Dette de l'Etat fédéral
Agence de la Dette

Rapport annuel 2014

ROYAUME DE BELGIQUE | Service Public Fédéral FINANCES | Administration générale de la Trésorerie

Table des matières

I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2014

Les grands chiffres de la Dette de l'Etat 6

1. Evolution de l'économie belge et des taux d'intérêt 10
1.1 Economie 10
1.2 Taux d'intérêt 10

2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2014 12
2.1 Evolution au niveau des différents sous-secteurs 12
2.2 Recettes et dépenses 13
2.3 Comparaison européenne 14

II. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2014

1. Besoins et moyens de financement 17

2. Une politique d'émission basée sur deux types de produits 18
2.1 Des produits liquides et standardisés 18
2.1.1 Obligations linéaires (OLO) 18
2.1.1.1 Syndications 18
2.1.1.2 Adjudications 20
2.1.1.3 Souscriptions non compétitives 23
2.1.1.4 Rachats 26
2.1.1.5 Strips 27
2.1.2 Certificats de Trésorerie (CT) 28
2.1.3 Bons d'Etat 32
2.2 Des produits taillés sur mesure 32
2.2.1 Programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN) 33
2.2.2 Contrats de "Schuldscheine" 34
2.2.3 Belgian Treasury Bills (BTB) 34
2.2.4 Bons du Trésor - Fonds de vieillissement 35

3. Les Directives générales et la maîtrise des risques 37
3.1 Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux 37
3.2 Le risque de crédit 38

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Quantitative easing et achat d'obligations publiques par la Banque Centrale Européenne 43

2. La distribution de la dette fédérale belge 44
2.1 Les Obligations linéaires (OLO) 44
2.1.1 La détention des OLO 44
2.1.2 Le marché primaire des OLO 44
2.1.3 Le marché secondaire des OLO 46
2.2 Les Certificats de Trésorerie 48
2.2.1 La détention des Certificats de Trésorerie 48
2.2.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie 48
2.2.3 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie 48

3. Nouvelle diminution des garanties de l'Etat dans certaines institutions financières 50
3.1 Dexia-garantie 2008 50
3.2 Dexia-garantie 2011/2013 50
3.3 RPI (Fortis OUT) 51
3.4 Fortis RPN (CASHES) 51
3.5 KBC 51

4. Révision du ratio d'endettement résultant de l'introduction du SEC 2010 52

5. Mesures de consolidation des actifs financiers des administrations publiques 53

ANNEXES

A. Evolution du rating de l'Etat Fédéral 56

B. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2015 57

Primary Dealers 57
Recognized Dealers 57
BTB Dealers 57
Etablissements placeurs (Bons d'Etat) 57

C. Organigramme 58

D. Contacts (Agence de la Dette) 59

Colophon 61

Avant-propos de monsieur Johan Van Overtveldt, ministre des Finances

En 2014, notre pays a connu une croissance économique de 1,1%, ce qui constitue une amélioration par rapport à 2013 qui avait connu une croissance de seulement 0,3%. La performance économique de la Belgique étant comparable à la moyenne de la zone euro, il est encourageant de constater que la croissance économique était de retour dans la plupart des pays de la périphérie. Les mesures structurelles prises dans ces pays ont dès lors porté leur fruit.

Le déficit de l'ensemble des pouvoirs publics belges s'est élevé à 3,2% du PIB, soit une détérioration de 0,3 point de pourcentage comparé à l'année 2013. Cette situation résulte de la diminution des recettes et de l'augmentation des dépenses primaires par rapport au PIB. Il faut également noter que la révision des comptes des administrations publiques à la suite du passage au SEC 2010 a eu un effet négatif sur ce solde de financement. Le taux d'endettement, qui avait été revu suite à ce passage et avait ainsi atteint 104,4% fin 2013, est passé à 106,6% du PIB en 2014. Cette augmentation est en partie due au très bas niveau de l'inflation.

En 2014, le Trésor a évolué dans un environnement financier plus sûr et plus stable. Les grandes banques belges ont en effet affiché une situation de solvabilité confortable. C'est ce qui ressort globalement des évaluations réalisées par la BCE et la BNB au cours de l'année sous revue ainsi que des tests de résistance (stress tests) auxquels les grandes banques belges ont été soumises. Ces tests visent à déterminer la capacité de résistance des établissements financiers à des chocs macroéconomiques et financiers.

Les taux d'intérêt ont atteint en 2014 des niveaux record historiquement bas, ayant pour conséquence que les charges d'intérêt sur la dette publique ont diminué de 3,2% à 3,0% du PIB. Le taux d'intérêt moyen pondéré de la dette a, pour sa part, continué de diminuer pour passer de 3,33% en 2013 à 3,16% en 2014.

L'Administration générale de la Trésorerie - en particulier l'Agence de la dette - a profité pleinement des niveaux bas des taux dans le financement de la dette. L'Agence est ainsi parvenue à émettre en 2014 des emprunts à moyen et long termes pour 34,12 milliards d'euros (non compris les instruments pour le Fonds de Vieillissement) : 31,83 milliards d'euros en OLO, 2,24 milliards d'euros en EMTN et Schuldscheine et 0,05 milliard d'euros en bons d'État. Ces nouveaux emprunts avaient une durée moyenne de 14,01 ans ce qui constitue un record absolu pour notre pays. Notre dette figure maintenant parmi les dettes ayant la structure la plus longue de l'Union Européenne.

Par ailleurs, l'Agence a poursuivi sa politique de rachat afin de lisser son échéancier et de gérer correctement ses risques de refinancement et de refixation de taux. Je tiens ainsi à la remercier pour les efforts qu'elle continue de fournir dans la gestion de la dette.

Le Ministre des Finances,
Johan VAN OVERTVELDT

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	2014	2013
1. Encours brut de la dette fédérale	**380,90**	**371,72**
• Octroi de crédits du Trésor à des entités du secteur des administrations publiques	1,99	2,05
• Opérations de gestion du Trésor	0,82	1,05
• Titres en portefeuille (Opération de gestion)	4,79	6,81
• Titres en portefeuille (Titres SACA[1])	3,86	3,66
• Réserve pour placements (BNB)	0,00	0,07
Encours net de la dette fédérale	369,45	358,08
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR (après swaps) **:**	**380,90**	**371,13**
• Obligations linéaires (OLO)	306,72	300,62
• Certificats de Trésorerie	26,42	24,65
• EMTN émis en EUR	4,92	3,97
• Schuldscheine	1,97	1,86
• Bons d'Etat	3,40	4,62
• Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	20,76	19,96
• Belgian Treasury Bills (BTB)	0,30	0,46
• Emprunts privés, interbancaires et divers	11,22	9,85
• EMTN émis en devises	4,90	4,82
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0,30	0,33
En % de la dette en EUR :		
• *Obligations linéaires (OLO)*	*80,52 %*	*81,00 %*
• *Certificats de Trésorerie*	*6,94 %*	*6,64 %*
• *EMTN (EUR + devises)*	*2,58 %*	*2,37 %*
• *Schuldscheine*	*0,52 %*	*0,50 %*
• *Bons du Trésor - Fonds de vieillissement*	*5,45 %*	*5,38 %*
• *Bons d'Etat*	*0,89 %*	*1,24 %*
• *Autres*	*3,10 %*	*2,87 %*
B. Instruments en monnaies étrangères (non swappés en EUR)	**0,00**	**0,59**
• Dette à long et moyen termes	0,00	0,00
• Belgian Treasury Bills (BTB)	0,00	0,59

II. EVOLUTION DE L'ENCOURS NET DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL SUR L'ANNEE	2014	2013
1. Evolution	**11,37**	**6,50**
• Solde net à financer (SNF)	10,51	5,69
• Différences de change	0,03	0,02
• Capitalisation d'intérêts	0,79	0,79
• Dette de certains organismes	-0,02	-0,03
• Octroi de crédits à des entités du secteur des administrations publiques	0,06	0,03
2. Evolution en %	***3,18 %***	***1,85 %***

III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2014	2013
1. Rating octroyé par les agences de rating		
• Rating pour le long terme S&P /Moody's/Fitch	AA/Aa3/AA	AA/Aa3/AA

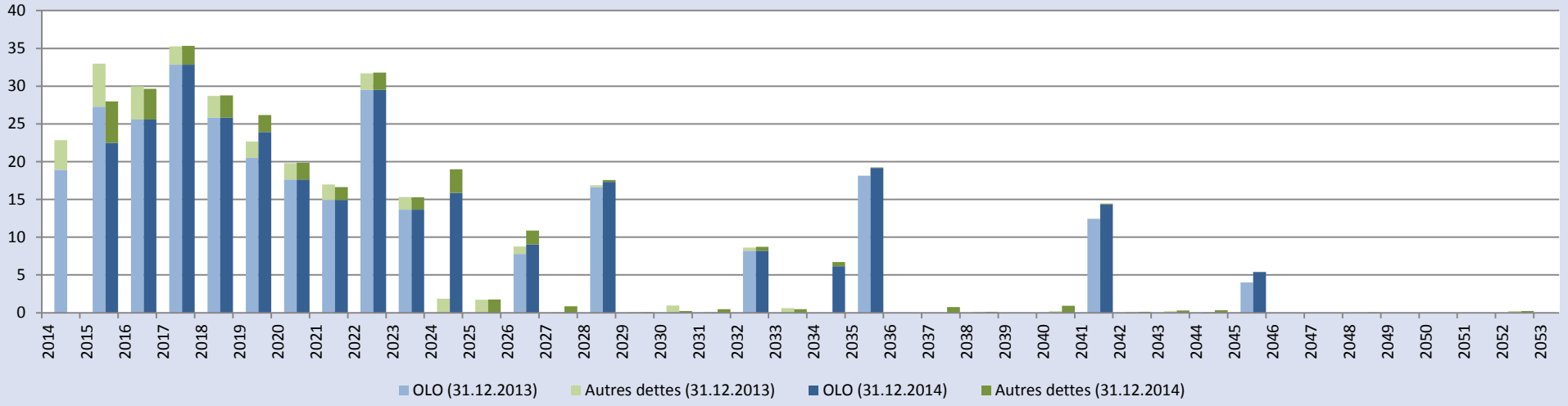
[1] SACA : Services administratifs à comptabilité autonome

2. Répartition selon les monnaies (après swaps)		
• *Dette en EUR*	*100,00 %*	*99,84 %*
• *Dette en devises*	*0,00 %*	*0,16 %*
3. Répartition selon le terme		
• *Long et moyen termes (>1 an)*	*90,78 %*	*91,21 %*
• *Court terme*	*9,22 %*	*8,79 %*
4. Répartition selon le taux		
• *Taux fixe*	*89,77 %*	*90,09 %*
• *Taux variable*	*10,23 %*	*9,91 %*
5. Duration effective de la dette en EUR	7,06	6,06
6. Durée moyenne pondérée de la dette en EUR	7,61	7,41
7. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	11,99	12,20
8. Taux d'intérêt moyen pondéré	*3,16*	*3,33 %*

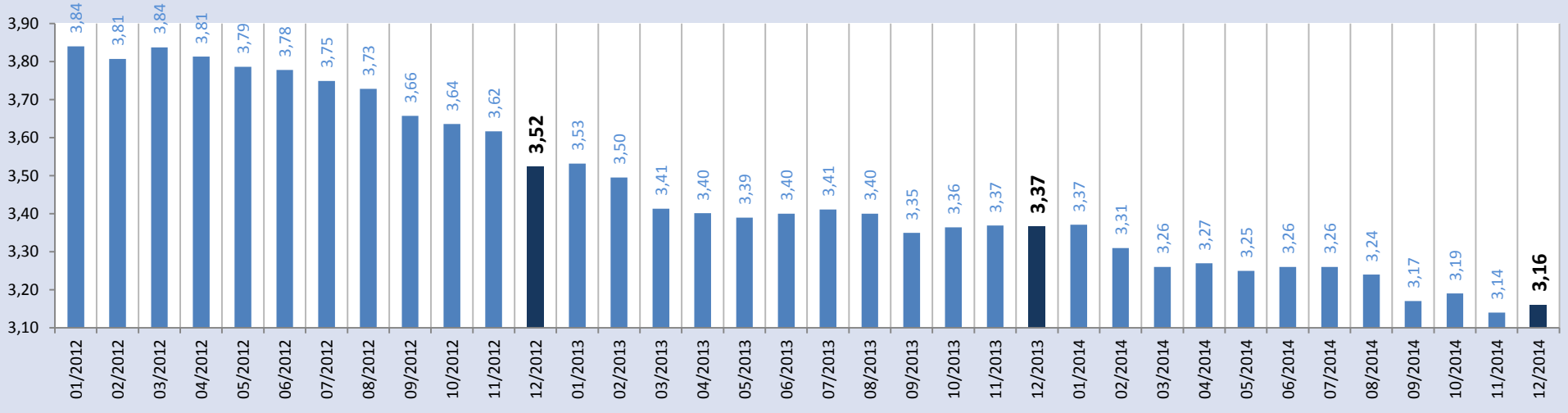
IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE (TRESOR) A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUV. PUBLICS	**2014**	**2013**
1. Encours de la dette fédérale	380,90	371,73
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales[1]	13,56	13,20
3. Dette des Communautés et Régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	83,05	76,80
4. Effet de consolidation	54,19	49,00
5. Autres corrections	5,04	0,04
Dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	**428,37**	**412,77**
6. PIB	402,03	395,24
Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)/6	***106,55%***	***104,43%***

[1] 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)



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



I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2014

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

1.1 Economie

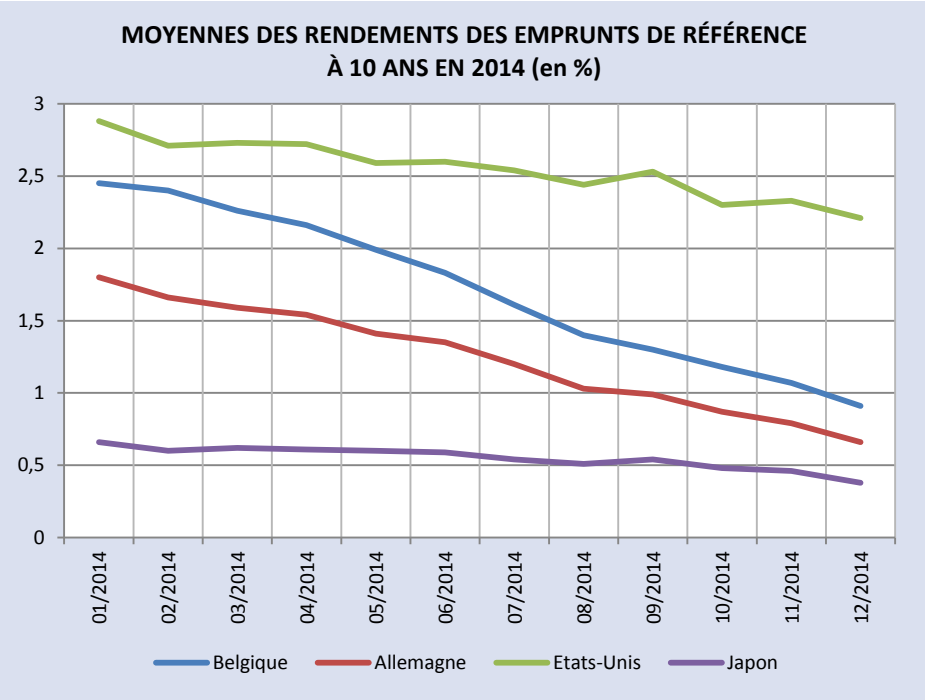
En 2014, l'économie mondiale a affiché comme l'année précédente une croissance du PIB de 3,3%, ce qui constitue un taux inférieur aux attentes. Ceci est en partie dû à l'aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine ainsi qu'à la situation de sous-emploi et à des niveaux élevés d'endettement qui ont continué de prévaloir à la suite de la crise économique et financière. Cette progression de l'activité s'est manifestée de manière inégale entre les différentes zones et s'est réalisée dans un contexte de diminution des prix de l'énergie et des matières premières qui traduit la faiblesse de la demande dans l'économie mondiale. Aux Etats-Unis, la reprise essentiellement soutenue par la demande intérieure a été plus robuste avec un taux de croissance de 2,4% du PIB (contre 2,2% en 2013) tandis que la croissance s'est ralentie dans les économies émergentes.

Dans la zone euro, la reprise a ralenti à partir du deuxième trimestre de l'année sous revue de sorte que la croissance est estimée à 0,8% du PIB après un recul de 0,4% sur une base annuelle en 2013. Globalement, cette activité modérée a été soutenue par la demande intérieure, les investissements et par les exportations nettes.

En Belgique, l'activité économique s'est également ralentie dès le deuxième trimestre de 2014 et la croissance s'est ainsi établie sur une base annuelle à 1,1% du PIB, en augmentation par rapport à l'année précédente (0,3%). Cette légère reprise a été soutenue en partie par la consommation privée et les investissements.

Tout comme en 2013, l'inflation belge a diminué en 2014. Elle est en effet passée de 1,2% en 2013 à 0,5% en 2014. Cette baisse de l'inflation est notamment due à la diminution du prix des produits alimentaires et surtout des produits énergétiques.

1.2 Taux d'intérêt



Les taux d'intérêt sont restés à des niveaux très 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 et dans la zone euro, permettant globalement de maintenir les taux à court terme à de bas niveaux.

Toutefois, même si elle est restée accommodante, la politique monétaire des Etats-Unis s'est orientée vers une normalisation graduelle en 2014, sur fond de reprise économique. Un fait important est que la Réserve fédérale a mis un terme à sa politique d'achats de titres. Les taux à long terme américains ont diminué dans une

moindre mesure que dans la zone euro. L'emprunt de référence américain à 10 ans est ainsi passé en moyenne de 2,88% en janvier à 2,21% en décembre de l'année sous revue.

Dans un contexte de moindre reprise économique que ce qui était espéré, la Banque Centrale Européenne a abaissé de 10 points de base son taux des opérations principales de refinancement en juin et septembre pour revenir à 5 points de base afin de lutter contre la désinflation. Même si l'effet de ces diminutions est resté limité (résultant du plancher pour les taux directeurs), les taux à court terme se sont globalement repliés. Les taux à long terme ont davantage diminué dans la zone euro qu'aux Etats-Unis avec des différences entre les Etats Membres.

En outre, au deuxième semestre de l'année 2014, la BCE a réalisé des opérations d'octroi de crédits à plus long terme ciblées (TRTLO) ainsi que des programmes d'achats de titres adossés à des actifs (ABS) et d'obligations sécurisées afin de stimuler l'octroi de crédits bancaires et d'assouplir davantage la politique monétaire. Elle a également indiqué que les taux resteraient à un niveau bas pendant une période prolongée et qu'elle envisageait d'étendre le programme d'achats de titres si elle le jugeait nécessaire. Une décision dans ce sens a été prise en janvier 2015.

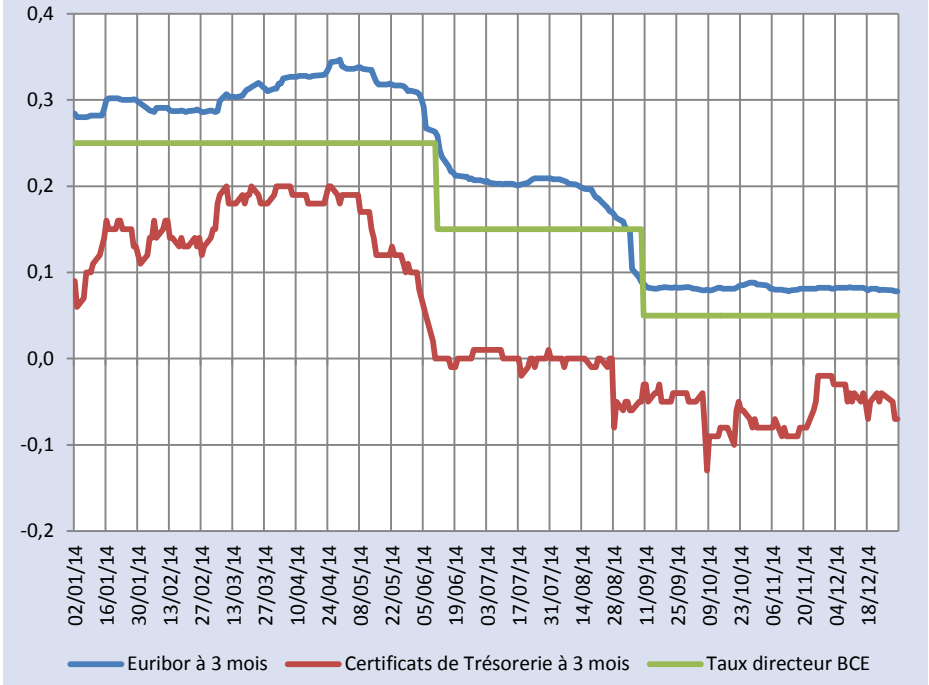
Sur les marchés financiers belges, les taux sont également restés à des niveaux très bas. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont ainsi passés, en moyenne, de 0,12% en janvier à -0.04% en décembre 2014.

Les taux interbancaires sont aussi restés peu élevés. Ainsi, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de 0,292% en janvier à 0,081% en décembre 2014.

En ce qui concerne le long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans a également affiché un profil baissier en passant en moyenne de 2,45% en janvier à 0,91% en décembre 2014.

Quant à l'écart entre le rendement du Bund allemand de référence et l'OLO à 10 ans, il s'est fortement amenuisé tout au long de l'année 2014 puisqu'il est revenu en moyenne de 65 points de base en janvier à 25 points de base en décembre de l'année sous revue.

EVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT A COURT TERME EN 2014
(en %)



2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2014

D'après les données publiées par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) à la mi-avril 2015, les comptes des pouvoirs publics belges se sont clôturés par un déficit représentant 3,2% du PIB en 2014.

Ce résultat est moins favorable que l'objectif du programme de stabilité 2014-2017 présenté en avril 2014, qui définissait un objectif d'un déficit équivalent à 2,15% du PIB pour l'année sous revue.

Divers facteurs permettent d'expliquer l'écart entre l'objectif du programme de stabilité et les réalisations budgétaires.

Des modifications statistiques ont entraîné une révision à la hausse du déficit pour l'année 2013, ce qui exerce un impact sur les années ultérieures. Ces changements concernent en particulier le passage au nouveau standard européen SEC 2010 pour le calcul des comptes nationaux. Or, le programme de stabilité avait été établi selon les normes comptables du SEC 1995.

La dégradation des paramètres économiques a également eu une influence négative sur les finances publiques. Le programme de stabilité était fondé sur les hypothèses macroéconomiques du Budget économique de février 2014. La croissance du PIB pour 2014 avait alors été estimée à 1,4%. Or, selon les chiffres de l'ICN, la progression de l'activité économique a seulement été de 1,1% en 2014. La révision à la baisse de l'inflation a aussi eu une incidence défavorable sur l'évolution des recettes fiscales.

