Dette de l'Etat fédéral
Agence de la Dette

Rapport annuel 2015

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

.be

Table des matières

Table des matières 3

Avant-propos de monsieur Johan Van Overtveldt, ministre des Finances 5

Les grands chiffres de la Dette de l'Etat 6

I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2015

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 2015 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 2015

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 21
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 33
2.2 Des produits taillés sur mesure 33
2.2.1 Programme "Euro Medium Term Notes" (EMTN) 34
2.2.2 Contrats de "Schuldscheine" 35
2.2.3 Euro Commercial Paper (ECP) 35
2.2.4 Bons du Trésor - Fonds de vieillissement 36

3. Les Directives générales et la maîtrise des risques 38
3.1 Risques de refinancement et de refixation de taux, durée moyenne 38
3.2 Le risque de crédit 39

4. Mesures de consolidation des actifs financiers des administrations publiques 43

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Quantitative easing par la Banque Centrale Européenne (BCE) et taux d'intérêt négatifs 45

2. La distribution de la dette fédérale belge 46
2.1 Les Obligations linéaires (OLO) 46
2.1.1 La détention des OLO 46
2.1.2 Le marché primaire des OLO 46
2.1.3 Le marché secondaire des OLO 48
2.2 Les Certificats de Trésorerie 51
2.2.1 La détention des Certificats de Trésorerie 51
2.2.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie 51
2.2.3 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie 51

3. Poursuite de la diminution des garanties d'Etat accordées à certaines institutions financières 53
3.1 Garantie Dexia 2011 53
3.2 Garantie Dexia 2013 53

4. Evolution de la liquidité de la dette publique fédérale belge 54
4.1 Importance de la liquidité 54
4.2 Mesure de la liquidité 54

4.3 Evolution de la liquidité 54

5. Mise à jour des programmes EMTN et ECP 55
5.1 Programme EMTN 55
5.2 Programme ECP 55

6. Stratégie d'allongement de la durée moyenne de la dette publique fédérale 56

7. Emission d'obligations liées à l'inflation 57
7.1 Obligations liées à l'inflation 57
7.2 Risques et coûts 58
7.3 Politique d'émission 58

ANNEXES 2016

A. Evolution du rating à long terme de l'Etat fédéral 2016 60

B. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2016 61
Primary Dealers 61
Recognized Dealers 61
ECP Dealers 61
Etablissements placeurs (Bons d'Etat) 61

C. Organigramme 2016 62

D. Contacts 2016 (Agence de la Dette) 63

Colophon 65

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

En 2015, notre pays a connu une croissance économique de 1,4%, contre 1,3% en 2014. La performance économique de la Belgique se situait ainsi dans le sillage de la moyenne de la zone euro (1,7% en 2015).Tout comme en 2014, il est encourageant de constater que les pays de la périphérie européenne ont enregistré une croissance économique, parfois élevée, à l'exception de la Grèce dont le PIB a connu une légère détérioration de 0,2%.

Le déficit de l'ensemble des pouvoirs publics belges s'est élevé à 2,6% du PIB, soit une amélioration de 0,5 point de pourcentage par rapport au déficit de 3,1% du PIB enregistré en 2014. Cette diminution résulte essentiellement de la baisse des charges d'intérêt sur la dette publique ainsi que du recul des dépenses primaires à la suite des mesures d'économies adoptées par les différents niveaux de pouvoir. Le solde primaire, quant à lui, affiche un surplus de 0,3% du PIB pour 2015, soit une amélioration par rapport à l'année 2014 (0,1%). Le taux d'endettement de notre État a lui aussi évolué positivement puisqu'il a légèrement diminué et est passé en termes de PIB de 106,57% à 106,05% entre 2014 et 2015.

La nouvelle baisse des charges d'intérêt a été due au niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Par exemple, dans le courant du mois d'avril 2015, le taux d'intérêt belge à 10 ans a baissé jusqu'à 0,344%. Par ailleurs, les Certificats de Trésorerie ainsi que plusieurs OLO cotaient à des prix correspondant à des taux négatifs. La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne, qui s'était mise à acheter des obligations d'Etat des pays de la zone euro en mars 2015, a été la cause principale de ces niveaux ultra-bas. En termes de PIB, les charges d'intérêt de l'ensemble des pouvoirs publics ont alors diminué de 0,3 point de pourcentage du PIB et ont ainsi représenté 2,9% du PIB en 2015.

L'Agence de la Dette est parvenue à émettre en 2015 des emprunts à moyen et long termes pour 39,09 milliards d'euros (non compris les instruments pour le Fonds de Vieillissement) : 35,64 milliards d'euros en OLO, 3,43 milliards d'euros en EMTN et Schuldscheine et 0,02 milliard d'euros en bons d'État. La durée moyenne de ces émissions a à nouveau été très élevée avec 13,57 années tandis que le taux moyen de ces emprunts était de moins de 1,0% (0,942%). La durée moyenne de la dette, quant à elle, a augmenté jusqu'à 7,96 ans en fin d'année. En 2015, des taux très bas ont alors été fixés pour de très longues durées.

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, comme expliqué dans le présent rapport. Je tiens ainsi à remercier l'Agence pour le professionnalisme qui la caractérise 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	2015	2014
1. Encours brut de la dette fédérale	**389,86**	**380,90**
• Octroi de crédits du Trésor à des entités du secteur des administrations publiques	1,92	1,99
• Opérations de gestion du Trésor	0,85	0,82
• Titres en portefeuille (Opération de gestion)	3,96	4,79
• Titres en portefeuille (Titres SACA[1])	3,93	3,86
• Réserve pour placements (BNB)	0,00	0,00
Encours net de la dette fédérale	379,21	369,45
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR (après swaps) **:**	**389,86**	**380,90**
• Obligations linéaires (OLO)	315,05	306,72
• Certificats de Trésorerie	25,31	26,42
• EMTN émis en EUR	4,89	4,92
• Schuldscheine	2,11	1,97
• Bons d'Etat	3,02	3,40
• Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	21,53	20,76
• Belgian Treasury Bills (BTB) [2]	0,00	0,30
• Emprunts privés, interbancaires et divers	12,62	11,22
• EMTN émis en devises	5,04	4,90
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0,29	0,30
En % de la dette en EUR :		
• *Obligations linéaires (OLO)*	*80,81 %*	*80,52 %*
• *Certificats de Trésorerie*	*6,49 %*	*6,94 %*
• *EMTN (EUR + devises)*	*2,55 %*	*2,58 %*
• *Schuldscheine*	*0,54 %*	*0,52 %*
• *Bons du Trésor - Fonds de vieillissement*	*5,52 %*	*5,45 %*
• *Bons d'Etat*	*0,78 %*	*0,89 %*
• *Autres*	*3,31 %*	*3,10 %*
B. Instruments en monnaies étrangères (non swappés en EUR)	**0,00**	**0,00**
• Dette à long et moyen termes	0,00	0,00
• Belgian Treasury Bills (BTB)[2]	0,00	0,00

II. EVOLUTION DE L'ENCOURS NET DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL SUR L'ANNEE	2015	2014
1. Evolution en milliards d'EUR	**9,76**	**11,37**
• Solde net à financer (SNF)	9,01	10,51
• Différences de change	-0,03	0,03
• Capitalisation d'intérêts	0,77	0,79
• Dette de certains organismes	-0,02	-0,02
• Octroi de crédits à des entités du secteur des administrations publiques	0,07	0,06
• Divers	-0,05	0,00
2. Evolution en %	***2,64 %***	***3,18 %***

III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2015	2014
1. Rating octroyé par les agences de rating		
• Rating pour le long terme S&P /Moody's/Fitch	AA/Aa3/AA	AA/Aa3/AA
2. Répartition selon les monnaies (après swaps)		
• *Dette en EUR*	*100,00 %*	*100,00 %*
• *Dette en devises*	*0,00 %*	*0,00 %*

[1] SACA : Services administratifs à comptabilité autonome

[2] Dénommé « ECP » depuis janvier 2016

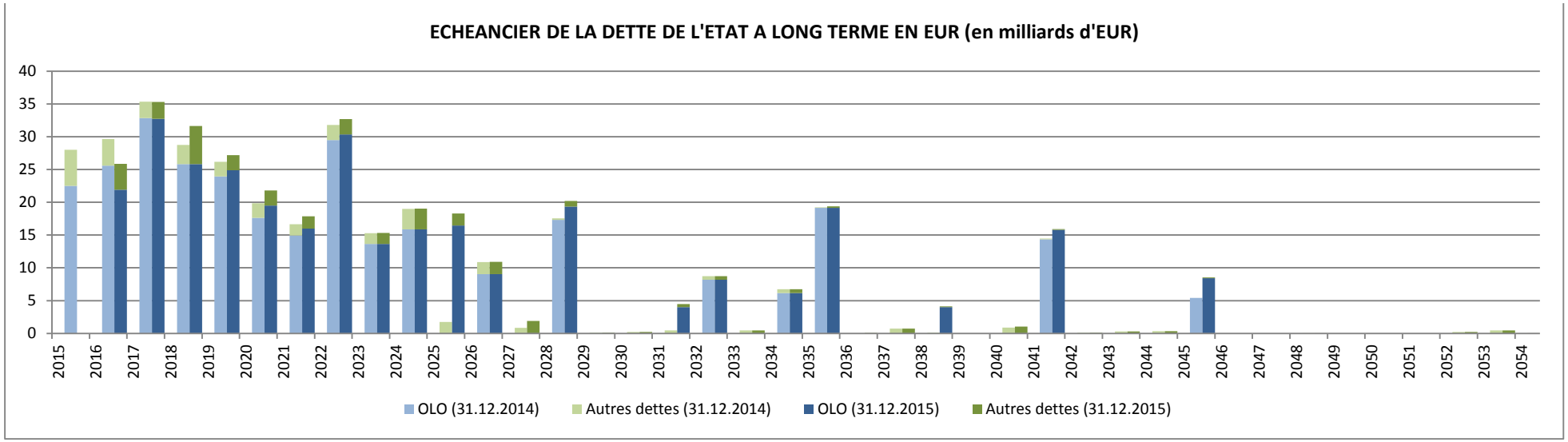
3. Répartition selon le terme		
• *Long et moyen termes (>1 an)*	*90,86 %*	*90,78 %*
• *Court terme*	*9,14 %*	*9,22 %*
4. Répartition selon le taux		
• *Taux fixe*	*90,23*	*89,77 %*
• *Taux variable*	*9,77*	*10,23 %*
5. Duration effective de la dette en EUR	7,22	7,06
6. Durée moyenne pondérée de la dette en EUR	7,96	7,61
7. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral [1]	11,44	11,99
8. Taux d'intérêt moyen pondéré [2]	*2,83*	*3,16 %*

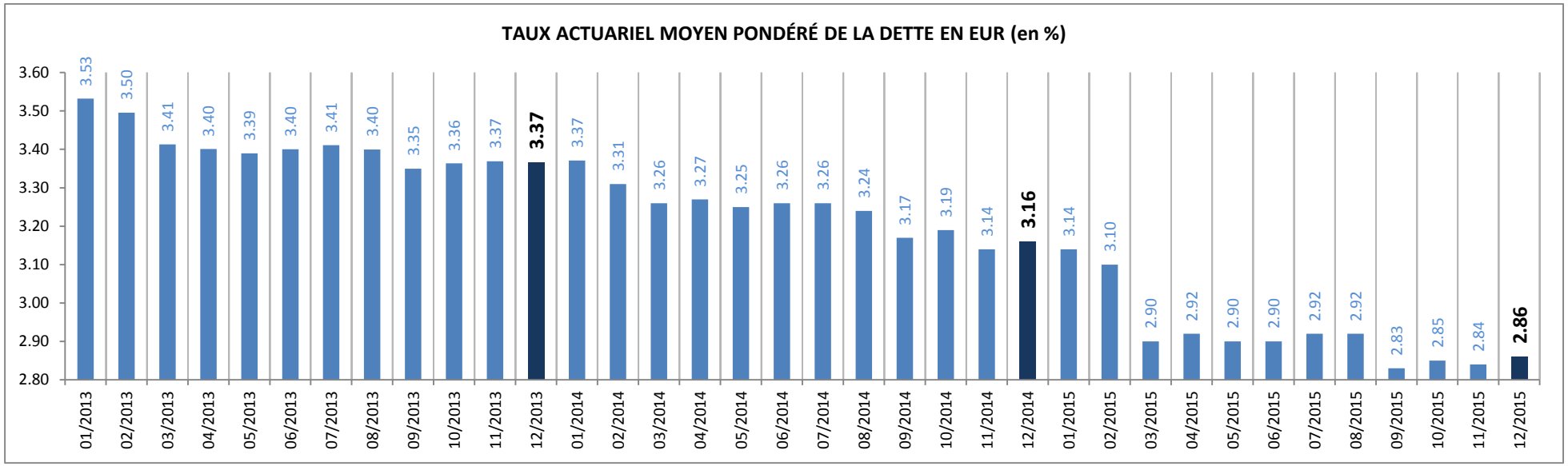
IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE (TRESOR) A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUV. PUBLICS	2015	2014
1. Encours de la dette fédérale	389,86	380,90
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales[3]	14,35	14,26
3. Dette des Communautés et Régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	83,44	82,00
4. Effet de consolidation	57,79	55,49
5. Autres corrections	4,33	5,04
Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	**434,19**	**426,71**
6. PIB	409,41	400,41
Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)/6	***106,05%***	***106,57%***

[1] Y compris les charges d'intérêt sur la dette envers le Fonds de vieillissement. Sans ces charges d'intérêt, les coûts en intérêts en 2015 et 2014 s'élevaient respectivement à 10,66 et 11,44 milliards d'EUR.

[2] Moyenne pondérée des taux d'intérêt sur l'ensemble des instruments de la dette à fin d'année.

[3] Dette représentée par les instruments financiers repris dans la définition de la dette au sens de Maastricht


ECHEANCIER DE LA DETTE DE L'ETAT A LONG TERME EN EUR (en milliards d'EUR)
40
35
30
25
20
15
10
5
0
2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025 2026 2027 2028 2029 2030 2031 2032 2033 2034 2035 2036 2037 2038 2039 2040 2041 2042 2043 2044 2045 2046 2047 2048 2049 2050 2051 2052 2053 2054
OLO (31.12.2014)
Autres dettes (31.12.2014)
OLO (31.12.2015)
Autres dettes (31.12.2015)


TAUX ACTUARIEL MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE EN EUR (en %)
3.60
3.50
3.40
3.30
3.20
3.10
3.00
2.90
2.80
01/2013 3.53
02/2013 3.50
03/2013 3.41
04/2013 3.40
05/2013 3.39
06/2013 3.40
07/2013 3.41
08/2013 3.40
09/2013 3.35
10/2013 3.36
11/2013 3.37
12/2013 3.37
01/2014 3.37
02/2014 3.31
03/2014 3.26
04/2014 3.27
05/2014 3.25
06/2014 3.26
07/2014 3.26
08/2014 3.24
09/2014 3.17
10/2014 3.19
11/2014 3.14
12/2014 3.16
01/2015 3.14
02/2015 3.10
03/2015 2.90
04/2015 2.92
05/2015 2.90
06/2015 2.90
07/2015 2.92
08/2015 2.92
09/2015 2.83
10/2015 2.85
11/2015 2.84
12/2015 2.86

I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2015

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

1.1 Economie

En 2015, la croissance de l'économie mondiale a décéléré et est passée à 3,1% contre 3,4% en 2014. Ceci s'explique principalement par le ralentissement de la croissance dans les pays émergents qui occupent une place importante dans l'activité économique mondiale. Il a résulté notamment en un recul des prix des matières premières et en un ralentissement de l'expansion du commerce international.

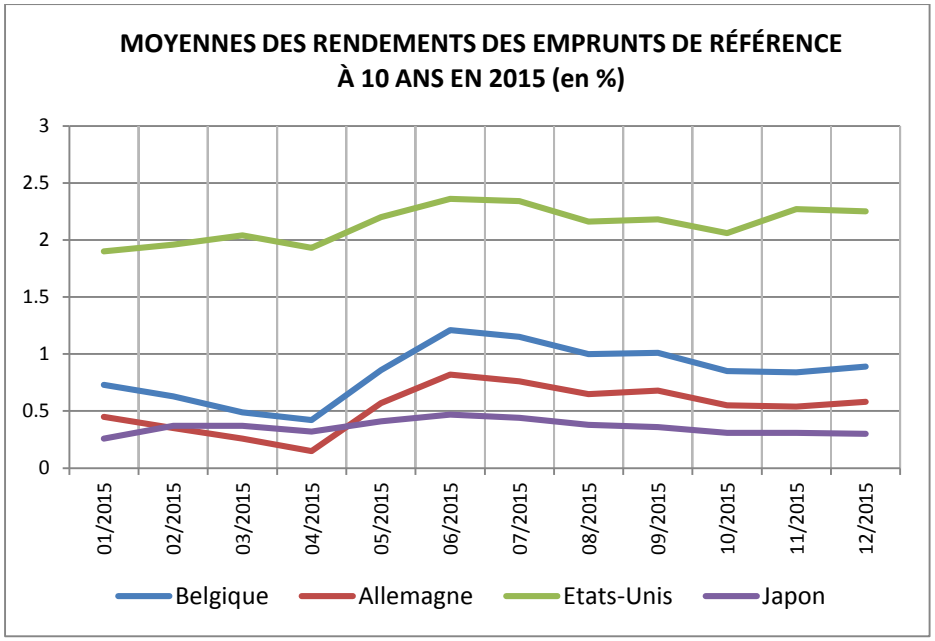
Les économies avancées, qui ont pâti du ralentissement économique dans les pays émergents, ont toutefois pu tirer avantage des baisses des prix des matières premières. Globalement, la reprise s'y est poursuivie et s'est plus marquée aux Etats-Unis où elle a affiché un taux de 2,5% en 2015 (2,4% en 2014) et de manière plus modérée, mais en augmentation par rapport à l'année précédente, dans la zone euro (1,7% en 2015 contre 0,9% en 2014). La demande intérieure, soutenue par la chute des prix énergétiques, la politique monétaire accommodante et les politiques budgétaires moins restrictives, a constitué le moteur de la croissance économique dans la zone euro. En outre, la dépréciation de l'euro a soutenu les exportations de la zone.

En Belgique, la croissance de l'activité économique en 2015 est estimée à 1,4% contre 1,3% en 2014. Cette croissance a été soutenue par les effets positifs de la politique monétaire sur les conditions de financement, la dépréciation de l'euro qui a favorisé les exportations et par la baisse des prix des matières premières. Cette dernière a permis d'alléger les charges des entreprises et de renforcer le pouvoir d'achat des ménages. La croissance dans la zone euro a également eu un impact positif sur l'activité économique de la Belgique.

En 2015, le taux de chômage belge, mesurant le rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, est estimé à 8,4%, en légère baisse par rapport à l'année 2014 (8,6%) et l'emploi intérieur s'est accru de 37.500 unités, soit une augmentation de 0,8% par rapport à l'année précédente. Ceci résulte en partie des mesures du gouvernement visant à augmenter la participation au travail et à la modération des coûts salariaux.

Malgré l'évolution très modérée des coûts salariaux et la baisse des prix des matières premières, l'inflation a augmenté globalement – elle avait encore été négative au premier trimestre 2015 –pour passer de 0,5% en 2014 à 0,6% en 2015.

1.2 Taux d'intérêt



Les taux d'intérêt sont restés à des niveaux peu élevés aux Etats-Unis et, en moyenne, dans la zone euro (à l'exception de la Grèce) avec dans cette zone des disparités entre les différents États membres. Tout en étant peu élevé, les taux à long terme américains ont été supérieurs à ceux de la plupart des pays de la zone euro, reflétant des différences quant aux évolutions économiques et aux attentes en matière de politique monétaire. Les rendements des obligations souveraines

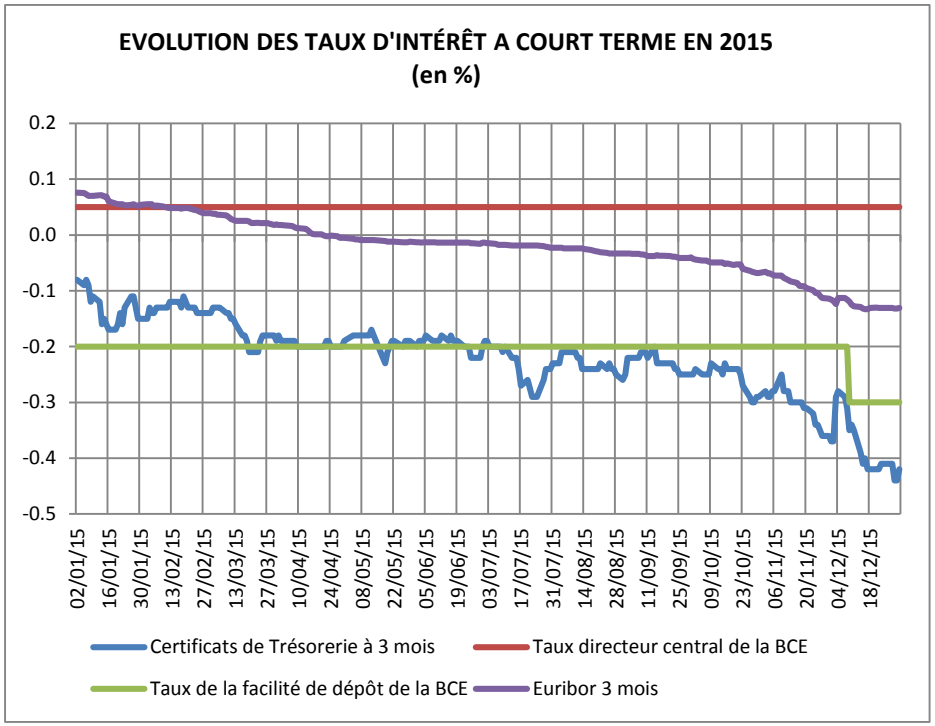
américaines ont affiché une tendance haussière dans les premiers mois de l'année 2015 ainsi qu'en fin d'année. L'emprunt de référence américain est passé en moyenne de 1,90% en janvier à 2,25% en décembre de l'année sous revue.

Dans la zone euro, face aux risques engendrés par le faible niveau de l'inflation et en vue du maintien de la stabilité des prix, la Banque Centrale Européenne a opté pour un nouvel assouplissement monétaire au début de l'année 2015. Plus particulièrement, il s'est agi de l'extension du programme d'achats d'actifs étendu aux obligations souveraines, les taux directeurs ayant déjà été ramené à des niveaux très bas. Seul le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt a été abaissé en décembre 2015, où il est passé de -0,2% à -0,3%. Les taux d'intérêt à court terme ont ainsi été très bas en moyenne dans la zone euro et ont même été négatifs au second semestre de l'année 2015. Au cours des premiers mois de 2015, les rendements des obligations souveraines ont en moyenne affiché une tendance baissière en partie sous l'effet des décisions en matière de politique monétaire. A la mi-2015, les taux à long terme de la zone euro ont augmenté dans un contexte de volatilité accrue à la suite d'incertitudes sur le plan économique et financier et sont ensuite redescendus pour demeurer peu élevés dans le restant de l'année.

Sur les marchés financiers belges, les taux ont globalement suivi des évolutions comparables à celles de la zone euro. Les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sur le marché secondaire sont passés, en moyenne, de -0,13% en janvier à -0,38% en décembre 2015. En ce qui concerne les taux interbancaires, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de 0,06% en janvier à -0,13% en décembre 2015.

En ce qui concerne le long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans a affiché un profil baissier au début de l'année et est passé en moyenne de 0,73% en janvier à 0,42% en avril pour ensuite remonter et atteindre 0,89% en décembre 2015.

Quant à l'écart entre le rendement du Bund allemand de référence et l'OLO à 10 ans, il est passé de 28 points de base en moyenne en janvier à 39 points de base en juin pour redescendre à 31 points de base en décembre de l'année sous revue.



2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2015

Selon les données publiées par l'Institut des Comptes Nationaux (ICN) le 20 avril 2016, les comptes des pouvoirs publics belges se sont clôturés par un déficit représentant 2,6 % du PIB en 2015. Il s'agit d'une amélioration de 0,5 % par rapport au déficit de 3,1 % du PIB enregistré l'année précédente.

Ce résultat est cependant légèrement moins favorable par comparaison à l'objectif du programme de stabilité 2015-2018 présenté en avril 2015. Ce programme fixait un objectif d'un déficit équivalent à 2,5% du PIB pour 2015.

La baisse du déficit résulte principalement de la diminution des charges d'intérêts sur la dette publique. De plus, les dépenses primaires, exprimées en pourcentage du PIB, ont sensiblement reculé. Cette évolution est notamment attribuable aux mesures d'économie adoptées par les différents niveaux de pouvoir. Le ratio des recettes a cependant aussi diminué mais dans une moindre ampleur que celui des dépenses. Comme le précise la section 2.2, le repli des recettes s'explique par le recul de la part salariale dans le PIB, suite au saut d'index et à la modération salariale, ainsi que par la plus faible contribution des exploitants nucléaires et par la baisse des dividendes.

La conjoncture a eu une incidence légèrement positive sur les finances publiques. Le programme de stabilité était fondé sur les hypothèses macroéconomiques du Budget économique de février 2015. La croissance du PIB pour 2015 avait alors été estimée à 1%. Selon les chiffres de la BNB, la progression de l'activité économique s'est établie à 1,4% pour l'année sous revue.

