waterloo, 16	B-1000-Bruxelles
BNP PARIBAS FORTIS	Rue Montagne du Parc, 3	B-1000-Bruxelles
BPOST BANQUE	Boulevard Anspach, 1	B-1000-Bruxelles
CRELAN	Boulevard Sylvain Dupuis, 251	B-1070-Bruxelles
DELTA LLOYD	Avenue de l'Astronomie, 23	B-1210-Bruxelles
DEUTSCHE BANK	Avenue Marnix, 13-15	B-1000-Bruxelles
DIERICKX, LEYS & CIE, Banque de Titres	Kasteelpleinstraat, 44	B-2000-Antwerpen
GOLDWASSER Exchange	Avenue Adolphe Demeur, 35	B-1060-Bruxelles
ING Belgique	Avenue Marnix, 24	B-1000-Bruxelles
KBC BANQUE	Avenue du port, 2	B-1080-Bruxelles
LELEUX Associated Brokers, Société de Bourse	Rue du Bois sauvage, 17	B-1000-Bruxelles
PETERCAM	Place Sainte-Gudule, 19	B-1000-Bruxelles
VAN DE PUT & Cie, Banque de Titres	Van Putlei, 74-76	B-2018-Antwerpen
VDK SPAARBANK	Sint-Michielsplein, 16	B-9000-Gent

C. Organigramme



D. Contacts (Agence de la Dette)

D1 Treasury and Capital Markets

Anne LECLERCQ	Director Treasury & Capital Markets	+32 (0)2 282 61 20	anne.leclercq@minfin.fed.be

FINANCIAL MARKETS			
Maric POST	Deputy Director Treasury & Capital Markets	+32 (0)2 282 61 14	marius.post@minfin.fed.be
Stephaan DE SMEDT	Deputy Director Front Office.	+32 (0)2 282 61 10	stephaan.desmedt@minfin.fed.be
Marc COMANS	New Products Manager Derivatives & Fixed Income Dealer	+32 (0)2 282 61 21	marc.comans@minfin.fed.be
Georges NEUVILLE	Money Market Dealer	+32 (0)2 282 61 11	georges.neuville@minfin.fed.be
Jan GILIS	Short Term Treasury Dealer	+32 (0)2 282 61 19	joannes.gilis@minfin.fed.be
Guy VAN SYNGHEL	Money Market Dealer	+32 (0)2 282 61 15	guy.vansynghel@minfin.fed.be
Gert ADRIAENSENS	Relationship Manager PDs Derivatives & Fixed Income Dealer	+32 (0)2 282 61 26	gert.adriaensens@minfin.fed.be

D2 Strategy & Risk Management - Communication - Investor relations & Product development

Jean DEBOUTTE	Director Strategy, Risk Management & Investor Relations	+32 (0)257 47279	jean.deboutte@minfin.fed.be

STRATEGY and RISK MANAGEMENT			
Bruno DEBERGH	Deputy Director Strategy and Risk Management	+32 (0)257 47318	bruno.debergh@minfin.fed.be
Hans MAERTENS	Expert Risk Manager Structured Products	+32 (0)257 47197	hans.maertens@minfin.fed.be
Claude LEGRAIN	Senior Budget Expert	+32 (0)257 47174	claude.legrain@minfin.fed.be
Fabienne LAENEN	Expert Risk Management	+32 (0)257 47191	fabienne.laenen@minfin.fed.be
Annemie VAN DE KERKHOVE	Expert Risk Management	+32 (0)257 47351	ann.vandekerkhove@minfin.fed.be
Gaëtan WAUTHIER	Expert Risk Management	+32 (0)257 47975	gaetan.wauthier@minfin.fed.be

INVESTOR RELATIONS and PRODUCT DEVELOPMENT			
Stefan THEYS	Deputy Director Investor Relations and Product development	+32 (0)257 47223	stefan.theys@minfin.fed.be
Thibaut GREGOIRE	Investor Relations	+32 (0)257 84163	thibaut.gregoire@minfin.fed.be
Jan VANGOIDSENHOVEN	Investor Relations	+32 (0)257 47169	jan.vangoidsenhoven@minfin.fed.be
Didier DELETRAIN	Investor Relations	+32 (0)257 47396	didier.deletrain@minfin.fed.be
Daniel DE HERTOG	Investor Relations	+32 (0)257 47161	daniel.dehertog@minfin.fed.be

D3 Back Office & Systems

BACK OFFICE			
Philippe LEPOUTRE	Deputy Director Back-Office	+32 (0)257 47101	philippe.lepoutre@minfin.fed.be
Steve MOENS	Assistant Deputy Director Back-Office	+32 (0)257 47419	steve.moens@minfin.fed.be
Dominique DALLE	Expert Back-Office	+32 (0)257 47263	dominique.dalle@minfin.fed.be
François LEGROS	Expert Back-Office	+32 (0)257 47402	francois.legros@minfin.fed.be
Louis VAN DEN DRIESSCHE	Expert Back-Office	+32 (0)257 47163	louis.vandendriessche@minfin.fed.be
Jos WAUTERS	Expert Back-Office	+32 (0)257 47168	jos.wauters@minfin.fed.be
Ghislain YANS	Expert Back-Office	+32 (0)257 47227	ghislain.yans@minfin.fed.be
Liliane MERENS	Expert Back-Office Ledger of the Debt	+32 (0)257 47232	liliane.merens@minfin.fed.be

SYSTEMS			
Thérèse GEELS	Deputy Director Systems	+32 (0)257 47014	therese.geels@minfin.fed.be
Els ANDRIESSENS	Expert Systems	+32 (0)257 47004	els.andriessens@minfin.fed.be
Maurice BOLABOTO	Expert Systems	+32 (0)257 47511	maurice.bolaboto@minfin.fed.be
Philippe HUBERT	Expert Systems	+32 (0)257 47157	philippe.hubert@minfin.fed.be
Patrick MATHIEUX	Expert Systems	+32 (0)257 47164	patrick.mathieux@minfin.fed.be
Filip OVERMEIRE	Expert Systems	+32 (0)257 47081	filip.overmeire@minfin.fed.be
Marc STERCKX	Expert Systems	+32 (0)257 47422	marc.sterckx@minfin.fed.be

Audit

Erik ANNE	Internal Audit	+32 (0)257 47572	erik.anne@minfin.fed.be

Secrétariat

Linda DHOOGHE	Executive Secretary	+32 (0)257 47082	linda.dhooghe@minfin.fed.be

Colophon

Contact

Service Public Fédéral FINANCES
Administration de la Trésorerie
Agence de la Dette
Avenue des Arts, 30 - B-1040 Bruxelles

Tel.: + 32(0)257 47082
Courriel : public.debt@minfin.fed.be
Site Internet : www.debtagency.be

Editeur responsable

Marc Monbaliu, Administrateur Général

26.06.2014