En outre, le mouvement de consolidation budgétaire amorcé les années précédentes ne s'est pas poursuivi dans le contexte d'année électorale. D'après les données de la Banque nationale de Belgique, le solde de financement structurel s'est détérioré de 0,1% du PIB en 2014, par rapport à une amélioration d'environ 1% du PIB sur la période 2011-2013 et à un objectif d'amélioration structurelle de 0,6% du PIB dans le programme de stabilité.

2.1 Evolution au niveau des différents sous-secteurs

Selon les chiffres de l'ICN, le déficit de 3,2% du PIB se décompose en un déficit de 2,6% du PIB pour l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et un déficit de 0,6% pour l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux). Au sein de l'Entité I, le Pouvoir fédéral enregistre un déficit de 2,6% du PIB et la Sécurité sociale affiche un déficit de 0,1% du PIB. En ce qui concerne l'Entité II, un déficit de 0,5% du PIB est observé au niveau des Communautés et Régions et un déficit de 0,1% du PIB est constaté au niveau des Pouvoirs locaux.

Les objectifs budgétaires individuels de chaque niveau de pouvoir repris dans le Programme de stabilité 2014-2017 étaient ceux fixés en Comité de concertation sur la base de l'Avis de mars 2014 de la Section Besoins de financement des pouvoirs publics du Conseil supérieur des Finances. Compte-tenu du contexte des élections fédérales et régionales, la trajectoire du programme de stabilité consistait en une trajectoire indicative que les prochains gouvernements devaient ultérieurement confirmer et, le cas échéant, actualiser.

Un équilibre était prévu au niveau de la Sécurité sociale et des Communautés et Régions. Les Pouvoirs locaux devaient réaliser un surplus de 0,1% du PIB, compte tenu du cycle d'investissement électoral, et le Pouvoir fédéral devait limiter le déficit à 2,25% du PIB.

Les résultats budgétaires sont par conséquent moins favorables par rapport aux objectifs à tous les niveaux de pouvoir.

OBJECTIFS ET REALISATIONS EN MATIERE DE SOLDE DE FINANCEMENT (EN % DU PIB) [1]

	Réalisations 2013	Objectifs 2014	Estimations 2014
Ensemble des pouvoirs publics	-2,9	-2,15	-3,2
Entité I	**-2,5**	**-2,25**	**-2,6**
- Pouvoir fédéral	-2,4	-2,25	-2,6
- Sécurité sociale	-0,1	0,0	0,1
Entité II	**-0,4**	**0,1**	**-0,6**
- Communautés et Régions	-0.2	0,0	-0,3
- Pouvoirs locaux	-0,2	0,1	-0,3

[1] Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, les chiffres étant arrondis.

2.2 Recettes et dépenses

En 2014, les recettes fiscales et parafiscales ont légèrement diminué par comparaison à l'année précédente et ont représenté 44,7% du PIB.

Les charges pesant sur les revenus du travail ont enregistré une diminution de près de 0,2 point de pourcentage du PIB pour s'établir à 27,5% du PIB. Les recettes provenant de l'impôt des personnes physiques (IPP) et les recettes de cotisations sociales ont enregistré une légère baisse.

Au niveau de l'IPP, l'évolution favorable des enrôlements a permis de compenser la faiblesse des recettes de précompte professionnel, due au recul de la part salariale dans le PIB et au ralentissement de l'inflation. L'indexation a en effet eu une incidence plus marquée sur les salaires que sur les barèmes fiscaux étant donné que ceux-ci sont indexés sur l'inflation de l'année précédente. Les mesures structurelles ont en outre exercé un impact légèrement négatif.

Les recettes à l'impôt des sociétés ont connu une légère hausse de 0,1 point de pourcentage du PIB par rapport à 2013 et ont atteint 3,3% du PIB. La tendance au report des versements anticipés vers une perception par voie d'enrôlement a été moins prononcée que les années précédentes, le taux de majoration en cas de versements anticipés insuffisants étant sensiblement supérieur au taux du marché. Cette évolution a contrebalancé la diminution des enrôlements, notamment due au rendement moins important qu'escompté de mesures visant à générer des recettes supplémentaires.

La part des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine s'est stabilisée à 4,4% du PIB. Ces recettes ont été fortement influencées par des facteurs ponctuels. Les droits de succession ont reculé suite à la fin de l'impact du raccourcissement du délai de déclaration et les recettes de précompte mobilier se sont infléchies dans un contexte de taux d'intérêts très bas et de déplacement d'une partie de l'épargne vers des produits moins imposés ou imposés ultérieurement. La troisième opération de régularisation fiscale et la hausse de la taxation sur les bonis de liquidation ont par contre eu un effet favorable sur les recettes.

Les impôts sur les biens et services sont pratiquement restés stables par rapport à l'année précédente et se sont élevés à 12,9% du PIB. Les investissements des particuliers, soumis à la TVA, ont été relativement soutenus et plusieurs impôts indirects ont été augmentés, comme les accises sur le tabac et les carburants. Ceux-ci ont plus que contrebalancé la diminution de la TVA sur l'électricité et de la contribution des banques au Fonds spécial de protection des dépôts.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont inscrites en net repli, passant de 6,7% du PIB en 2013 à 6,4% du PIB en 2014, principalement en raison de la baisse de la rémunération des garanties et des dividendes versés par les institutions financières. La diminution des recettes totales des pouvoirs publics est essentiellement due à cette diminution des recettes non fiscales.

Les dépenses primaires se sont stabilisées par comparaison à 2013 et se sont élevées à 51,3% du PIB. Ce maintien du ratio des dépenses primaires est dû à la baisse des transferts courants au reste du monde et des dépenses en capital autres que les investissements. Par contre, tant les prestations sociales que les investissements se sont accrus de 0,1 point de pourcentage du PIB.

RECETTES ET DEPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)		
	Réalisations 2013	**Estimations 2014**
Recettes totales	51,5	51,1
(dont recettes fiscales et parafiscales)	44,8	44,7
Dépenses primaires	51,3	51,3
Dépenses totales	54,5	54,3

La combinaison des recettes et des dépenses primaires donne lieu à un déficit du solde primaire de 0,2% du PIB au cours de l'année sous revue. Ce résultat est moins favorable par comparaison à l'objectif du programme de stabilité d'un surplus du solde primaire de 1% du PIB pour 2013.

Les charges d'intérêts sur la dette publique se sont maintenues à 3,1% du PIB. Deux mouvements contraires ont été observés : la baisse des taux d'intérêt à court et long terme sur la dette publique, dans le contexte d'apaisement des marchés financiers, a été annulée par la hausse des paiements d'intérêts de retard en matière fiscale.

Le taux d'endettement des pouvoirs publics a atteint 106,6% du PIB à la fin de l'année 2014, soit une progression de 2,2 points de pourcentage du PIB par rapport à 2013. Cette hausse du ratio d'endettement est pour une large part due à des facteurs endogènes et, dans une moindre mesure, à des facteurs exogènes.

Concernant les facteurs endogènes, la croissance du PIB en termes nominaux a été nettement inférieure au taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le déficit du solde primaire n'a pas permis d'empêcher l'effet d'auto-alimentation de la dette par le poids des charges d'intérêts.

Plusieurs facteurs exogènes ont contribué à alourdir le taux d'endettement. Ils concernent 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, l'intégration de Dexia SA dans le périmètre de consolidation des pouvoirs publics suite à sa mise en gestion extinctive (run-off), de même que des éléments ponctuels[1].

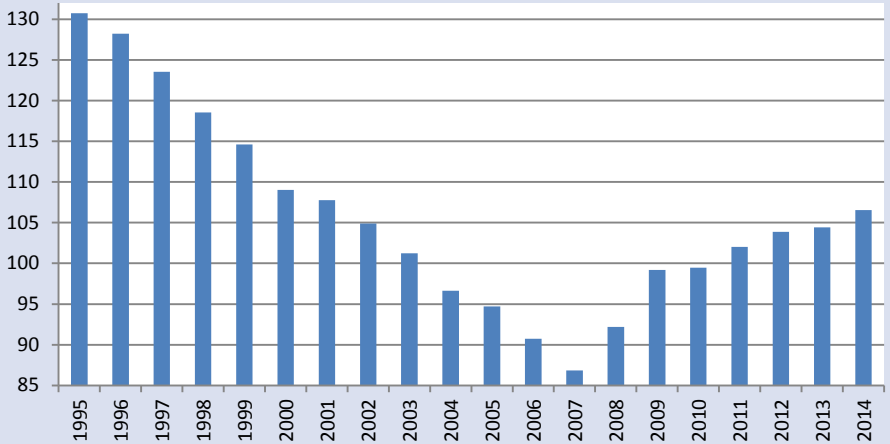
D'autres éléments exogènes ont par contre eu une incidence positive sur le ratio d'endettement, tels que le remboursement en capital de KBC à la Région flamande et les importantes primes d'émission dans le cadre de la gestion de la dette.

2.3 Comparaison européenne[2]

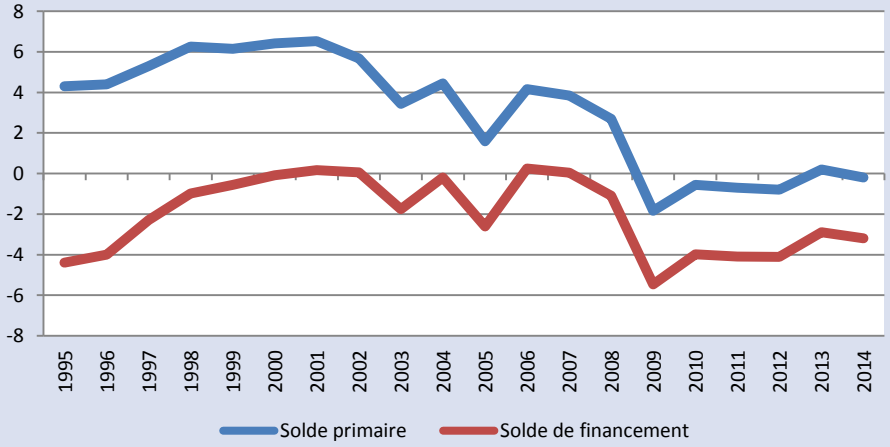
La hausse du taux d'endettement de la zone euro a été en moyenne moins élevée que celle observée en Belgique. Le ratio d'endettement moyen de la zone euro est passé de 90,9% du PIB en 2013 à 91,9% du PIB en 2014, soit une augmentation de 1 point de pourcentage du PIB, par comparaison à une hausse de 2,2 points de pourcentage du PIB en Belgique.

L'évolution du solde primaire et du solde de financement a été en moyenne plus favorable dans la zone euro. Le solde primaire s'est amélioré de 0,3 point de pourcentage du PIB et le solde de financement a connu une amélioration de 0,5 point de pourcentage du PIB. Ces soldes se sont par contre détériorés en Belgique, de 0,4 point de pourcentage du PIB et de 0,3 point de pourcentage du PIB respectivement.

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



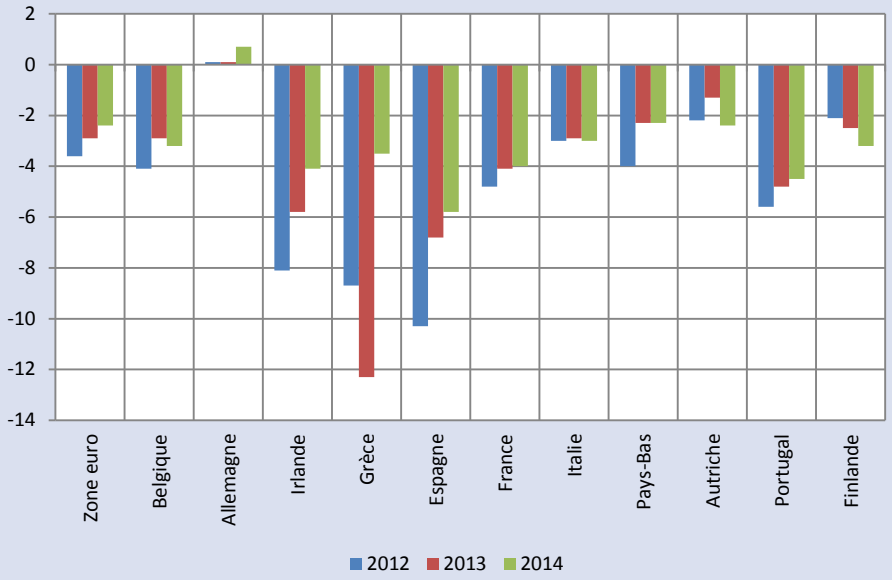
EVOLUTION DU SOLDE PRIMAIRE ET DU SOLDE DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS (en % du PIB)



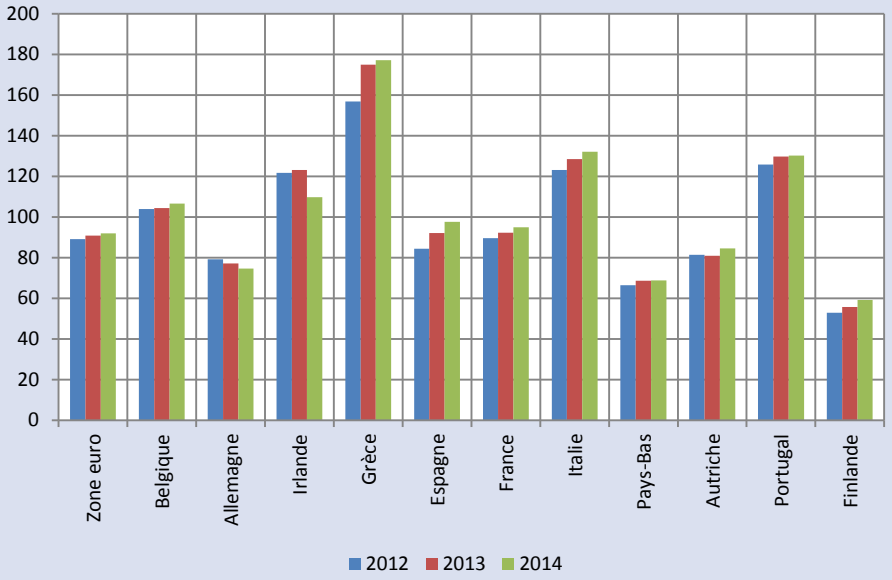
[1] Il s'agit de la reprise par les communes flamandes de la part d'Electrabel dans les gestionnaires mixtes de réseaux de distribution de gaz et d'électricité et du montant inférieur des encaissements par rapport aux enrôlements à l'impôt des sociétés.

[2] Les données pour la zone euro sont celles publiées par Eurostat à la mi-avril 2015.

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 2014

1. Besoins et moyens de financement

En 2014, les besoins bruts de financement du Trésor se sont élevés à 38,19 milliards d'EUR. Le plan de financement comptait sur des besoins de 38,03 milliards d'EUR. Les besoins effectifs ont donc pratiquement correspondu aux prévisions. Le déficit en termes de caisse s'est ainsi élevé à 10,51 milliards d'EUR et les dettes venant à échéance à 22,37 milliards d'EUR. Le préfinancement pour les échéances de 2015 a été de 5,31 milliards d'EUR, soit un montant plus élevé que le montant prévu de 4,43 milliards d'EUR mais d'un autre côté, le Trésor n'a pas dû refinancer les instruments de LOBO[1] émis précédemment (rubrique « autres besoins de financement »).

En outre, les émissions à moyen et long termes se sont élevées à 35,66 milliards d'EUR, soit très près du plan qui prévoyait 35,05 milliards d'EUR. Mais il est vrai que la répartition des émissions sur les instruments financiers s'est présentée quelque peu différemment que prévu. Les OLO, qui constituent comme à l'accoutumée la principale source de financement, ont été émises à concurrence de 31,83 milliards d'EUR, soit 1,83 milliard d'EUR de plus que prévu. Cela n'a donc pas posé problème que le montant prévu de 3,0 milliards d'EUR n'ait pas été atteint pour les Euro Medium Term Notes et les Schuldscheine : le Trésor a en effet émis 2,24 milliards d'EUR dans ces instruments. Avec des émissions s'élevant à 0,05 milliard d'EUR, les bons d'Etat sont restés à nouveau en dessous des attentes en raison du climat persistant de baisse des taux d'intérêt. Enfin, les bons du Trésor – Fonds de vieillissement ont été refinancés comme prévu.

En 2014, le Trésor est resté, tout bien considéré, prévisible dans ses émissions et ce, après quelques années caractérisées par des niveaux d'émissions plus élevés qui avaient pour but de réduire le volume de la dette à court terme. Celle-ci a ainsi légèrement augmenté en 2014 en totale conformité avec le plan de financement.

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2014 (EN MILLIARDS D'EUR)				
	Plan de financement 2014		Réalisation au 31.12.2014	
I. Besoins bruts de financement 2014		**38,03**		**38,19**
1. Déficit budgétaire de l'Etat fédéral		10,32		10,51
• Déficit budgétaire (au sens strict)	9,77		9,96	
• Participations dans/prêts aux institutions financières et Etats souverains	0,55		0,56	
• Transferts au Fonds de vieillissement	0,00		0,00	
2. Dette venant à échéance en 2014		22,78		22,37
• Dette à moyen et long termes en EUR	22,78		22,37	
• Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0,00		0,00	
3. Préfinancement des titres échéant en 2015 et ultérieurement		4,43		5,31
• Rachats	4,43		5,31	
4. Autres besoins de financement		0,50		0,00
II. Moyens de financement (long et moyen termes)		**35,05**		**35,66**
1. Financement à moyen et long termes		33,50		34,11
• Olo	30,00		31,83	
• Euro Medium Term Notes/Schuldscheine	3,00		2,24	
• Instruments destinés aux particuliers	0,50		0,05	
• Autres	0,00		0,00	
2. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement		1,55		1,55
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0,00**		**-0,62**
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie		**2,98**		**1,77**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**0,00**		**1,37**

[1] LOBO : Lenders Option Borrowers Option

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 2014, le Trésor du Royaume de Belgique a émis des OLO pour un montant total de 31,83 milliards d'EUR (contre un volume de 42,33 milliards d'EUR en 2013). Ce montant inclut en 2014 des émissions par syndication (EUR 10,00 milliards) ainsi que par adjudication (EUR 21,83 milliards).

Le calendrier indicatif des adjudications pour 2014 prévoyait 10 adjudications d'OLO. 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. Deux syndications ont eu lieu en janvier et en mars 2014 respectivement, toutes à taux fixe. Lors de l'annonce de ces syndications, le Trésor a à chaque fois indiqué que l'adjudication du mois était supprimée. Ainsi, durant l'année sous revue, le Trésor a organisé 8 adjudications sur les 10 prévues à l'origine.

2.1.1.1 Syndications

OLO 72 – NOUVEAU BENCHMARK A 10 ANS

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 72. Ce faisant, le Trésor souhaitait en effet ajouter à sa courbe un nouvel emprunt de référence à 10 ans.

L'OLO 72, ayant comme échéance finale le 22 juin 2024, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers BNP Paribas Fortis, Citi, Crédit Agricole CIB et J.P. Morgan. 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 2014, l'Agence de la Dette a décidé d'émettre par syndication étant donné que le marché obligataire en euro était très porteur et que les obligations dans la périphérie étaient très demandées.

Les ordres ont afflué pour atteindre pas loin de 11 milliards d'EUR en provenance de près de 200 investisseurs. La taille du book et la bonne performance de la courbe des taux belges a permis d'émettre un montant total de EUR 5 milliards.

Le spread d'émission a été fixé à mid-swap +49 points de base, ce qui équivalait à +82 points de base au-dessus du "Bund 2,00% - 15 août 2023". Le coupon de cette OLO a été fixé à 2,60% et le prix d'émission à 99,657% équivalant à un rendement de 2,639%. 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". Ce système permet de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du "book-building" et de l'allocation.

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. Enfin, lors du placement de l'OLO 72, le Trésor a constaté un important intérêt de la part des investisseurs européens (91,90%).

OLO 73 – NOUVEL EMPRUNT A 20 ANS

Pour la deuxième syndication de l'année, le Trésor a continué son programme d'émission 2014 en lançant une nouvelle ligne à 20 ans en mars avec comme échéance le 22 juin 2034. 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 20 ans portant un coupon de 3,00% a été émise au prix de 98,816%, ce qui équivaut à un rendement de 3,08%, à mid-swap +58 points de base et correspond à un coût de 65,7 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "DBR 2,423% - juillet 2034". Le spread au-dessus de l'OAT 4,75% - avril 2035 était, quant à lui, de 8,4 points de base.

Le Trésor a émis cette OLO avec une prime d'émission de 3 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, HSBC, RBS 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".

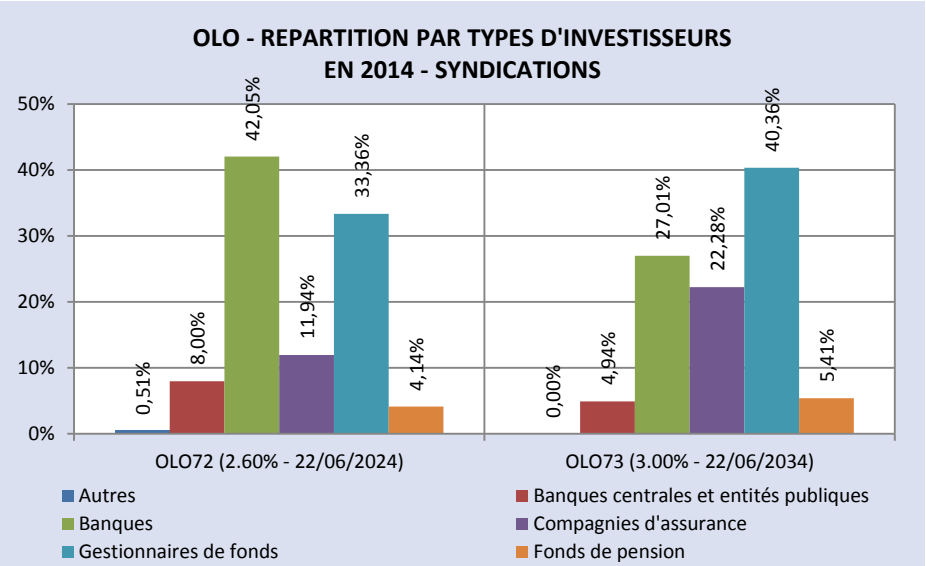
Les ordres de placement se sont élevés à plus de 8,5 milliards d'EUR répartis sur plus de 150 investisseurs et le montant finalement alloué s'est élevé à 5 milliards d'EUR.