Par ailleurs, les mesures non récurrentes ont exercé un impact moins favorable sur le solde par comparaison à l'année précédente. Les revenus de la troisième opération de régularisation ont nettement diminué par rapport à 2014 de même que les recettes provenant des bonis de liquidation.

2.1 Evolution au niveau des différents sous-secteurs

Selon les chiffres de l'ICN, le déficit de 2,6% du PIB se décompose[1] en un déficit de 1,2% du PIB pour l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et un déficit de 1,4% pour l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux). Au sein de l'Entité I, un déficit de 1,2% du PIB est observé au niveau du Pouvoir fédéral et la Sécurité sociale réalise un surplus de 0,1 % du PIB. Concernant l'Entité II, les Communautés et Régions enregistrent un déficit de 1,4% du PIB, tandis que les Pouvoirs locaux sont en équilibre.

Ces soldes de financement ont été établis selon les normes SEC 2010. Ils ne tiennent donc pas compte de la totalité du montant des avances que les Régions ont reçues en matière de centimes additionnels régionaux suite à la mise en œuvre de la sixième réforme de l'État (8.855 millions d'euros). Seul le montant de l'impôt des personnes physiques régional réellement enrôlé entre septembre 2015 et décembre 2015 a été pris en compte (4.257 millions). L'écart est important puisque 2015 est la première année au cours de laquelle les additionnels régionaux sont prélevés. Compte tenu de cet écart, l'ICN a publié deux chiffres pour les soldes de financement du Pouvoir fédéral et des Régions, l'un selon les normes SEC 2010 et l'autre incluant les avances. Ces deux comptabilisations sont reprises au tableau ci-après.

Si le montant des avances est pris en considération, les Communautés et Régions affichent un déficit de 0,3 % du PIB, tandis que le Pouvoir fédéral enregistre un déficit de 2,4 % du PIB.

La répartition entre entités reprise dans le programme de stabilité se fonde sur l'avis du Conseil supérieur des Finances du 27 mars 2015 et reprend les améliorations structurelles recommandées par celui-ci[2]. Il avait défini les objectifs budgétaires des différents niveaux de pouvoir selon une approche fondée sur les avances. Les réalisations au niveau des soldes de financement selon l'approche intégrant les avances sont par conséquent reprises dans la comparaison aux paragraphes suivants.

---

[1] Les totaux peuvent différer de la somme des composantes, les chiffres étant arrondis.

[2] Par rapport à cet avis, une correction a été effectuée dans le programme de stabilité afin de tenir compte des effets non-récurrents de la révision des recettes découlant de l'autonomie fiscale des régions. Des adaptations ont aussi été apportées suite à la publication des réalisations budgétaires 2014 par l'ICN en avril 2015.
Le Comité de concertation entre le gouvernement fédéral et les gouvernements des régions et des communautés a seulement pris acte du Programme de stabilité.

Le programme de stabilité prévoyait un déficit de 1,8% du PIB pour le Pouvoir fédéral. Un équilibre était attendu au niveau de la Sécurité sociale. Une correction SEC de -0,1% avait été isolée afin de refléter la situation financière réelle de la Sécurité sociale. Au niveau des Communautés et Régions, un déficit de 0,4% du PIB était prévu et, au niveau des Pouvoirs locaux, un déficit de 0,1% du PIB était attendu.

Les résultats budgétaires sont par conséquent meilleurs par rapport aux prévisions du programme de stabilité pour les Communautés et Régions, les Pouvoirs locaux et la Sécurité Sociale. Les réalisations sont par contre moins favorables au niveau du Pouvoir fédéral.

REALISATIONS EN MATIERE DE SOLDE DE FINANCEMENT (EN % DU PIB) [1]				
	Réalisations 2014	**Programme de stabilité 2015-2018**	**Estimations 2015 (SEC 2010)**	**Estimations 2015 (avances inclues)**
Ensemble des pouvoirs publics	-3,1	-2,5	-2,6	-2,6
Entité I	-2,6	-2	-1,2	-2,3
- Pouvoir fédéral	-2,5	-1,8	-1,2	-2,4
- Sécurité sociale	0,0	0,0	0,1	0,1
Correction SEC financement hôpitaux		-0,1		
Entité II	-0,5	-0,6	-1,4	-0,3
- Communautés et Régions	-0,3	-0,4	-1,4	-0,3
- Pouvoirs locaux	-0,2	-0,1	0,0	0,0

2.2 Recettes et dépenses

Le recul des recettes publiques totales, de l'ordre de 0,7 point de pourcentage du PIB, s'explique tant par la contraction des recettes fiscales et parafiscales (0,3 point de pourcentage du PIB) que par celle des autres recettes (0,4 point de pourcentage du PIB).

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

La part des recettes fiscales et parafiscales dans le PIB s'est repliée en 2015, en s'établissant à 44,6% du PIB contre 44,9 % l'année précédente.

Les prélèvements sur les revenus du travail ont connu la diminution la plus marquée, enregistrant un repli de 0,3 point de pourcentage du PIB pour s'établir à 27,1 % du PIB. Cette baisse s'explique quasi totalement par le tassement des rentrées à l'impôt des personnes physiques (0,3 point de pourcentage du PIB). La part des salaires dans le PIB a reculé en raison de la suspension du mécanisme d'indexation et du gel des salaires conventionnels en termes réels. La hausse des charges professionnelles forfaitaires déductibles, intégrée dans le calcul du précompte professionnel, a renforcé cette évolution. La part des cotisations sociales s'est pratiquement stabilisée.

Les recettes à l'impôt des sociétés ont progressé de près de 0,2 point de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente et se sont élevées à 3,5% du PIB. Plusieurs dispositions fiscales ont élargi l'assiette d'imposition des sociétés en 2015. Certaines intercommunales ont été soumises à l'impôt des sociétés, le recours aux intérêts notionnels par les banques a été restreint, un nouveau régime pour la taxe de liquidation des PME a été instauré et le taux de référence pour la déduction des intérêts notionnels a diminué.

Cependant, contrairement aux prévisions du budget initial, l'impact de ces mesures ne s'est traduit que partiellement dans les versements anticipés des sociétés. La tendance au report des versements anticipés vers une perception par voie d'enrôlement observée depuis la crise financière s'est par conséquent poursuivie. Le faible taux de majoration en cas de versements anticipés insuffisants a soutenu cette évolution. Comme ceux-ci sont restés stables, les recettes perçues par voie de rôle devraient augmenter à l'avenir.

La part des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine s'est établie à 4,3% du PIB, en léger repli de 0,1 point de pourcentage du PIB par rapport à 2014. Cette évolution résulte de la baisse des recettes de précompte mobilier.

Les impôts sur les biens et services ont enregistré un recul de 0,2 point du PIB, s'élevant à 10,9 % du PIB, suite à la contraction des recettes de TVA. Cette baisse est due à la nette hausse des restitutions de TVA au 1er semestre 2015, qui a été partiellement compensée au second semestre. La croissance des investissements au 1er trimestre et l'élargissement des stocks aux 2ers trimestres pourraient expliquer cette hausse des remboursements.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont inscrites en net repli, passant de 7,1% du PIB en 2014 à 6,7% du PIB en 2015, principalement en raison de la baisse des recettes en provenance des institutions financières.

La part des dépenses primaires dans le PIB s'est réduite de 51,9% à 51%. Ce repli s'explique pour une large part par le net fléchissement des dépenses en capital. Ces dépenses avaient été gonflées en 2014 par une série de remboursements d'impôts. Ce phénomène ne s'est pas reproduit en 2015. La réduction des investissements et des aides à l'investissement s'est aussi poursuivie.

Le recul des dépenses primaires est également dû à la suspension du mécanisme d'indexation qui a ralenti le rythme de croissance des rémunérations publiques et des allocations sociales. En outre, l'emploi dans le secteur public a diminué suite au remplacement seulement partiel des agents partant à la retraite. Les frais de fonctionnement et les subventions (réduction de précompte professionnel, réductions ciblées de cotisations sociales, titres-service et subsides à la SNCB) ont aussi été réduits.

RECETTES ET DEPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)		
	Réalisations 2014	**Estimations 2015**
Recettes totales	52,0	51,3
(dont recettes fiscales et parafiscales)	44,9	44,6
Dépenses primaires	51,9	51,0
Dépenses totales	55,1	53,9

La combinaison des recettes et des dépenses primaires donne lieu à un surplus au niveau du solde primaire de 0,3 % du PIB pour 2015. Ce résultat est meilleur que l'objectif du programme de stabilité d'un surplus du solde primaire de 0,2% du PIB.

Les charges d'intérêts sur la dette publique ont reculé de 0,3 point de pourcentage du PIB par rapport à 2014 et ont représenté 2,9 % du PIB. Cette évolution est due au niveau extrêmement bas des taux d'intérêt à court et à long terme sur la dette publique. Sur le court terme, l'Etat a même pu être rémunéré pour des emprunts à moins d'un an par l'émission de certificat de Trésorerie grâce à des taux d'intérêts négatifs.

Le taux d'endettement des pouvoirs publics a diminué passant de 106,6% du PIB à la fin de l'année 2014 à 106,1 % du PIB à la fin 2015. Ce repli résulte essentiellement de facteurs exogènes.

Plusieurs facteurs exogènes ont en effet contribué à réduire le ratio d'endettement. Ils concernent le remboursement par la banque KBC du solde de capital injecté par la Communauté flamande en 2010 et le remboursement par la Grèce d'une partie des prêts accordés en 2012 par l'intermédiaire du Fonds européen de stabilité. La gestion de la dette a aussi permis d'infléchir le taux d'endettement, grâce à l'impact favorable des primes d'émission.

D'autres éléments exogènes ont par contre alourdi le taux d'endettement, comme la hausse des prêts octroyés dans le cadre de la politique en matière de logement social ou les engagements de l'Etat en matière de pension découlant de la reprise antérieure de fonds de pension d'entreprises.

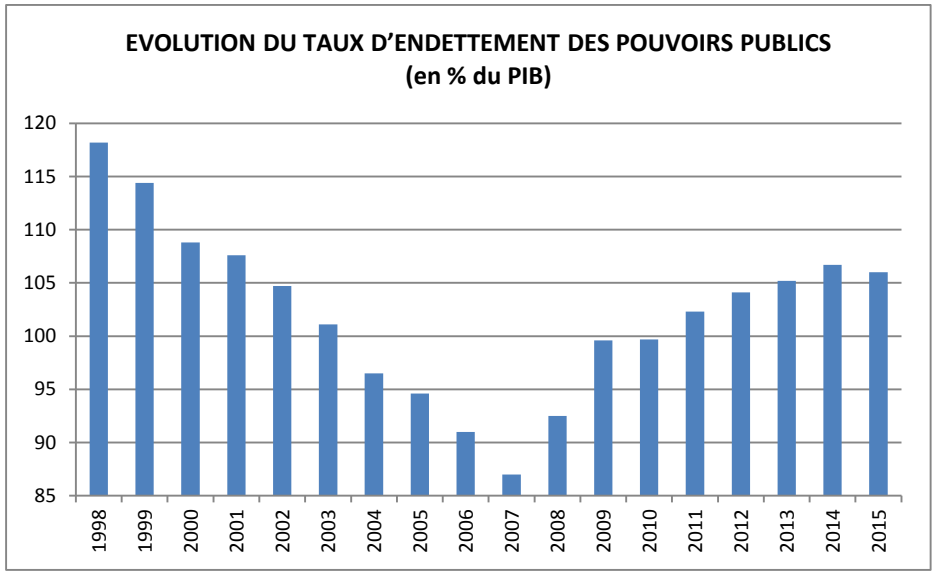
Les facteurs endogènes ont exercé un léger effet haussier sur le taux d'endettement. La croissance du PIB en termes nominaux a été inférieure au taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le niveau du solde primaire n'a pas permis d'empêcher une hausse endogène du taux d'endettement.

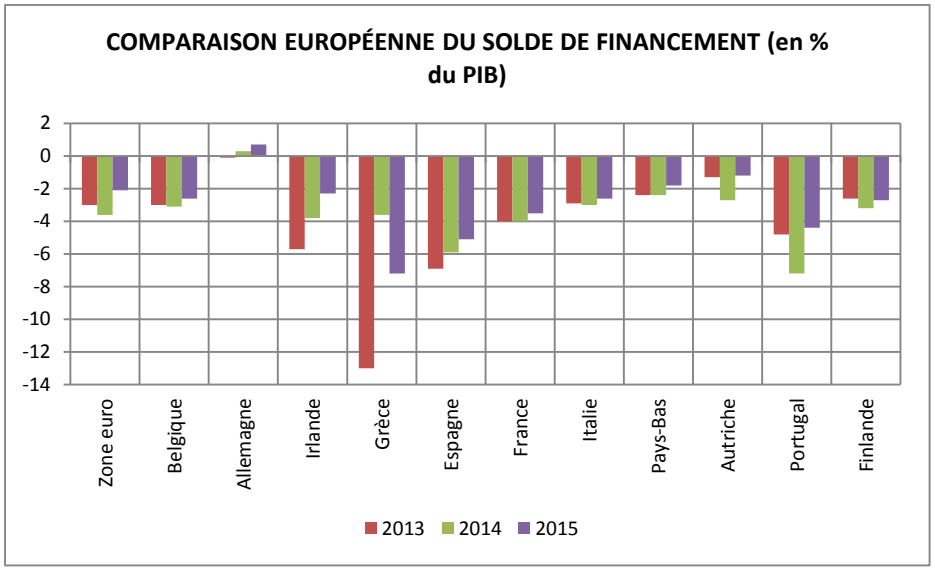
2.3 Comparaison européenne[1]

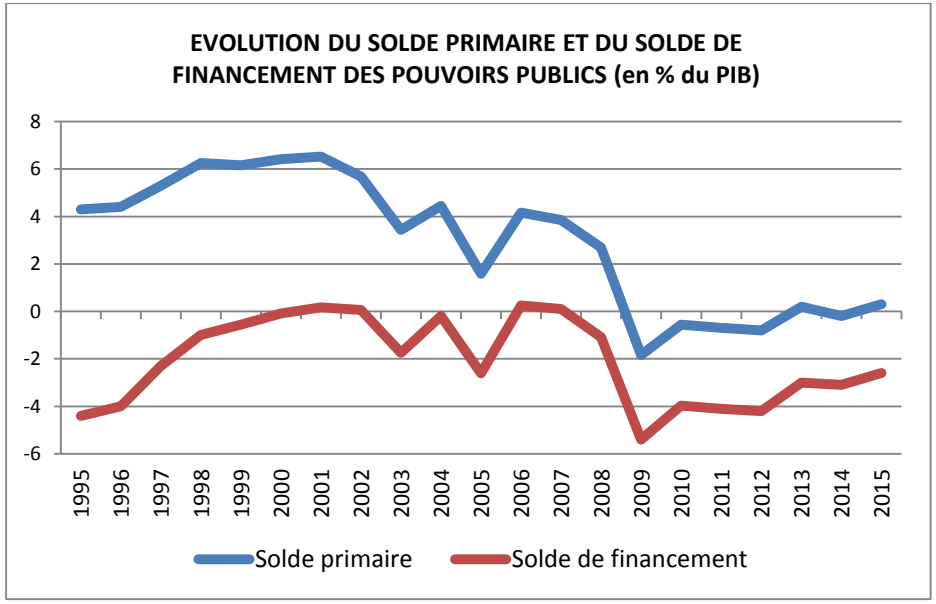
La diminution du taux d'endettement de la zone euro a été en moyenne supérieure à celle observée en Belgique. Le ratio d'endettement moyen de la zone euro est passé de 92% du PIB en 2014 à 90,7% du PIB en 2015, soit une baisse de 1,3 point de pourcentage du PIB, par comparaison à une réduction de 0,5 point de pourcentage du PIB en Belgique.

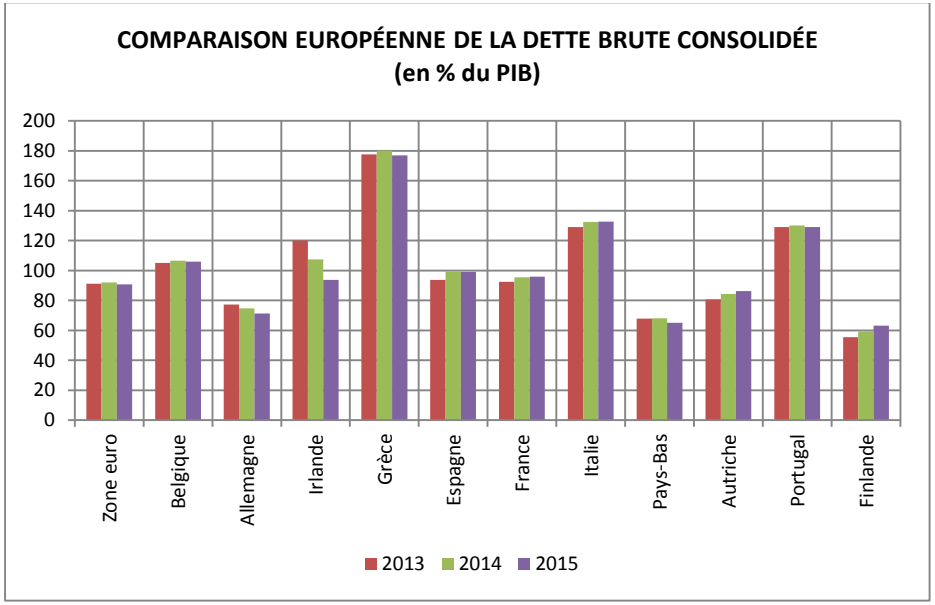
L'évolution du solde primaire et du solde de financement en 2015 est identique en Belgique et dans la moyenne de la zone euro. L'amélioration s'élève à 0,2 point de pourcentage du PIB et à 0,5 point de pourcentage du PIB respectivement.

[1] Les données pour la zone euro sont celles publiées par Eurostat le 21 avril 2016.


EVOLUTION DU TAUX D'ENDETTEMENT DES POUVOIRS PUBLICS (en % du PIB)
120
115
110
105
100
95
90
85
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015


COMPARAISON EUROPÉENNE DU SOLDE DE FINANCEMENT (en % du PIB)
2
0
-2
-4
-6
-8
-10
-12
-14
Zone euro
Belgique
Allemagne
Irlande
Grèce
Espagne
France
Italie
Pays-Bas
Autriche
Portugal
Finlande
2013
2014
2015


EVOLUTION DU SOLDE PRIMAIRE ET DU SOLDE DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS (en % du PIB)
8
6
4
2
0
-2
-4
-6
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
Solde primaire
Solde de financement


COMPARAISON EUROPÉENNE DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE (en % du PIB)
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
Zone euro
Belgique
Allemagne
Irlande
Grèce
Espagne
France
Italie
Pays-Bas
Autriche
Portugal
Finlande
2013
2014
2015

II. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2015

1. Besoins et moyens de financement

En 2015, le Trésor a dû financer un montant total de 41,04 milliards d'EUR. Ce montant a été de 1,14 milliard supérieur à celui repris dans son plan de financement, à savoir 39,90 milliards d'EUR.

Les raisons de cette légère augmentation des besoins de financement étaient, d'une part, l'augmentation du solde net à financer qui s'élevait à 9,01 milliards d'EUR, soit une hausse de 810 millions d'EUR par rapport aux prévisions[1] et, d'autre part, les rachats anticipés de dettes échéant en 2016 ou ultérieurement. Ces rachats se sont en effet élevés à 4,01 milliards d'EUR alors que le Trésor avait prévu 3,54 milliards d'EUR dans son plan de financement. Les remboursements des dettes à moyen et long termes à échéance finale se sont élevés à 28,02 milliards d'EUR ce qui correspond à une hausse de 140 millions d'EUR par rapport à ce qui était prévu.

Le Trésor a donc également émis un montant plus élevé de dettes à moyen et long termes que prévu. Il avait d'ailleurs anticipé cela dans sa révision du plan de financement du 16 juin 2015. C'est ainsi qu'un montant de 40,72 milliards d'EUR a été émis, soit 3,34 milliards d'EUR en plus qu'initialement escompté. Il s'est agi ici essentiellement d'OLO émises par le Trésor à concurrence de 35,64 milliards d'EUR.

Les Euro Medium term Notes et les Schuldscheine ont aussi fourni une part significative de 3,43 milliards d'EUR. En outre, les bons du Trésor – Fonds de vieillissement ont été refinancés pour un montant de 1,63 milliard d'EUR. Enfin, étant donné le niveau peu élevé des taux d'intérêt, la récolte des bons d'Etat (23 millions d'EUR) a de nouveau été décevante.

La hausse du financement à moyen et long termes a donc largement compensé l'augmentation des besoins, ce qui a aussi eu pour conséquence que la dette à court terme soit demeurée quasiment inchangée. Dans son plan de financement, le Trésor partait d'une hypothèse d'augmentation de la dette à court terme. Mais le montant en circulation sur les certificats de Trésorerie a même diminué de 1,12 milliard d'EUR.

[1] C'était entre autres à la suite des coûts d'annulation pour les swaps et swaptions qui ont été conclus dans le cadre de la couverture du programme d'émission (voir chapitre II.3.1 pour de plus amples informations).

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2015 (EN MILLIARDS D'EUR)				
	Plan de financement 2015		Réalisation au 31.12.2015	
I. Besoins bruts de financement 2015		**39,90**		**41,04**
1. Déficit budgétaire de l'Etat fédéral		8,20		9,01
• Déficit budgétaire (au sens strict)	8,20		9,01	
• Participations dans/prêts aux institutions financières et Etats souverains	0,00		0,00	
• Transferts au Fonds de vieillissement	0,00		0,00	
2. Dette venant à échéance en 2015		28,16		28,02
• Dette à moyen et long termes en EUR	28,16		28,02	
• Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0,00		0,00	
3. Préfinancement des titres échéant en 2016 et ultérieurement		3,54		4,01
• Rachats	3,54		4,01	
4. Autres besoins de financement		0,00		0,00
II. Moyens de financement (long et moyen termes)		**37,38**		**40,72**
1. Financement à moyen et long termes		35,75		39,09
• OLO	32,50		35,64	
• Euro Medium Term Notes/Schuldscheine	3,00		3,43	
• Instruments destinés aux particuliers	0,25		0,02	
• Autres	0,00		0,00	
2. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement		1,63		1,63
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0,00**		**0,03**
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie		**1,52**		**-1,12**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**1,00**		**1,40**

N.B. : Le total peut éventuellement ne pas correspondre à la somme des éléments en raison des arrondis.

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 2015, le Trésor du Royaume de Belgique a émis des OLO pour un montant total de 35,64 milliards d'EUR (contre un volume de 31,83 milliards d'EUR en 2014). Ce montant inclut en 2015 des émissions par syndication (EUR 13,00 milliards) ainsi que par adjudication (EUR 22,64 milliards).

Le calendrier indicatif des adjudications pour 2015 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. Trois syndications ont eu lieu en janvier, en février et en septembre 2015 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 7 adjudications sur les 10 prévues à l'origine.

2.1.1.1 Syndications

OLO 74 – 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 74. Ce faisant, le Trésor souhaitait en effet ajouter à sa courbe un nouvel emprunt de référence à 10 ans.

L'OLO 74, ayant comme échéance finale le 22 juin 2025, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers Barclays, BNP Paribas Fortis, ING et Natixis. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que "co-lead managers" et comme membres du "selling group".

Le total des ordres de près de 11 milliards d'EUR en provenance de plus de 160 investisseurs illustrait le grand intérêt que le marché avait pour cette nouvelle OLO à 10 ans. Ce volume et la bonne qualité du book ont permis d'émettre un montant total de EUR 5 milliards.

Le spread d'émission a été fixé à mid-swap +11 points de base, ce qui équivalait à +41,2 points de base au-dessus du "Bund 1,00% - 15 août 2024". Le coupon de cette OLO a été fixé à 0,80% et le prix d'émission à 99,177% équivalant à un rendement de 0,883%. Pour cette transaction, le rendement à l'émission était de 3 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

Pour le book building et l'allocation des ordres, le Trésor a, à nouveau, eu recours au système du "mixed pot" (voir page 20). 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 banques, les banques centrales et les entités publiques. Enfin, lors du placement de l'OLO 74, le Trésor a constaté un important intérêt de la part des investisseurs européens (82,44%).

OLO 75 – NOUVEAU BENCHMARK A 15 ANS

Le Trésor a continué son programme d'émission 2015 avec une deuxième syndication dans le courant du mois de février. Une nouvelle OLO a été émise en tant que benchmark dans le segment du 15 ans sur la courbe. Toutes les obligations dans cette partie de la courbe étaient en effet négociées à des prix très élevés étant donné le haut niveau de leurs coupons et en outre, il y avait un trou dans l'échéancier entre les OLO 2028 et 2032. L'échéance du 22 juin 2031 a été choisie pour pouvoir servir de benchmark à 15 ans pendant plusieurs années. En même temps, le Trésor a émis cet emprunt au moment où la BCE annonçait son programme de rachat d'obligations d'Etat, ce qui a généré des conditions de marché favorables.

L'OLO 75 porte un coupon de 1,00% et a été émise au prix de 99,061%, ce qui équivaut à un rendement de 1,063%, à mid-swap +4 points de base et correspond à un coût de 40,4 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "DBR 5,5% - janvier

2031". Le spread au-dessus de l'OAT 1,50% - 25 mai 2031 était, quant à lui, de 3,1 points de base.