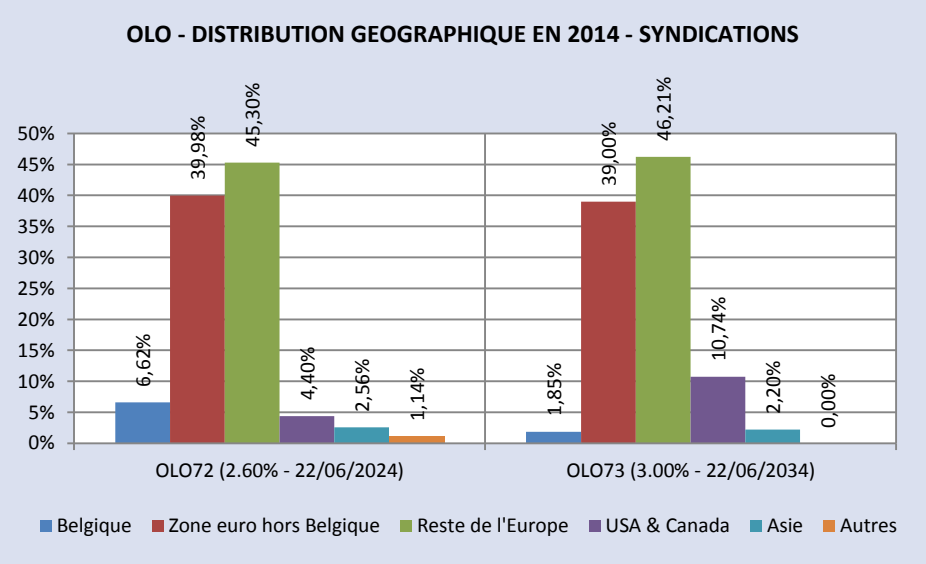
Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du "mixed pot".

Pour ce qui est de la répartition géographique, cette transaction a été concentrée en Europe qui a représenté 87% du total. Quant à la répartition par investisseur, elle s'est caractérisée par une forte participation des gestionnaires de fonds, des banques et des compagnies d'assurance (89,65% de la transaction).

RESULTATS DES SYNDICATIONS EN 2014 (en millions d'EUR)

Date d'émission	OLO	Échéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant offert	Prix	Rendement
14/01/2014	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	5 000	99,657	2,639%
11/03/2014	OLO73	22/06/2034	3,00%	BE0000333428	5 000	98,816	3,080%
TOTAL					**10 000**		





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

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

Mixed pot syndication

Dans le cas d'une "mixed pot syndication" comme dans celui d'une "pot syndication" normale, le Trésor bénéficie d'une transparence 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 syndication, 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.

Trois modifications ont été apportées lors de l'élaboration du calendrier des adjudications pour 2014.

1. En principe, les adjudications sont organisées sur une base mensuelle mais depuis 2009, il n'y a plus d'adjudication en décembre étant donné le faible niveau d'activité sur les marchés financiers dans la deuxième moitié du mois en prévision des vacances de Noël.

   Pour le calendrier de 2014, le Trésor a décidé de supprimer également l'adjudication du mois d'août. La raison de ce choix est que le Trésor souhaitait récolter un montant moins élevé via les OLO, à savoir EUR 30 milliards au lieu de EUR 42,33 milliards en 2013. Le mois d'août a été choisi en raison du moindre niveau d'activité durant les vacances d'été.

2. Depuis des années, l'adjudication d'OLO se déroule chaque dernier lundi du mois. Etant donné que les banques se trouvent confrontées à certaines limitations sur le plan bilantaire, il leur est plus difficile de prendre part aux adjudications à la fin de chaque mois. C'est la raison pour laquelle le Trésor a décidé d'avancer l'adjudication d'OLO d'une semaine de sorte que l'adjudication se déroule maintenant en principe l'avant-dernier lundi du mois. En 2014, il y a eu deux exceptions à cette règle : en avril et en juillet, les adjudications ont été reportées d'un jour en raison respectivement du lundi de Pâques et de la fête nationale.

3. Dans le cadre de sa stratégie de financement, le Trésor a introduit en 2012 une innovation, en l'occurrence une adjudication « Optional Reverse Inquiry », également appelée adjudication ORI.

   Le Trésor a eu recours à ce nouveau type d'émission après le pic de la crise de l'euro de fin 2011 qui s'est caractérisé par des rendements élevés et une forte diminution de la liquidité. Via les adjudications ORI, le Trésor souhaitait répondre, pour autant que la liquidité sur le marché secondaire ait été insuffisante, à une demande spécifique des investisseurs.

   Après deux adjudications ORI en 2012 et aucune en 2013, le Trésor a décidé de supprimer ce type d'émission. En effet, l'augmentation de la liquidité sur les marchés financiers ainsi que les moindres besoins de financement du Trésor ont rendu les adjudications ORI inutiles.

Une autre nouveauté qui a à voir indirectement avec le calendrier indicatif des adjudications concerne la date de règlement des adjudications.

Le 6 octobre 2014, la date de règlement des opérations sur le marché secondaire a été ramenée de T+3 à T+2. Cette avance d'un jour résulte de l'entrée en vigueur de la « European Central Securities Depository Regulation » (CSDR). Après consultation de ses primary dealers, le Trésor a décidé d'également appliquer cette modification au marché primaire. La première adjudication relevant de ce nouveau régime était celle du 20 octobre avec règlement le mercredi 22 octobre au lieu du jeudi 23 octobre 2014.

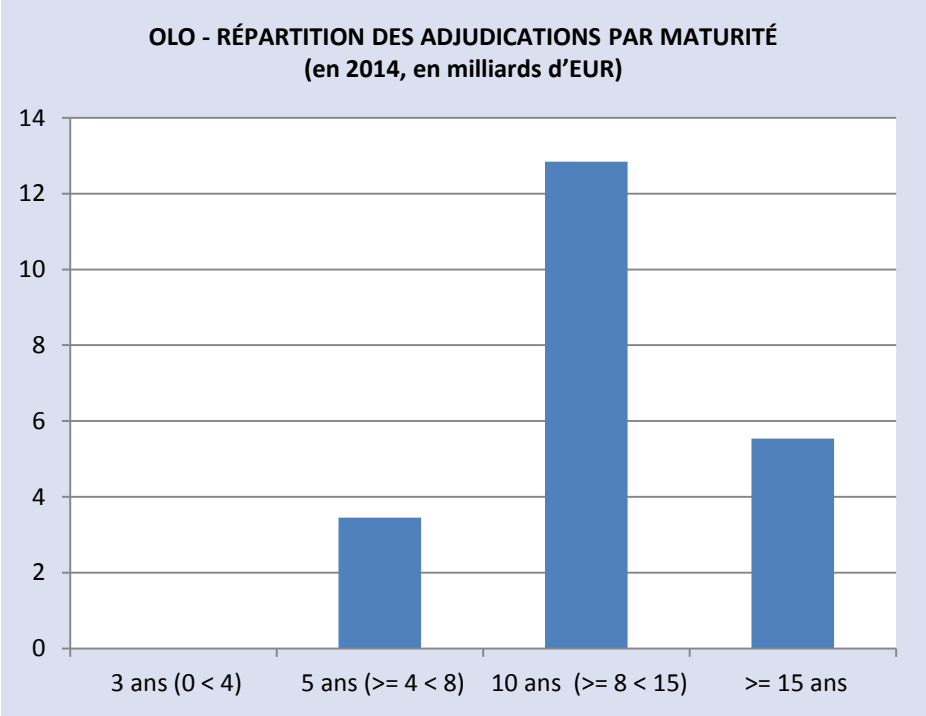
Le calendrier d'émission qui est toujours publié en décembre ne mentionne pas quelles lignes seront adjugées l'année suivante ni le nombre de lignes. Ces informations sont communiquées une semaine avant l'adjudication après consultation des primary dealers. Lors de cette concertation, la demande et les 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 février, avril, juin et octobre tandis que lors des quatre autres adjudications, le Trésor a émis deux lignes.

Le nouvel emprunt de référence à 10 ans (OLO 72) qui a été lancé en janvier a été demandé et proposé à chaque adjudication de sorte que le montant initial de 5,0 milliards d'EUR a augmenté pour atteindre un montant en circulation de 15,88 milliards d'EUR à fin décembre 2014.

L'OLO 73, le nouvel emprunt à 20 ans qui a été lancé en mars, n'a par la suite été offerte qu'une seule fois lors des adjudications, faisant passer son encours de 5 à 6,15 milliards d'EUR à fin décembre 2014.

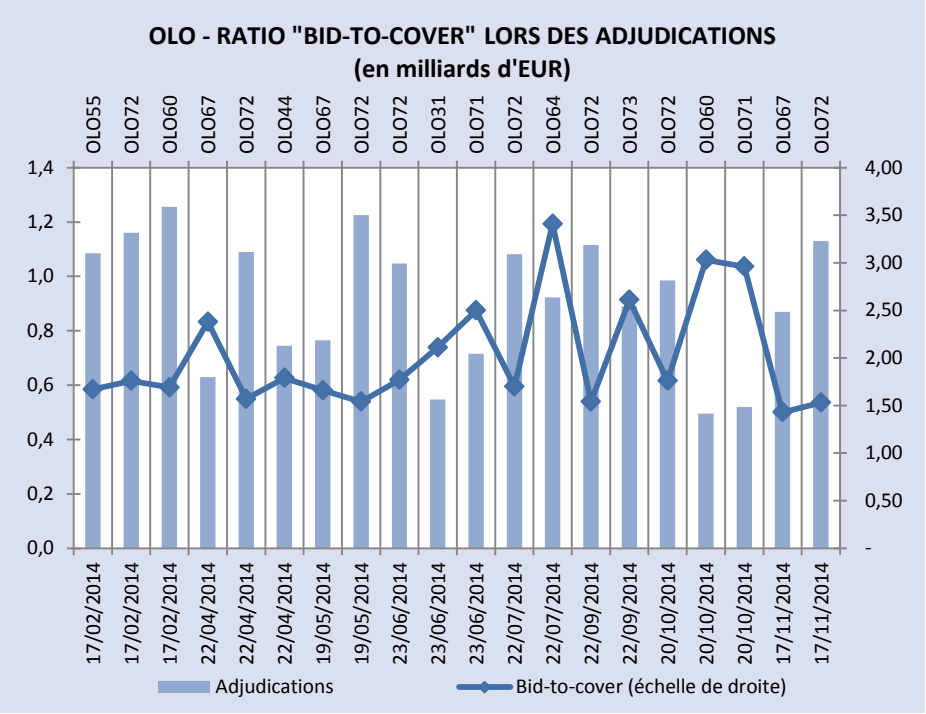
Le Trésor peut toutefois toujours décider d'annuler une adjudication lorsqu'une syndication a lieu dans le mois concerné. Cela s'est produit en janvier et en mars lors du lancement des OLO 72 et 73 respectivement.



Il y a donc eu en tout huit adjudications qui ont rapporté un montant global de 21,83 milliards d'EUR, à savoir 17,05 milliards d'EUR au tour compétitif des adjudications et 4,77 milliards d'EUR lors du tour non compétitif. Le montant moyen émis par tour compétitif s'est élevé à 2,13 milliards d'EUR.

Pour l'ensemble des huit adjudications, le ratio bid-to-cover s'est élevé en moyenne à 2,28 contre 1,88 en 2013 et 1,89 en 2012. 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 2,28 indique que la demande d'OLO est toujours significativement élevée. Les valeurs extrêmes enregistrées pour ce ratio en 2014 étaient de 1,43 et 3,41 respectivement pour l'adjudication de l'OLO 67 (échéant le 28/09/2019) en novembre et de l'OLO 64 (échéant le 28/03/2026) en juillet.

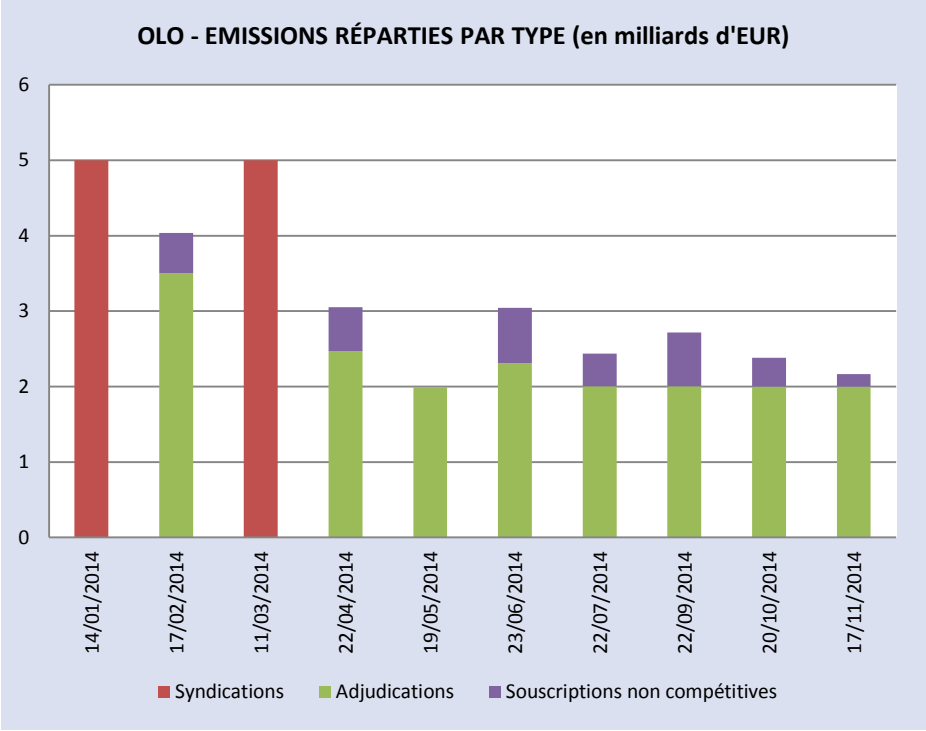
La "tail" constitue un autre indicateur pour l'adjudication. Il s'agit de la différence entre le prix limite et le prix le plus bas offert dans la ligne concernée. La "tail" met en lumière la qualité de la demande : une petite "tail" signifie que toutes les offres étaient compétitives tandis qu'une longue "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 72, le "benchmark" à 10 ans qui a été présenté à chaque adjudication, a fluctué entre 0,16 et 0,78 cent pour les huit adjudications de l'année. Pour les autres OLO qui ont été proposées lors des adjudications, la « tail » a affiché des valeurs entre 0,12 et 0,98 cent.

Par rapport à l'année 2013, la part relative du segment du très long terme (supérieur à 10 ans) a augmenté pour passer de 24,42% à 39,25% et le montant émis est passé

de 10,34 milliards d'EUR à 12,49 milliards d'EUR. La part relative des maturités à court et moyen termes a baissé et est passée de 43,33% à 10,83%. Affichant une part relative de 49,91%, 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 4 minutes, et ce à compter du moment où le délai d'introduction des offres est clôturé. Le temps le plus court a été de 2 minutes lors de l'adjudication d'OLO du mois de mai. Le temps le plus long (7 minutes) a été enregistré lors de l'adjudication du 17 février.

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 5,59 milliards d'EUR dont 46,52% (soit 2,60 milliards d'EUR) ont effectivement été exercés (contre 57,23% en 2013). 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 945 millions d'EUR ont encore été souscrits, ce qui fait que les souscriptions non compétitives se sont finalement élevées en 2014 à 3,55 milliards d'EUR.

Avec l'introduction le 6 octobre 2014 de la règle T+2 pour les règlements sur le marché primaire des OLO, le Trésor a décidé de maintenir inchangé le timing pour les souscriptions non compétitives ordinaires, à savoir T+3, ce qui tombe en principe un jeudi. Comme auparavant, les souscriptions non compétitives spéciales auront lieu en principe le lundi qui suit l'adjudication mais ce jour peut changer étant donné que la référence à un jour fixe, à savoir le lundi qui suit l'adjudication, a été remplacée par T+5, et ce afin de tenir compte des jours de fermeture de TARGET.

RESULTATS DES ADJUDICATIONS D'OLO EN 2014 (en millions d'EUR)

Date d'émission	OLO N°	Echéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant offert	Montant accepté (Compétitives)	Montant exercé (non compétitives)	Total accepté	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-Cover		Bid min/max	Prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Range Min	Range Max	Encours après adjudication
17/02/2014					**5 980**	**3 501**	**534**	**4 035**			**1,71**	→					2 500	3 500	
	OLO55	28/03/2019	4,00%	BE0000315243	1 810	1 085	23	1 108	114,368	1,087	1,67		114,22/114,44	114,34	100,00	13			12 237,0
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	2 045	1 160	330	1 490	101,599	2,424	1,76		101,00/101,69	101,57	100,00	12			6 490,0
	OLO60	28/03/2041	4,25%	BE0000320292	2 125	1 256	181	1 437	117,845	3,249	1,69		117,00/117,95	117,80	56,92	13			13 860,0
22/04/2014					**4 550**	**2 465**	**588**	**3 053**			**1,85**	→					2 000	2 500	
	OLO67	28/09/2019	3,00%	BE0000327362	1 500	630		630	110,367	1,026	2,38		110,05/110,47	110,33	100,00	8			9 986,0
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 715	1 090	280	1 370	104,362	2,119	1,57		103,90/104,48	104,32	100,00	12			7 860,0
	OLO44	28/03/2035	5,00%	BE0000304130	1 335	745	308	1 053	132,902	2,884	1,79		132,00/132,98	132,86	100,00	12			19 164,7
19/05/2014					**3 160**	**1 990**	**0**	**1 990**			**1,59**	→					1 500	2 000	
	OLO67	28/09/2019	3,00%	BE0000327362	1 270	765		765	111,178	0,854	1,66		110,88/111,31	111,15	100,00	11			10 751,0
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 890	1 225		1 225	106,194	1,919	1,54		105,41/106,31	106,16	100,00	15			9 085,0
23/06/2014					**4 795**	**2 310**	**734**	**3 044**			**2,08**	→					1 800	2 300	
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 850	1 048	416	1 464	107,412	1,783	1,77		107,00/107,49	107,38	75,86	12			10 549,0
	OLO31	28/03/2028	5,50%	BE0000291972	1 155	547	147	694	138,582	2,214	2,11		138,00/138,67	138,55	51,22	11			17 332,9
	OLO71	22/06/2045	3,75%	BE0000331406	1 790	715	171	886	117,113	2,905	2,50		116,25/117,22	117,08	100,00	9			4 886,0
22/07/2014					**4 984**	**2 005**	**433**	**2 438**			**2,49**	→					1 500	2 000	
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 835	1 082	95	1 177	109,599	1,547	1,70		109,36/109,64	109,57	78,26	13			11 726,0
	OLO64	28/03/2026	4,50%	BE0000324336	3 149	923	338	1 261	128,535	1,772	3,41		127,80/128,60	128,51	88,66	13			9 040,0
22/09/2014					**4 049**	**2 006**	**713**	**2 719**			**2,02**	→					1 500	2 000	
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 724	1 116	456	1 572	111,967	1,284	1,54		111,14/112,02	111,92	41,67	16			13 298,0
	OLO73	22/06/2034	3,00%	BE0000333428	2 325	890	257	1 147	112,460	2,214	2,61		111,42/112,55	112,40	100,00	12			6 147,0
20/10/2014					**4 770**	**2 000**	**380**	**2 380**			**2,39**	→					1 500	2 000	
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 730	985	380	1 365	112,721	1,198	1,76		112,10/112,78	112,66	40,00	12			14 663,0
	OLO60	28/03/2041	4,25%	BE0000320292	1 500	495		495	139,407	2,254	3,03		138,70/139,50	139,35	100,00	10			14 355,0
	OLO71	22/06/2045	3,75%	BE0000331406	1 540	520		520	129,924	2,366	2,96		129,05/130,02	129,87	100,00	9			5 406,0
17/11/2014					**2 975**	**2 000**	**167**	**2 167**			**1,49**	→					1 500	2 000	
	OLO67	28/09/2019	3,00%	BE0000327362	1 245	870	75	945	113,544	0,196	1,43		113,35/113,59	113,49	100,00	13			11 696,0
	OLO72	22/06/2024	2,60%	BE0000332412	1 730	1 130	92	1 222	114,025	1,055	1,53		113,80/114,08	113,96	56,00	15			15 885,0
TOTAL								**21 826**											

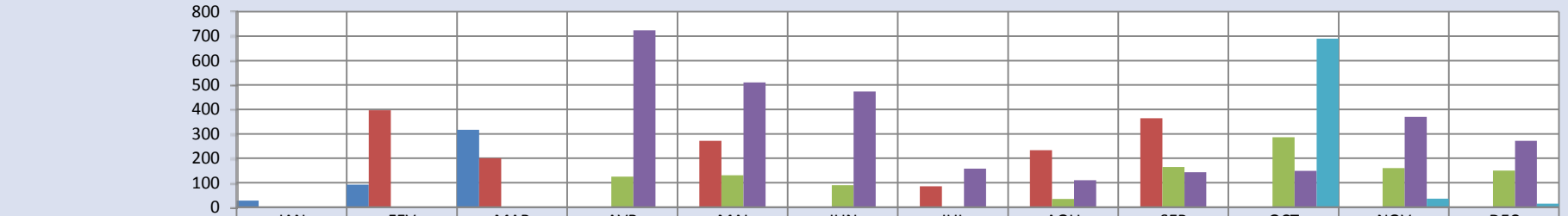
LIGNES ET ENCOURS DES OLO AU 31.12.2014 (en EUR)								
Maturité		Coupon	Code ISIN	N°	Net disponible[1]	Rachats en portefeuille	Titres scindés	Scindable?
2015	28/03	8	BE0000282880	23	5 081 687 157,66	1 138 500 000,00	1 829 175 372,09	X
	28/03	3,5	BE0000316258	56	6 876 500 000,00	2 908 500 000,00		X
	28/09	3,75	BE0000306150	46	10 555 000 000,00	739 000 000,00	73 895 196,10	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	-	51 740 000,00	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	-	217 920 689,52	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	12 237 000 000,00	-		X
	28/09	3	BE0000327362	67	11 696 000 000,00	-	15 769 327,44	X
2020	28/09	3,75	BE0000318270	58	17 634 000 000,00	-	62 566 077,26	X
2021	28/09	4,25	BE0000321308	61	14 921 000 000,00	-	21 981 055,16	X
2022	28/03	4	BE0000308172	48	14 084 000 000,00	-		X
	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
2024	22/06	2,6	BE0000332412	72	15 885 000 000,00	-		X
2026	28/03	4,5	BE0000324336	64	9 040 000 000,00	-		X
2028	28/03	5,5	BE0000291972	31	17 332 939 136,01	-	2 705 624 209,66	X
2032	28/03	4	BE0000326356	66	8 204 000 000,00	-	235 573 682,51	X
2034	22/06	3	BE0000333428	73	6 147 000 000,00	-		X
2035	28/03	5	BE0000304130	44	19 164 692 800,00	-	2 959 407 029,81	X
2041	28/03	4,25	BE0000320292	60	14 355 000 000,00	-	2 576 573 381,30	X
2045	22/06	3,75	BE0000331406	71	5 406 000 000,00	-	127 000 000,00	X
					301 932 456 893,67	**4 786 000 000,00**		

Nombre de lignes : 27

[1] Disponible dans le marché (montant émis moins les rachats) au 31.12.2014.