Le rendement à l'émission s'est élevé à 2,5 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: BNP Paribas Fortis, Crédit Agricole, J.P. Morgan et Société Générale. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que "co-lead managers" et membres du "selling group".

Les ordres de placement se sont élevés à plus de 5 milliards d'EUR répartis sur 114 investisseurs et le montant finalement alloué s'est élevé à 4 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 (84% du total) et les USA ont représenté 16% de la transaction. Quant à la répartition par investisseur, elle s'est caractérisée par une forte participation des banques et des gestionnaires de fonds (86,39% de la transaction).

OLO 76 – NOUVEAU BENCHMARK A 23 ANS

Pour la troisième syndication de l'année, le Trésor a lancé une ligne à 23 ans en septembre avec comme échéance le 22 juin 2038. Après une période de grande volatilité pendant l'été de l'année sous revue (négociations difficiles avec la Grèce en juillet et inquiétudes concernant l'économie chinoise en août), le marché a commencé à se stabiliser au début du mois de septembre. C'est dans ce contexte que le Trésor a décidé de saisir l'opportunité d'émettre cette OLO à 23 ans.

Une longue maturité a été choisie entre les échéances existantes de 2035 et 2041, ce qui a permis de remplir l'échéancier. Le Trésor répondait ainsi à la demande des investisseurs qui cherchaient un moyen d'augmenter la duration de leur portefeuille. En outre, le Trésor a pu à nouveau se financer à bas coût sur le segment du long terme.

Cette OLO à long terme portant un coupon de 1,9% a été émise au prix de 99,382%, ce qui équivaut à un rendement de 1,934%, à mid-swap +34 points de base et correspond à un coût de 60,3 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "DBR 4,0% - juillet 2037". Le rendement à l'émission se situait à 9 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: HSBC, Morgan Stanley, RBS et Société Générale. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que "co-lead managers" et membres du "selling group".

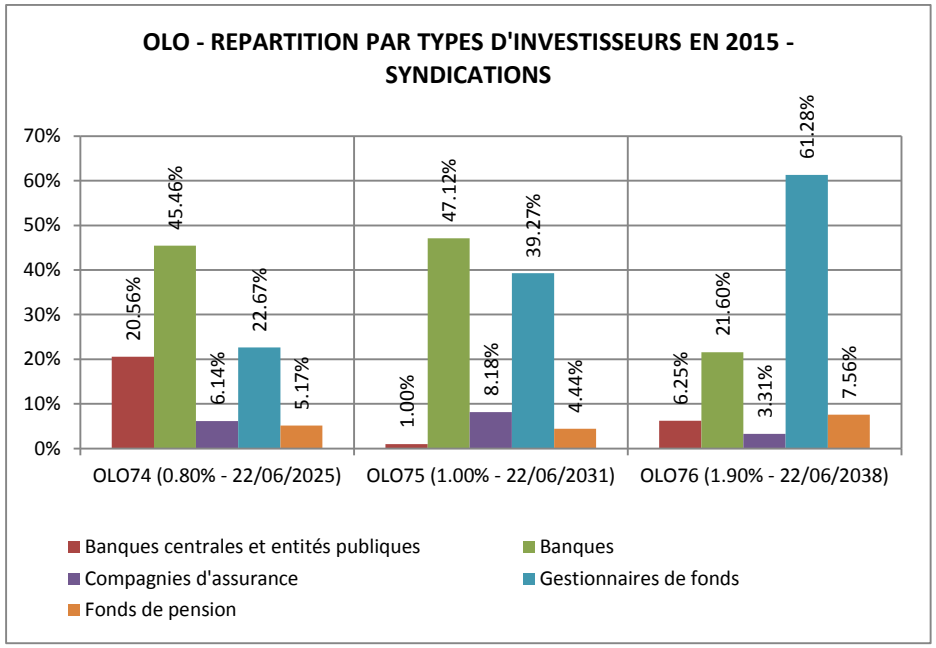
Les ordres de placement se sont élevés à plus de 7,5 milliards d'EUR répartis sur plus de 100 investisseurs et le montant finalement alloué s'est élevé à 4 milliards d'EUR.

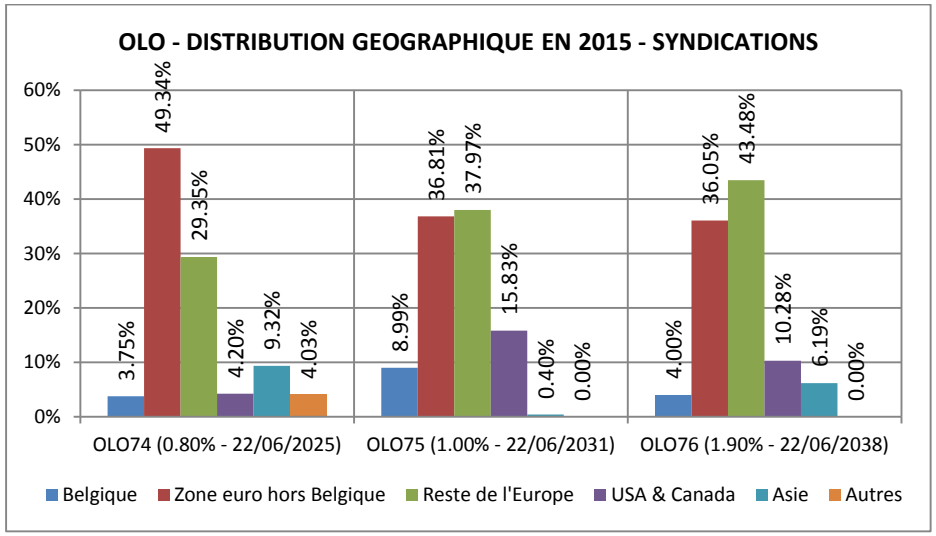
Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du "mixed pot".

Pour ce qui est de la répartition géographique, cette transaction a été concentrée en Europe avec 84% du total, les USA représentant 10,28% du deal. Quant à la répartition par investisseur, elle s'est caractérisée par une forte participation des banques et des gestionnaires de fonds (83% de la transaction).

RESULTATS DES SYNDICATIONS EN 2015 (en millions d'EUR)

Date d'émission	OLO	Échéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant émis	Prix	Rendement
07/01/2015	OLO74	22/06/2025	0,80%	BE0000334434	5 000	99,177%	0,883%
10/02/2015	OLO75	22/06/2031	1,00%	BE0000335449	4 000	99,061%	1,063%
09/09/2015	OLO76	22/06/2038	1,90%	BE0000336454	4 000	99,382%	1,934%
TOTAL					**13 000**		





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".

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.

Conformément au calendrier d’émission les adjudications sont organisées sur une base mensuelle à l’exception des mois d’août et de décembre étant donné le faible niveau d’activité durant les vacances d’été et la période de fin d’année. En principe, l’adjudication se déroule l’avant-dernier lundi du mois. La date de règlement de l’adjudication se tient deux jours plus tard (T+2), en principe le mercredi.

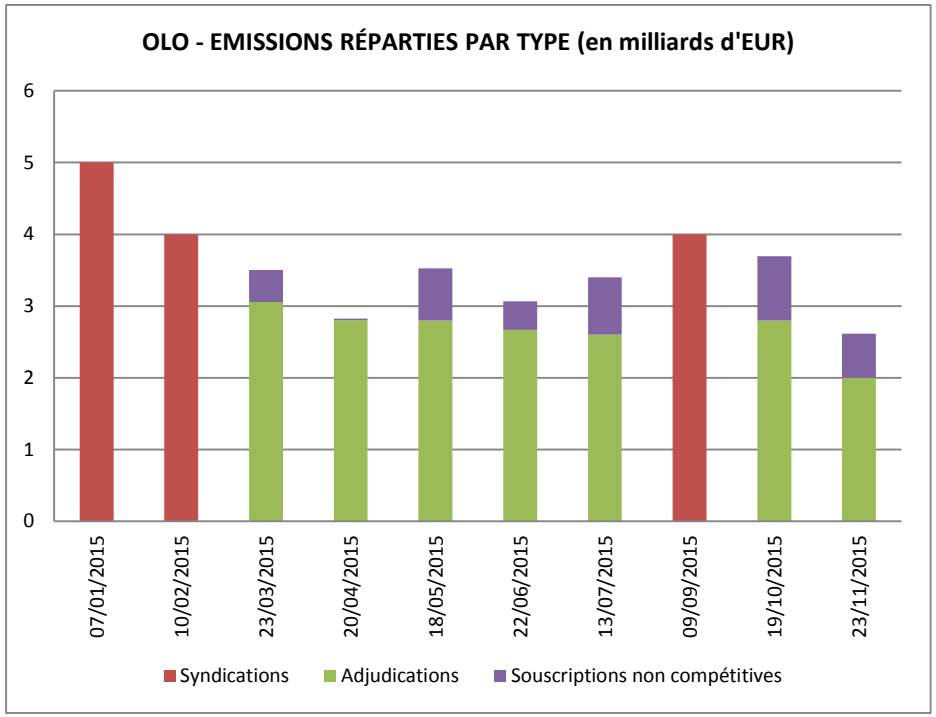
Le calendrier d’émission qui est toujours publié en décembre ne mentionne pas quelles lignes seront adjugées l’année suivante ni le nombre de lignes. Ces informations sont communiquées une semaine avant l’adjudication après consultation des primary dealers. Lors de cette concertation, la demande et les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

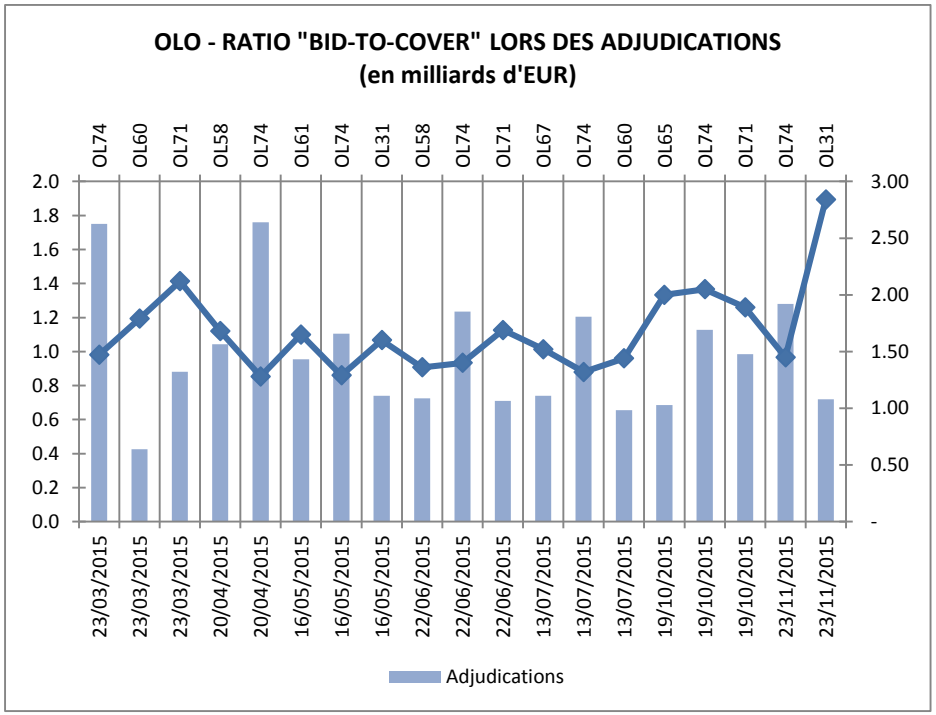
Trois lignes d’OLO ont été émises à chaque fois lors des adjudications de mars, mai, juin, juillet et octobre tandis que lors des deux autres adjudications, le Trésor a émis deux lignes.

Le nouvel emprunt de référence à 10 ans (OLO 74) 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 16,45 milliards d’EUR à la fin de l’année.

Les deux autres OLO émises en 2015, à savoir l’OLO 75 à 16 ans et l’OLO 76 à 23 ans n’ont plus été proposées lors des adjudications.

Le Trésor peut toujours décider d’annuler une adjudication lorsqu’une syndication a lieu dans le mois concerné. Cela s’est produit en janvier, février et en septembre lors du lancement des OLO 74, 75 et 76.





Finalement, il y a eu en tout sept adjudications qui ont rapporté un montant global de 22,64 milliards d'EUR, à savoir 18,73 milliards d'EUR au tour compétitif des adjudications et 3,91 milliards d'EUR lors du tour non compétitif. Le montant moyen émis par tour compétitif s'est élevé à 2,68 milliards d'EUR.

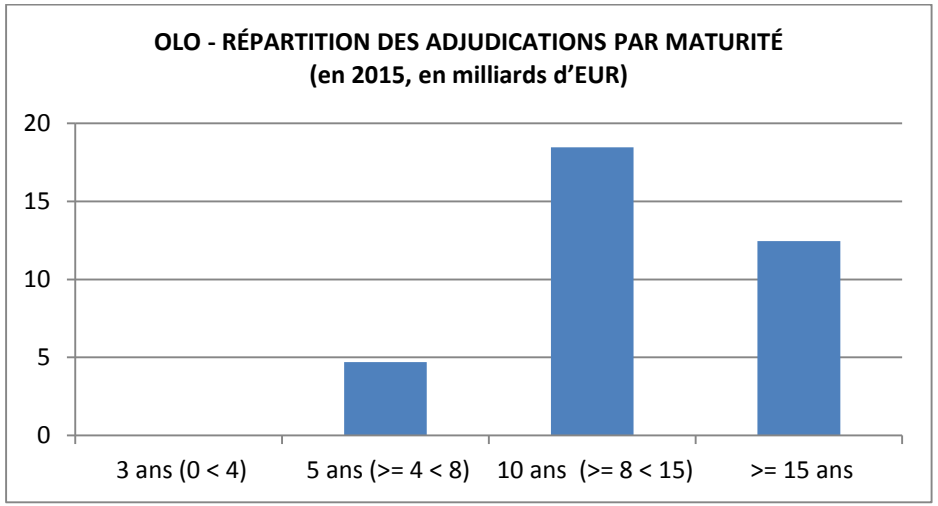
Pour l'ensemble des sept adjudications, le ratio bid-to-cover s'est élevé en moyenne à 1,68 contre 2,28 en 2014 et 1,88 en 2013. Le ratio bid-to-cover est le rapport entre les montants offerts et les montants retenus. Il constitue un indicateur permettant de savoir si l'adjudication est suffisamment couverte par les offres et donc s'il y a assez de demande pour le papier. Le niveau de 1,68 indique que la demande d'OLO est toujours importante. Les valeurs extrêmes enregistrées pour ce ratio en 2015 étaient de 1,28 et 2,84 respectivement pour l'adjudication de l'OLO 74 (échéant le 22/06/2025) en avril et de l'OLO 31 (échéant le 28/03/2028) en novembre.

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 de l'intérêt porté par les primary dealers.

La "tail" de l'OLO 74, le "benchmark" à 10 ans qui a été présenté à chaque adjudication, a fluctué entre 0,23 et 0,44 cent. Pour les autres OLO qui ont été proposées lors des adjudications, la « tail » a affiché des valeurs extrêmes entre 0,10 et 2,32 cents.

Par rapport à l'année 2014, la part relative du segment du très long terme (supérieur à 10 ans) a augmenté pour passer de 39,25% à 40,63% et le montant émis est passé

dans ce segment de 12,49 milliards d'EUR à 14,48 milliards d'EUR. La part relative des maturités à court et moyen termes (jusqu'à 10 ans) a augmenté et est passée de 10,83% à 13,21%. Affichant une part relative de 46,17%, la demande pour le segment du 10 ans est restée particulièrement importante.



Par ailleurs, les primary et recognized dealers ont reçu les résultats des adjudications après en moyenne 5 minutes et 43 secondes, et ce à compter du moment où le délai d'introduction des offres est clôturé. Le temps le plus court a été de 3 minutes lors de l'adjudication d'OLO du mois de novembre. Le temps le plus long (11 minutes) a été enregistré lors de l'adjudication du 22 juin 2015.

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 5,68 milliards d'EUR dont 58,57% (soit 3,33 milliards d'EUR) ont effectivement été exercés (contre 46,52% en 2014). 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 579 millions d'EUR ont encore été souscrits, ce qui fait que les souscriptions non compétitives se sont finalement élevées en 2015 à 3,91 milliards d'EUR.

RESULTATS DES ADJUDICATIONS D'OLO EN 2015 (en millions d'EUR)

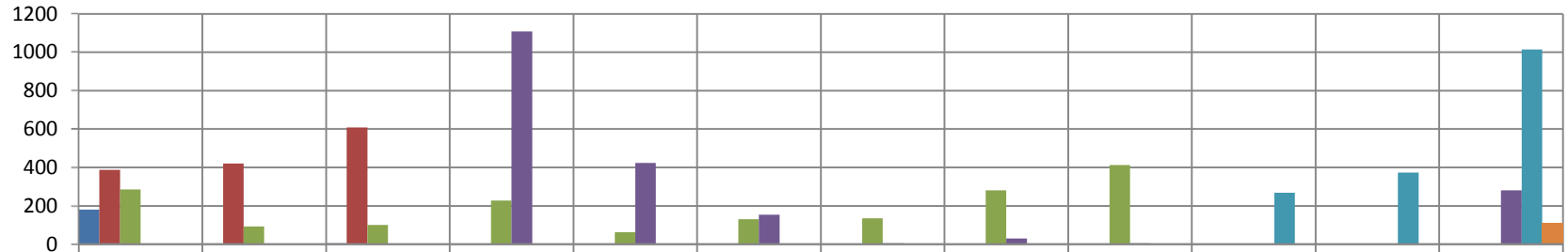
Date d'émission	OLO N°	Echéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant offert	Montant accepté (Compétitives)	Montant exercé (non compétitives)	Total accepté	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-Cover		Bid min/max	Prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Range Min	Range Max	Encours après adjudication
23/03/2015					**5 193**	**3 057**	**445**	**3 502**			**1,70**	→					2 800	3 500	
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	2 566	1 750	85	1 835	103,806	0,419	1,47		103,50/103,87	103,73	100,00	14			6 835,0
	OLO60	28-03-2041	4,25%	BE0000320292	760	425	145	570	175,859	0,946	1,79		175,47/175,95	175,80	100,00	11			14 925,0
	OLO71	22-06-2045	3,75%	BE0000331406	1 867	882	215	1 097	169,731	1,048	2,12		169,12/169,90	169,68	100,00	8			6 503,0
20/04/2015					**4 003**	**2 803**	**24**	**2 827**			**1,43**	→					2 000	2 800	
	OLO58	28-09-2020	3,75%	BE0000318270	1 748	1 043		1 043	120,725	-0,056	1,68		120,59/120,77	120,69	64,80	14			18 677,0
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	2 255	1 760	24	1 784	104,561	0,343	1,28		104,25/104,63	104,50	100,00	15			8 619,0
18/05/2015					**4 190**	**2 800**	**725**	**3 525**			**1,50**	→					2 000	2 800	
	OLO61	28-09-2021	4,25%	BE0000321308	1 575	955	104	1 059	124,385	0,364	1,65		124,10/124,41	124,36	100,00	11			15 980,0
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	1 430	1 105	329	1 434	98,672	0,939	1,29		98,40/98,71	98,64	100,00	14			10 053,0
	OLO31	28-03-2028	5,50%	BE0000291972	1 185	740	292	1 032	151,739	1,148	1,60		151,01/151,85	151,67	100,00	13			18 364,9
22/06/2015					**3 915**	**2 670**	**398**	**3 068**			**1,47**	→					2 000	2 800	
	OLO58	28-09-2020	3,75%	BE0000318270	985	725	84	809	117,653	0,358	1,36		117,45/117,69	117,60	100,00	13			19 486,0
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	1 730	1 235	314	1 549	95,718	1,259	1,40		95,40/95,82	95,67	100,00	12			11 602,0
	OLO71	22-06-2045	3,75%	BE0000331406	1 200	710		710	136,401	2,101	1,69		135,60/136,70	136,30	100,00	9			7 213,0
13/07/2015					**3 664**	**2 600**	**801**	**3 401**			**1,41**	→					1 800	2 600	
	OLO67	28-09-2019	3,00%	BE0000327362	1 125	740	226	966	111,837	0,173	1,52		111,70/111,87	111,81	100,00	11			12 662,0
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	1 594	1 205	364	1 569	94,958	1,345	1,32		94,62/95,02	94,94	100,00	13			13 171,0
	OLO60	28-03-2041	4,25%	BE0000320292	945	655	211	866	141,085	2,152	1,44		140,89/141,35	141,01	100,00	9			15 791,0
19/10/2015					**5 547**	**2 798**	**897**	**3 695**			**1,98**	→					2 300	2 800	
	OLO65	28-09-2022	4,25%	BE0000325341	1 371	686	143	829	126,512	0,372	2,00		126,30/126,53	126,50	100,00	9			16 246,0
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	2 311	1 127	517	1 644	99,466	0,857	2,05		99,01/99,51	99,45	78,90	11			14 815,0
	OLO71	22-06-2045	3,75%	BE0000331406	1 865	985	237	1 222	143,432	1,838	1,89		141,00/143,61	143,32	100,00	11			8 435,0
23/11/2015					**3 905**	**2 000**	**617**	**2 617**			**1,95**	→					1 500	2 000	
	OLO74	22-06-2025	0,80%	BE0000334434	1 860	1 280	357	1 637	99,898	0,811	1,45		99,40/99,96	99,83	100,00	13			16 452,0
	OLO31	28-03-2028	5,50%	BE0000291972	2 045	720	260	980	150,678	1,088	2,84		149,00/150,74	150,63	100,00	10			19 344,9
TOTAL								22 635											

LIGNES ET ENCOURS DES OLO AU 31.12.2015 (en EUR) [1]								
Maturité		Coupon	Code ISIN	N°	Net disponible	Rachats en portefeuille	Titres scindés	Scindable?
2016	15/02	FRN	BE0000322314	62	3 000 000 000,00	-		
	28/03	2,75	BE0000319286	59	7 587 500 000,00	2 006 500 000,00		X
	28/09	3,25	BE0000307166	47	11 326 000 000,00	1 658 000 000,00	39 240 000,00	X
2017	28/03	4	BE0000309188	49	11 066 000 000,00	110 000 000,00		X
	28/06	3,5	BE0000323320	63	13 234 000 000,00	-		X
	28/09	5,5	BE0000300096	40	8 437 637 800,00	-	202 920 689,52	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	12 662 000 000,00	-	15 469 327,44	X
2020	28/09	3,75	BE0000318270	58	19 486 000 000,00	-	34 366 077,26	X
2021	28/09	4,25	BE0000321308	61	15 980 000 000,00	-	53 581 055,16	X
2022	28/03	4	BE0000308172	48	14 084 000 000,00	-		X
	28/09	4,25	BE0000325341	65	16 246 000 000,00	-	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
2025	22/06	0,8	BE0000334434	74	16 452 000 000,00	-		X
2026	28/03	4,5	BE0000324336	64	9 040 000 000,00	-		X
2028	28/03	5,5	BE0000291972	31	19 344 939 136,01	-	2 693 924 209,66	X
2031	22/06	1	BE0000335449	75	4 000 000 000,00	-		X
2032	28/03	4	BE0000326356	66	8 204 000 000,00	-	252 173 682,51	X
2034	22/06	3	BE0000333428	73	6 147 000 000,00	-		X
2035	28/03	5	BE0000304130	44	19 164 692 800,00	-	2 837 527 029,81	X
2038	22/06	1,9	BE0000336454	76	4 000 000 000,00	-		X
2041	28/03	4,25	BE0000320292	60	15 791 000 000,00	-	2 633 473 381,30	X
2045	22/06	3,75	BE0000331406	71	8 435 000 000,00	-	356 000 000,00	X
					311 279 769 736,01	**3 774 500 000,00**		

Nombre de lignes : 27

[1] Disponible dans le marché (montant émis moins les rachats) au 31.12.2015.

2.1.1.4 Rachats



	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUN	JUL	AOU	SEP	OCT	NOV	DEC
OLO 23 - Mars 2015	180	0	5									
OLO 56 - Mars 2015	388	421	608									
OLO 46 - Septembre 2015	286	92	100	227	63	131	135	280	413			
OLO 59 - Mars 2016				1109	423	153.5	5	30	5			281
OLO 47 - Septembre 2016										269	374	1015
OLO 49 - Mars 2017												110

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 2014, le Trésor avait débuté le rachat des lignes d'OLO 23 (échéant le 28 mars 2015), 56 (échéant le 28 mars 2015) et 46 (échéant le 28 septembre 2015). Au cours des trois premiers mois de l'année 2015, le Trésor a encore racheté pour 185 millions d'EUR de l'OLO 23, ce qui a porté le montant total racheté à 1,32 milliard d'EUR. Ce montant représentait 21,28% du montant total émis. En 2014, le Trésor avait également déjà racheté 2,91 milliards de l'OLO 56, ce qui fait que, ajoutés au 1,42 milliard d'EUR de rachats en 2015, le montant à

rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 5,46 milliards d'EUR, soit une diminution de 44,21%.

Le rachat de l'OLO 46 a débuté en octobre 2014 et s'est poursuivi jusqu'en septembre 2015. Le montant qui a pu être racheté en 2015 s'est élevé à 1,73 milliard d'EUR. En tenant compte des 739 millions d'EUR rachetés en 2014, le montant en circulation à l'échéance finale a pu être ramené à 8,83 milliards d'EUR, ce qui représente une diminution de 21,83% par rapport à l'encours avant rachats.