2.1.1.4 Rachats

OLO - RACHATS EN 2014 SUR BASE MENSUELLE (en millions d'EUR)



	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUN	JUL	AOU	SEP	OCT	NOV	DEC
OLO 54 - Mars 2014	27	92	316									
OLO 43 - Septembre 2014		397	200	0	272		85	233	364			
OLO 23 - Mars 2015				125	130	90	0	33,5	164	286	160	150
OLO 56 - Mars 2015				724	511	473	158	110	143	148	369,5	272
OLO 46 - Septembre 2015									0	690	35	14

Le rachat d'une OLO arrivant à échéance dans le futur présente deux avantages :

- une gestion de caisse plus efficace étant donné que le montant racheté est refinancé dans les 12 mois précédents; l'on obtient ainsi un montant moins élevé à l'échéance finale même, ce qui génère une diminution du risque de refinancement,
- et 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 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.

Dans le courant de l'année 2013, le Trésor avait débuté le rachat des lignes d'OLO 54 (échéant le 28 mars 2014) et 43 (échéant le 28 septembre 2014). Au cours des trois premiers mois de l'année 2014, le Trésor a encore racheté pour 435 millions d'EUR de l'OLO 54, ce qui a porté le montant total racheté à 4,67 milliards d'EUR. Ce montant représentait 36,25% du montant total émis. En 2013, le Trésor avait également déjà racheté 2,57 milliards de l'OLO 43 et, ajouté aux 1,55 milliard d'EUR de rachats en 2014, le montant à rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 8,71 milliards d'EUR, soit une diminution de 32,12%.

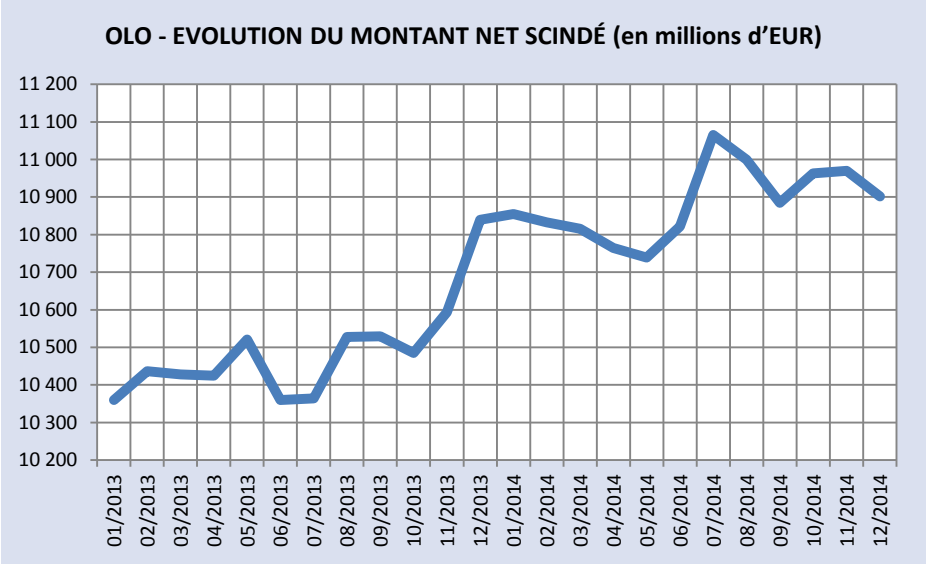
En outre, le Trésor a commencé dès le mois d'avril 2014 à racheter l'OLO 23 (échéant le 28 mars 2015) et l'OLO 56 (échéant le 28 mars 2015). Le montant en circulation sur ces OLO s'élevait initialement à 6,22 milliards et 9,78 milliards d'EUR

respectivement. Le Trésor a racheté de ces OLO 1,14 milliard et 2,91 milliards d'EUR respectivement, soit 18,30% et 29,72% du montant initial.

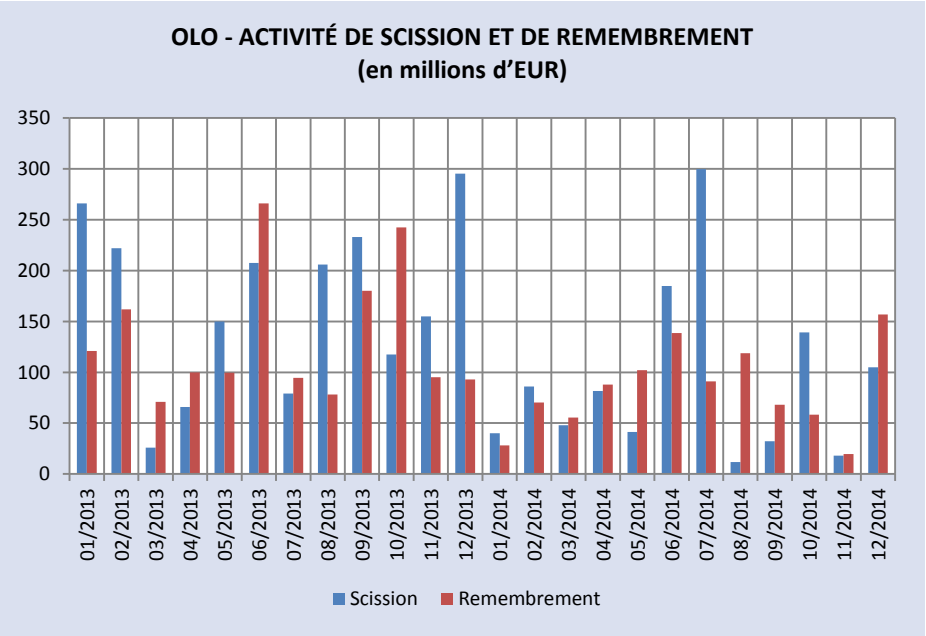
A partir du mois d'octobre 2014, le Trésor a procédé au rachat de l'OLO 46 (échéant le 28 septembre 2015). Dans les derniers mois de 2014, le Trésor a racheté un montant de 739 millions d'EUR de cette OLO de sorte que l'encours sur cette obligation a diminué pour atteindre 10,55 milliards d'EUR, soit une diminution de 6,54%.

Au total, le Trésor a racheté 6,77 milliards d'EUR dans les 5 lignes d'OLO : 1,99 milliard d'EUR dans les deux lignes échéant en 2014 et 4,78 milliards d'EUR dans les trois lignes échéant en 2015.

2.1.1.5 Strips



Tout comme en 2013, le marché des strips sur OLO a stagné en 2014. Les scissions et les remembrements se sont relativement contrebalancés. D'après le marché, il y avait encore trop peu d'émissions de nouvelles OLO avec échéance de coupon le 22 juin pour pouvoir dériver une courbe de zéro coupon correcte. Il faut également noter que l'absence d'OLO de très longue maturité avec échéance le 22 juin a freiné le développement du marché des strips. Etant donné le niveau plus élevé des rendements, il y a en effet surtout eu une demande pour des strips à long terme. La fongibilité donne aux dealers en strips la possibilité de reconstituer une partie des BE-strips à court terme en OLO. En effet, plus il y a d'émissions d'OLO avec la même échéance de coupon tout au long de la courbe des rendements, plus il est facile aux market makers d'ôter de leur bilan des BE-strips moins liquides en les reconstituant en OLO.



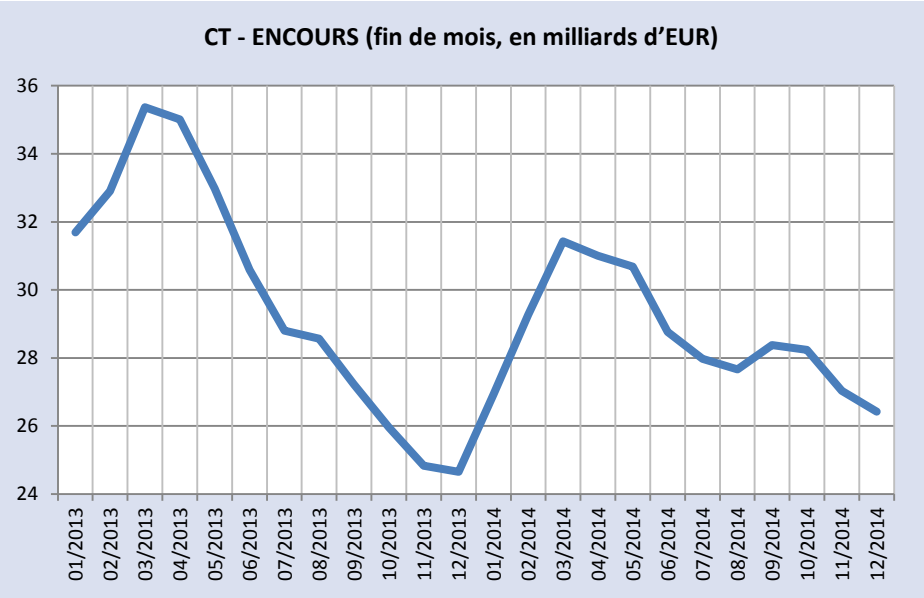
L'absence d'émissions de nouvelles OLO dans les lignes de mars et septembre constitue la principale raison pour laquelle l'activité de stripping dans ces lignes est restée modérée en 2014.

Un manque d'OLO sous-jacentes dans les lignes de juin couplé à une dispersion insuffisante tout au long de la courbe des rendements dans ces mêmes lignes a constitué un obstacle pour établir un pricing correct des strips de juin. Il en a résulté qu'il y a eu peu ou pas de « market making » des BE strips sur les lignes d'OLO de juin

et ce, contrairement aux lignes de mars et septembre. La majorité des BE-strips échéant en mars et septembre ont été cotés avec un spread bid offer de 2 points de base et ce, même pour les maturités très longues.

Il y a donc bel et bien une forte demande pour les BE-strips mais le marché attend l'émission d'OLO échéant en juin avec une maturité très longue afin de pouvoir répondre à cette demande.

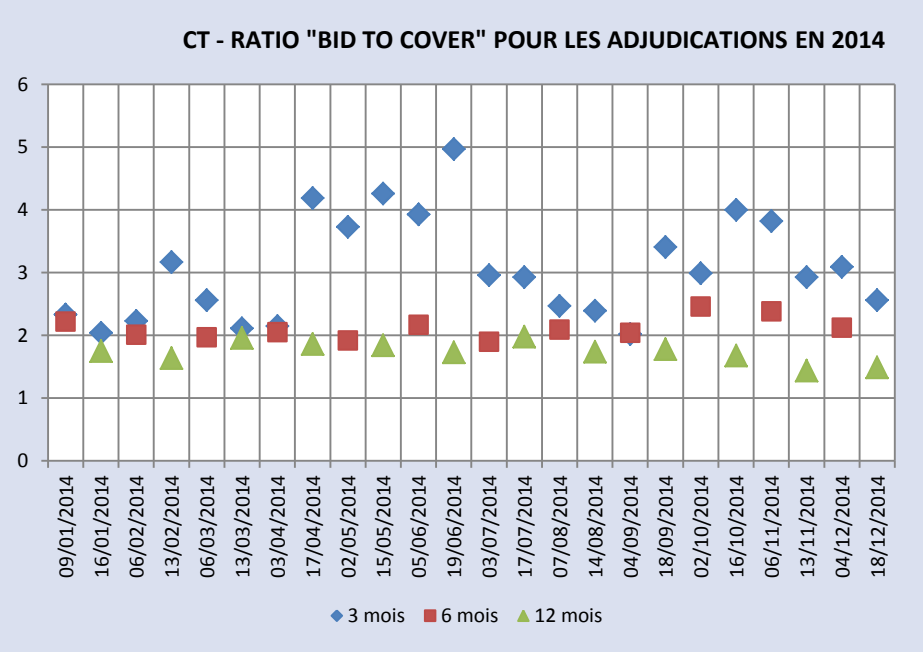
2.1.2 Certificats de Trésorerie (CT)



En 2014, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 26 à 31 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 pour redescendre par la suite dans l'année. L'on notera que le Trésor a adapté ses objectifs d'émission en fonction de ses besoins tout en respectant le plan de financement prévu.

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 les années précédentes, le Trésor n'a pas émis de "Cash Management T-Bills".

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

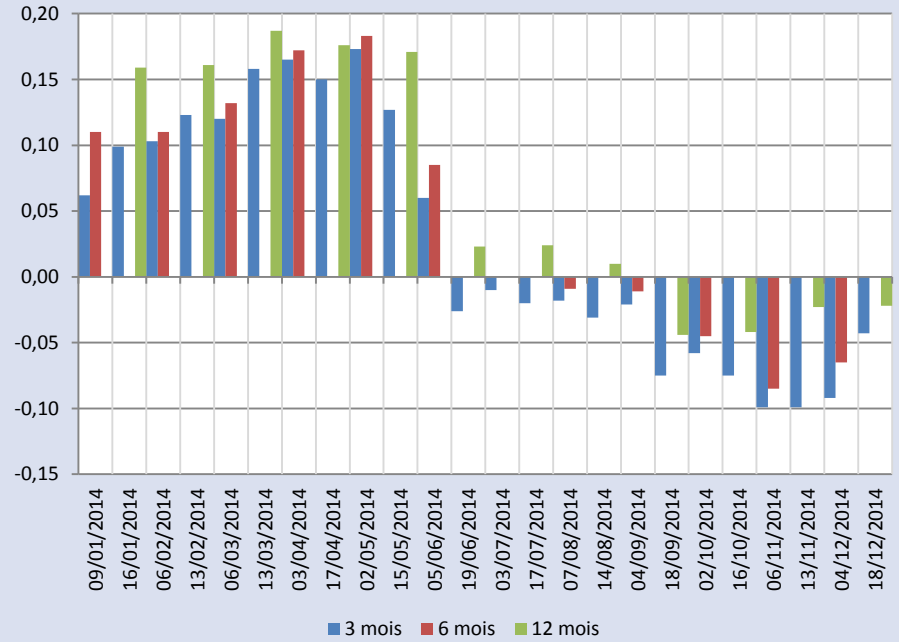


La moyenne de ce ratio s'est élevée à 3,05 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par adjudication de 2,34 milliards d'EUR, à 2,11 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 2,53 milliards d'EUR et enfin à 1,74 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2,51 milliards d'EUR.

Ces ratios sont restés relativement stables mais légèrement inférieurs à ceux de l'année précédente. En ce qui concerne l'évolution du ratio « bid-to-cover » pour le

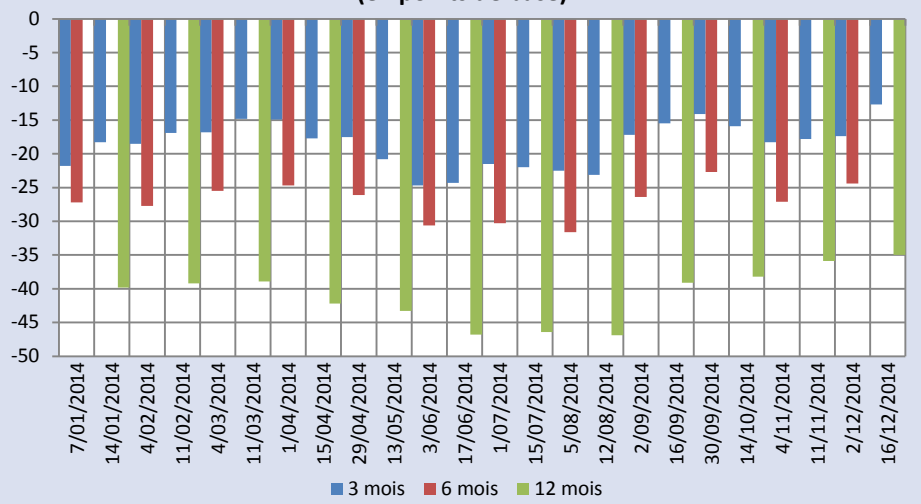
segment du 3 mois, le début de l'année sous revue a été marqué par des émissions importantes avec un ratio « bid-to-cover » légèrement supérieur à 2. A partir du mois d'avril, ce ratio a significativement augmenté, reflétant une baisse des émissions sur ce segment de maturité. En milieu d'année, il a diminué à nouveau pour ensuite remonter à partir de la mi-septembre, ce qui résultait d'une réduction supplémentaire des montants retenus par le Trésor lors des adjudications.

CT - TAUX D'INTÉRÊTS MOYENS PONDÉRÉS EN 2014 (en %)



Les taux moyens pondérés résultant des adjudications et repris dans le graphique ci-dessus sont restés très peu élevés en 2014. A la suite de la première diminution du taux directeur de la BCE le 11 juin 2014, les taux à 3 et 6 mois ont diminué et sont devenus négatifs. Après la seconde diminution le 10 septembre du taux directeur de la BCE, les taux à 12 mois sont également devenus négatifs.

CT - SPREADS À L'ÉMISSION ENTRE LE TAUX MOYEN PONDÉRÉ DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ET L'EURIBOR EN 2014 (en points de base)



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 se sont élevés à une moyenne de -19 points de base. Pour le 6 mois, la moyenne est de -27 points de base. Pour ce qui est du segment du 12 mois, les spreads se sont élevés à une moyenne de -41 points de base.

Concernant la participation aux adjudications, 60% à 80% des intervenants ont été servis en moyenne pour l'ensemble des termes.

En 2014, les primary dealers n'ont quasiment pas fait usage (moins de 1% du volume potentiel) de leur droit d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication, et ce étant donné le faible appétit des investisseurs en raison du niveau des taux d'intérêt. 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 2014 (en millions d'EUR)

Date d'adjudication	Date d'échéance	ISIN	Mois	Montant offert	Montant accepté (compétitives)	Exerc. (Non-compétitives)	Total accepté	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-Cover		Bid min/max	Taux/prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Spread Euribor	Range Min	Range Max	Encours après adjudication	Montant à échéance
07/01/2014				**6 700**	**2 950**	**0**	**2 950**			**2,27**	→						2 700	3 200		
	17/04/2014	BE0312702716	3	3 150	1 350		1 350	99,983	0,062	2,33		99,958/99,989	99,978	100,00	12	-21,84			2 405	
	19/06/2014	BE0312704738	6	3 550	1 600		1 600	99,951	0,109	2,22		99,924/99,964	99,946	100,00	13	-27,16			1 400	
14/01/2014				**5 640**	**2 987**	**0**	**2 987**			**1,89**	→						2 700	3 200		3 655
	17/04/2014	BE0312702716	3	2 860	1 402		1 402	99,975	0,099	2,04		99,959/99,980	99,973	66,67	14	-18,34			3 755	
	15/01/2015	BE0312714836	12	2 780	1 585		1 585	99,839	0,159	1,75		99,784/99,954	99,811	100,00	11	-39,76				
04/02/2014				**5 655**	**2 688**	**0**	**2 688**			**2,10**	→						2 400	2 800		
	15/05/2014	BE0312703722	3	2 640	1 185		1 185	99,972	0,103	2,23		99,955/99,981	99,969	100,00	14	-18,55			2 170	
	17/07/2014	BE0312705743	6	3 015	1 503		1 503	99,951	0,110	2,01		99,930/99,956	99,946	44,76	15	-27,66			1 335	
11/02/2014				**6 045**	**2 800**	**165**	**2 965**			**2,16**	→						2 400	2 800		3 322
	15/05/2014	BE0312703722	3	2 995	945		945	99,969	0,122	3,17		99,957/99,975	99,967	100,00	10	-16,91			3 355	
	12/02/2015	BE0312715841	12	3 050	1 855	165	2 020	99,837	0,162	1,64		99,810/99,848	99,831	100,00	14	-39,25				
04/03/2014				**6 080**	**2 718**	**0**	**2 718**			**2,24**	→						2 400	2 800		
	19/06/2014	BE0312704738	3	3 115	1 215		1 215	99,965	0,119	2,56		99,950/99,970	99,963	100,00	12	-16,80			3 000	
	14/08/2014	BE0312706758	6	2 965	1 503		1 503	99,941	0,131	1,97		99,920/99,946	99,938	35,94	15	-25,48			1 410	
11/03/2014				**5 175**	**2 540**	**45**	**2 585**			**2,04**	→						2 400	2 800		3 137
	19/06/2014	BE0312704738	3	2 770	1 315	45	1 360	99,957	0,156	2,11		99,802/99,960	99,955	100,00	13	-14,78			4 215	
	12/03/2015	BE0312716856	12	2 405	1 225		1 225	99,811	0,186	1,96		99,700/99,818	99,806	100,00	13	-38,85				
01/04/2014				**5 525**	**2 635**	**0**	**2 635**			**2,10**	→						2 400	2 800		
	17/07/2014	BE0312705743	3	2 670	1 240		1 240	99,952	0,164	2,15		99,930/99,955	99,950	100,00	12	-14,93			2 838	
	18/09/2014	BE0312707764	6	2 855	1 395		1 395	99,920	0,171	2,05		99,900/99,926	99,917	100,00	11	-24,66			1 533	
15/04/2014				**5 090**	**2 104**	**0**	**2 104**			**2,42**	→						1 900	2 300		5 157
	17/07/2014	BE0312705743	3	2 110	504		504	99,962	0,150	4,19		99,940/99,965	99,960	36,36	10	-17,72			4 078	
	16/04/2015	BE0312717862	12	2 980	1 600		1 600	99,822	0,176	1,86		99,804/99,833	99,819	100,00	14	-42,21				
29/04/2014				**4 421**	**1 796**	**0**	**1 796**			**2,46**	→						1 500	2 000		
	14/08/2014	BE0312706758	3	2 016	541		541	99,950	0,172	3,73		99,930/99,955	99,947	100,00	7	-17,48			2 913	
	16/10/2014	BE0312708770	6	2 405	1 255		1 255	99,915	0,183	1,92		99,902/99,921	99,911	100,00	13	-26,08			1 350	
13/05/2014				**5 015**	**1 973**	**216**	**2 189**			**2,54**	→						1 800	2 300		4 300
	14/08/2014	BE0312706758	3	2 430	570	34	604	99,968	0,127	4,26		99,952/99,970	99,965	100,00	4	-20,80			3 454	
	14/05/2015	BE0312718878	12	2 585	1 403	182	1 585	99,827	0,172	1,84		99,800/99,835	99,823	29,17	15	-43,34				
03/06/2014				**4 555**	**1 650**	**0**	**1 650**			**2,76**	→						1 500	2 000		
	18/09/2014	BE0312707764	3	2 180	555		555	99,982	0,060	3,93		99,959/99,985	99,977	100,00	4	-24,67			2 928	
	13/11/2014	BE0312713820	6	2 375	1 095		1 095	99,962	0,085	2,17		99,940/99,965	99,960	100,00	11	-30,62			1 550	
17/06/2014				**5 017**	**1 997**	**0**	**1 997**			**2,51**	→						1 800	2 300		5 575
	18/09/2014	BE0312707764	3	2 397	482		482	100,007	-0,026	4,97		99,995/100,010	100,004	100,00	7	-24,33			3 483	
	18/06/2015	BE0312719884	12	2 620	1 515		1 515	99,977	0,023	1,73		99,955/99,986	99,972	100,00	12	-46,84				
01/07/2014				**4 164**	**1 795**	**16**	**1 811**			**2,32**	→						1 500	2 000		
	16/10/2014	BE0312708770	3	2 115	715	6	721	100,003	-0,009	2,96		99,980/100,006	100,000	17,86	14	-21,51			2 605	
	18/12/2014	BE0312710792	6	2 049	1 080	10	1 090	100,000	-0,001	1,90		99,960/100,006	99,999	100,00	11	-30,30			1 413	
15/07/2014				**4 591**	**1 976**	**0**	**1 976**			**2,32**	→						1 800	2 300		4 582
	16/10/2014	BE0312708770	3	2 111	721		721	100,005	-0,018	2,93		99,985/100,008	100,003	100,00	10	-21,98			3 326	
	16/07/2015	BE0312720890	12	2 480	1 255		1 255	99,976	0,023	1,98		99,950/99,998	99,972	100,00	13	-46,37				

RESULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRESORERIE EN 2014 (en millions d'EUR)

Date d'adjudication	Date d'échéance	ISIN	Mois	Montant offert	Montant accepté (compétitives)	Exerc. (Non-compétitives)	Total accepté	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-Cover		Bid min/max	Taux/prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Spread Euribor	Range Min	Range Max	Encours après adjudication	Montant à échéance
05/08/2014				**3 858**	**1 712**	**0**	**1 712**			**2,25**	→						1 500	2 000		
	13/11/2014	BE0312713820	3	1 840	745		745	100,005	-0,018	2,47		99,990/100,008	100,003	100,00	10	-22,51			2 645	
	15/01/2015	BE0312714836	6	2 018	967		967	100,004	-0,009	2,09		99,990/100,012	100,000	22,50	12	-31,58			1 585	
12/08/2014				**4 065**	**2 035**	**0**	**2 035**			**2,00**	→						1 800	2 200		4 058
	13/11/2014	BE0312713820	3	1 920	805		805	100,008	-0,030	2,39		99,988/100,030	100,005	100,00	12	-23,12			3 390	
	13/08/2015	BE0312721906	12	2 145	1 230		1 230	99,990	0,010	1,74		99,950/99,995	99,987	100,00	12	-46,87				
02/09/2014				**4 845**	**2 388**	**28**	**2 416**			**2,03**	→						2 000	2 500		
	18/12/2014	BE0312710792	3	2 645	1 308	14	1 322	100,006	-0,020	2,02		99,995/100,012	100,001	47,30	12	-17,15			2 503	
	12/02/2015	BE0312715841	6	2 200	1 080	14	1 094	100,005	-0,012	2,04		99,994/100,011	100,002	100,00	10	-26,41			2 020	
16/09/2014				**5 355**	**2 255**	**0**	**2 255**			**2,37**	→						2 000	2 500		3 965
	18/12/2014	BE0312710792	3	2 815	825		825	100,019	-0,074	3,41		99,995/100,039	100,016	100,00	5	-15,51			3 825	
	17/09/2015	BE0312722912	12	2 540	1 430		1 430	100,045	-0,045	1,78		100,020/100,050	100,042	100,00	13	-39,09				
30/09/2014				**4 840**	**1 820**	**0**	**1 820**			**2,66**	→						1 500	2 000		
	15/01/2015	BE0312714836	3	2 045	685		685	100,017	-0,058	2,99		100,000/100,021	100,014	100,00	11	-14,12			2 552	
	12/03/2015	BE0312716856	6	2 795	1 135		1 135	100,020	-0,044	2,46		100,000/100,026	100,018	100,00	11	-22,73			1 225	
14/10/2014				**5 100**	**2 066**	**14**	**2 080**			**2,47**	→						1 900	2 300		4 047
	15/01/2015	BE0312714836	3	2 805	701	14	715	100,019	-0,077	4,00		100,000/100,022	100,019	76,07	4	-15,85			3 237	
	15/10/2015	BE0312723928	12	2 295	1 365		1 365	100,042	-0,042	1,68		100,000/100,048	100,040	100,00	13	-38,19				
04/11/2014				**3 400**	**1 192**	**0**	**1 192**			**2,85**	→						1 000	1 400		
	12/02/2015	BE0312715841	3	1 490	390		390	100,027	-0,099	3,82		100,000/100,030	100,025	100,00	8	-18,27			3 114	
	16/04/2015	BE0312717862	6	1 910	802		802	100,038	-0,085	2,38		100,000/100,045	100,035	26,32	11	-27,09			1 600	
11/11/2014				**3 365**	**1 795**	**0**	**1 795**			**1,87**	→						1 500	2 000		4 195
	12/02/2015	BE0312715841	3	1 525	520		520	100,025	-0,099	2,93		100,000/100,031	100,023	100,00	11	-17,82			3 504	
	12/11/2015	BE0312724934	12	1 840	1 275		1 275	100,023	-0,023	1,44		100,000/100,035	100,016	100,00	13	-35,87				
02/12/2014				**4 127**	**1 667**	**0**	**1 667**			**2,48**	→						1 500	1 900		
	12/03/2015	BE0312716856	3	1 885	610		610	100,025	-0,093	3,09		100,010/100,028	100,023	100,00	9	-17,37			2 360	
	14/05/2015	BE0312718878	6	2 242	1 057		1 057	100,029	-0,066	2,12		100,004/100,068	100,024	100,00	14	-24,37			1 585	
16/12/2014				**4 000**	**2 235**	**137**	**2 372**			**1,79**	→						1 900	2 300		4 650
	12/03/2015	BE0312716856	3	1 610	630	42	672	100,010	-0,045	2,56		99,995/100,013	100,008	100,00	12	-12,70			2 970	
	17/12/2015	BE0312725949	12	2 390	1 605	95	1 700	100,022	-0,021	1,49		99,980/100,031	100,015	27,27	14	-35,03				
TOTAL							**52 395**													

Totaux	3M	6M	12M
Offres compétitives	19 959	14 472	17 343
Offres compétitives et non compétitives	20 114	14 496	17 785

Taux moyen	3M	6M	12M
	0,028	0,048	0,065

2.1.3 Bons d'Etat

Pour la dix-neuvième 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 domiciliés dans l'espace économique européen 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.

La modernisation du Service des Grands–Livres entamée en 2012 s'est terminée durant l'année 2014. Il est dorénavant possible pour un particulier ainsi que pour certaines personnes morales de souscrire aux bons d'Etat en ligne, d'en effectuer le paiement ainsi que de consulter leur portefeuille. L'application offre un service alliant convivialité, qualité et efficacité.

Le Trésor a émis en 2014 deux types de bons d'Etat pour les deux premières période de souscription, à savoir les bons à 5 et 8 ans. Pour la troisième période, le Trésor a émis un seul bon à 8 ans, le bon à 5 ans n'offrant plus un taux suffisamment attractif. Pour la dernière émission, vu le contexte persistant de très faible niveaux des taux d'intérêts et dans le souci d'offrir un taux légèrement supérieur, le Trésor a décidé d'émettre un nouveau type de bon d'une durée plus longue, à savoir un bon d'État à 10 ans au lieu du traditionnel bon d'État à 8 ans.

Par ailleurs, le niveau des taux a eu un impact sur les montants recueillis. Le Trésor n'a en effet pu récolter que respectivement 15,7 millions, 13,7 millions, 9,8 millions et 10,3 millions d'euros au cours de l'année sous revue.

Le montant total des émissions des bons d'Etat pour l'année 2014 s'est ainsi élevé à 49,5 millions d'EUR, en diminution par rapport aux 66,3 millions récoltés durant l'année 2013.

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.

Enfin, en vue 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 2014

Emissions	Bons d'Etat	Coupon	Prix	Total souscrit
04.03.2014	SBE à 5 ans	0,90 %	100 %	3 836 000 EUR
	SBE à 8 ans	1,75 %	100 %	11 850 000 EUR
	Total			15 686 0000 EUR
04.06.2014	SBE à 5 ans	0,60 %	100 %	5 992 000 EUR
	SBE à 8 ans	1,40 %	100 %	7 740 000 EUR
	Total			13 732 000 EUR
04.09.2014	SBE à 8 ans	1,00 %	100 %	9 760 000 EUR
	Total			9 760 000 EUR
04.12.2014	SBE à 10ans	1,10 %	100 %	10 338 000 EUR
	Total			10 338 000 EUR
				49 516 000 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.

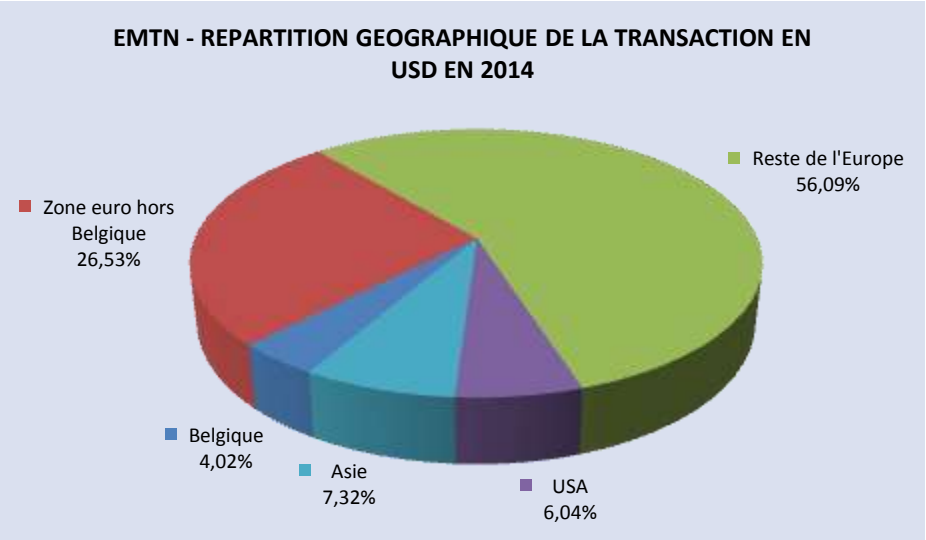
2.2.1 Programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN)

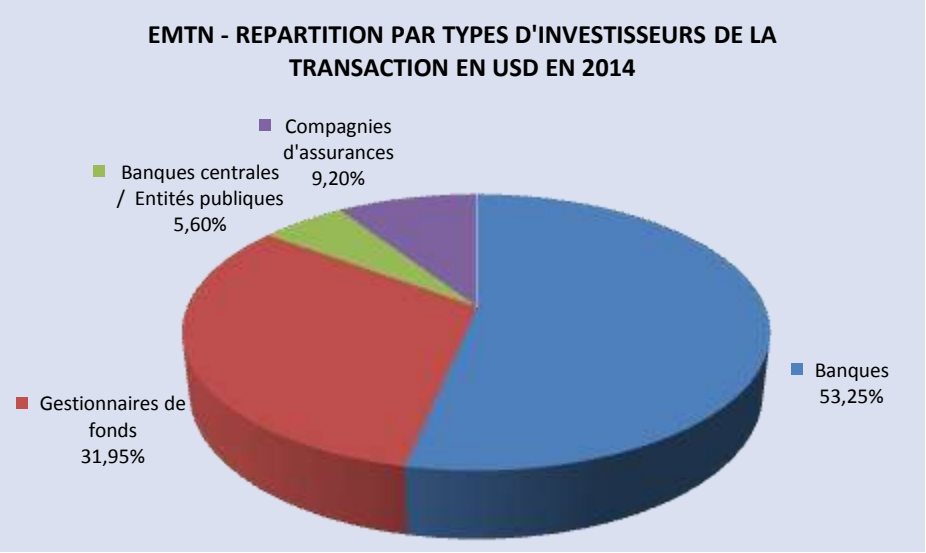
En 2014 également, le Trésor a émis un montant considérable sous le programme EMTN. Tout comme durant l'année précédente, il y a eu une demande des investisseurs pour des maturités plus longues et ce, sous la pression de taux d'intérêt toujours plus bas. La maturité moyenne de ces émissions s'est ainsi élevée à un peu plus de 14 années. Le Trésor a aussi réalisé moins de transactions légèrement structurées (options call) qu'en 2013. Des sept émissions EMTN, il y en a eu trois en EUR, deux en USD et deux également en JPY. Ces transactions en devises ont toujours été swappées complètement en EUR.

Une des transactions en dollars américains a consisté en une émission de 1 milliard de USD dotée d'une maturité de 10 ans. Cette émission EMTN a été souscrite et placée via un syndicat composé de trois des primary dealers du Trésor, à savoir BNP Paribas Fortis, Nomura International et Deutsche Bank. Comme il ressort des graphiques ci-après, ce sont surtout les investisseurs en provenance du Royaume-Uni qui étaient largement représentés et les acheteurs principaux étaient des banques, des gestionnaires de fonds et des compagnies d'assurances.

Par rapport à l'année précédente, l'augmentation du montant moyen des transactions est remarquable, soit 303 millions d'EUR, ce qui représente plus du double de l'année 2013.

EMISSIONS D'EMTN EN 2014				
Valeur	Echéance	Montant	Contrevaleur	Type taux
22/01/2014	24/06/2024	300 000 000 EUR	300 000 000 EUR	Flottant
17/02/2014	28/03/2034	575 000 000 EUR	575 000 000 EUR	Fixe
11/03/2014	11/03/2044	7 000 000 000 JPY	49 750 000 EUR	Fixe
22/04/2014	22/10/2024	300 000 000 EUR	300 000 000 EUR	Flottant
27/06/2014	27/06/2044	7 000 000 000 JPY	50 440 000 EUR	Fixe
18/07/2014	18/07/2044	100 000 000 USD	73 260 000 EUR	Fixe
18/09/2014	18/09/2024	1 000 000 000 USD	773 330 000 EUR	Fixe
			2 121 780 000 EUR	





2.2.2 Contrats de "Schuldscheine"

Le Royaume de Belgique a lancé un programme de « Schuldscheine » en 2011 qui a été poursuivi les années suivantes. Le Trésor a conclu en 2014 deux opérations pour un montant total de 114 millions d'EUR en Schuldscheine à long terme. La transaction de EUR 64 millions était structurée tandis que l'autre était « plain vanilla » et portait une très longue maturité, à savoir 50 ans.

CONCLUSION DE CONTRATS DE SCHULDSCHEINE EN 2014		
Date valeur	Montant	Echéance
04/02/2014	50 000 000 EUR	04/02/2064
21/03/2014	64 000 000 EUR	21/03/2044
	114 000 000 EUR	

2.2.3 Belgian Treasury Bills (BTB)

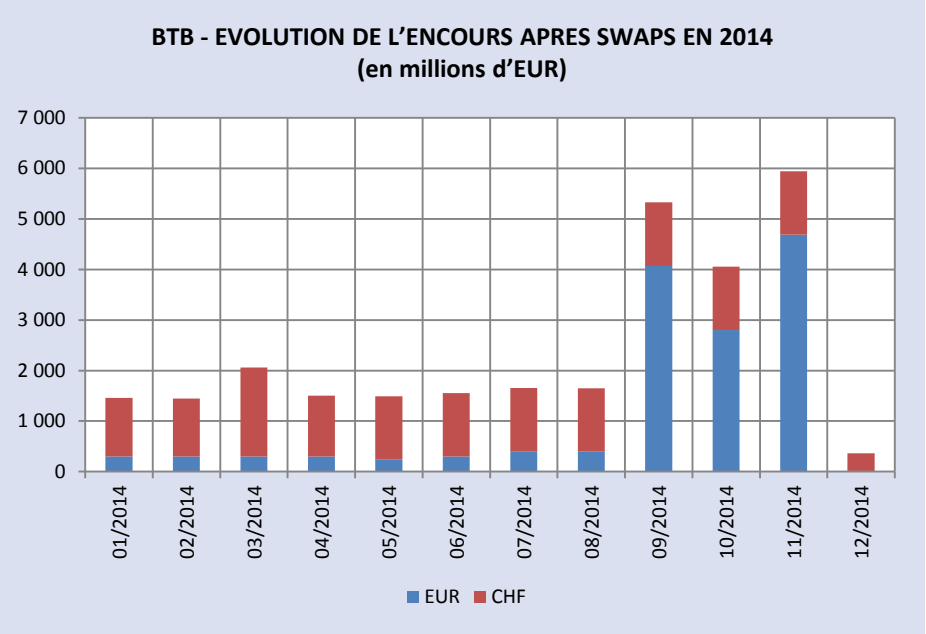
En 2014, le Trésor a émis du papier commercial belge (CP) pour une contrevaleur de EUR 38 milliards. Près de 90% de ces émissions se sont déroulées en USD et leur produit a été swappé en EUR ou en CHF. Le succès du dollar en tant que monnaie d'émission est dû au fait qu'il était encore possible d'émettre à des taux positifs dans cette monnaie et ce, contrairement aux émissions directes en EUR ou en CHF.

En règle générale, les BTB ont été émis avec une maturité inférieure ou égale à un mois. Il en a résulté que les déficits de caisse en euro ont ainsi pu être apurés sans que l'on fasse appel aux certificats de Trésorerie qui sont émis pour des maturités de minimum trois mois. Les BTB fonctionnent seulement comme instrument complémentaire pour combler les déficits de caisse résiduels après l'émission de certificats de Trésorerie.

En ayant recours de manière optimale aux émissions en BTB en devises, le Trésor a réussi à obtenir en moyenne des rendements après swap en euro de 10 points de base inférieurs à ceux des certificats de Trésorerie dotés de la même maturité résiduelle.

Malgré le succès de ce programme, il faut noter une forte concentration des parts de marchés des émissions sur quelques dealers. En 2014, un nouveau « dealer of the day » a été engagé pour vérifier que la concurrence pouvait être ainsi améliorée.

En outre, la base d'investisseurs a été élargie avec quelques nouvelles banques centrales essentiellement en provenance d'Asie et d'Europe (en dehors de la zone euro). Souvent, un investissement en papier commercial constitue la première étape d'une longue série d'investissements auprès de la Trésorerie. Par ailleurs, l'intérêt des « money market funds » a diminué à nouveau étant donné les nouvelles réglementations concernant leurs activités. Ceci explique aussi la moindre part des émissions en GBP car il y avait essentiellement des « money market funds » qui étaient intéressés par cette devise.



2.2.4 Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement n'a pas reçu de nouveaux moyens en 2014.

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 2014. Le Fonds de vieillissement a replacé le capital et les intérêts en deux nouveaux "bons du Trésor – Fonds de vieillissement" ayant leur échéance en 2026 et 2027.

Au 31 décembre 2014, les réserves du Fonds de vieillissement s'élevaient à 20,76 milliards d'euros placés en "bons du Trésor-Fonds de vieillissement" avec des échéances s'étendant de 2015 à 2027.

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

PLACEMENTS "BONS DU TRÉSOR - FONDS DE VIEILLISSEMENT" - SITUATION AU 31.12.2014						
Titres " BT - FV "	Montant placé		Taux	Intérêts proratisés au 31.12.2014	Portefeuille au 31.12.2014	Montant à l'échéance finale
22/01/2004 - 15/04/2015	1 000 000 000,00	(1)	4,45786790	612 198 988,48	1 612 198 988,48	1 632 358 619,37
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000,00	(1)	4,56395979	630 220 724,56	1 630 220 724,56	1 726 649 079,02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000,00	(1)	4,67063142	648 525 315,80	1 648 525 315,80	1 830 675 165,94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000,00	(1)	4,74408188	661 237 593,73	1 661 237 593,73	1 934 933 570,10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000,00	(2)	4,20204082	643 173 931,51	1 893 173 931,51	2 258 592 546,19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000,00	(2)	4,24643832	651 324 472,78	1 901 324 472,78	2 369 231 756,61
20/05/2005 - 15/04/2021	442 653 633,07	(3)	3,76448399	189 070 648,25	631 724 281,32	797 041 035,55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202,07	(4)	4,01888850	206 386 320,06	762 014 522,13	995 830 949,11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398,98	(5)	4,32873520	68 034 387,21	244 697 786,19	319 446 696,28
29/07/2010 - 15/04/2022	955 744 555,41	(6)	3,64927838	164 473 576,58	1 120 218 131,99	1 454 746 084,10
28/10/2010 - 17/04/2023	619 003 211,29	(7)	3,64892851	100 059 270,79	719 062 482,08	968 034 074,05
15/04/2011 - 17/10/2022	630 519 393,87	(8)	4,37000047	108 676 056,71	739 195 450,58	1 031 807 640,16
17/10/2011 - 16/10/2023	700 000 000,00	(9)	4,05453498	95 284 361,26	795 284 361,26	1 128 040 710,06
17/10/2011 - 15/04/2024	197 230 872,37	(9)	4,10859122	27 221 165,26	224 452 037,63	326 308 870,32
16/04/2012 - 15/04/2024	1 200 000 000,00	(10)	3,80132623	127 788 320,66	1 327 788 320,66	1 878 040 084,11
16/04/2012 - 15/04/2025	226 758 894,00	(10)	3,83582372	24 373 851,58	251 132 745,58	369 970 985,12
14/12/2012 - 15/04/2025	425 297 020,86	(11)	2,68431215	23 725 229,87	449 022 250,73	589 768 101,31
25/04/2013 - 15/10/2025	800 000 000,00	(12)	2,37774255	32 364 594,04	832 364 594,04	1 072 698 336,95
25/04/2013 - 15/04/2026	706 014 395,39	(12)	2,44437593	29 369 401,56	735 383 796,95	965 957 434,27
15/04/2014 - 15/10/2026	800 000 000,00	(13)	2,48764838	14 180 807,37	814 180 807,37	1 087 893 592,97
15/04/2014 - 15/04/2027	749 902 169,97	(13)	2,53234246	13 530 749,58	763 432 919,55	1 038 210 244,80
	15 685 415 747,28			**5 071 219 767,64**	**20 756 635 514,92**	**25 776 235 576,39**

(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).
(13) Échéance finale BT-FV 15 avril 2014 (1.549.902.169,97).