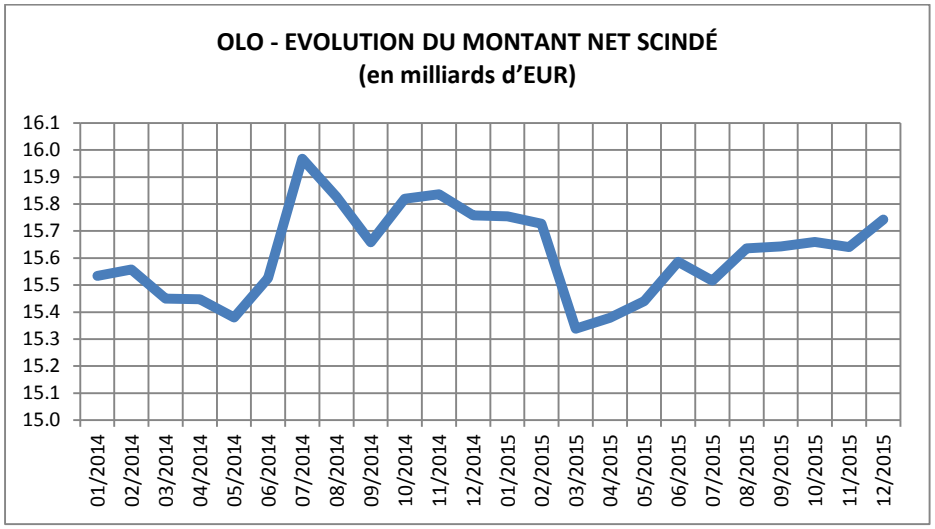
Dès le mois d'avril 2015, le Trésor a commencé à racheter l'OLO 59 (échéant le 28 mars 2016). Le montant en circulation sur ces OLO s'élevait initialement à 9,59 milliards d'EUR dont le Trésor a racheté 2,01 milliards d'EUR, soit 20,91%.

A partir du mois d'octobre 2015, les rachats ont débuté sur l'OLO 47 (échéant le 28 septembre 2016). Au cours des derniers mois de 2015, les rachats sur cette OLO se sont montés au total à 1,66 milliard d'EUR de sorte que le montant en cours a diminué pour atteindre 11,33 milliards d'EUR, soit une diminution de 12,77%.

A la fin 2015, le Trésor a exceptionnellement racheté à une administration publique 110 millions d'EUR de l'OLO 49 qui arrivait seulement à échéance finale le 28 mars 2017.

Au total, le Trésor a racheté en 2015 7,10 milliards d'EUR dans 6 lignes d'OLO : 3,33 milliards d'EUR dans les trois lignes échéant en 2015, 3,66 milliards d'EUR dans les deux lignes échéant en 2016 et finalement 110 millions d'EUR de l'OLO 49 échéant en 2017.

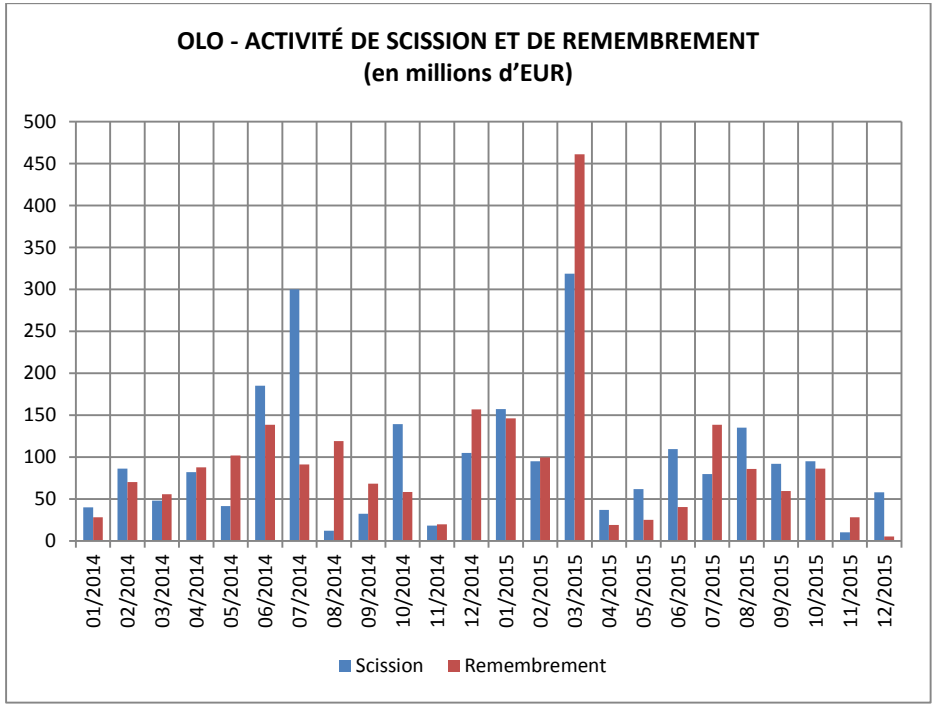
2.1.1.5 Strips



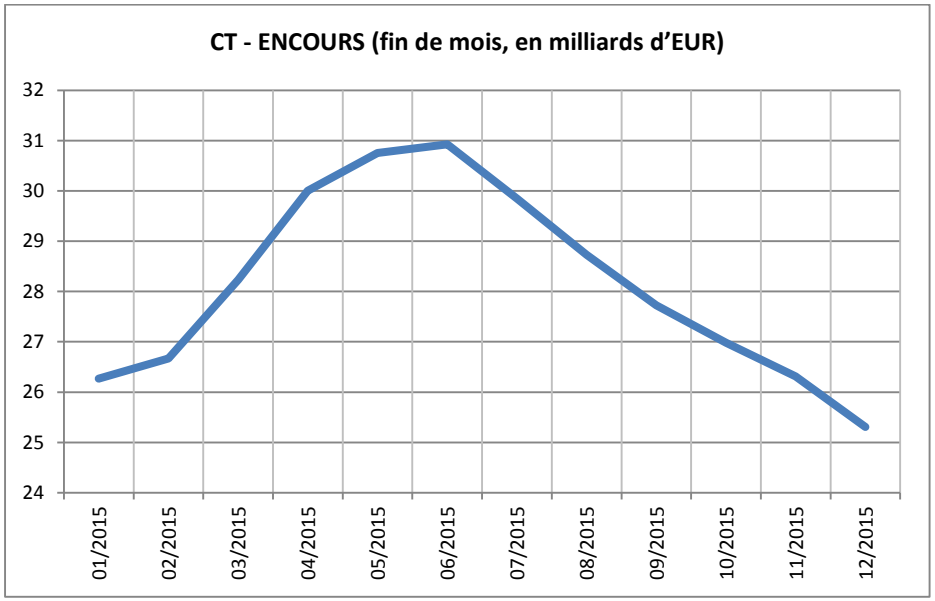
Tout comme en 2014, le marché des strips sur OLO a stagné en 2015 sur le plan des volumes négociés. Le montant des OLO scindées (1,246 milliard d'EUR) a été pratiquement équivalent à celui des remembrements d'OLO (1,193 milliard d'EUR). Les facteurs qui ont freiné le fonctionnement du marché des strips sont le niveau peu élevé des rendements, le caractère relativement plat de la courbe des taux ainsi que l'absence de nouvelles lignes d'OLO portant comme échéance d'intérêt le 28 mars ou le 28 septembre.

L'on notera comme point positif le démarrage de l'activité de stripping sur les lignes ayant comme échéance d'intérêt le 22 juin. A la fin décembre, le Trésor enregistrait ainsi un encours en BE-strips de 356 millions d'EUR sur l'OLO 71. Il y a également eu un recours à la facilité de fongibilité grâce à laquelle les BE-strips illiquides à court terme représentant des paiements d'intérêt ont été reconstitués en OLO dotées de la même échéance finale. L'utilisation de cette facilité de fongibilité des BE-strips de même maturité a permis de générer un montant de 20,4 millions d'EUR de nouvelles OLO sur les lignes du 22 juin.

En outre, le marché secondaire des BE-strips a été transparent. Sur les plates-formes de trading électronique, le marché a affiché des spreads bid/offer de 2 points de base pour les BE-strips. Le fait également que 11 primary dealers et recognized dealers aient pris part aux activités de scission et de reconstitution illustre bien l'intérêt existant pour les BE-strips.



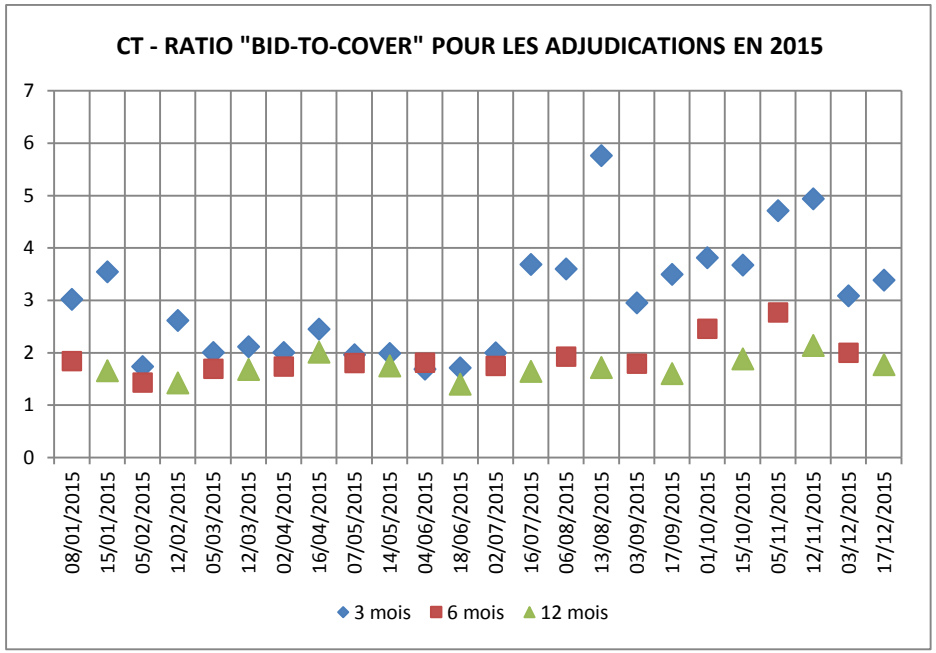
2.1.2 Certificats de Trésorerie (CT)



En 2015, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 25 à 31 milliards d'EUR. Les encours ont augmenté dans la première moitié de l'année pour atteindre en juin ce pic de 31 milliards d'EUR. Ils ont ensuite diminué graduellement pour s'approcher de l'objectif du plan de financement.

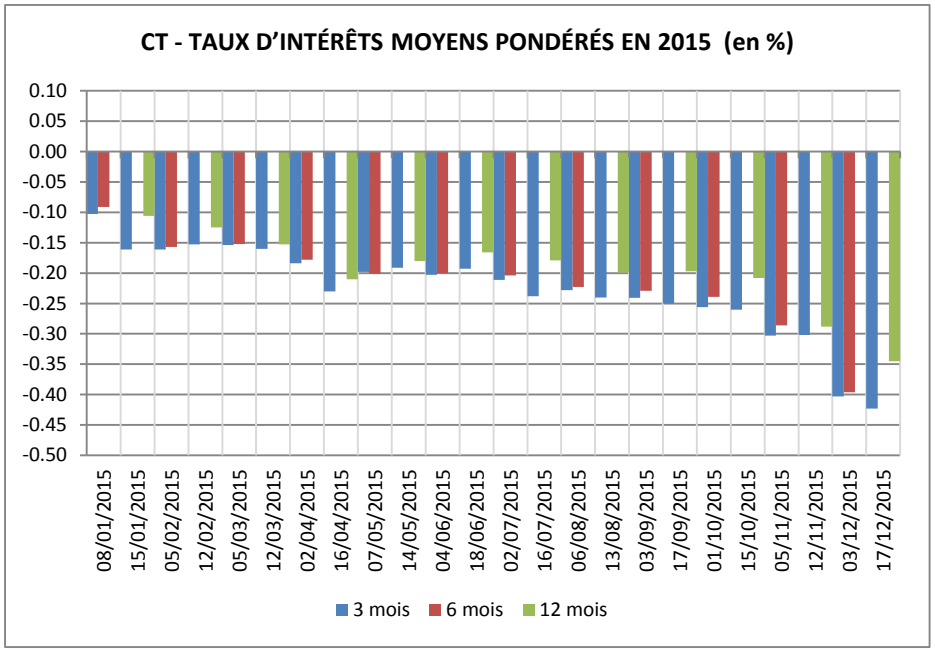
Durant l'année sous revue, le calendrier de base des émissions de certificats de Trésorerie est resté inchangé par rapport à l'année précédente. Il s'agit donc de deux adjudications par mois – l'une en début de mois sur les maturités à 3 et 6 mois et l'autre en milieu de mois sur les maturités à 3 et 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.

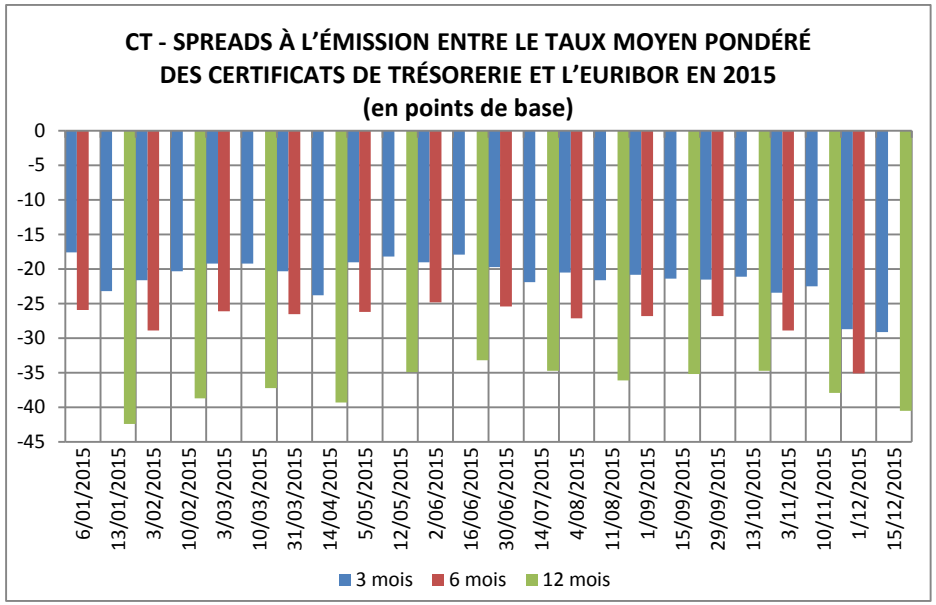


La moyenne de ce ratio s'est élevée à 2,997 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par adjudication de 2,009 milliards d'EUR, à 1,916 pour celui du 6 mois, avec un montant moyen offert de 1,970 milliard d'EUR et enfin à 1,723 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2,565 milliards d'EUR.

Ces ratios sont restés relativement stables mais très 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 inférieur à 2. A partir du mois de juillet, ce ratio a significativement augmenté, reflétant une baisse des émissions sur ce segment de maturité.



Les taux moyens pondérés résultant des adjudications et repris dans le graphique ci-dessus ont été négatifs lors de chaque adjudication sur les trois termes en 2015. Les taux moyens pondérés sur le segment du 3 mois ont ainsi évolué en 2015 dans une fourchette allant de -0,103% à -0,423%. Pour le segment du 6 mois, la fourchette a été de -0,091% à -0,396%. Quant au segment du 12 mois, il s'est agi d'une fourchette allant de -0,106% à -0,345%. Après une évolution à la baisse relativement lente des taux sur tous les termes pendant les 10 premiers mois de l'année sous revue, les prémices d'une annonce de baisse des taux de la BCE ont entraîné les taux dans une baisse plus rapide et négative sur les trois termes au cours des deux derniers mois de l'année.



Le graphique ci-dessus illustre l'évolution relativement stable 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 -21 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 -37 points de base.

En 2015, les primary dealers ont profité de l'opportunité qui leur était offerte d'obtenir, via les soumissions non compétitives, des certificats de Trésorerie au taux moyen pondéré de l'adjudication de manière plus significative : 4% du volume potentiel en 2015 contre 1% en 2014. De manière générale, on constate que les montants de ces souscriptions varient en fonction des conditions de marché.

RESULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRESORERIE EN 2015 (en millions d'EUR)

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
06/01/2015				**3 695**	**1 650**	**114**	**1 764**			**2,24**	→						1 500	2 000		
	16-04-2015	BE0312717862	3	1 690	560	41	601	100,028	-0,103	3,02		100,010/100,031	100,027	100,00	10	-17,64			2 402	
	18-06-2015	BE0312719884	6	2 005	1 090	73	1 163	100,041	-0,091	1,84		10,038/100,045	100,038	100,00	14	-25,89			1 515	
13/01/2015				**4 155**	**1 920**	**112**	**2 032**			**2,16**	→						1 700	2 100		3 952
	16-04-2015	BE0312717862	3	1 825	515		515	100,041	-0,161	3,54		100,020/100,041	100,039	100,00	8	-23,18			3 003	
	14-01-2016	BE0312726954	12	2 330	1 405	112	1 517	100,107	-0,106	1,66		100,080/100,119	100,100	21,82	14	-42,41				
03/02/2015				**3 150**	**2 010**	**0**	**2 010**			**1,57**	→						2 000	2 400		
	14-05-2015	BE0312718878	3	1 560	900		900	100,044	-0,161	1,73		100,000/100,047	100,041	100,00	14	-21,58			2 642	
	16-07-2015	BE0312720890	6	1 590	1 110		1 110	100,070	-0,157	1,43		100,000/100,081	100,066	11,11	14	-28,88			1 255	
10/02/2015				**4 390**	**2 407**	**0**	**2 407**			**1,82**	→						1 900	2 400		4 024
	14-05-2015	BE0312718878	3	2 110	806		806	100,039	-0,153	2,62		100,017/100,041	100,038	76,47	9	-20,31			3 542	
	11-02-2016	BE0312727960	12	2 280	1 601		1 601	100,126	-0,125	1,42		100,070/100,137	100,121	63,53	15	-38,70				
03/03/2015				**4 055**	**2 215**	**0**	**2 215**			**1,83**	→						2 000	2 500		
	18-06-2015	BE0312719884	3	1 945	970		970	100,045	-0,154	2,01		100,035/100,048	100,043	100,00	13	-19,22			2 678	
	13-08-2015	BE0312721906	6	2 110	1 245		1 245	100,068	-0,152	1,69		100,050/100,073	100,065	100,00	13	-26,09			1 230	
10/03/2015				**5 390**	**2 883**	**106**	**2 989**			**1,87**	→						2 400	2 900		3 642
	18-06-2015	BE0312719884	3	2 650	1 253	37	1 290	100,044	-0,160	2,11		100,030/100,047	100,042	83,05	13	-19,20			3 648	
	10-03-2016	BE0312728976	12	2 740	1 630	69	1 699	100,155	-0,153	1,68		100,140/100,163	100,151	100,00	12	-37,24				
31/03/2015				**4 560**	**2 445**	**80**	**2 525**			**1,87**	→						2 000	2 500		
	16-07-2015	BE0312720890	3	2 385	1 190	40	1 230	100,054	-0,184	2,00		100,001/100,056	100,051	100,00	13	-20,26			2 365	
	17-09-2015	BE0312722912	6	2 175	1 255	40	1 295	100,083	-0,178	1,73		100,001/100,088	100,081	100,00	13	-26,54			1 430	
14/04/2015				**6 090**	**2 755**	**0**	**2 755**			**2,21**	→						2 400	2 900		3 518
	16-07-2015	BE0312720890	3	3 050	1 245		1 245	100,058	-0,230	2,45		100,042/100,061	100,056	100,00	13	-23,79			3 595	
	14-04-2016	BE0312729016	12	3 040	1 510		1 510	100,212	-0,210	2,01		100,190/100,219	100,208	33,73	13	-39,27				
05/05/2015				**4 405**	**2 340**	**0**	**2 340**			**1,88**	→						2 000	2 500		
	13-08-2015	BE0312721906	3	2 285	1 165		1 165	100,054	-0,198	1,96		100,038/100,057	100,052	100,00	13	-18,98			2 475	
	15-10-2015	BE0312723928	6	2 120	1 175		1 175	100,090	-0,201	1,80		100,070/100,093	100,087	100,00	12	-26,17			1 365	
12/05/2015				**5 020**	**2 700**	**53**	**2 753**			**1,86**	→						2 200	2 700		4 348
	13-08-2015	BE0312721906	3	2 510	1 265	53	1 318	100,048	-0,191	1,98		100,040/100,051	100,047	100,00	12	-18,21			3 640	
	12-05-2016	BE0312730022	12	2 510	1 435		1 435	100,182	-0,180	1,75		100,160/100,188	100,178	100,00	13	-34,89				
02/06/2015				**4 270**	**2 446**	**0**	**2 446**			**1,75**	→						2 000	2 500		
	17-09-2015	BE0312722912	3	2 090	1 240		1 240	100,059	-0,203	1,69		100,045/100,068	100,057	100,00	13	-19,04			2 725	
	12-11-2015	BE0312724934	6	2 180	1 206		1 206	100,090	-0,200	1,81		100,070/100,095	100,087	33,33	13	-24,85			1 275	
16/06/2015				**4 020**	**2 606**	**53**	**2 659**			**1,54**	→						2 200	2 700		4 938
	17-09-2015	BE0312722912	3	2 060	1 203	26	1 229	100,049	-0,193	1,71		100,042/100,052	100,048	89,07	11	-17,89			3 965	

	16-06-2016	BE0312731038	12	1 960	1 403	27	1 430	100,168	-0,166	1,40		100,140/100,180	100,162	60,71	15	-33,23				
30/06/2015				**3 190**	**1 715**	**0**	**1 715**			**1,86**	→						1 500	1 900		
	15-10-2015	BE0312723928	3	1 540	770		770	100,062	-0,211	2,00		100,050/100,065	100,060	100,00	11	-19,73			2 540	
	17-12-2015	BE0312725949	6	1 650	945		945	100,095	-0,204	1,75		100,080/100,101	100,093	100,00	12	-25,44			1 700	
14/07/2015				**4 310**	**2 001**	**46**	**2 047**			**2,15**	→						1 700	2 100		4 840
	15-10-2015	BE0312723928	3	1 845	501	15	516	100,060	-0,238	3,68		100,000/100,062	100,058	50,00	13	-21,92			3 310	
	14-07-2016	BE0312732044	12	2 465	1 500	31	1 531	100,180	-0,179	1,64		100,160/100,190	100,175	50,00	15	-34,65				
04/08/2015				**4 593**	**1 865**	**0**	**1 865**			**2,46**	→						1 500	1 900		
	12-11-2015	BE0312724934	3	2 158	600		600	100,062	-0,228	3,60		100,050/100,064	100,061	100,00	8	-20,54			2 481	
	14-01-2016	BE0312726954	6	2 435	1 265		1 265	100,100	-0,223	1,92		100,085/100,103	100,097	100,00	14	-27,06			1 517	
11/08/2015				**5 340**	**1 924**	**41**	**1 965**			**2,78**	→						1 700	2 100		4 958
	12-11-2015	BE0312724934	3	2 905	504		504	100,061	-0,240	5,76		100,040/100,077	100,058	26,67	4	-21,57			3 081	
	11-08-2016	BE0312733059	12	2 435	1 420	41	1 461	100,201	-0,199	1,71		100,185/100,210	100,197	100,00	14	-36,06				
01/09/2015				**4 170**	**1 905**	**0**	**1 905**			**2,19**	→						1 700	2 100		
	17-12-2015	BE0312725949	3	1 935	655		655	100,070	-0,241	2,95		-0,249/-0,200	-0,232	100,00	9	-20,80			2 645	
	11-02-2016	BE0312727960	6	2 235	1 250		1 250	100,102	-0,229	1,79		-0,240/-0,180	-0,225	100,00	11	-26,80			1 601	
15/09/2015				**4 995**	**2 280**	**0**	**2 280**			**2,19**	→						1 900	2 300		5 194
	17-12-2015	BE0312725949	3	2 480	710		710	100,063	-0,250	3,49		-0,265/-0,190	-0,241	100,00	8	-21,40			3 300	
	15-09-2016	BE0312734065	12	2 515	1 570		1 570	100,200	-0,197	1,60		-0,210/-0,180	-0,193	100,00	14	-35,20				
29/09/2015				**3 321**	**1 126**	**5**	**1 131**			**2,95**	→						900	1 300		
	14-01-2016	BE0312726954	3	1 559	409	5	414	100,075	-0,256	3,81		-0,265/-0,220	-0,253	100,00	9	-21,50			2 782	
	10-03-2016	BE0312728976	6	1 762	717		717	100,107	-0,239	2,46		-0,250/-0,210	-0,233	100,00	8	-26,80			1 699	
13/10/2015				**4 470**	**1 950**	**0**	**1 950**			**2,29**	→						1 600	2 000		3 826
	14-01-2016	BE0312726954	3	1 635	445		445	100,066	-0,260	3,67		-0,265/-0,230	-0,258	100,00	6	-21,10			3 196	
	13-10-2016	BE0312735070	12	2 835	1 505		1 505	100,211	-0,208	1,88		-0,220/-0,190	-0,203	72,13	13	-34,70				
03/11/2015				**3 853**	**1 108**	**0**	**1 108**			**3,48**	→						900	1 300		
	11-02-2016	BE0312727960	3	1 908	405		405	100,082	-0,303	4,71		-0,323/-0,250	-0,295	57,14	8	-23,40			2 851	
	14-04-2016	BE0312729016	6	1 945	703		703	100,128	-0,286	2,77		-0,291/-0,250	-0,280	47,06	12	-28,90			1 510	
10/11/2015				**4 636**	**1 780**	**26**	**1 806**			**2,60**	→						1 600	2 000		3 585
	11-02-2016	BE0312727960	3	1 456	295		295	100,077	-0,302	4,94		-0,310/-0,260	-0,298	100,00	5	-22,50			3 256	
	10-11-2016	BE0312736086	12	3 180	1 485	26	1 511	100,292	-0,288	2,14		-0,295/-0,269	-0,284	100,00	12	-37,90				
01/12/2015				**3 853**	**1 108**	**0**	**1 108**			**3,48**	→						900	1 300		
	10-03-2016	BE0312728976	3	1 260	408		408	100,110	-0,403	3,09		-0,412/-0,350	-0,395	35,29	10	-28,70			2 416	
	12/05/2016	BE0312730022	6	1 430	715		715	100,177	-0,396	2,00		-0,408/-0,370	-0,385	7,69	13	-35,10			1 435	
15/12/2015				**3 850**	**1 807**	**0**	**1 807**			**2,13**							1 600	2 000		4 010
	10/03/2016	BE0312728976	3	1 365	403		403	100,099	-0,423	3,39		-0,430/-0,350	-0,420	69,09	8	-29,10			2 824	
	15/12/2016	BE0312737092	12	2 485	1 404		1 404	100,350	-0,345	1,77		-0,360/-0,300	-0,335	30,77	14	-40,50				
TOTAL							46 667													

Totaux	3M	6M	12M
Offres compétitives	18 417	12 676	17 868
Offres compétitives et non compétitives	18 634	12 789	18 174

Taux moyen	3M	6M	12M
	-0,227	-0,213	-0,196

2.1.3 Bons d'Etat

Pour la vingtième année consécutive, l'Etat belge a émis des bons d'Etat.

Ceux-ci sont des emprunts en EUR à moyen et long termes à revenu fixe et coupons annuels. Ils sont placés par l'intermédiaire "d'Etablissements placeurs" contractuellement liés au Trésor.

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

Depuis l'informatisation du Service des Grands–Livres, la possibilité est offerte aux particuliers ainsi qu'à certaines personnes morales de souscrire aux bons d'Etat en ligne, d'en effectuer le paiement ainsi que de consulter leur portefeuille. Il s'agit d'une application qui offre un service alliant convivialité, qualité et efficacité. Il est en outre à souligner qu'une inscription nominative auprès des Grands–Livres est entièrement gratuite pour son titulaire.

Le Trésor a émis en 2015 deux types de bons d'Etat pour la première période de souscription, à savoir les bons à 8 et 10 ans. Pour les trois autres périodes, le Trésor a émis un seul bon à 10 ans. Etant donné le contexte persistant de très faibles niveaux des taux d'intérêts, le Trésor a en effet décidé de n'émettre que le seul bon à 10 ans dans le souci d'offrir un taux légèrement supérieur.

Dans cet environnement, le montant total des souscriptions pour l'année sous revue s'est inscrit en baisse par rapport à l'année précédente. Ainsi, le montant souscrit pour 2015 s'est élevé à 23,2 millions d'EUR contre 49,5 millions d'EUR durant l'année 2014.

En ce qui concerne le marché secondaire, les bons d'Etat sont cotés sur 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.

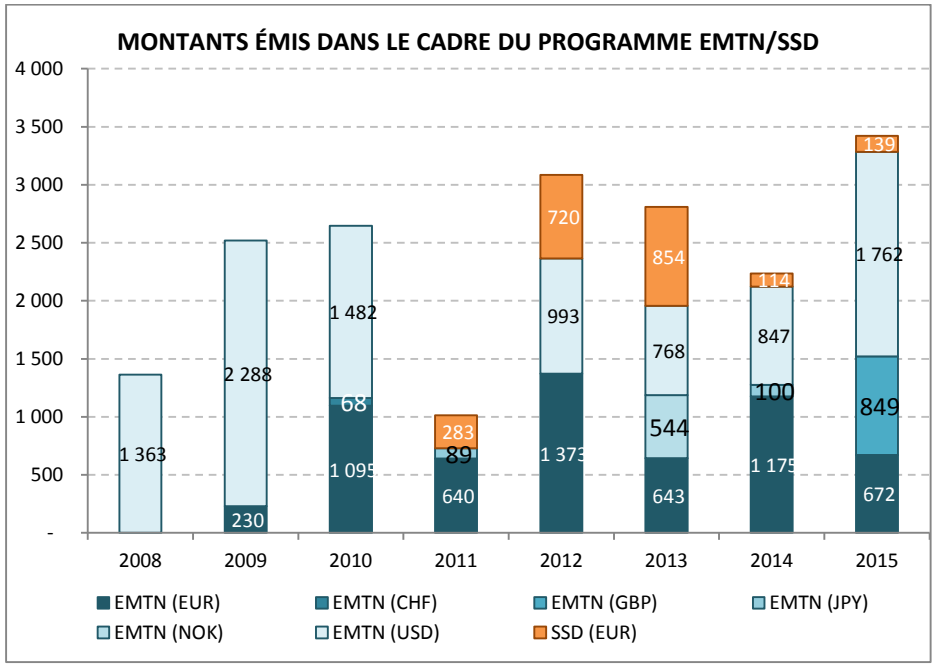
EMISSIONS DES BONS D'ETAT EN 2015				
Emissions	Bons d'Etat	Coupon	Prix	Total souscrit
04.03.2015	BE à 8 ans	0,30 %	100 %	649 000 EUR
	BE à 10 ans	0,60 %	100 %	2 842 000 EUR
			Total :	3 491 000 EUR
04.06.2015	BE à 10 ans	0,80 %	100 %	3 020 100 EUR
04.09.2015	BE à 10 ans	0,90 %	100 %	7 072 000 EUR
04.12.2015	BE à 10 ans	0,75 %	100 %	9 590 800 EUR
				23 173 900 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)



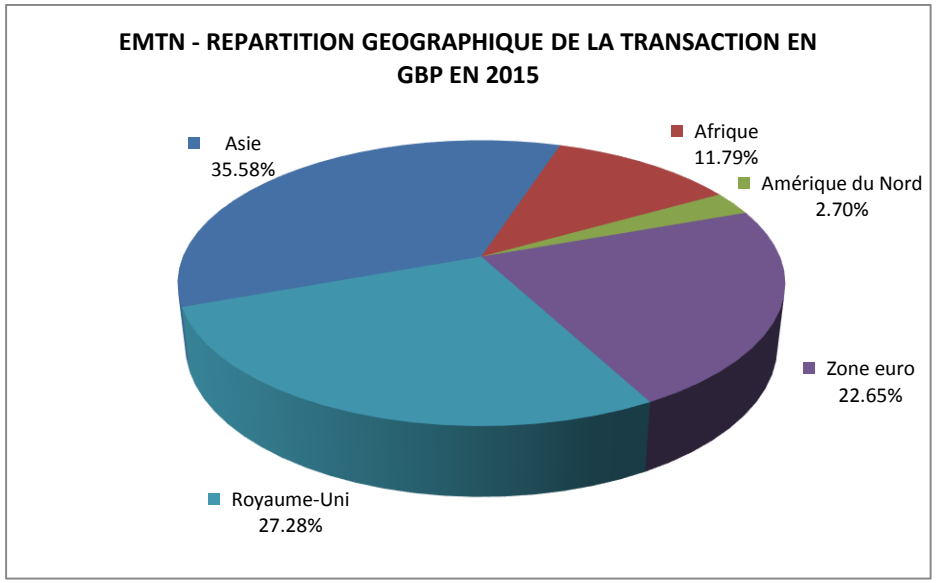
En 2015, les émissions sous le programme EMTN ont présenté un profil particulier. Tandis que le nombre de transactions (9) est resté en phase avec celui de l'année 2014, l'augmentation continue du volume moyen de ces émissions (365 millions d'EUR contre 303 millions d'EUR en 2014) ainsi qu'une série d'autres éléments ont été tout-à-fait remarquables : ainsi 80% de ces émissions ont été réalisées à des maturités inférieures à 4 ans. Après couverture du risque de change, le coût de financement moyen obtenu avec cette série de transactions a été vraiment marquant : -0,17%. Pour les 20% restants des émissions, la durée moyenne a également été remarquable avec pas moins de 26,6 années.

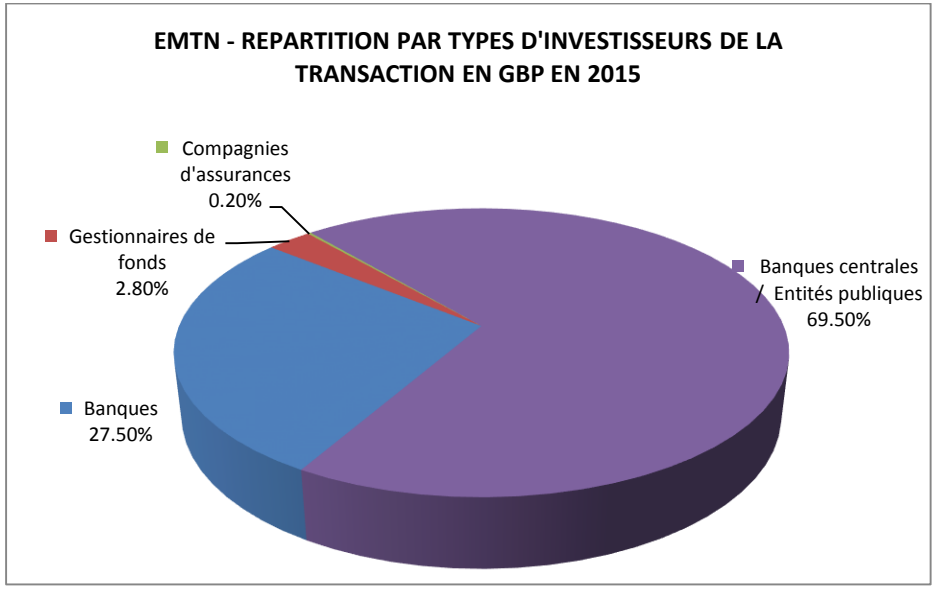
Les transactions réalisées sous le programme EMTN se sont en outre caractérisées par une série de nouveautés :

- comme cela a été le cas la plupart des années précédentes, les émissions ont surtout été effectuées en monnaies étrangères. En 2015, le Trésor a toutefois émis pour la première fois un « benchmark » en GBP ;
- jusqu'à présent, les charges d'intérêt après couverture des risques de change étaient exprimées en pourcentages nominaux fixes ou variables (liés à l'Euribor). En 2015, le Trésor a émis pour la première fois des obligations dont l'intérêt et le principal étaient indexés sur la base de l'inflation de la zone euro, le HICP hors tabac (voir aussi chapitre III, point stratégique 7). Ce risque n'a pas été couvert ;
- enfin, en 2015, le Trésor a émis pour la première fois dans la maturité la plus élevée sous le programme EMTN, à savoir 100 ans.

EMISSIONS D'EMTN EN 2015				
Valeur	Echéance	Montant	Contrevaleur	Type taux
05/03/2015	05/03/2018	2 000 000 000 USD	1 761 869 788 EUR	Fixe
19/03/2015	21/12/2018	500 000 000 GBP	707 925 000 EUR	Fixe
02/06/2015	21/12/2018	100 000 000 GBP	141 322 781 EUR	Fixe
18/06/2015	18/06/2035	150 000 000 EUR	150 000 000 EUR	Lié à l'inflation
18/06/2015	18/06/2040	150 000 000 EUR	150 000 000 EUR	Lié à l'inflation
26/06/2015	26/09/2018	189 096 000 EUR	189 096 000 EUR	Fixe
09/09/2015	09/09/2115	50 000 000 EUR	50 000 000 EUR	Fixe
17/11/2015	09/09/2115	25 000 000 EUR	25 000 000 EUR	Fixe
09/12/2015	09/06/2021	108 376 000 EUR	108 376 000 EUR	Fixe
			3 283 589 569 EUR	

Les deux transactions de référence en monnaies étrangères ont été souscrites et placées par des syndications de primary et recognized dealers : la transaction de 2 milliards de USD par Barclays, Citi, HSBC et Nomura ; la transaction de 500 millions de GBP (relevée ensuite à 600 millions de GBP) par RBS et Scotiabank. Lors de cette dernière transaction, l'on notera la part prise par les banques centrales et les entités publiques, comme l'illustrent les graphiques suivants.





2.2.2 Contrats de "Schuldscheine"

En 2014 et 2015, le Trésor a conclu moins de contrats sous le programme de "Schuldscheine" créé en 2011. En 2015, il s'est agi de deux transactions pour un montant global de 139 millions d'EUR. Ce type de contrat porte en général sur des montants moins élevés qu'il y a quelques années. Ceci est dû au niveau extrêmement bas des taux d'intérêt.

CONCLUSION DE CONTRATS DE SCHULDSCHEINE EN 2015		
Date valeur	Montant	Echéance
20/01/2015	84 000 000 EUR	20/01/2045
28/01/2015	55 000 000 EUR	28/01/2036
	139 000 000 EUR	

2.2.3 Euro Commercial Paper (ECP)[1]

En 2015, le Trésor a émis du papier commercial pour une contrevaleur de 25,8 milliards d'EUR. Comme pour les années précédentes le USD a représenté la principale monnaie d'émission. La part de marché du USD est ainsi passée de 88,61% en 2014 à 98,58% en 2015. Le succès du dollar en tant que monnaie d'émission est essentiellement dû au niveau positif des taux USD.

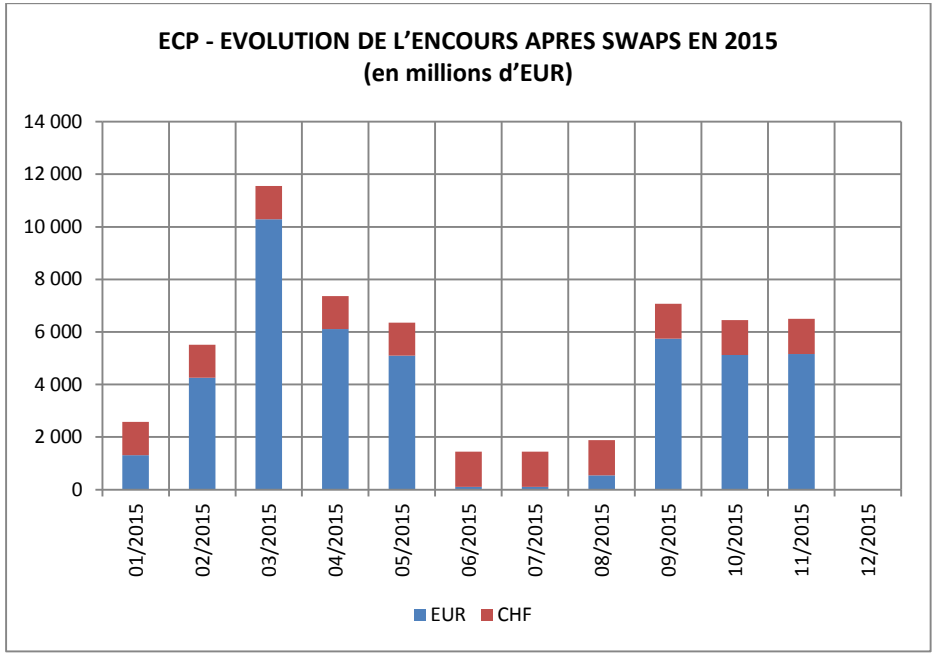
Après swaps, les rendements atteints en EUR se sont situés de 5 à 10 points de base en dessous du taux de la facilité de dépôt de la BCE ou du rendement des certificats de Trésorerie de maturités correspondantes.

En 2014, le Trésor a entamé une stratégie visant à remplacer les dealers moins actifs. Il en a résulté une meilleure répartition de l'activité en ECP parmi les dealers. En 2014, la part totale des deux meilleurs dealers du Trésor en EUR s'est élevée à pas moins de 82% et a diminué en 2015 pour atteindre 55%.

Enfin, comme pour les autres instruments financiers, le Trésor s'est efforcé d'améliorer le cadre d'émission des BTB (voir plus loin, chapitre III, point stratégique

[1] Dénommé « ECP » depuis janvier 2016 au lieu de « BTB », voir aussi chapitre III, point 5.

5). C'est ainsi que le « information memorandum » et le « dealer agreement » ont fait l'objet d'une révision. En outre, la gamme des devises à l'émission a été élargie. Auparavant, les émissions se faisaient dans la monnaie des membres de l'OCDE mais à partir de la fin 2015, les émissions peuvent se faire dans les monnaies pour lesquelles la BCE calcule quotidiennement un cours de référence.



2.2.4 Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement n'a pas reçu de nouveaux moyens en 2015.

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 2015. Le Fonds de vieillissement a replacé le capital et les intérêts en deux nouveaux "bons du Trésor – Fonds de vieillissement" ayant leur échéance en 2027 et 2028.

Au 31 décembre 2015, les réserves du Fonds de vieillissement s'élevaient à 21,53 milliards d'euros placés en "bons du Trésor-Fonds de vieillissement" avec des échéances s'étendant de 2016 à 2028.

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

PLACEMENTS "BONS DU TRÉSOR - FONDS DE VIEILLISSEMENT" - SITUATION AU 31.12.2015						
Titres " BT - FV "	Montant placé		Taux	Intérêts proratisés au 31.12.2015	Portefeuille au 31.12.2015	Montant à l'échéance finale
22/01/2004 - 15/04/2016	1 000 000 000,00	(1)	4,564 %	704 623 342,92	1 704 623 342,92	1 726 649 079,02
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000,00	(1)	4,671 %	725 521 857,17	1 725 521 857,17	1 830 675 165,94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000,00	(1)	4,744 %	740 048 065,40	1 740 048 065,40	1 934 933 570,10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000,00	(2)	4,202 %	722 725 872,90	1 972 725 872,90	2 258 592 546,19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000,00	(2)	4,246 %	732 063 043,78	1 982 063 043,78	2 369 231 756,61
20/05/2005 - 15/04/2021	442 653 633,07	(3)	3,764 %	212 851 807,68	655 505 440,75	797 041 035,55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202,07	(4)	4,019 %	237 010 834,05	792 639 036,12	995 830 949,11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398,98	(5)	4,329 %	78 626 706,42	255 290 105,40	319 446 696,28
29/07/2010 - 15/04/2022	955 744 555,41	(6)	3,649 %	205 353 454,68	1 161 098 010,09	1 454 746 084,10
28/10/2010 - 17/04/2023	619 003 211,29	(7)	3,649 %	126 297 346,70	745 300 557,99	968 034 074,05
15/04/2011 - 17/10/2022	630 519 393,87	(8)	4,370 %	140 978 901,38	771 498 295,25	1 031 807 640,16
17/10/2011 - 16/10/2023	700 000 000,00	(9)	4,055 %	127 529 443,88	827 529 443,88	1 128 040 710,06
17/10/2011 - 15/04/2024	197 230 872,37	(9)	4,109 %	36 442 981,97	233 673 854,34	326 308 870,32
16/04/2012 - 15/04/2024	1 200 000 000,00	(10)	3,801 %	178 261 886,38	1 378 261 886,38	1 878 040 084,11
16/04/2012 - 15/04/2025	226 758 894,00	(10)	3,836 %	34 006 861,01	260 765 755,01	369 970 985,12
14/12/2012 - 15/04/2025	425 297 020,86	(11)	2,684 %	35 778 388,71	461 075 409,57	589 768 101,31
25/04/2013 - 15/10/2025	800 000 000,00	(12)	2,378 %	52 156 081,16	852 156 081,16	1 072 698 336,95
25/04/2013 - 15/04/2026	706 014 395,39	(12)	2,444 %	47 344 946,08	753 359 341,47	965 957 434,27
15/04/2014 - 15/10/2026	800 000 000,00	(13)	2,488 %	34 434 763,04	834 434 763,04	1 087 893 592,97
15/04/2014 - 15/04/2027	749 902 169,97	(13)	2,532 %	32 863 485,55	782 765 655,52	1 038 210 244,80
15/04/2015 - 15/10/2027	1 000 000 000,00	(14)	0,547 %	3 905 399,02	1 003 905 399,02	1 070 567 596,62
15/04/2015 - 18/04/2028	632 358 619,37	(14)	0,580 %	2 619 957,01	634 978 576,38	681 798 900,55
Total :	**16 317 774 366,65**			**5 211 445 426,89**	**21 529 219 793,54**	**25 896 243 454,19**

Origine des fonds
(1) Fonds de pension Belgacom (3.000.000.000,00).
(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).
(14) Échéance finale BT-FV 15 avril 2015 (1.632.358.619,37).

3. Les Directives générales et la maîtrise des risques

3.1 Risques de refinancement et de refixation de taux, durée moyenne.

Tout comme en 2014, les risques de refinancement et de refixation de taux ont poursuivi leur tendance baissière en 2015.

Le risque de refinancement à 12 mois qui mesure le rapport entre les dettes échéant dans l'année et la dette totale a diminué, après une augmentation initiale jusqu'à 17,48% en avril 2015, pour atteindre 16,26% à la fin décembre 2015. Ceci correspond à une diminution de 0,44% sur une base annuelle : au début de l'année, ce risque était en effet encore de 16,70%.

Le risque de refinancement à 60 mois a connu une baisse marquée de 2,66% et ne se montait plus qu'à 46,42%.

Les Directives Générales[1] stipulaient que ces deux risques devaient toujours se trouver en dessous de 20,00% et 50,00% respectivement.

Le risque de refixation de taux à 12 mois mesure le rapport entre la dette pour laquelle il y aura une refixation de taux dans l'année et la dette totale. Il tient compte d'instruments émis à taux flottants ainsi que des swaps de taux d'intérêt. Ce risque a connu une diminution significative de 1,25% en 2015 et s'élevait à 15,00% à fin décembre. Le risque de refixation à 60 mois a affiché une diminution plus nette de 2,13% et s'élevait ainsi à 44,43% à la fin 2015. Durant toute l'année, ces deux risques devaient respecter les limites maximales de 20,00% et 55,00% respectivement.

Les risques de refinancement sont restés limités entre autres via le programme de couverture que le Trésor avait mis en œuvre en 2014 et grâce auquel il avait en partie fixé les taux à l'émission en 2015 et 2016 (voir l'encart ci-après).

En 2015, la durée moyenne pondérée a augmenté de 0,35 année pour atteindre 7,96 années. Les Directives Générales établissaient une valeur minimale de 7,50 années pour le premier semestre et 7,75 années pour le second.

Programme de couverture 2015-2016 au moyen de swaps et de swaptions

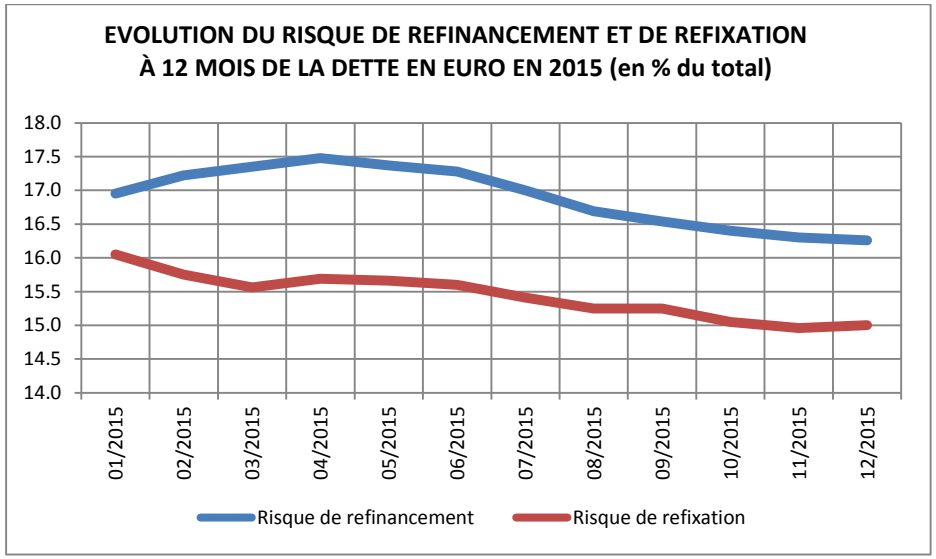
Dans le courant du second semestre 2014, le Trésor avait décidé d'avoir recours à la possibilité de verrouiller les taux à l'émission de 2015 et 2016 à des niveaux très bas. Au cours du premier semestre, les taux belges avaient en effet à nouveau fortement diminué et cette baisse s'était encore poursuivie durant les mois d'été. Dans le cas d'une augmentation des taux de marché au dessus des niveaux fixés, le Trésor recevrait les sommes nécessaires avec lesquelles il pourrait payer ces taux plus élevés et ce, durant plusieurs années.