3. Les Directives générales et la maîtrise des risques

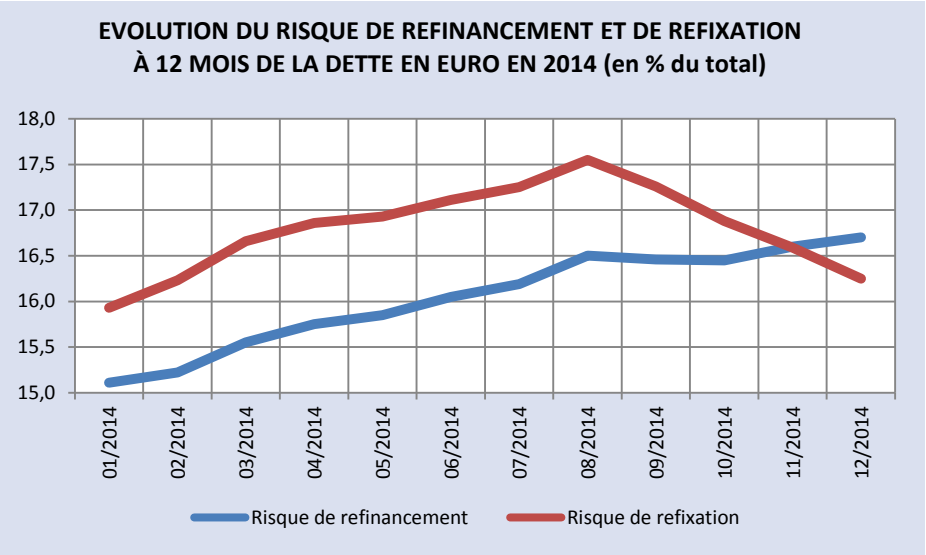
3.1 Le risque de refinancement et le risque de refixation de taux

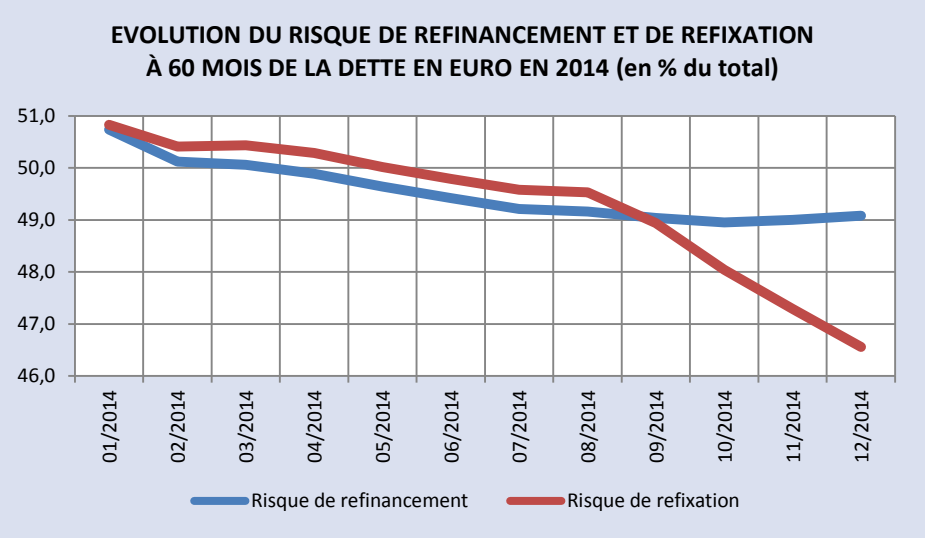
Le risque de refinancement à 12 mois qui mesure le rapport entre les dettes échéant dans l'année et la dette totale a légèrement augmenté dans le courant de l'année 2014 pour passer de 15,28% à 16,70% à la fin décembre 2014. Malgré cette augmentation, cet indicateur de risque est resté amplement en dessous de la limite maximale de 20,00% tout au long de l'année sous revue.

Contrairement au risque de refinancement à 12 mois, celui à 60 mois a diminué durant l'année pour atteindre 49,08% à la fin 2014 contre 51,47% à la fin 2013 ; il est donc resté très largement en dessous du maximum de 55,00%.

Outre le risque de refinancement, le Trésor suit également le risque de refixation de taux qui mesure la sensibilité du portefeuille de dette aux variations de taux d'intérêt. En 2014, le taux de refixation à 12 mois a légèrement augmenté pour passer de 15,83% à 16,25% entre fin 2013 et fin 2014. Ce risque est toutefois resté très largement en dessous de la limite de 22,50%. Par contre, le risque de refixation de taux à 60 mois a diminué et est passé de 51,29% fin 2013 à 46,56% fin 2014. Ce risque est donc également resté bien en dessous du maximum de 60,00%.

La durée moyenne pondérée du portefeuille de dette est restée élevée en 2014[1]. En émettant plus sur le segment du long terme, la durée moyenne pondérée a augmenté pour atteindre 7,61 années à la fin de l'année sous revue.





[1] Sur l'ensemble de l'année, elle est restée au-dessus de 7,50 années.

3.2 Le risque de crédit

Le risque de crédit est déterminé par la perte que le Trésor encourrait si une ou plusieurs contreparties ne respectaient pas ses obligations contractuelles de paiement. Tout comme pour les années précédentes, le Trésor a maintenu en 2014[1] les décisions prises en 2008 et 2011 de limiter en volumes et en durée les limites de crédit de ses contreparties bancaires et des pays de la zone euro. En outre, cette année, le Trésor a à nouveau supprimé six lignes de crédit d'institutions financières étant donné que le rating de ces contreparties ne satisfaisait plus au minimum requis par le Trésor[2]. Deux contreparties dont la ligne de crédit avait été supprimée dans le passé ont reçu une nouvelle ligne de crédit en 2014 parce qu'entretemps elles satisfaisaient à nouveau aux règles pour l'octroi d'une ligne de crédit. En outre, dans le courant de l'année sous revue, le Trésor a délivré pour la première fois à une nouvelle contrepartie une ligne de crédit.

Au début de l'année 2014, le Trésor a eu recours à un nouveau système informatique pour la gestion de la dette[3]. Ce système inclut une application pour le suivi du risque de crédit et pour la gestion des limites de crédit. Dans ce nouveau système informatique, les règles déterminant les limites de crédit sont les mêmes que dans l'ancien système. Les règles déterminant le risque de crédit sont en grande partie également les mêmes que dans l'ancien système. En ce qui concerne les produits dérivés ou les repos, le Trésor calcule, comme auparavant, la valeur de marché nette positive[4] sur la ligne de crédit. Si un CSA a été conclu avec la contrepartie dans le cas des produits dérivés ou si un contrat EMA[5] a été conclu dans le cas de repos, le Trésor tient alors compte de la garantie ("collatéral"), fournie éventuellement par la contrepartie. Pour les placements (dépôts), l'ancien système calculait la valeur nominale du placement sur la ligne de crédit. Le nouveau système tient toutefois également compte de la valeur de marché pour les placements. Les différences entre les deux valeurs sont généralement très limitées.

Dans le cadre de sa gestion des liquidités, le Trésor conclut des transactions sur le marché interbancaire et place les surplus de caisse auprès de contreparties financières. En 2014, 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 ces instruments pour des maturités plus courtes également. 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 avec différentes contreparties. Cette politique consistant à préférer les « reverse repos » ressort clairement des chiffres pour cette année également : la diminution de 19% du montant moyen placé quotidiennement en 2014 a été essentiellement due à la diminution par deux du montant moyen quotidien des placements ordinaires. Le montant moyen quotidien des "reverse repos" est par contre resté quasiment stable et la part des "reverse repos" dans le total des placements a continué à augmenter pour passer de 69% en 2013 à 82% en 2014. De juillet à septembre 2014, la part des « reverse repos » dans le total des placements a même dépassé 90%.

Au 31 décembre 2014, le risque de crédit total en produits dérivés s'élevait à 645 millions d'EUR, soit une augmentation de 18% par rapport à la fin de l'année précédente (547 millions d'EUR). Grâce aux accords de « Credit Support Annex » (CSA) que le Trésor a conclus avec l'ensemble de ses primary dealers et avec quelques autres contreparties[6], le Trésor s'est couvert en grande partie contre ce risque de crédit.

A la fin 2014, il avait, en effet, reçu pour 400 millions d'EUR de garanties (« collatéral »), grâce auxquelles le risque de crédit net en produits dérivés s'élevait à 245 millions d'EUR, soit environ le même montant qu'à la fin de l'année précédente (241 millions d'EUR). Il s'agit en fait seulement d'instantanés à un moment donné. En moyenne, le risque de crédit total en produits dérivés s'est élevé à 727 millions d'EUR en 2014, soit 43% de moins qu'en 2013 (1.272 millions d'EUR). Si l'on tient compte du montant reçu en collatéral, le risque de crédit net en produits dérivés

[1] Les limites de crédit des contreparties bancaires du Trésor sont calculées sur la base du capital réglementé et du rating.

[2] Le Trésor accepte exclusivement des contreparties dotées d'un rating de minimum A pour ses nouvelles transactions.

[3] Pour plus d'informations sur ce noveau système informatique, voir le rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2013, partie III, point 7.

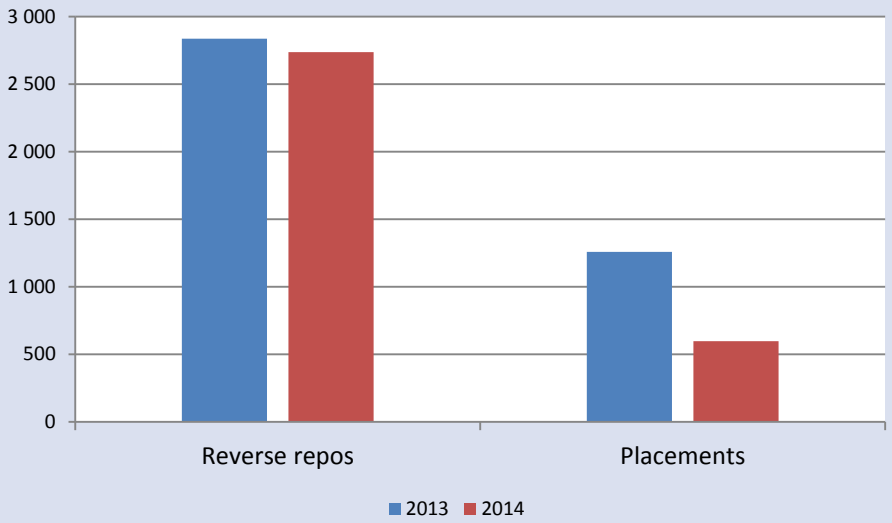
[4] Il s'agit de la valeur de marché positive après consolidation pour les contreparties avec lesquelles le Trésor a conclu un "Credit Support Annex" (CSA) ou un contrat EMA. Pour les contreparties sans contrat CSA ou EMA, le Trésor n'applique pas de consolidation et ne tient donc pas compte de valeurs de marché négatives.

[5] Voir le rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2007, partie III, point 3 pour de plus amples informations sur la convention cadre EMA.

[6] En 2014, un contrat CSA a été conclu avec une contrepartie supplémentaire

s'est élevé en moyenne en 2014 à 250 millions d'EUR, ce qui représente une diminution de 36% par rapport au montant moyen de 2013 (387 millions d'EUR).

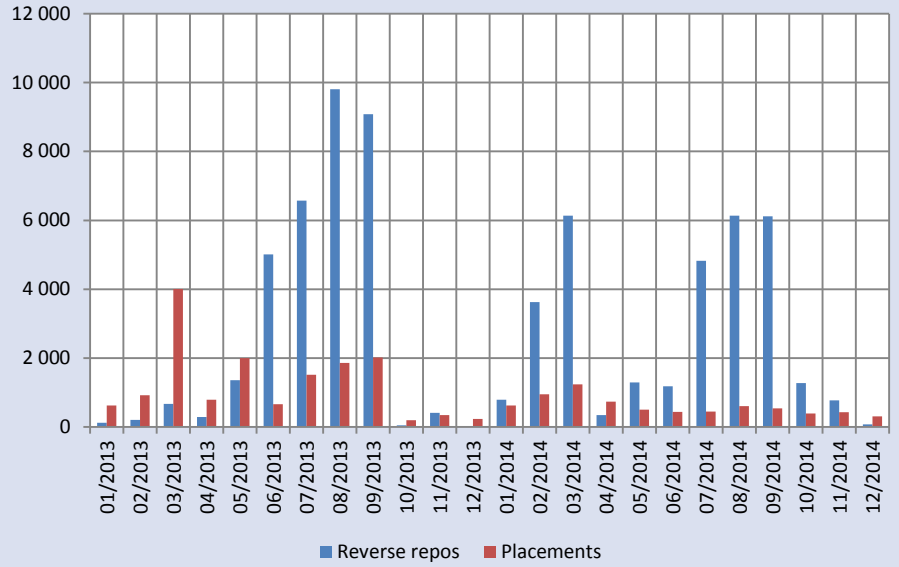
PART DES PLACEMENTS ET REVERSE REPOS. MONTANTS MOYENS JOURNALIERS PLACÉS (en millions d'EUR)



Cette augmentation du risque de crédit total en produits dérivés entre la fin 2013 et la fin 2014 résultait de la hausse du risque de crédit (avant collatéral) des swaps de devises à concurrence de 102 millions d'EUR et des swaps de taux pour 52 millions d'EUR. Le risque de crédit des autres produits dérivés[1] a par contre diminué de 56 millions d'EUR du fait que depuis 2014, la valeur de marché des swaptions fait également partie de cette rubrique. Les éléments les plus importants pour expliquer l'augmentation du risque de crédit des swaps consistent en la diminution du cours de l'euro par rapport au dollar américain et à la livre sterling ainsi qu'en la baisse des courbes de taux. L'augmentation du risque de crédit sur les swaps a toutefois été tempérée par l'effet des coupons échéant en 2014 et par l'arrivée à échéance finale d'un swap de devises. En outre, les nouveaux « forward starting swaps » qui ont été conclus en 2014 et qui avaient une valeur de marché négative à la fin 2014 ont limité l'augmentation du risque de crédit sur les swaps de taux.

Lorsque le rating d'une contrepartie de swap passe en dessous du seuil limite de A qui s'applique pour la conclusion de nouvelles transactions, le Trésor a le droit d'annuler les produits dérivés existant avec cette contrepartie et ce, sur la base d'une clause inscrite dans le contrat ISDA[2]. Cette clause du contrat ISDA appelée "Additional Termination Event" (ATE) est un droit dont le Trésor peut jouir au contraire de ses contreparties. L'on notera que l'exercice de cet ATE ne constitue pas non plus une obligation.

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



[1] FX swaps et swaptions

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

Tout comme pour les années précédentes, le rating d'une contrepartie ayant des positions existantes en produits dérivés a également diminué en 2014 sous le seuil minimum de A. Etant donné le volume et la complexité du portefeuille, le Trésor a décidé de ne pas exercer la clause ATE et donc de ne pas annuler les produits dérivés en cours avec cette contrepartie. En échange, le Trésor a reçu une garantie financière supplémentaire (« independant amount ») en plus du montant en collatéral déjà reçu. La transaction en cours avec le risque le plus élevé qui a été conclue avec cette contrepartie arrive à échéance finale en 2017. Tant que le rating de la contrepartie en question reste en dessous de A, il est en outre exclu qu'elle conclue de nouvelles transactions avec le Trésor. Ensuite, il a été convenu de poursuivre avec cette contrepartie le démantèlement du portefeuille déjà entamé les années précédentes si les conditions de marché sont avantageuses.

Plus de la moitié du risque de crédit total en produits dérivés était constitué à fin 2014 de transactions dotées d'une durée résiduelle d'au moins cinq ans. La part de ces transactions dans le risque de crédit total en produits dérivés a augmenté pour passer de 41,6% à la fin 2013 à 52,4% à la fin 2014. Durant cette même période, la part des transactions échéant dans l'année a augmenté pour passer de 6,0% à 19,2%.

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[1] (à l'époque convertie pour une contrevaleur de 7,3 millions de GBP) sur Lehman Brothers International (Europe). En 2012 et 2013, le Trésor avait déjà pu récupérer de cette créance un montant total de 6,7 millions de GBP, soit 8,1 millions d'EUR. En 2014, il a reçu le solde restant dû (0,6 millions de GBP, soit une contre-valeur de 0,7 millions d'EUR. Le montant total a donc pu être finalement récupéré par le Trésor.

[1] Cette créance résulte de la clôture anticipée d'un swap de taux que le Trésor avait conclu à l'époque avec Lehman Brothers International (Europe), une filiale de Lehman Brothers Holdings Inc.

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATING AU 31.12.2014							
Rating[1]	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	33	71,7 %	281 160 668,66 EUR	43,6 %	180 846 121,82 EUR	100 314 546,84 EUR	40,9 %
<A	13	28,3 %	363 675 259,00 EUR	56,4 %	218 753 271,21 EUR	144 921 987,79 EUR	59,1 %
Total	46	100,0 %	644 835 927,66 EUR	100,0 %	399 599 393,03 EUR	245 236 534,63 EUR	100,0 %

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATING ET PAR PRODUIT AU 31.12.2014						
Rating[1]	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	156 242 033,54 EUR	39,5 %	135 513 308,52 EUR	44,6 %	- 10 594 673,40 EUR	19,3 %
<A	239 452 252,70 EUR	60,5 %	168 583 072,52 EUR	55,4 %	- 44 360 066,22 EUR	80,7 %
Total	395 694 286,24 EUR	100,0 %	304 096 381,04 EUR	100,0 %	- 54 954 739,62 EUR	100,0 %

REPARTITION DU RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR MATURITE RESIDUELLE AU 31.12.2014				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres
< 1an	19,2 %	-2,2 %	55,1 %	63,6 %
1 à 5 ans	28,3 %	51,2 %	0,0 %	36,4 %
6 à 10 ans	36,3 %	23,3 %	46,5 %	0,0 %
>= 10 ans	16,2 %	27,6 %	-1,7 %	0,0 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

[1] Cotation de la contrepartie ou de la maison mère

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Quantitative easing et achat d'obligations publiques par la Banque Centrale Européenne

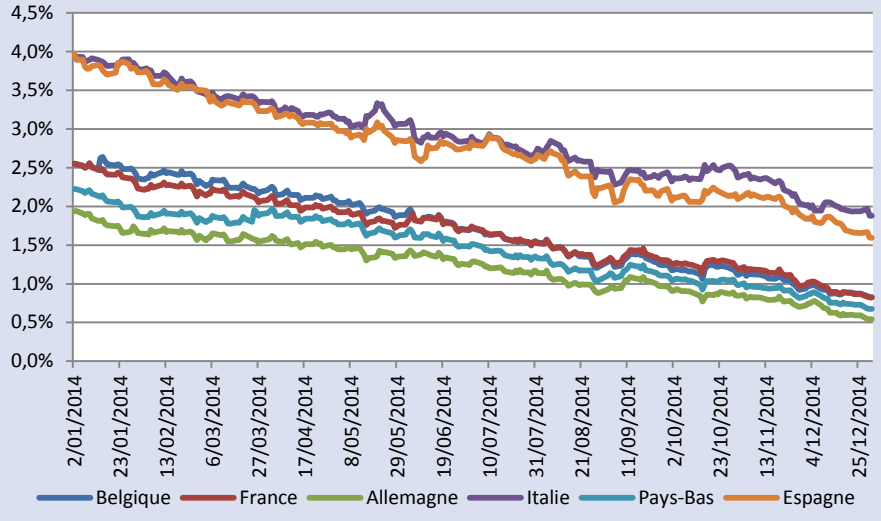
En 2014, les taux d'intérêt ont diminué sur presque toutes les obligations d'Etat de la zone euro. Dans la plupart de ces pays, les niveaux des taux d'intérêt ont ainsi atteint des niveaux historiquement bas. Cette diminution des taux, qui résultait tout d'abord de la reprise économique hésitante dans la zone euro ainsi que du report de la première augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis, a été progressivement renforcée par des niveaux de taux d'inflation toujours plus bas et par les attentes y afférentes des investisseurs concernant les intentions de la Banque Centrale Européenne (BCE) de poursuivre sa politique monétaire accommodante et même de la renforcer. Les taux de refinancement et de la facilité de dépôt de la BCE, qui affichaient déjà au début de l'année 2014 des niveaux très bas avec respectivement 0,25% et 0,00%, ont été en effet abaissés le 4 septembre 2014, après une étape intermédiaire, à leurs niveaux actuels de 0,05% et -0,20%. La BCE ne s'en est toutefois pas arrêté là puisqu'elle a pris d'autres mesures comme les « Targeted Long Term Refinancing Operations » grâce auxquelles les banques pouvaient obtenir un financement avantageux de la part de la BCE en rapport aux emprunts qu'elles accordaient aux entreprises non financières. En outre, la BCE a entamé à partir de la mi-2014 la préparation des achats d'actifs financiers. Ceux-ci ressortissent de ce que l'on appelle les mesures non conventionnelles et sont connues sous l'appellation « quantitative easing ».

Le 4 septembre 2014, la BCE a ainsi décidé de passer effectivement à l'achat d'actifs financiers. Deux catégories d'actifs étaient ainsi visées, à savoir les « Asset Backed Securities (ABS) et les « Covered Bonds ». Mais la question qui préoccupait les marchés financiers était de savoir si la BCE poursuivrait ensuite cette politique et si elle achèterait également des obligations d'Etat. Le marché européen des « Asset Backed Securities » et des « Covered Bonds » est en effet limité en termes de volumes et de liquidité. Il ressortait ainsi clairement qu'un programme d'achat d'obligations d'Etat pourrait exercer un impact plus important étant donné les volumes beaucoup plus conséquents sur ce marché et aussi que ceci pousserait directement à la hausse les prix des obligations d'Etat, ce qui ferait baisser les taux sur ces mêmes obligations.

Dans le courant des derniers mois de l'année sous revue, les taux d'inflation se sont affichés toujours plus à la baisse et les taux d'inflation attendus pour le futur ont continué à diminuer également. Il en a résulté que le marché s'est de plus en plus attendu à un important programme de « quantitative easing » et que les taux d'intérêt ont continué à baisser.

Finalement, le 22 janvier 2015, la BCE a annoncé son « Expanded Asset Purchase Programme » (EAPP) grâce auquel elle peut à présent acheter entre autres des obligations d'Etat provenant de pays de la zone euro pour autant au moins qu'elles soient « investment grade », ce qui correspond à un rating de minimum BBB.