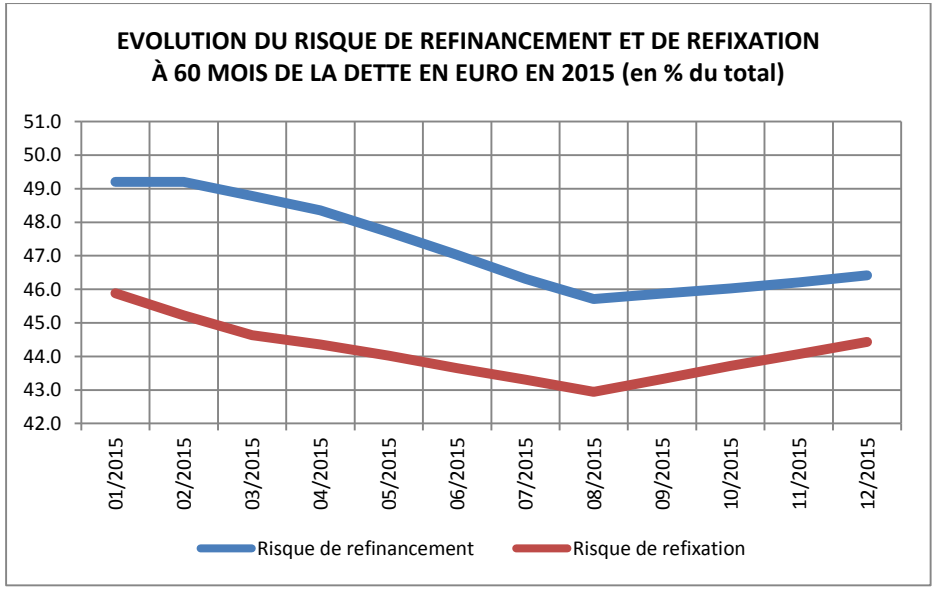
Si, dans le cas contraire, les taux se situaient à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été établis, le Trésor devrait dédommager les contreparties et donc se passer de l'avantage du niveau moins élevé des taux sur les nouvelles émissions.

Un montant de 13,450 milliards d'EUR a été couvert pour l'année 2015. Durant cette année, les taux sont restés moins élevés que les niveaux auxquels la couverture a été effectuée et le Trésor a donc dû payer au total 1,020 milliard d'EUR aux contreparties des swaps et des swaptions.

En 2015, le Trésor a cependant émis – sans tenir compte de la dette émise envers le Fonds de vieillissement – pour un montant de 39,09 milliards d'EUR à ces taux très bas. Par rapport aux niveaux des taux du mois de septembre 2014, lorsque le programme de couverture a été entamé, cela représente une économie sur les coûts en intérêts futurs pouvant être estimée à 2,094 milliards d'EUR. L'économie en intérêts est donc en tout cas bien supérieure au coût des opérations de couverture.

[1] Les Directives Générales sont des mesures déterminées chaque année par le Ministre des Finances en matière de gestion de la dette et de maîtrise des risques.





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 2015 les décisions prises en 2008 et 2011 de limiter en volumes et en durée les limites de crédit[1] de ses contreparties bancaires et des pays de la zone euro. Cette année, le Trésor n'a dû supprimer que deux lignes de crédit d'institutions financières étant donné que le rating de ces contreparties ne satisfaisait plus au minimum requis par le Trésor[2]. Une contrepartie dont la ligne de crédit avait été supprimée dans le passé a reçu une nouvelle ligne de crédit en 2015 parce qu'entretemps elle satisfaisait à nouveau aux règles pour l'octroi d'une ligne de crédit.

Le système informatique pour la gestion de la dette[3] inclut une application pour le suivi du risque de crédit et pour la gestion des limites de crédit. Les règles déterminant les limites de crédit et celles déterminant le risque de crédit n'ont pas été modifiées. Comme auparavant, pour les produits dérivés ou les repos, le Trésor impacte 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) éventuellement

[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 nouveau 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.

fournie par la contrepartie. Pour les placements (dépôts), le Trésor impacte également depuis l'année 2014 leur valeur de marché sur la ligne de crédit[1].

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. Durant l'année sous revue, 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. En dépit de cette politique consistant à préférer les « reverse repos », la part de ceux-ci dans le montant moyen placé par jour a diminué pour passer de 82% en 2014 à 46% en 2015 alors que la proportion des placements ordinaires a triplé (de 18% à 54%). La diminution de 51% du montant moyen placé quotidiennement en 2015 est entièrement attribuable au recul de 72% du montant moyen quotidien des « reverse repos ». Le montant moyen des placements ordinaires a par contre augmenté de 47%. Ce glissement dans le choix des placements ordinaires au détriment des placements en « reverse repos » a surtout été visible au deuxième trimestre 2015 : alors que la part des « reverse repos » dans les placements totaux s'élevait encore en janvier 2015 à 92%, plus aucun « reverse repo » n'a été conclu dans le dernier trimestre 2015. La part des « reverse repos » dans les placements totaux a reculé pour passer de 65% au premier semestre à 24% au second semestre 2015. Ce glissement vers plus de placements au détriment des « reverse repos » provient du fait que les taux d'intérêt des « reverse repos » ont baissé plus fortement que ceux des placements ordinaires de sorte qu'il est devenu plus avantageux pour le Trésor de faire des placements via le marché interbancaire.

Au 31 décembre 2015, le risque de crédit total en produits dérivés s'élevait à 724 millions d'EUR, soit une augmentation de 12% par rapport à la fin de l'année précédente (645 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[2], le Trésor s'est couvert en grande partie contre ce risque de crédit. A la fin 2015, il avait en effet reçu pour 416 millions d'EUR de garanties (collateral), avec lesquelles le risque de crédit net en produits dérivés s'élevait à 308 millions d'EUR, soit une augmentation de 25% par rapport à la fin de l'année précédente (245 millions d'EUR). L'augmentation du risque de crédit net en produits dérivés s'est toutefois situé exclusivement auprès des contreparties de la catégorie de rating A. Ce risque a augmenté de 66% tandis que le risque auprès de contreparties dotées d'un rating inférieur a diminué de 2%. Alors que la part des contreparties avec un rating inférieur à A dans le risque de crédit total en produits dérivés (avant collatéral) a diminué pour passer de 56% à la fin 2014 à 25% à la fin 2015, la diminution de la part de ces contreparties dans le risque de crédit net en produits dérivés (après collatéral) a été beaucoup plus limitée. Ce risque a diminué pour passer de 59% à la fin 2014 à 46% à la fin 2015. A la fin de l'année sous revue, seuls 22% du risque total des contreparties avec un rating inférieur à A étaient couverts via collateral alors que ce pourcentage s'élevait encore à 60% à la fin de l'année précédente. A la fin 2015, le risque de crédit total en produits dérivés (avant collateral) des contreparties de la catégorie de rating A était couvert à 69% via collateral (contre 64% à la fin 2014).

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 778 millions d'EUR en 2015, soit seulement 7% de plus qu'en 2014 (727 millions d'EUR). Si l'on tient compte du montant reçu en collatéral, le risque de crédit net en produits dérivés s'est élevé en moyenne en 2015 à 301 millions d'EUR, ce qui représente une augmentation de 21% par rapport au montant moyen de 2014 (250 millions d'EUR).

L'augmentation du risque de crédit total en produits dérivés entre la fin 2014 et la fin 2015 résultait de la hausse du risque de crédit (avant collatéral) des swaps de devises à concurrence de 145 millions d'EUR et des autres produits dérivés[3] pour 60 millions d'EUR. Le risque de crédit des swaps de taux d'intérêt a par contre diminué de 127 millions d'EUR essentiellement du fait de la poursuite de la clôture du portefeuille d'une contrepartie dont le rating en 2014 est tombé en dessous du seuil minimum de A. A l'exception d'une transaction, tous les produits dérivés encore en cours avec cette contrepartie ont été annulé en 2015. L'annulation d'une série de swaptions[4] a constitué la principale raison de l'augmentation du risque de crédit des autres produits dérivés. Les principaux éléments expliquant l'augmentation du risque de crédit des

[1] Dans l'ancien système informatique que le Trésor a utilisé jusqu'en 2013 inclus, la valeur nominale d'un placement était impactée sur la ligne de crédit.

[2] En 2015, un contrat CSA a été conclu avec une contrepartie supplémentaire.

[3] FX swaps et swaptions

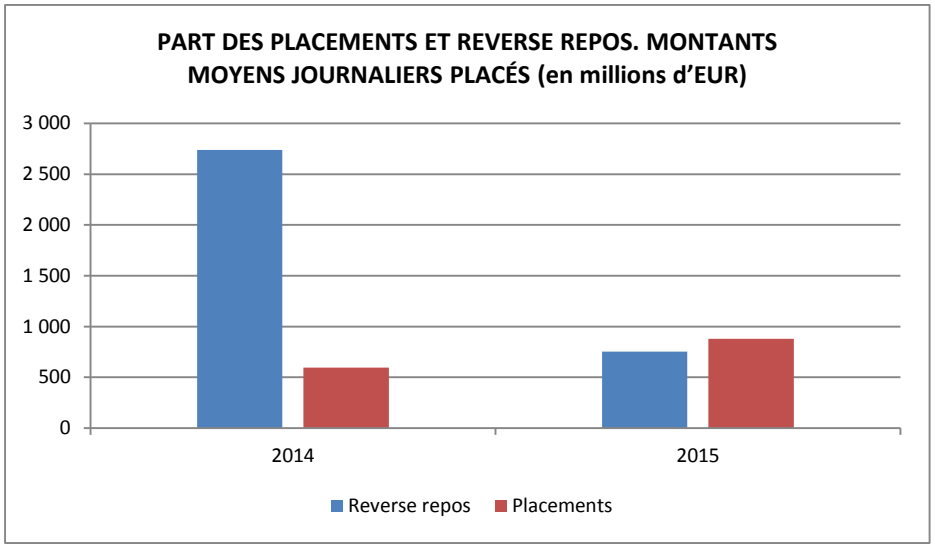
[4] Au moment de leur annulation, ces swaptions avaient une valeur de marché négative.

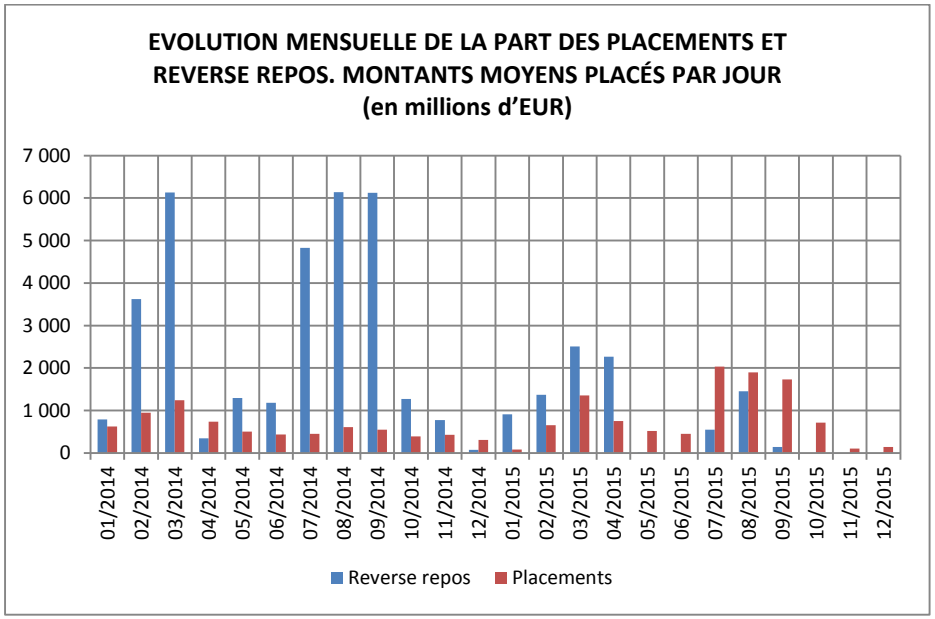
swaps de devises ont été la diminution du cours de l'euro par rapport au dollar américain, à la livre sterling et au yen japonais ainsi que la conclusion de quelques nouveaux swaps de devises pour couvrir de nouvelles émissions EMTN en devises. L'augmentation du risque de crédit sur les swaps de devises a toutefois été tempérée par l'effet des coupons échéant en 2015 et par l'arrivée à échéance finale de quelques swaps de devises.

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[1]. Cette clause du contrat ISDA appelée « Additional Termination Event » (ATE) est un droit dont le Trésor peut jouir au contraire de ses contreparties. L'exercice de cet ATE ne constitue cependant pas une obligation.

Comme cela s'était déjà produit durant les années précédentes, le rating d'une contrepartie ayant des positions existantes en produits dérivés est descendu sous le seuil minimum de A en 2015. 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 étant donné que la valeur de marché nette du portefeuille était fort négative et qu'une annulation des contrats aurait été assortie du paiement d'une somme importante. En outre, la plupart des produits dérivés auront disparu de ce portefeuille fin août 2016. Tant que le rating de la contrepartie en question reste en dessous de A, il est exclu qu'elle conclue de nouvelles transactions avec le Trésor.

Plus de 70% du risque de crédit total en produits dérivés était constitué à fin 2015 de transactions dotées d'une durée résiduelle d'au moins 10 ans. La part de ces transactions dans le risque de crédit total en produits dérivés a augmenté pour passer de 16,2% à la fin 2014 à 72,9% à la fin 2015. C'est surtout le risque de crédit des swaps de taux d'intérêt qui est constitué de transactions dotées d'une (très) longue maturité résiduelle. La valeur totale de marché des transactions échéant dans l'année a été négative à la fin de l'année 2015.





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

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATINGS AU 31.12.2015							
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	52	94,5 %	541 524 823,93 EUR	74,8 %	375 410 000,00 EUR	166 114 823,93 EUR	54,0 %
<A	3	5,5 %	182 182 272,15 EUR	25,2 %	40 713 178,77 EUR	141 469 093,38 EUR	46,0 %
Total	55	100,0 %	723 707 096,08 EUR	100,0 %	416 123 178,77 EUR	307 583 917,31 EUR	100,0 %

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATING ET PAR TYPE DE PRODUITS AU 31.12.2015						
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	261 070 387,38 EUR	97,1 %	275 031 587,39 EUR	61,2 %	5 422 849,16 EUR	100,0 %
<A	7 927 129,85 EUR	2,9 %	174 255 142,30 EUR	38,8 %	-	0,0 %
Total	268 997 517,23 EUR	100,0 %	449 286 729,69 EUR	100,0 %	5 422 849,16 EUR	100,0 %

REPARTITION DU RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR MATURITE RESIDUELLE AU 31.12.2015				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres
< 1an	-18,2 %	-51,0 %	0,0 %	100,0 %
1 à 5 ans	40,1 %	-6,9 %	68,8 %	0,0 %
6 à 10 ans	5,2 %	3,5 %	6,2 %	0,0 %
>= 10 ans	72,9 %	154,4 %	24,9 %	0,0 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

4. 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 (bpost) ;
- doivent investir leurs autres disponibilités directement auprès du Trésor et/ou les investir en instruments financiers émis par l'Etat fédéral.

Au 31 décembre 2015, les actifs financiers des entités qui relèvent des secteurs de l'administration centrale et de la sécurité sociale s'élevaient à 45 milliards d'EUR. Ils sont en grande partie aux mains du Fonds de vieillissement (21 milliards d'EUR) et des organismes de sécurité sociale (11 milliards d'EUR). Pour ces derniers, seuls 42 millions d'EUR n'ont pas été consolidés et 414 millions d'EUR ont été placés dans des instruments des communautés et régions.

Au total, le montant consolidé s'est élevé à 44,1 milliards d'EUR et le montant non consolidé à 870 millions d'EUR.

CONSOLIDATION DE LA DETTE PUBLIQUE : COMPARAISON 2014-2015 (en EUR)			
	Situation au 31.12.2014	Situation au 31.12.2015	Différence
I. DISPONIBILITES A VUE			
bpost	2 963 943 708	4 428 494 096	1 464 550 388
II. PLACEMENTS A COURT TERME			
Trésorerie	5 189 526 316	5 443 844 121	254 317 805
Instruments émis par l'Etat	81 073 059	33 309 166	-47 763 893
Sous-total :	5 270 599 375	5 477 153 287	206 553 912
III. PLACEMENTS A LONG TERME			
Instruments émis par l'Etat	32 427 877 134	34 218 487 595	1 790 610 461
TOTAL :	**40 662 420 216**	**44 124 134 978**	**3 461 714 762**

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Quantitative easing par la Banque Centrale Européenne (BCE) et taux d'intérêt négatifs

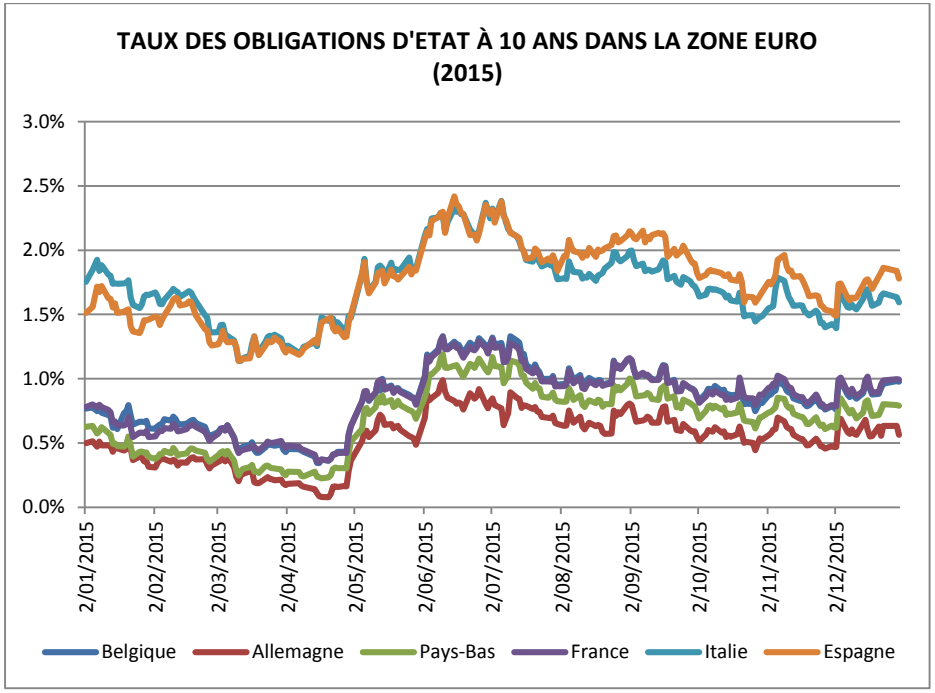
En 2014, la Banque Centrale Européenne a entamé un programme d'achat d'actifs pouvant être appelé « quantitative easing ». Cette mesure non conventionnelle avait pour objectif d'injecter de la liquidité dans le système financier et ainsi de faire augmenter l'inflation et les attentes d'inflation. Il s'agissait toutefois seulement de « Covered Bonds » et de « Asset Backed Securities » qui, somme toute, sont présents en mesure limitée sur les marchés européens.

Vers la fin de l'année 2014, les marchés financiers s'attendaient de plus en plus à ce que la BCE étende sensiblement son programme d'achat aux obligations d'Etat également. C'est effectivement ce que la BCE a annoncé le 22 janvier 2015 : désormais, elle achèterait des actifs financiers pour un montant de 60 milliards d'EUR par mois et dont la majeure partie serait constituée d'obligations d'Etat.

La vraisemblance de plus en plus forte que cette décision serait prise avait sensiblement fait baisser les taux des obligations d'Etat de la zone euro en 2014 et ce, à des niveaux historiquement bas. Cette diminution s'est poursuivie dans les premiers mois de l'année 2015 même après que l'ensemble des détails sur l'achat de ces instruments étaient connus en mars de l'année sous revue et que le programme avait effectivement été lancé. C'est ainsi que le 15 avril 2015, le taux de l'OLO à 10 ans est tombé à un plancher historique absolu de 0,344%.

A partir de ce moment-là, un renversement s'est toutefois produit à la suite de la décision de la Banque Centrale Américaine (Fed) de systématiquement hausser son taux directeur. Au début du mois de juin, le taux de l'OLO à 10 ans avait ainsi déjà augmenté pour dépasser 1,0%. Lorsqu'il est apparu plus tard que la Fed n'effectuerait pas aussi rapidement de hausses de taux, ceux-ci ont à nouveau quelque peu diminué aux Etats-Unis et dans la zone euro.

En décembre 2015, la BCE a repris encore plus d'instruments dans son programme et a, en outre, annoncé un allongement de celui-ci mais cela n'a plus eu d'influence sur les taux de manière significative. Il est toutefois incontestable que le programme d'achat de la BCE a maintenu les taux des obligations d'Etat à des niveaux bas durant toute l'année 2015.



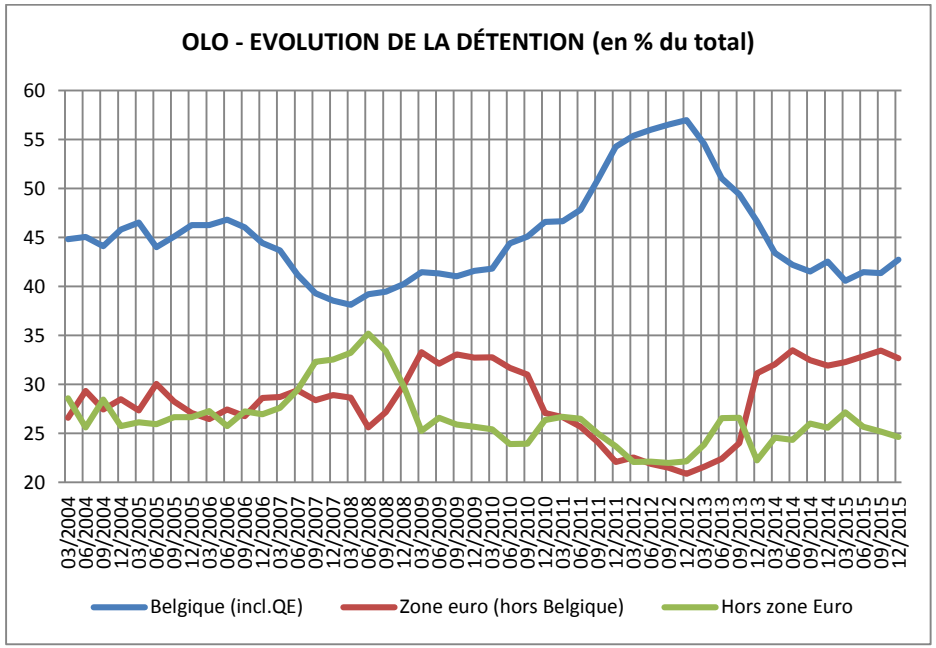
Par ailleurs, le niveau peu élevé des taux d'intérêt n'a pas seulement été influencé par le programme de « quantitative easing ». En 2015, la BCE a en effet également maintenu ses taux directeurs à des niveaux très bas. Toute l'année, le taux des opérations de refinancement a été maintenu à 0,05% et le taux de la facilité de dépôt de la BCE qui avait été baissé en 2014 pour atteindre -0,20% a diminué en décembre 2015 pour s'élever à -0,30%. Dans la plupart des pays de la zone euro cela a abouti à des taux négatifs sur le segment du court terme et même sur le moyen terme.

2. La distribution de la dette fédérale belge

2.1 Les Obligations linéaires (OLO)

La détention des OLO par des investisseurs étrangers a augmenté pour la troisième année consécutive. Fin décembre 2015, 57,3% 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 pour passer de 31,90% en 2014 à 32,65% en 2015.

2.1.1 La détention des OLO



2.1.2 Le marché primaire des OLO[1]

Après trois années d'augmentation constante, la demande des investisseurs étrangers a légèrement diminué. Elle représente 94,56% du montant total placé en 2015 contre 95,76% en 2014 et 88,20% en 2013.

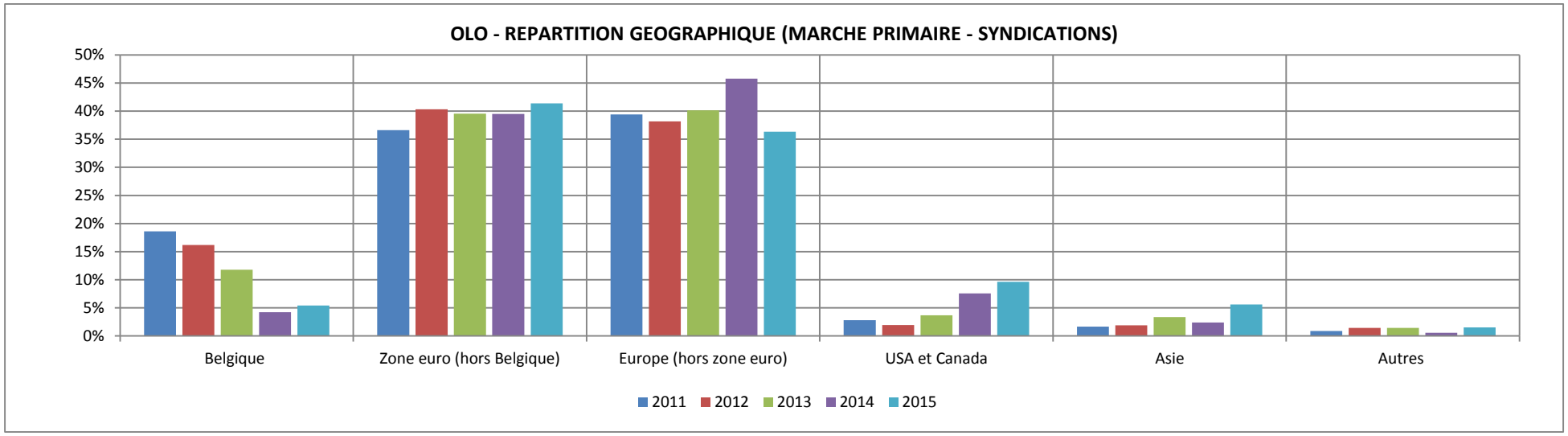
Cette nouvelle tendance est notamment due à l'Europe (hors zone Euro) qui a vu sa part passer de 45,75% en 2014 à 36,35% en 2015, toutes les autres entités géographiques voient, quant à elles, leur proportion augmenter.

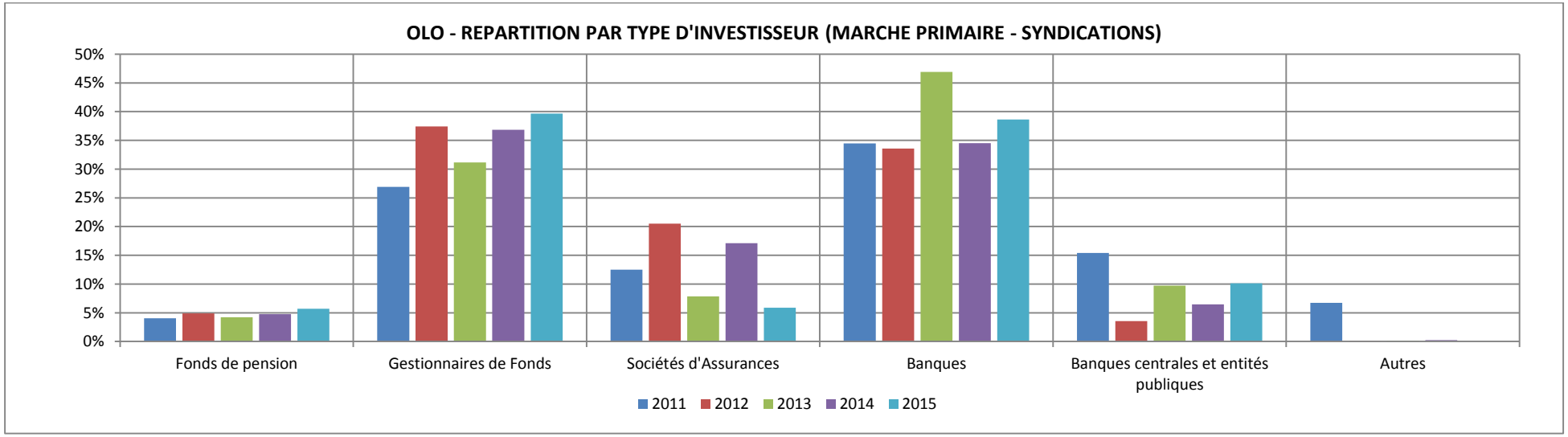
Inversement, la demande des investisseurs belges a légèrement augmenté pour la première fois depuis 2011 et représentait en 2015 5,44% du montant total placé. Enfin, celle des investisseurs en provenance de la zone euro (hors Belgique) est restée relativement stable pour la troisième année consécutive, à 39,49%.

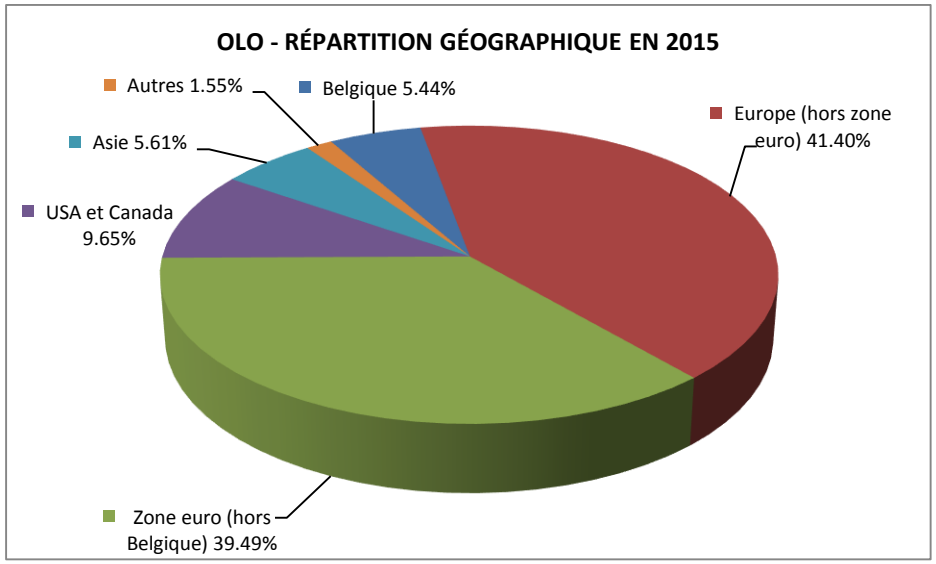
En ce qui concerne le type d'investisseurs, l'on constate une baisse importante de la part des compagnies d'assurance (passant de 17,11% en 2014 à 5,90% pour 2015) au profit de tous les autres types d'investisseurs.

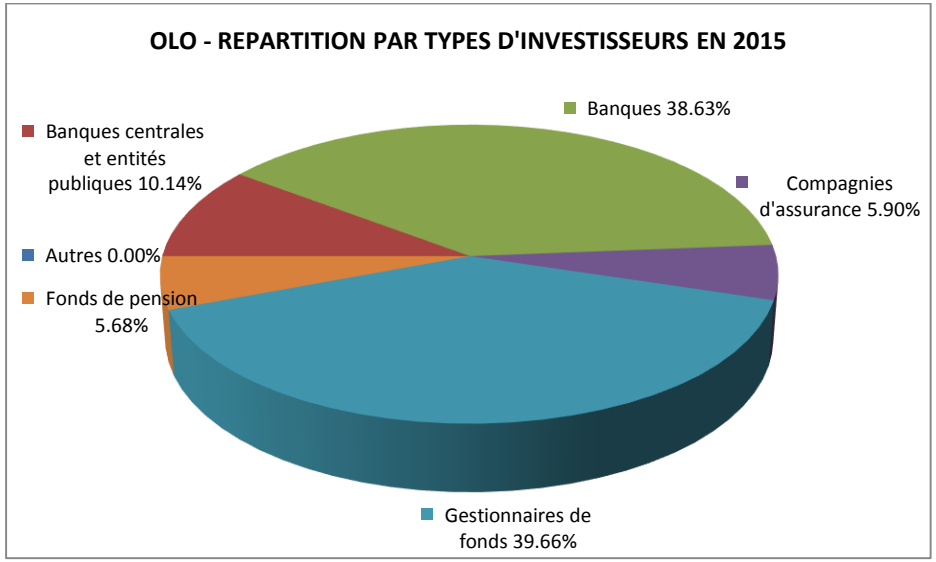
Ce sont les banques et les banques centrales qui profitent le plus de ce mouvement avec respectivement 38,63% et 10,14% des parts placées en 2015, contre 34,53% et 6,47% en 2014. Les autres types d'investisseurs augmentent également mais dans une moindre mesure, les gestionnaires de fonds passant de 36,86% en 2014 à 39,66% en 2015 et les fonds de pension de 4,77% à 5,68% sur la même période.

[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
2011
2012
2013
2014
2015


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
2011
2012
2013
2014
2015

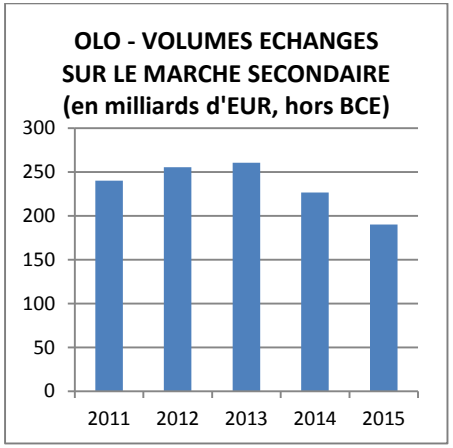


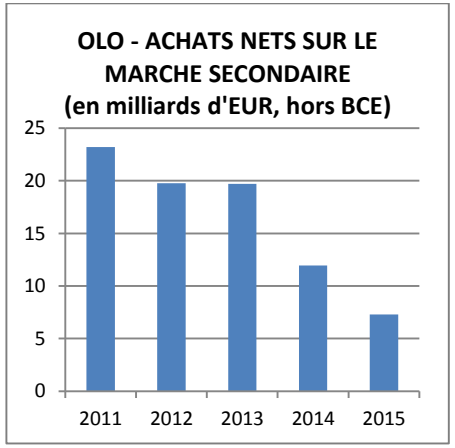


2.1.3 Le marché secondaire des OLO

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. De plus, ces chiffres ne tiennent pas compte des opérations d'assouplissement quantitatif entreprises par la BCE depuis le mois de mars 2015. 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.

En 2015, les volumes négociés ont diminué (-16%) sur le marché secondaire des OLO, confirmant la tendance de l'année précédente. Deux raisons peuvent être mises en avant pour tenter d'expliquer ce mouvement de baisse : tout d'abord l'absence dans ces chiffres des mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE (plus de 10 milliards d'euro en 2015) ainsi que la faiblesse actuelle des taux qui pèse sur la demande. Les achats nets d'OLO par les investisseurs ont poursuivi leur diminution (-39%) amorcée en 2014.

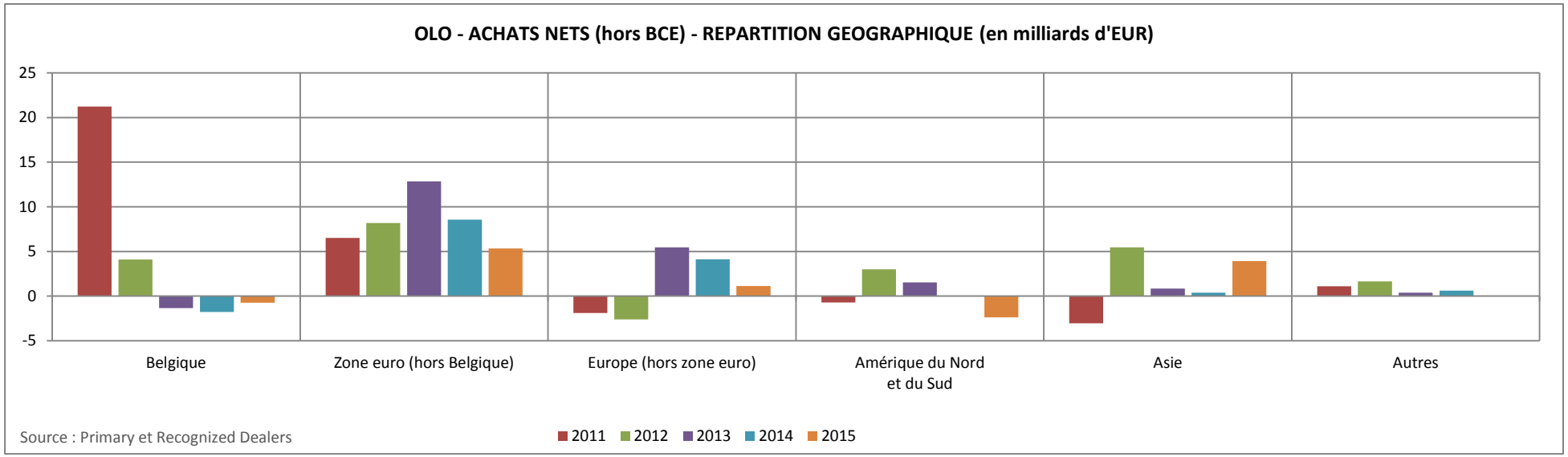


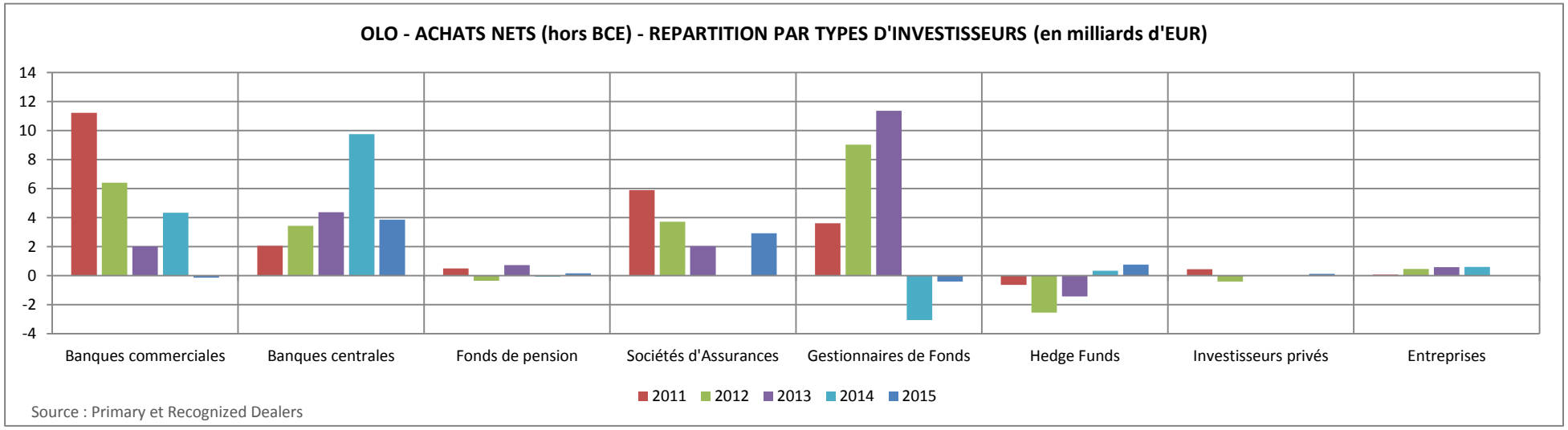


Cette diminution cache toutefois des évolutions différentes, aussi bien du point de vue géographique que de celui de la répartition par type d'investisseurs.

Du point de vue géographique, les investisseurs belges sont toujours vendeurs nets même si cette position a diminué depuis l'année passée. Par contre le continent américain le redevient pour la première fois depuis 2011 passant d'une situation d'acheteur net (41 millions en 2014) à vendeur net (-2,39 milliards en 2015). Le continent européen (dans et hors de la zone euro) voit sa position d'acheteur net diminuer, tandis que l'Asie la voit augmenter fortement, ses achats nets passant de 389 millions en 2014 à 3,920 milliards en 2015.

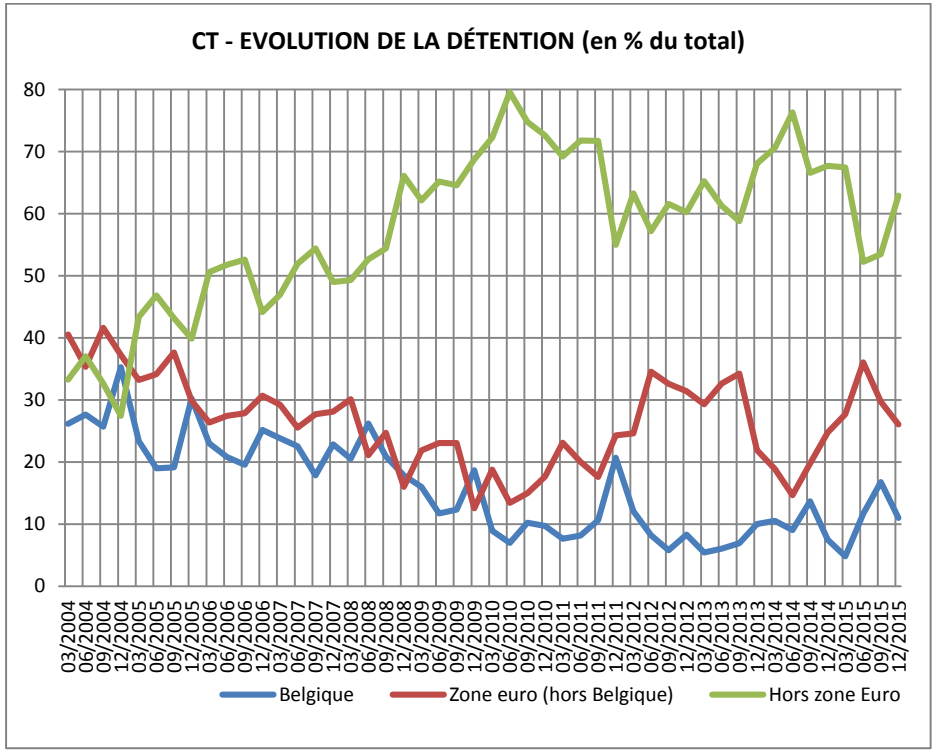
D'un point de vue investisseur, les banques centrales et les banques commerciales accusent une très forte diminution, même si les banques commerciales restent les principaux acheteurs nets d'OLO en 2015. Les compagnies d'assurances quant à elles, après avoir été à l'équilibre en 2014, sont redevenues un acheteur net important (2,93 milliards). Les gestionnaires de fonds voient leur position de vendeurs nets diminuer fortement (-410 millions en 2015 contre -3,05 milliards en 2014).


OLO - ACHATS NETS (hors BCE) - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (en milliards d'EUR)
25
20
15
10
5
0
-5
Belgique
Zone euro (hors Belgique)
Europe (hors zone euro)
Amérique du Nord et du Sud
Asie
Autres
Source : Primary et Recognized Dealers
2011
2012
2013
2014
2015


OLO - ACHATS NETS (hors BCE) - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS (en milliards d'EUR)
14
12
10
8
6
4
2
0
-2
-4
Banques commerciales
Banques centrales
Fonds de pension
Sociétés d'Assurances
Gestionnaires de Fonds
Hedge Funds
Investisseurs privés
Entreprises
Source : Primary et Recognized Dealers
2011
2012
2013
2014
2015

2.2 Les Certificats de Trésorerie

2.2.1 La détention des Certificats de Trésorerie



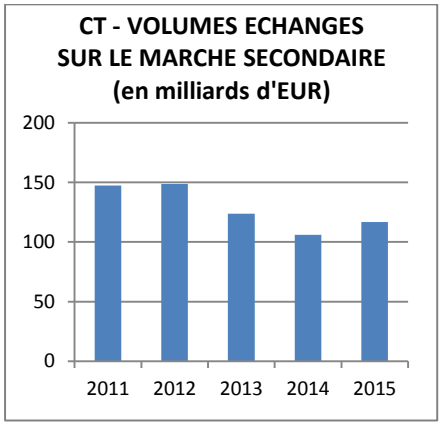
L'intérêt des investisseurs belges pour les certificats de Trésorerie a légèrement repris en 2015 avec 11,03% de détention à la fin décembre, le reste (88,97%) étant toujours détenu par des investisseurs étrangers. Notons que les certificats de Trésorerie ne sont pas concernés par le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.

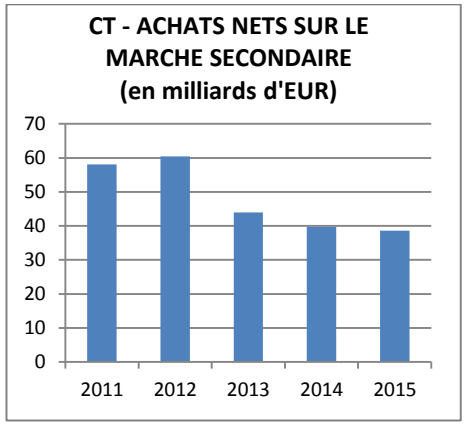
2.2.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie

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'investisseurs ou la zone géographique de placement.

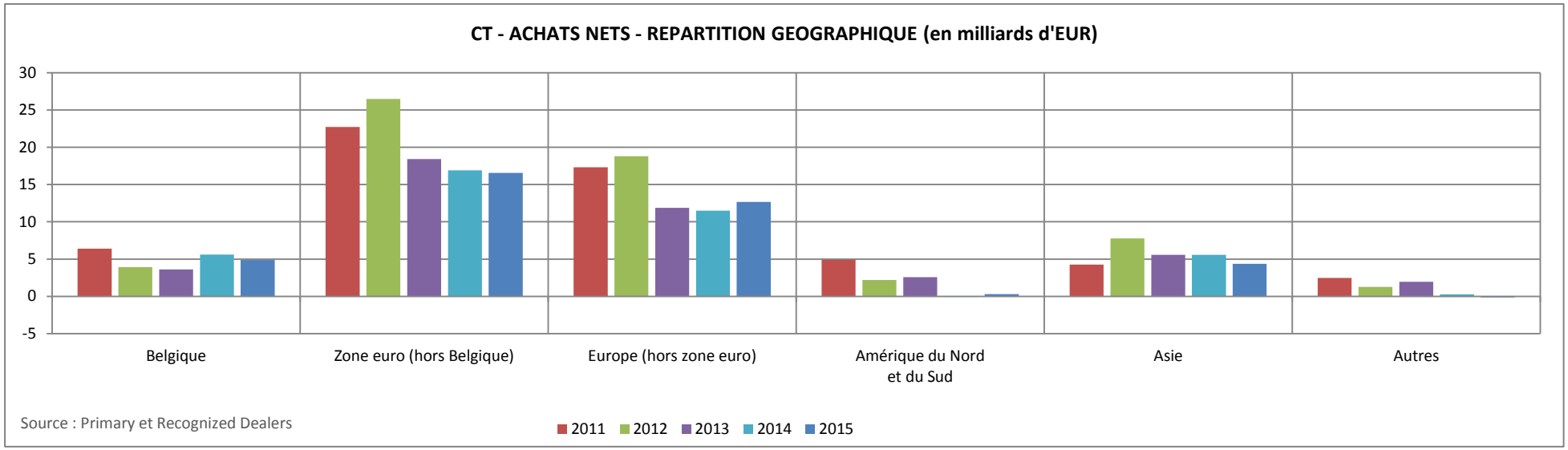
2.2.3 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie

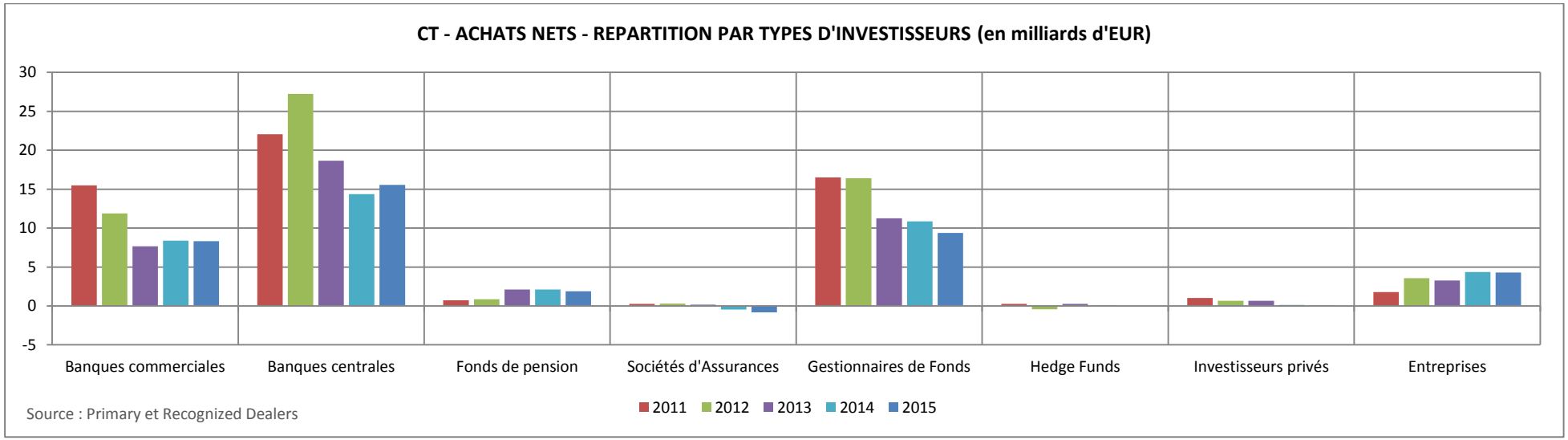
Comme pour le marché secondaire des OLO, les conclusions qui suivent sont uniquement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines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





Après deux années de baisse, les volumes négociés en certificats de Trésorerie sur le marché secondaire sont repartis à la hausse (+10%), les achats nets ont enregistré par contre leur troisième baisse consécutive (-3%).


CT - ACHATS NETS - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (en milliards d'EUR)
30
25
20
15
10
5
0
-5
Belgique
Zone euro (hors Belgique)
Europe (hors zone euro)
Amérique du Nord et du Sud
Asie
Autres
Source : Primary et Recognized Dealers
2011
2012
2013
2014
2015


CT - ACHATS NETS - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS (en milliards d'EUR)
30
25
20
15
10
5
0
-5
Banques commerciales
Banques centrales
Fonds de pension
Sociétés d'Assurances
Gestionnaires de Fonds
Hedge Funds
Investisseurs privés
Entreprises
Source : Primary et Recognized Dealers
2011
2012
2013
2014
2015

La répartition géographique des achats nets est restée quasiment inchangée depuis 2014. Les investisseurs européens (dans et hors de la zone euro) restant les principaux acheteurs nets de certificats de Trésorerie. La Belgique et l'Asie voient leur position d'acheteur net légèrement diminuer. Quant aux investisseurs américains, ils redeviennent acheteurs nets, après avoir été très légèrement vendeurs nets en 2014.

Représentant 40,30% des tous les achats nets de 2015, les banques centrales se confortent comme premier acheteur net par type d'investisseurs. Derrière lesquelles se positionnent les gestionnaires de fonds (en baisse) et les banques commerciales (statuquo). Les entreprises et les fonds de pension restent acheteurs nets mais à des niveaux beaucoup plus bas.