TAUX DES OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS DANS LA ZONE EURO (2014)



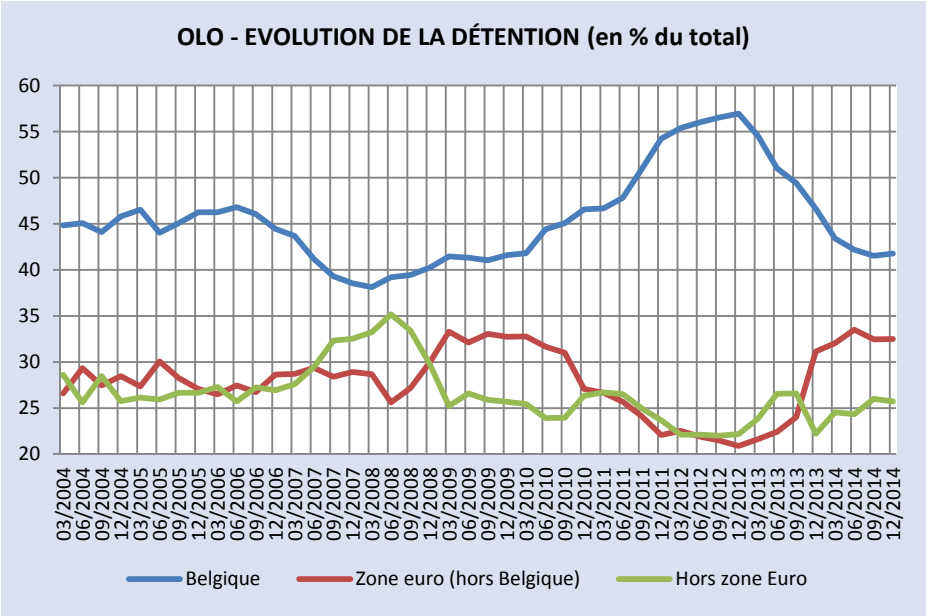
Le graphique ci-dessus illustre la diminution structurelle des taux sur les obligations d'Etat à 10 ans de la Belgique et d'une série d'autres pays de la zone euro. Dans le courant de l'année, les taux ont en effet diminué de 1,5% voire davantage. L'on notera en outre que les taux des pays tels que l'Italie et l'Espagne ont plus fortement

diminué que ceux de la plupart des pays financièrement les plus sûrs de la zone euro. La politique monétaire souple imposée par la BCE n'a donc pas seulement généré une baisse des taux mais également résulté en une diminution des différentiels d'intérêt entre les pays de la zone euro.

2. La distribution de la dette fédérale belge

2.1 Les Obligations linéaires (OLO)

2.1.1 La détention des OLO



La détention des OLO par des investisseurs étrangers a augmenté pour la deuxième année consécutive. A fin décembre 2014, 58,2% des OLO étaient aux mains d'investisseurs étrangers. Parmi ceux-ci, les investisseurs de la zone euro détiennent la majeure partie. Leur détention a augmenté de 31,1% à 32,5%.

2.1.2 Le marché primaire des OLO[1]

Pour la troisième année consécutive, la demande des investisseurs étrangers a augmenté. Elle représente 95,76% du montant total placé en 2014 alors qu'elle représentait 88,20% en 2013 et 83,83% en 2012.

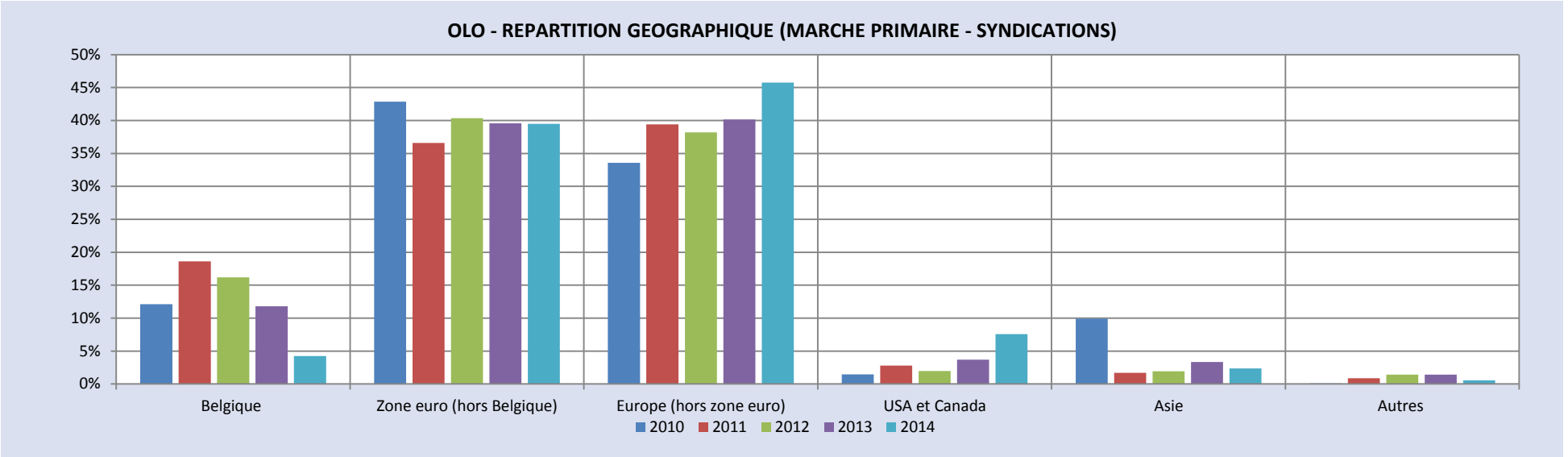
Cette augmentation provient exclusivement des investisseurs hors de la zone euro. En effet, la demande en provenance des pays européens qui ne font pas partie de la zone euro a augmenté (45,75% du montant placé), tandis que celle de l'entité Amérique/Canada a plus que doublé (7,57% du montant placé).

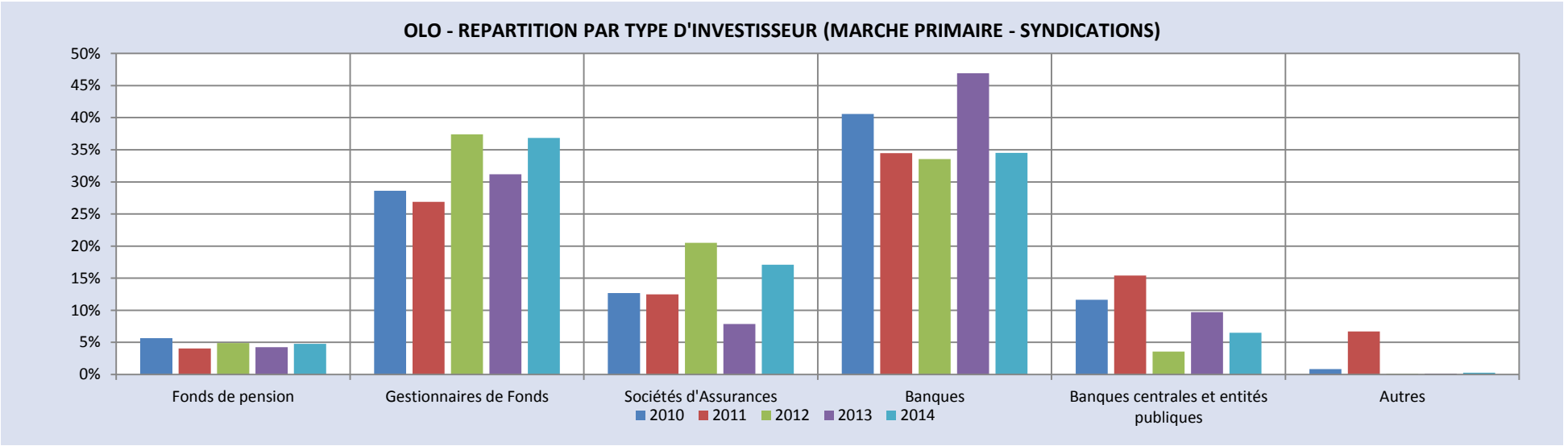
Inversement, la demande des investisseurs belges a de nouveau diminué et représente à présent 4,24% du montant total placé. Enfin, celle des investisseurs en provenance de la zone euro (hors Belgique) est restée relativement stable pour la troisième année consécutive, à 39,49%.

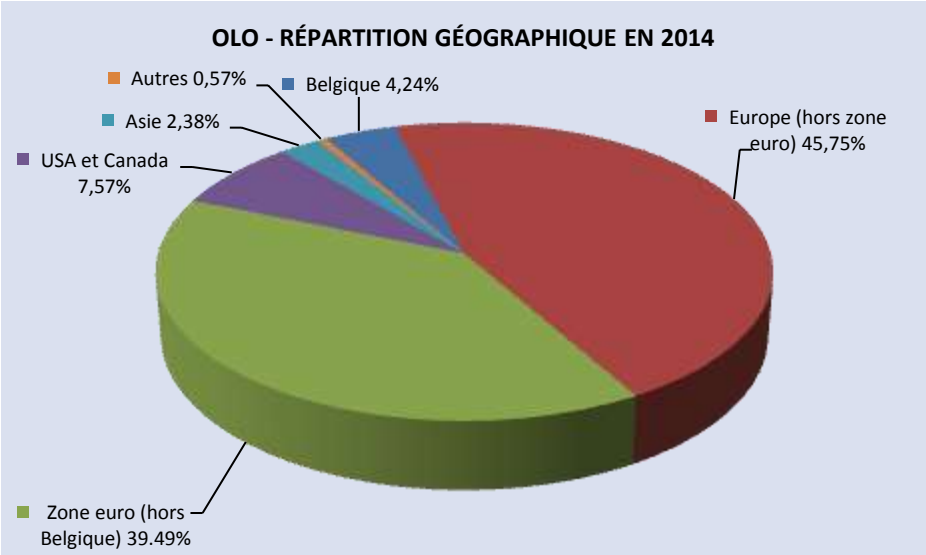
En ce qui concerne le type d'investisseurs, l'on constate une augmentation de la demande de la part des gestionnaires de fonds et des sociétés d'assurance. Elles ont pris respectivement 36,86% et 17,11% du montant placé.

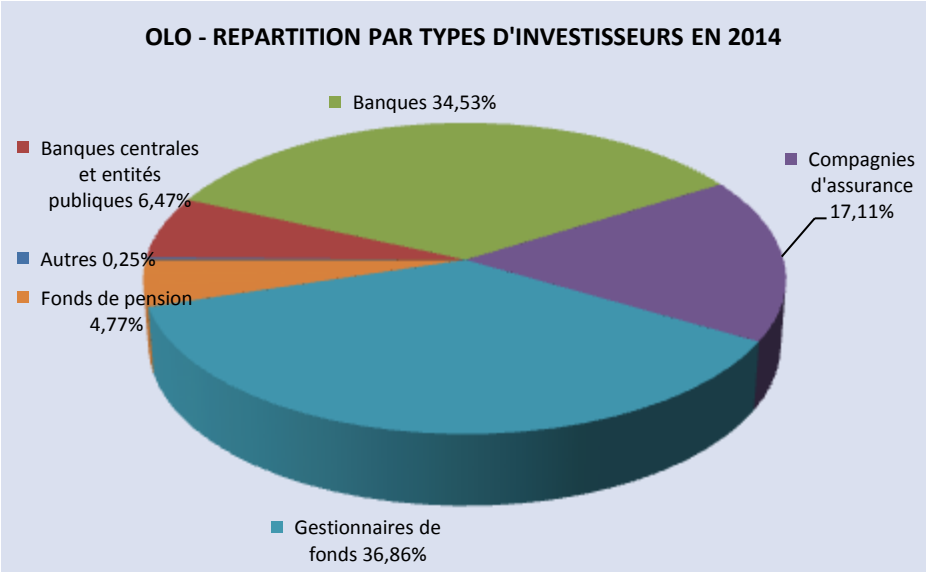
Par contre, la diminution de la demande en provenance des banques a été assez remarquable puisqu'elle est passée de 46,91% en 2013 à 34,53% en 2014. La demande en provenance des banques centrales et entités publiques a également diminué (de 9,72% en 2013 à 6,47% en 2014). Cela peut être attribuable aux achats sur le marché secondaire et au fait que le Trésor a surtout émis à long terme et n'a pas émis de nouveau benchmark à 5 ans.

[1] 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 - SYNDICATIONS)
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
2010
2011
2012
2013
2014


OLO - REPARTITION PAR TYPE D'INVESTISSEUR (MARCHE PRIMAIRE - SYNDICATIONS)
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
2010
2011
2012
2013
2014

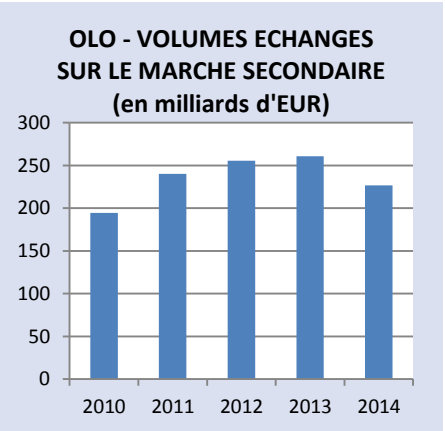


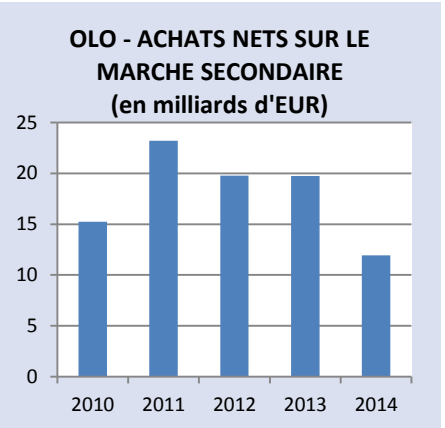


2.1.3 Le marché secondaire des OLO

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.

Le Trésor ayant émis moins d'OLO, les volumes négociés ont diminué (-13%) sur le marché secondaire des OLO en 2014, inversant la tendance observée ces dernières années. Les achats nets d'OLO par les investisseurs sont également en diminution (-39%), après la stabilisation observée en 2013.

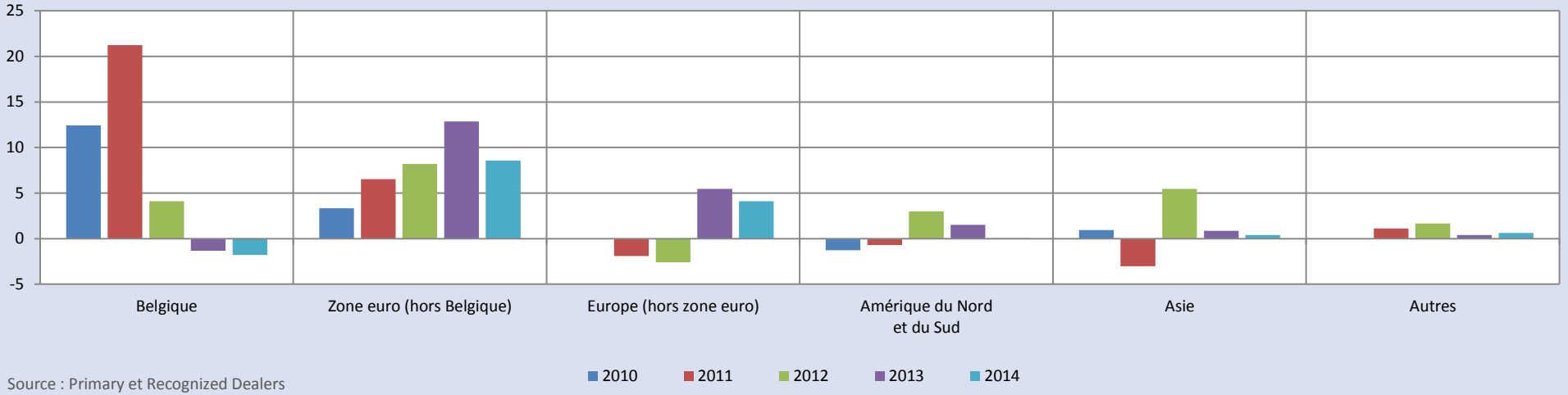




Cette diminution cache toutefois des évolutions différentes, principalement du point de vue de la répartition par types d'investisseurs.

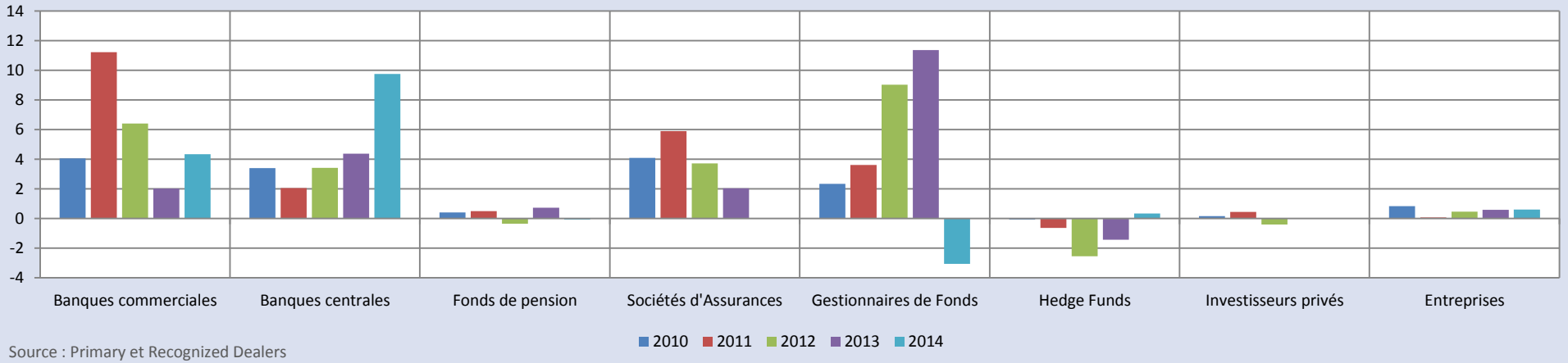
Les banques centrales (+123%) et les banques commerciales (+115%), en très forte hausse, sont devenues les principaux acheteurs nets. Les banques centrales représentent 81,7% de tous les achats nets d'OLO en 2014, alors qu'elles ne représentaient que 22,2% en 2013. Les « hedge funds » (fonds spéculatifs) ont également acheté significativement plus d'OLO qu'en 2013, redevenant acheteurs nets en 2014.

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)



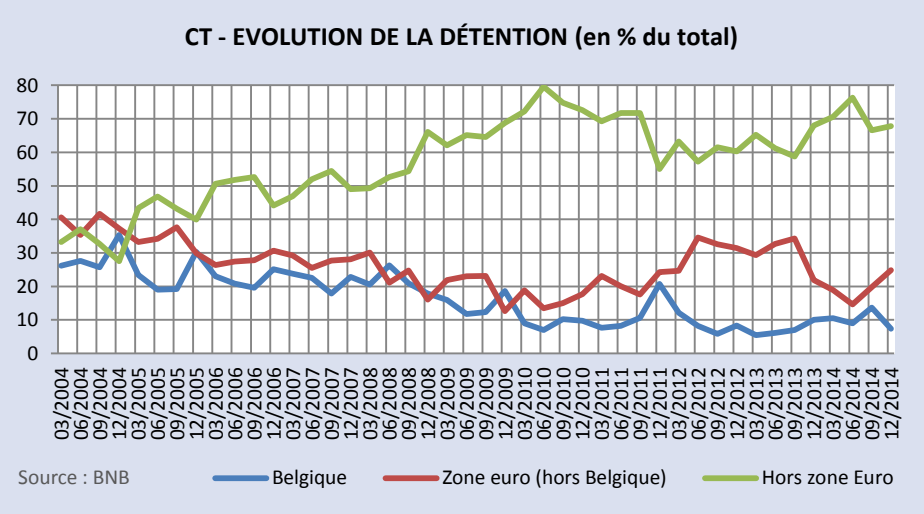
Source : Primary et Recognized Dealers

Inversement, les achats nets des gestionnaires de fonds ont accusé une forte diminution. Principaux acheteurs nets en 2013, ceux-ci sont devenus les principaux vendeurs nets en 2014.

D'un point de vue géographique, les achats nets des investisseurs belges, européens (dans et hors de la zone euro), américains et asiatiques ont tous diminué en 2014. Comme en 2013, les investisseurs belges sont ainsi restés des vendeurs nets tandis que les autres investisseurs sont toutefois restés des acheteurs nets.

2.2 Les Certificats de Trésorerie

2.2.1 La détention des Certificats de Trésorerie



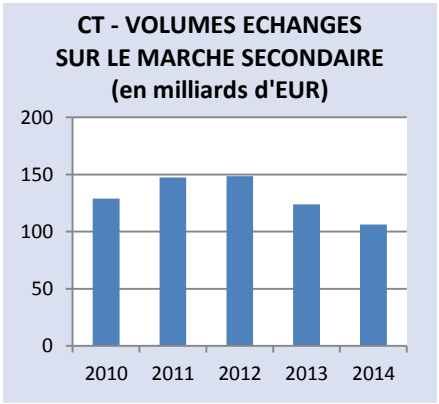
La tendance à une plus grande internationalisation a repris en 2014. C'est ainsi qu'à fin décembre, 92,6% des certificats de Trésorerie étaient détenus par des investisseurs étrangers.

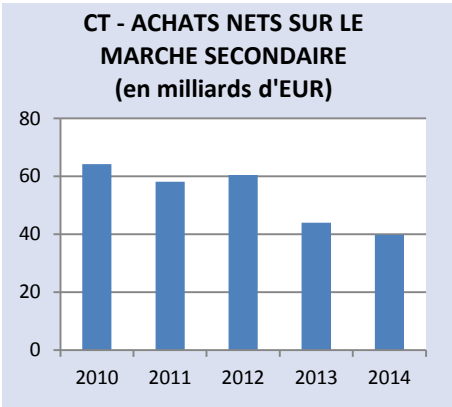
2.2.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie

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.

2.2.3 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie

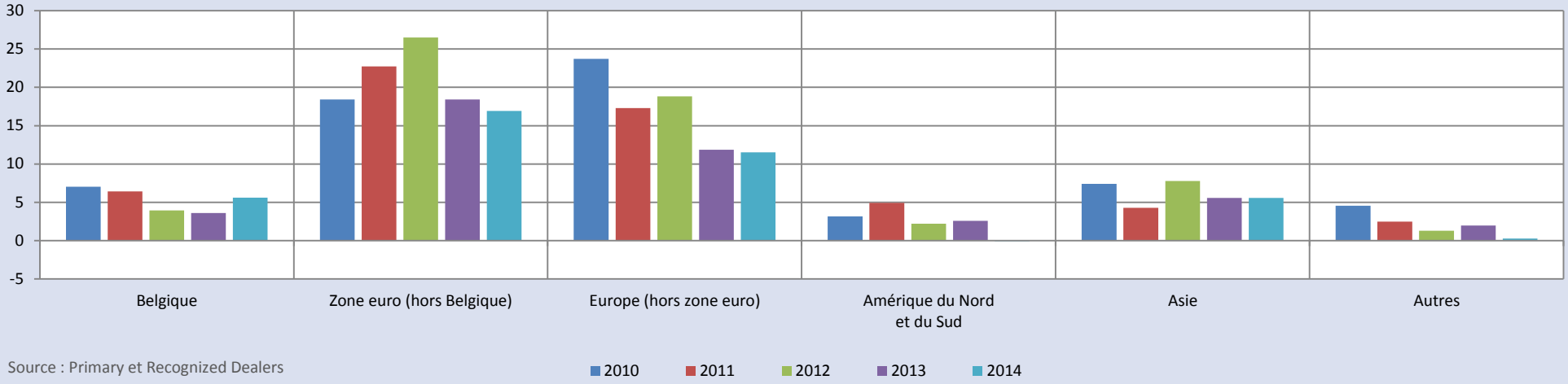
Comme pour le marché secondaire des OLO, les conclusions qui suivent sont uniquement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines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





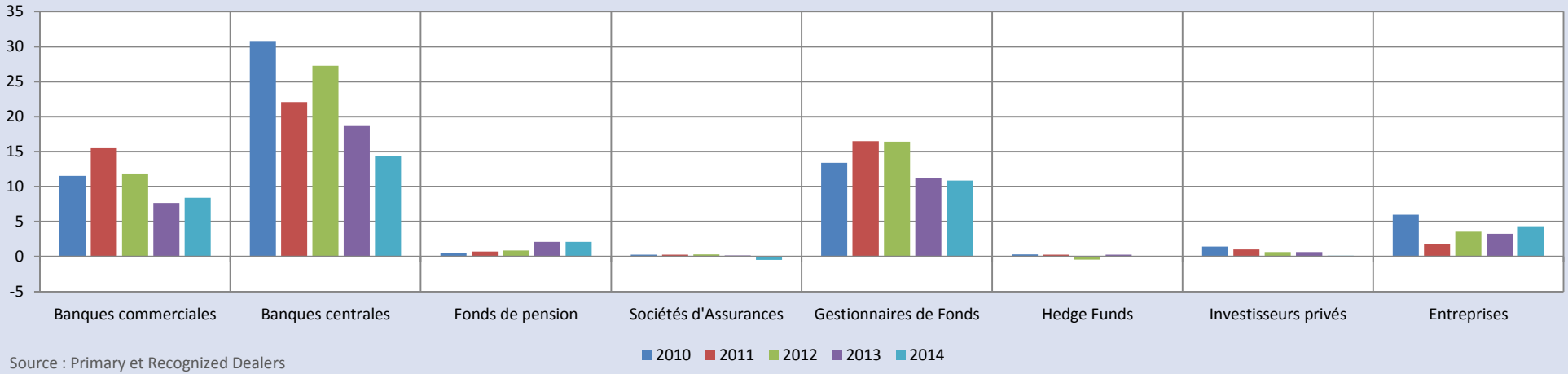
Pour la deuxième année consécutive, les volumes négociés en certificats de Trésorerie sur le marché secondaire ont diminué (-14%), de même que les achats nets (-10%).

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 les années précédentes, les investisseurs en provenance des autres pays de la zone euro et d'Europe non euro sont à l'origine de la plupart des achats nets de certificats de Trésorerie. Toutefois, ces montants sont en légère diminution par rapport à 2013. Les achats nets de certificats ont également diminué en provenance du continent américain, les investisseurs américains devenant même très légèrement vendeurs nets en 2014.

Les achats nets des investisseurs belges sont quant à eux en augmentation, rattrapant le niveau des investisseurs asiatiques.

Les banques centrales (en baisse), les banques commerciales (en hausse) et les gestionnaires de fonds sont restés les principaux acheteurs nets de certificats de Trésorerie. Les banques centrales représentent 36,1% de tous les achats nets en 2014 (42,4% en 2013).

Enfin, comme à l'accoutumée, les "hedge funds" et les épargnants privés n'ont pas montré d'intérêt pour les certificats de Trésorerie. De même que les compagnies d'assurances, qui sont même devenues des vendeurs nets en 2014.

3. Nouvelle diminution des 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 31.12.2013 et 31.12.2014.

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION PAR INSTITUTION		
	Encours au 31.12.2014	Encours au 31.12.2013
Dexia-garantie 2008	0 EUR	5 883 439 404 EUR
Dexia-garantie 2011/2013	37 564 805 068 EUR	33 901 577 180 EUR
Fortis RPN (CASHES)	0 EUR	870 910 000 EUR
KBC	0 EUR	4 699 845 000 EUR
	37 564 805 068 EUR	45 355 771 584 EUR

En 2014, l'Etat belge a reçu au total 376,146 millions d'EUR (Budget des Voies et Moyens – art. 16.11.04) comme rémunération des garanties accordées citées ci-dessus (contre 580,770 millions d'EUR en 2013).

3.1 Dexia-garantie 2008

Il n'y a plus d'engagements garantis sous cette garantie, le dernier remboursement s'étant effectué le 28 mai 2014.

En 2014, l'Etat belge a encore reçu 14,036 millions d'EUR en primes, contre 61,846 millions d'EUR en 2013.

3.2 Dexia-garantie 2011/2013

Il s'agit d'une garantie additionnelle pour Dexia S.A.. 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. DCL 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 3,00% (pour les financements émis après la date d'entrée en vigueur de celle-ci). 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 2014, l'encours de cette garantie s'élevait à 37,565 milliards d'EUR.

La prime mensuelle pour la garantie 2011/2013 s'élève à 5 points de base du montant garanti en circulation.

En 2014, l'Etat belge a reçu un montant de 19,670 millions d'EUR en primes pour la garantie 2011/2013 de Dexia.

3.3 RPI (Fortis OUT)

Comme il a déjà été mentionné dans le rapport précédent, cette garantie est terminée mais Royal Park Investments (« RPI ») continue à exister après la vente de la quasi-totalité de son portefeuille. Pour mener ses dernières activités, un capital de 50 millions d'EUR a été maintenu, réparti sur les trois actionnaires originaux : l'Etat (43,53%, soit 21.764.706 d'EUR), Ageas (44,71%) et BNP Paribas Fortis (11,76%).

Le 30 avril 2014 l'Etat a reçu 8.705.822 d'EUR en dividendes.

3.4 Fortis RPN (CASHES)

Le 31 mars 2014, l'Etat, Ageas et BNP Paribas Fortis ont conclu une convention mettant fin à la garantie que l'Etat avait accordée à Ageas pour la « Relative Performance Note » (RPN).

Le 31 janvier 2014 l'Etat a reçu un montant de 1.024.204 d'EUR en rémunération de la garantie pour la période du 1er juillet 2013 au 31 décembre 2013. Le 8 avril 2014, AGEAS a versé un montant de 675.586,21 d'EUR pour la période du 1er janvier 2014 au 31 mars 2014.

3.5 KBC

Conformément au « Portfolio Protection Agreement » (« PPA ») du 28 décembre 2009, conclu entre l'Etat belge et KBC-Groupe SA, KBC Bank SA et KBC Assurances SA, la garantie de l'Etat a été accordée à un portefeuille de «Collateralized Debt Obligations» (« CDO »).

Le 19 décembre 2012, les mêmes parties ont signé un « PPA Release Agreement ». KBC et le gouvernement ont convenu de démanteler de manière accélérée ce portefeuille de CDO. Ce "de-risking" réalisé par KBC a permis de libérer anticipativement la garantie, en échange de quoi l'Etat a accepté une remise partielle des primes de garanties dues par KBC au titre de ce portefeuille ce qui représente un montant de 133.083.084,08 euros .

Le démantèlement des deux derniers CDO en septembre 2014 termine la garantie.

En 2014, KBC a versé 340.739.840 d'EUR à l'Etat au titre de rémunération de la garantie.

La remise partielle des primes de garantie s'applique sur la dernière échéance du 30 juin 2015. Une recette de primes de 37.286.835,92 d'EUR (paiement semestriel de 170.369.920,00 d'EUR - 133.083.084,08 d'EUR) est donc attendue pour 2015.

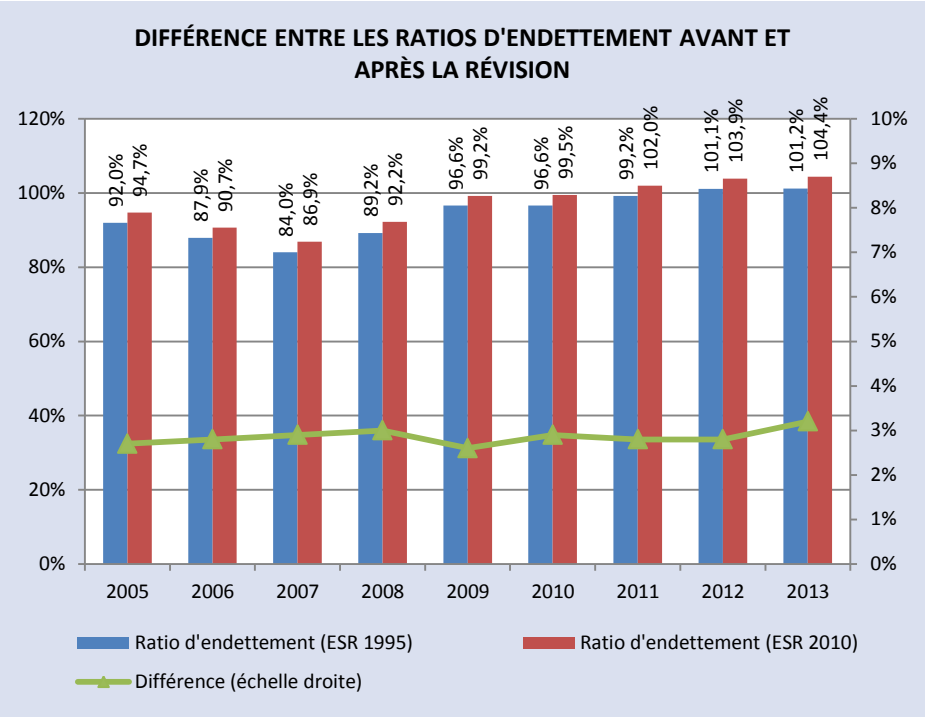
4. Révision du ratio d'endettement résultant de l'introduction du SEC 2010

La dette de l'Etat fédéral traitée dans ce rapport annuel constitue en fait une part importante de la dette des pouvoirs publics définie au sens large où la dette brute consolidée concerne l'ensemble des entités institutionnelles qui dépendent du secteur public. Le concept de « ratio d'endettement » est ainsi le rapport entre la dette des pouvoirs publics et le PIB à prix courants exprimé en pourcentage.

A la fin du mois de septembre 2014, est apparue une nouvelle version du Système Européen des Comptes. Il s'agit du SEC 2010 qui remplace l'ancien SEC 1995. Ce nouveau système a, entre autres, entraîné des modifications à la fois pour le calcul de la dette publique et celui du PIB. Les deux composantes du ratio d'endettement ont été revues à la hausse mais la dette publique a augmenté relativement plus que le PIB de sorte que le ratio d'endettement a atteint 104,4% à la fin de l'année 2013. Ceci représente une augmentation de 3,2 points de % par rapport au chiffre précédemment utilisé pour 2013 (101,2%).

Etant donné qu'il est important de pouvoir étudier l'évolution de ces différents paramètres économiques dans le temps, la dette publique et le PIB ainsi que toute une série d'autres statistiques ont été recalculées pour un passé plus lointain en tenant compte des règles du SEC 2010. Le graphique ci-dessous illustre la différence entre les ratios d'endettement avant et après la révision et ce, pour les années 2005-2013 (les données ont été recalculées à partir de 1995).

Les modifications du ratio d'endettement pour les années précédentes ont ainsi également tourné autour de 3 points de %.



L'introduction du SEC 2010 n'a toutefois rien changé à la dette de l'Etat fédéral telle que mentionnée dans ce rapport. Cette dette, qui est gérée par l'Administration Générale de la Trésorerie et plus particulièrement par l'Agence de la Dette, se compose d'engagements financiers contractés par l'Etat fédéral ou, dans certains cas, repris d'autres entités. Ces engagements financiers n'ont pas été modifiés et sont restés valorisés aux mêmes règles prévalant auparavant. L'augmentation de la dette publique a eu d'autres causes comme, d'une part, une reclassification d'entités institutionnelles dans le secteur public de sorte que les dettes de ces entités ont été prises en compte dans la dette publique et d'autre part, un autre traitement des opérations telles que les « public private partnerships » (PPP) et les aides conditionnelles à l'investissement. En outre, la majeure partie des modifications ont concerné les communautés et régions (par exemple, les sociétés régionales de logement).

Le fait que les modifications concernant la dette publique se soient déroulées en dehors de la dette de l'Etat fédéral ne signifie toutefois pas qu'elles ne puissent pas influencer les conditions de financement de la dette de l'Etat fédérale. Ces dernières dépendent en effet de la perception que les investisseurs ont du risque de crédit de la Belgique. A cette fin, ceux-ci prennent entre autres en considération le ratio d'endettement. Ceci étant dit, le Trésor n'a pas constaté d'augmentation des taux d'intérêt lors de la publication de ces nouveaux chiffres plus élevés pour le ratio d'endettement.

5. Mesures de consolidation des actifs financiers des administrations publiques

Le gouvernement fédéral a pris une série de mesures afin de diminuer le taux d'endettement (ratio dette/PIB).

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 une série de mesures visant à consolider les actifs financiers des administrations publiques et ce, avec entrée en vigueur le 31 décembre 2013.

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 tous les emprunts qu'elles ont contractés.

Le tableau ci-après illustre les résultats des efforts accomplis en matière de consolidation.

CONSOLIDATION DE LA DETTE PUBLIQUE : COMPARAISON 2013-2014 (en EUR)			
	Situation au 31.12.2013	**Situation au 31.12.2014**	**Différence**
I. DISPONIBILITES A VUE			
Bpost	1 351 527 563	2 317 223 519	965 695 956
Autres modalités accordées mais non consolidées	114 880 868	223 723 059	108 842 191
En attente d'autres modalités	95 966 341	95 642 724	-323 617
SOUS-TOTAL I.	**1 562 374 772**	**2 636 589 302**	1 074 214 530
CONSOLIDATION	*1 351 527 563*	*2 317 223 519*	*965 695 956*
NON CONSOLIDATION	*210 847 209*	*319 365 783*	*108 518 574*
II. PLACEMENTS A COURT TERME			
Trésorerie	3 813 832 602	5 189 526 316	1 375 693 714
Instruments émis par l'Etat	366 201 651	81 073 059	-285 128 592
Instruments émis par les Communautés et Régions	796 735 358	25 000 000	-771 735 358
Autres modalités accordées mais non consolidées	91 843 413	151 313 440	59 470 027
En attente d'autres modalités	132 090 020	275 313 143	143 223 123
SOUS-TOTAL II.	**5 200 703 044**	**5 722 225 958**	**521 522 914**
CONSOLIDATION	*4 180 034 253*	*5 270 599 375*	*1 090 565 122*
NON CONSOLIDATION	*1 020 668 791*	*451 626 583*	*-569 042 208*
III. PLACEMENTS A LONG TERME			
Instruments émis par l'Etat	31 103 423 770	32 427 877 134	1 324 453 364
Instruments émis par les Communautés et Régions	530 055 331	464 525 000	-65 530 331
Autres modalités accordées mais non consolidées	38 590 324	21 000 000	-17 590 324
En attente d'autres modalités	220 794 242	237 942 589	17 148 347
SOUS-TOTAL III.	**31 892 863 667**	**33 151 344 722**	**1 258 481 055**
CONSOLIDATION	*31 103 423 770*	*32 427 877 134*	*1 324 453 364*
NON CONSOLIDATION	*789 439 897*	*723 467 589*	*-65 972 309*
TOTAL GENERAL (I + II + III)	**38 655 941 483**	**41 510 159 983**	**2 854 218 499**
CONSOLIDATION	*36 634 985 586*	*40 015 700 028*	*3 380 714 442*
NON CONSOLIDATION	*2 020 955 897*	*1 494 459 955*	*-526 495 943*

ANNEXES

A. Evolution du rating de l'Etat Fédéral

Fitch Ratings

30/01/2015	Notation AA confirmée, perspective négative
14/11/2014	Notation AA confirmée, perspective revue de négative à stable
16/05/2014	Notation AA confirmée, perspective stable

S&P

23/01/2015	Notation AA confirmée, perspective stable
25/07/2014	Notation AA confirmée, perspective stable
28/02/2014	Notation AA confirmée, perspective revue de négative à stable

Moody's

07/03/2014	Notation Aa3 confirmée, perspective revue de négative à stable

DBRS

13/03/2015	Notation AA confirmée, tendance stable
19/09/2014	Notation AA confirmée, tendance stable
21/03/2014	Notation AA (élevé) confirmée, tendance revue de négative à stable

Japanese Credit Rating Agency

01/07/2014	Notation AAA confirmée, perspective stable

Ratings and Investment, Inc

12/05/2014	Notation AA+ confirmée, perspective stable

B. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2015

Primary Dealers

BARCLAYS BANK Plc, London
BNP PARIBAS FORTIS, Brussels
CITIGROUP GLOBAL MARKETS Ltd, London
CREDIT AGRICOLE CIB, Paris
DEUTSCHE BANK AG, Frankfurt
HSBC France, Paris
ING Bank NV, Amsterdam
JP MORGAN Securities Plc, London
KBC BANK NV, Brussels
MORGAN STANLEY & Co Int. Plc, London
NATIXIS, Paris
NOMURA INTERNATIONAL Plc, London
ROYAL BANK OF SCOTLAND Plc, London
SOCIETE GENERALE SA, Paris

Recognized Dealers

ABN AMRO BANK NV, Amsterdam
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA (BBVA), Bilbao
BELFIUS BANK, Brussels
COMMERZBANK AG, Frankfurt
GOLDMAN SACHS INT. BANK, London
NORDEA BANK FINLAND, Helsinki
RABOBANK INTERNATIONAL, Utrecht
SCOTIABANK, London

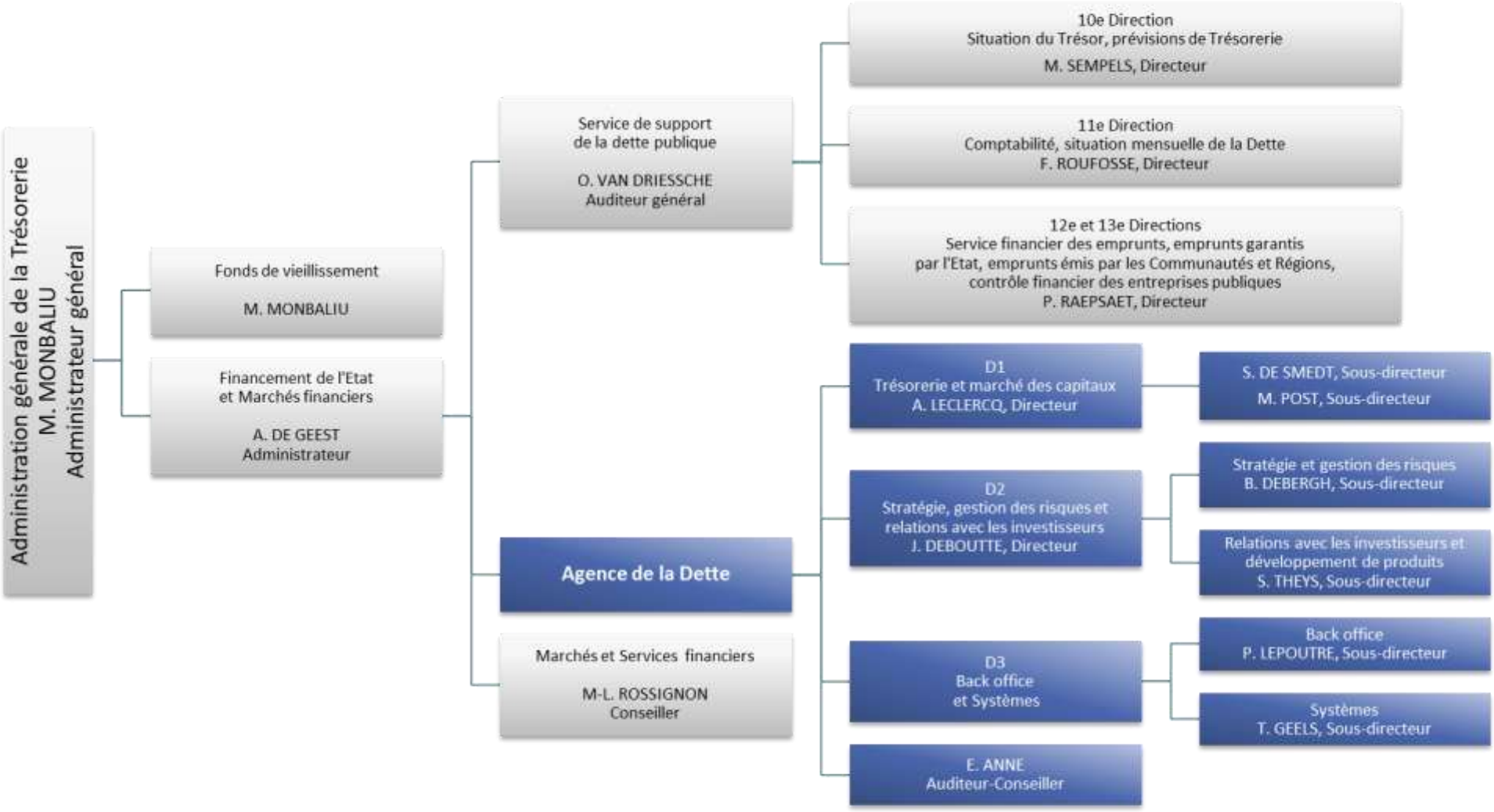
BTB Dealers

BARCLAYS BANK Plc, London
BNP PARIBAS FORTIS, Brussels
CITIBANK INTERNATIONAL Plc , London
ING BANK N.V., Amsterdam
RABOBANK INTERNATIONAL, Utrecht
SOCIETE GENERALE, Paris

Etablissements placeurs (Bons d'Etat)

ABN-AMRO Private Banking, Berchem
BANQUE DEGROOF, Brussels
BELFIUS BANQUE, Brussels
BKCP BANQUE, Brussels
BNP PARIBAS FORTIS, Brussels
BPOST BANQUE, Brussels
CRELAN, Brussels
DELTA LLOYD, Brussels
DEUTSCHE BANK, Brussels
DIERICKX, LEYS & CIE, Banque de Titres, Antwerpen
GOLDWASSER Exchange, Brussels
ING Belgique, Brussels
KBC BANQUE, Brussels
LELEUX Associated Brokers, Société de Bourse, Brussels
PETERCAM, Brussels
VAN DE PUT & Cie, Banque de Titres, Antwerpen
VDK SPAARBANK, 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			
Stephaan DE SMEDT	Deputy Director Front Office.	+32 (0)2 282 61 10	stephaan.desmedt@minfin.fed.be
Maric POST	Deputy Director Treasury & Capital Markets	+32 (0)2 282 61 14	marius.post@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
Daniel DE HERTOG	Expert Investor Relations	+32 (0)257 47161	daniel.dehertog@minfin.fed.be
Didier DELETRAIN	Expert Investor Relations	+32 (0)257 47396	didier.deletrain@minfin.fed.be
Thibaut GREGOIRE	Expert Investor Relations	+32 (0)257 84163	thibaut.gregoire@minfin.fed.be
Jan VANGOIDSENHOVEN	Expert Investor Relations	+32 (0)257 47169	jan.vangoidsenhoven@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

01.07.2015