Enfin, comme à l'accoutumée, les épargnants privés n'ont pas montré d'intérêt pour les certificats de Trésorerie. De même que les hedges funds et les compagnies d'assurances, tous deux vendeurs nets, ces dernières pour la deuxième année consécutive.

3. Poursuite de la diminution des garanties d'Etat accordées à 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 31.12.2014 et 31.12.2015. Seule la garantie accordée à Dexia persiste.

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION PAR INSTITUTION		
	Encours au 31.12.2015	Encours au 31.12.2014
Dexia-garantie 2011/2013	31 506 121 181,30 EUR	37 564 805 067,86 EUR

En 2015, l'Etat belge a reçu au total 55,500 millions d'EUR (Budget des Voies et Moyens – art. 38.20.04) comme rémunération des garanties accordées à des institutions financières (dont 37,287 constituaient la dernière prime relative à la garantie KBC clôturée en 2014).

3.1 Garantie Dexia 2011

Les entités garanties étaient Dexia S.A. et Dexia Crédit Local (« DCL »). En décembre 2011, les Etats belge, français et luxembourgeois ont accordé cette 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.

La part de la Belgique, de la France et du Luxembourg dans cette garantie provisoire était de respectivement 60,5%, 36,5% et 3,00%. Cette garantie s'est définitivement éteinte le 28 août 2015 avec l'échéance des derniers titres émis sous son égide.

3.2 Garantie Dexia 2013

Accordée en janvier 2013, cette garantie définitive porte sur un maximum de 85 milliards d'EUR. DCL peut émettre des titres garantis 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%. En chiffres absolus, cela signifie que

l'Etat belge se porte garant pour un montant maximal de 43.698.500.000 EUR. Au 31 décembre 2015, l'encours de cette garantie s'élevait à 31,506 milliards d'EUR.

En 2015, la prime mensuelle pour la garantie 2011/2013 s'élève à 5 points de base du montant garanti en circulation. L'Etat belge a ainsi reçu un montant de 18,213 millions d'EUR de primes pour la garantie-Dexia.

4. Evolution de la liquidité de la dette publique fédérale belge

4.1 Importance de la liquidité

Le taux des obligations d'Etat constitue une donnée importante pour l'économie dans son ensemble. En premier lieu bien entendu parce que cela reflète le coût que le pouvoir fédéral doit payer pour ses nouveaux emprunts publics. En outre, ils représentent souvent un point de référence pour d'autres transactions économiques (par exemple, les emprunts hypothécaires).

La transparence des prix, la liquidité et une négociabilité efficiente des obligations d'Etat augmente l'attrait des instruments de la dette. En effet, un investisseur investira volontiers dans un de ces instruments dont la marge entre les prix d'achat et de vente est minimale.

Le prix plus élevé qu'un investisseur est prêt à payer pour un instrument liquide se traduit par un coût moins élevé pour les pouvoirs publics et aussi pour les transactions qui se réfèrent à ce rendement comme point de référence.

C'est précisément la liquidité qui distingue les obligations d'Etat des autres instruments financiers. Mais les obligations d'Etat ne sont pas liquides en soi. La liquidité doit être fournie par des « market makers » qui ont une obligation contractuelle de coter de manière continue des prix achat/vente utilisables pour les OLO comme pour les certificats de Trésorerie. Des obligations d'Etat négociées de manière efficiente assurent également que les contreparties professionnelles puissent emprunter de l'argent entre eux ou auprès du Système européen de banques centrales au moyen de papier d'Etat comme garantie.
Ces deux éléments font que pour les détenteurs le papier d'Etat constitue un instrument quasi-cash parce qu'il peut toujours être converti en cash, simplement et à un coût très limité.

4.2 Mesure de la liquidité

L'on notera qu'il est particulièrement difficile de mesurer concrètement ce concept de liquidité. Toutefois, l'on peut examiner de manière simple un certain nombre d'aspects de la liquidité. C'est ainsi que l'on peut examiner la différence de prix entre les cours acheteurs et vendeurs pour les investisseurs professionnels ou encore les volumes qui sont traités sur les marchés secondaires.

En tenant compte de ces deux mesures, la dette de l'Etat belge se révèle particulièrement liquide. Il ressort en effet des notifications de nos dealers que l'encours total des obligations de la dette belge fait l'objet de transactions plus d'une fois par an. Pour ce qui est des certificats de Trésorerie, le volume est encore relativement plus important : ainsi le volume total émis en certificats fait l'objet de transactions plus de deux fois par an.

En outre, le spread « bid-ask » reste particulièrement étroit : la différence entre les cours acheteurs et vendeurs sur l'OLO à 10 ans s'exprime en un peu plus d'un point de base (0,01%) en termes de rendement.

4.3 Evolution de la liquidité

Ces dernières années, la presse spécialisée publie régulièrement des études sur les évolutions dans les marchés financiers, entre autres également sur le plan de la liquidité. Il est aisé de concevoir qu'une série d'éléments peuvent avoir un impact considérable sur la liquidité des obligations d'Etat et des certificats de Trésorerie : le niveau très peu élevé des taux d'intérêt, le programme de « quantitative easing » des banques centrales, la règlementation plus stricte à laquelle les banques doivent

se soumettre ainsi que l'augmentation des exigences en matière de capital imposées aux banques pour leurs activités de marché. L'Agence de la Dette s'efforce de suivre la situation et son influence sur les aspects les plus mesurables de la liquidité. Elle tient également à cœur de signaler aux responsables lorsque surviennent des changements conséquents susceptibles d'avoir un impact sur le modèle de financement de l'Etat fédéral belge.

5. Mise à jour des programmes EMTN et ECP

5.1 Programme EMTN

Le Trésor belge a entrepris fin 2015 une mise à jour de son programme EMTN qui a été finalisée le 18 janvier 2016. La précédente mise à jour du 18 décembre 2012 visait essentiellement à introduire des Clauses d'Action Collective (CACs) dans le programme EMTN en cas de défaillance de l'émetteur et à porter la maturité maximale d'une émission à 100 ans.

La mise à jour récente du programme EMTN vise quant à elle à répondre à une demande croissante des investisseurs étrangers en titres de la dette belge souhaitant investir dans la devise chinoise offshore ainsi que des investisseurs américains onshore souhaitant investir dans leur propre devise auprès d'émetteurs souverains étrangers .

Ainsi, le Trésor belge pourra s'adresser directement à des investisseurs qualifiés américains (QIBs) établis sur le territoire américain en plus des investisseurs américains offshore. Ces émissions se feront sous une structure duale RegS/Rule144A telles que ces notions sont définies dans le Securities Act de 1933. La structure d'émission consistera en deux BE-Isin codes distincts, l'un représentant la portion d'investisseurs américains offshore (Reg S) et l'autre la portion d'investisseurs américains établis sur le territoire américain (Rule 144A). Après une période de 12 mois suivant l'émission des titres, ces deux tranches deviendront fongibles et seule la portion Reg S subsistera assurant ainsi une meilleure liquidité aux titres.

Des émissions en devise dont le taux de change est publié par la Banque Centrale Européenne sont possibles depuis la mise en place du programme EMTN en juin 2008. Cependant des dispositions plus techniques ont été insérées lors de la récente mise à jour afin de permettre spécifiquement des émissions en Renminbi offshore c'est-à-dire sur des comptes détenus en dehors de la République Populaire de Chine, dont principalement à Hong Kong. Il s'agit de restrictions de vente particulières sur certains territoires et d'une possibilité de paiement en l'équivalent en dollars en faveur de l'émetteur dans l'hypothèse où ce dernier se retrouverait dans l'incapacité temporaire ou permanente d'effectuer un paiement ou un remboursement dans cette devise suite à sa non-disponibilité sur le marché des changes.

5.2 Programme ECP

Le programme d'Euro Commercial Paper a été signé le 15 décembre 2015. Ce programme remplace le précédent programme de Belgian Treasury Bills de 1997-1998. Le Trésor belge a opté pour un changement de dénomination (ECP à la place de BTB) pour éviter toute confusion avec les T-Bills (certificats de Trésorerie) et pour faciliter le marketing de ce programme. Le programme adapté est basé sur les directives ICMA. La principale modification sur le plan du contenu concerne les adaptations en matière de devises dans lesquelles les émissions peuvent être libellées. Alors qu'auparavant le Trésor ne pouvait effectuer des émissions que dans des devises des membres de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, il est maintenant possible d'émettre dans des monnaies pour lesquelles la Banque Centrale Européenne publie quotidiennement des cours de référence. Ce changement implique qu'il est maintenant possible de faire entre autres des émissions dans la devise chinoise offshore.

Le Trésor a profité de l'occasion pour actualiser l'ensemble des clauses juridiques et fiscales du programme et, dans la mesure du possible, de les mettre en concordance avec les clauses des émissions OLO et du programme EMTN. Les restrictions à la vente (selling restrictions) ont été élargies et actualisées. Le programme ECP constitué d'un « Information Memorandum » et d'un « Dealer Agreement » » a été

établi en concertation avec Citigroup et BNP Paribas (respectivement Arranger et Co-Arranger). Clifford Chance a agi en tant que conseiller juridique pour l'Etat belge.

6. Stratégie d'allongement de la durée moyenne de la dette publique fédérale

La durée moyenne pondérée constitue l'un des paramètres les plus importants qui caractérise la dette publique. En règle générale, tous les emprunts conclus par les pouvoirs publics ont une échéance déterminée à laquelle ils doivent être remboursés[1]. La période qui s'étend du temps présent au remboursement final de l'instrument de dette est appelé « maturité » et la durée moyenne (pondérée) calcule la moyenne des maturités de l'ensemble des instruments de dette, pondérée par leur montant nominal.

Actuellement, dans le meilleur des cas, les pouvoirs publics ne réduisent que lentement leur endettement de sorte que la plupart du temps ils doivent contracter un ou plusieurs nouveaux emprunts afin de pouvoir rembourser les emprunts arrivant à échéance. Ainsi, le remboursement d'un emprunt est assorti d'un risque de refinancement et de refixation de taux étant donné que les pouvoirs publics ne peuvent savoir à l'avance (voir également page 39) à quelles conditions ils peuvent conclure ces nouveaux emprunts. Au plus les échéances sont étalées dans le temps, au moins il y aura de risques. La durée moyenne de la dette est ainsi un bon indicateur des risques que les pouvoirs publics encourent sur leurs dettes.

Dans ce sens, la durée moyenne pondérée constitue un meilleur instrument de mesure des risques que la duration qui est beaucoup utilisée sur les marchés financiers pour mesurer la sensibilité de la valeur des instruments financiers aux variations des taux. Cette duration[2] est parfois calculée comme la durée moyenne pondérée des flux de caisse escomptés. Etant donné que la duration dépend aussi bien de la durée de l'instrument que du niveau des taux, elle constitue un paramètre moins efficace pour la mesure des risques sur la dette publique.

A la suite de la crise financière de 2008 et 2009, la durée moyenne de la dette de l'Etat fédéral a diminué pour descendre en dessous de 6,0 années (voir graphique ci-après). Ceci résultait essentiellement de l'augmentation des dettes à court terme : le Trésor a en effet dû injecter pas mal de capitaux dans une série d'institutions financières et n'a pu se procurer les fonds nécessaires que sur le marché interbancaire et sur d'autres marchés du segment à court terme tels que l'Euro Commercial Paper (à l'époque appelé Belgian Treasury Bills) et les certificats de Trésorerie. Ces instruments sont en effet disponibles plus rapidement et pour des montants plus importants tandis que la conclusion d'emprunts à plus long terme exige une certaine période de préparation. En outre, durant ces années, le Trésor ne pouvait se financer que de manière très limitée pour des maturités supérieures à 10 ans. La plupart du temps, les investisseurs institutionnels n'étaient en effet pas disposés à investir pour ces très longues durées étant donné les risques que cela impliquait pour eux et ces années-là, ils avaient une très forte aversion au risque.

A partir de la mi-2009, le Trésor a toutefois pu réduire progressivement ses dettes à court terme et en 2010, il a pu à nouveau emprunter à long et très long termes. La durée moyenne a ainsi recommencé à augmenter. La crise des dettes publiques dans la zone euro, qui n'a atteint la Belgique que pour une courte durée à la fin 2011, n'a rien changé à cette tendance et les années suivantes, la durée moyenne a continué à augmenter[3].

[1] Les OLO émises par l'Etat fédéral se caractérisent ainsi par un remboursement à l'échéance finale sans amortissements intermédiaires. Le pouvoir fédéral peut toutefois également conclure des emprunts avec des amortissements intermédiaires ou des emprunts permettant à l'Etat de rembourser ou à l'investisseur de se faire rembourser anticipativement à des moments déterminés. Ceci se produit toutefois dans une mesure limitée. Dans ces cas, la durée moyenne tient compte des remboursements intermédiaires où l'on part toujours du fait que l'emprunt est remboursé le premier jour possible suivant.

[2] Comme par exemple, dans le cas de la duration de Macauley

[3] Tant en 2008-2009 qu'en 2010-2015, la duration a suivi la même tendance. Cependant, la forte diminution des taux depuis 2012 a eu pour conséquence que la duration a augmenté plus fortement que la durée moyenne étant donné que l'escompte des flux de caisse y a été moins prononcé.

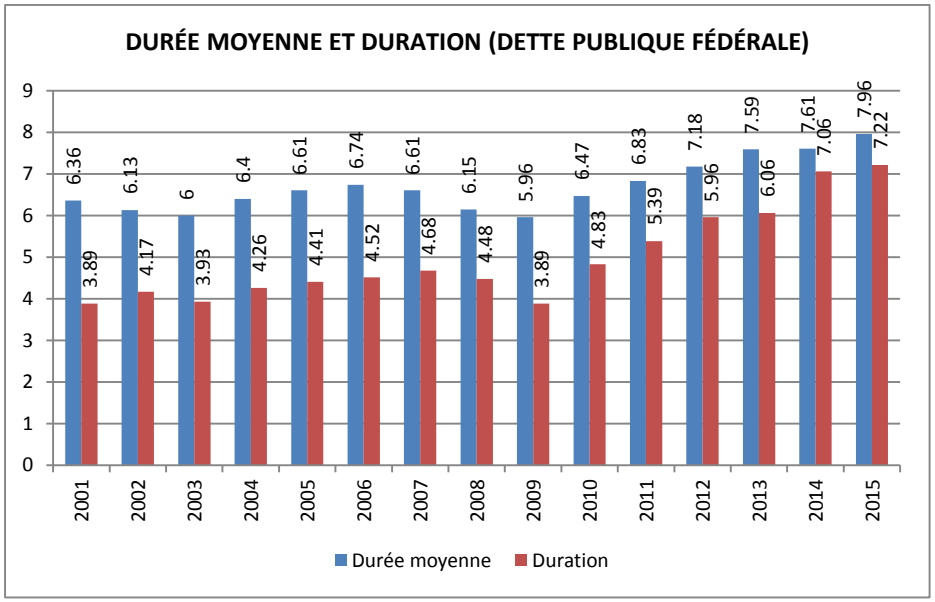
En premier lieu, cela est revenu à corriger la situation de 2008 et 2009 et à ramener la durée moyenne aux alentours ou légèrement au-dessus de 6,5 années, ce qui correspondait au niveau précédant la crise financière.

Mais le Trésor n'a pas hésité à poursuivre le chemin parcouru et à continuer à augmenter la durée de la dette comme l'illustre le graphique suivant. De nouvelles analyses avaient démontré que le coût supplémentaire des émissions à plus long terme ne contrebalançait pas la forte diminution des risques qu'une telle stratégie impliquait. En outre, la crise des dettes publiques en 2010 et 2011 avait démontré que, dans certaines circonstances, les pays de la zone euro pouvaient éprouver des difficultés dans le refinancement de leurs emprunts. La demande de papier à plus long terme de la part des investisseurs était par ailleurs élevée et en même temps, les taux atteignaient des niveaux planchers historiques à la suite des décisions de la BCE. La stratégie d'allongement de la durée de la dette a ainsi été soutenue sous plusieurs angles.

Le tableau ci-après reprend les montants émis à long terme ainsi que la durée de ces émissions pour la période 2008-2015.

MONTANTS EMIS A LONG TERME ET DUREE MOYENNE DES NOUVELLES EMISSIONS (2008-2015)								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Emissions à long terme (en milliards d'euros)	33,79	38,28	43,73	47,97	46,16	45,21	34,11	39,09
Durée moyenne des nouvelles émissions (années)	7,17	6,52	11,23	11,46	11,31	11,81	14,01	13,57

En 2010, les montants émis ainsi que la durée moyenne des nouvelles émissions ont fortement augmenté. En 2014, il y a eu une nouvelle augmentation de la durée moyenne qui s'est poursuivie en 2015 : les montants émis à proprement parler ont été quelque peu limités.



7. Emission d'obligations liées à l'inflation

7.1 Obligations liées à l'inflation

Au cours de l'année sous revue, l'Agence de la Dette a émis pour la première fois des obligations dont les coupons et le capital à rembourser sont liés à l'indice européen des prix à la consommation harmonisé (l'IPCH Eurostat, avec l'exclusion du tabac). Le taux d'intérêt sur de telles obligations est beaucoup plus bas que celui sur les obligations ordinaires appelées « nominales » étant donné que les remboursements d'intérêt futurs et du capital emprunté sont corrigés de l'inflation entre la date d'émission et les dates de paiement futures. L'Agence n'a pas couvert cette

incertitude concernant les paiements; dans un certain sens, il s'agit ici d'emprunts obligataires munis d'un taux d'intérêt variable et d'un capital variable.

Pratiquement, pour chaque coupon, on multiplie le taux d'intérêt par le rapport entre l'indice d'inflation au moment du paiement et celui au moment de l'émission. Si ce rapport est plus grand que un (autrement dit, le niveau des prix a augmenté entre le moment de l'émission et le moment du paiement de l'intérêt), le coupon devient plus élevé. Si le rapport est inférieur à un (en cas d'inflation négative), le coupon diminue.

Pour le remboursement à l'échéance finale, on procède au même calcul mais en sachant bien que le montant à rembourser ne peut pas être inférieur.

7.2 Risques et coûts

En ne couvrant pas la composante inflation de ces obligations, le coût de la dette comprend une variable supplémentaire. Des analyses précédentes de l'Agence de la Dette ont montré que le financement d'une partie de la dette par des obligations liées à l'inflation pouvait avoir un léger impact positif sur le coût global de la dette (étude sur l'impact sur le coût).

7.3 Politique d'émission

Les montants de la dette en circulation et à refinancer de l'Etat fédéral belge ne permettent pas aux yeux de l'Agence d'entamer un programme à part entière d'OLO en plus des OLO nominales. C'est ainsi qu'à l'avenir le Trésor travaillera sur la base d'émissions effectuées sous le programme EMTN.

ANNEXES 2016

A. Evolution du rating à long terme de l'Etat fédéral 2016

Fitch Ratings

- 30/01/2015 : Notation AA confirmée, perspective négative;
- 24/07/2015 : Notation AA confirmée, perspective négative;
- 22/01/2016 : Notation AA confirmée, perspective négative.

S&P

- 23/01/2015 : Notation AA confirmée, perspective stable;
- 17/07/2015 : Notation AA confirmée, perspective stable;
- 15/01/2016 : Notation AA confirmée, perspective stable.

Moody's

- Pas de modifications en 2015 (Aa3, perspective stable).

DBRS

- 13/03/2015 : Notification AA (élevé) confirmée, tendance stable;
- 11/09/2015 : Notification AA (élevé) confirmée, tendance stable.
- 04/03/2016 : Notification AA (élevé) confirmée, tendance stable.

Japanese Credit Rating Agency

- 30/09/2015 : Notification AAA confirmée, perspective stable.

Rating and Investment Information, Inc.

- 31/08/2015 : Notification AA+ confirmée, perspective stable.

B. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2016

Primary Dealers

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

Recognized Dealers

ABN AMRO BANK, Amsterdam
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA (BBVA), Bilbao
BELFIUS BANQUE, Bruxelles
COMMERZBANK, Frankfurt
GOLDMAN SACHS INT. BANK, London
RABOBANK INTERNATIONAL, Utrecht
SCOTIABANK, London

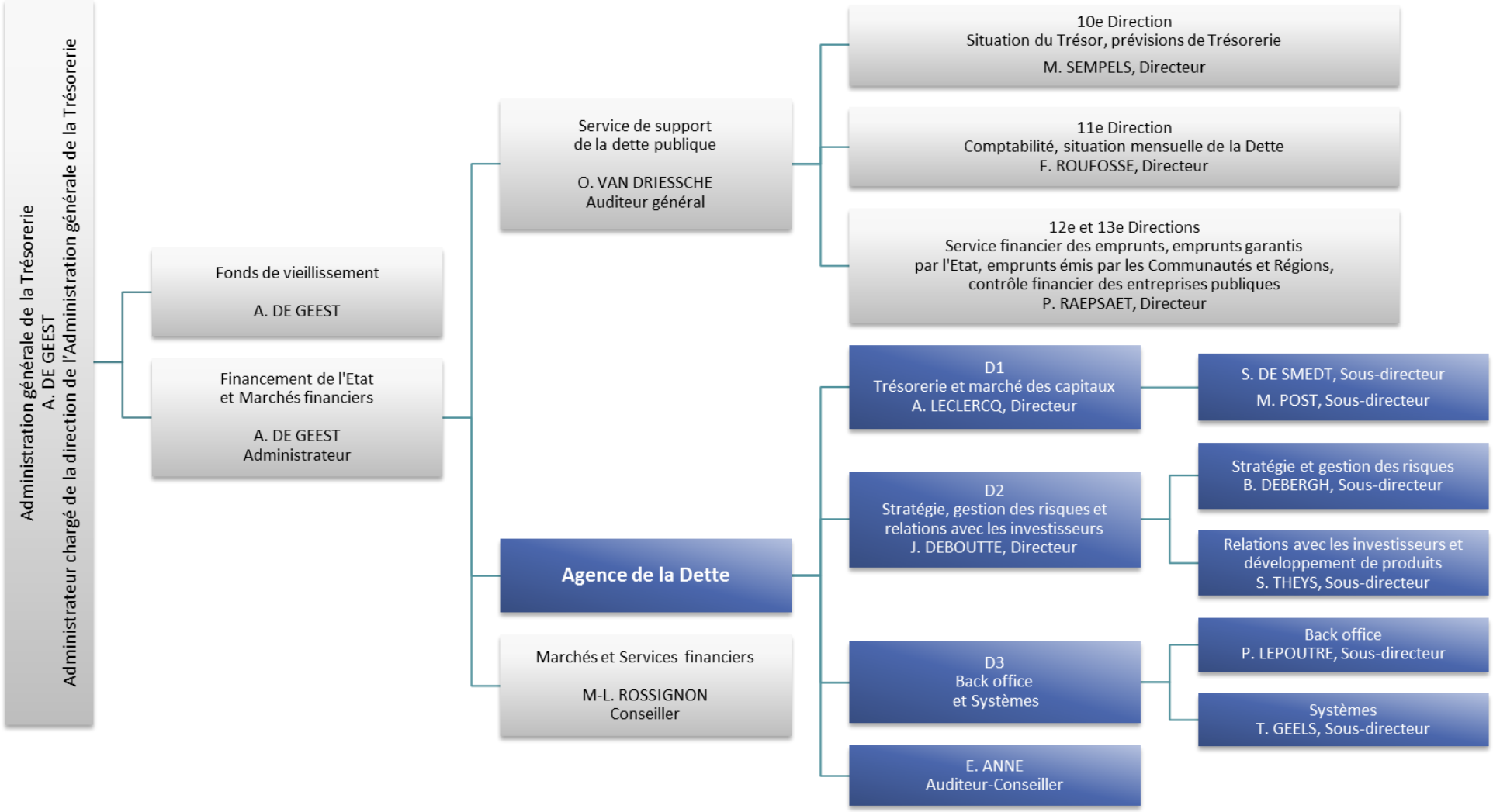
ECP Dealers

BARCLAYS BANK, London
BNP PARIBAS FORTIS, Bruxelles
CITIBANK INTERNATIONAL, London
ING BANK, Amsterdam
RABOBANK INTERNATIONAL, Utrecht
SOCIETE GENERALE, Paris

Etablissements placeurs (Bons d'Etat)

ABN AMRO Private Banking, Antwerpen
BANQUE DEGROOF PETERCAM, Bruxelles
BELFIUS BANQUE, Bruxelles
BEOBANK, Bruxelles
BNP PARIBAS FORTIS, Bruxelles
BPOST BANQUE, Bruxelles
CRELAN, Bruxelles
DEUTSCHE BANK, Bruxelles
DIERICKX LEYS, Private Bank, Antwerpen
GOLDWASSER EXCHANGE, Bruxelles
ING Belgique, Bruxelles
KBC, Bruxelles
LELEUX ASSOCIATED BROKERS, Bruxelles
VAN DE PUT & CO, Antwerpen
VDK SPAARBANK, Gent

C. Organigramme 2016



D. Contacts 2016 (Agence de la Dette)

D1 Treasury & Capital Markets

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

FINANCIAL MARKETS			
Maric POST	Deputy Director Treasury & Capital Markets	+32 (0)2 282 61 14	marius.post@minfin.fed.be
Stephaan DE SMEDT	Deputy Director Front Office	+32 (0)2 282 61 10	stephaan.desmedt@minfin.fed.be
Marc COMANS	New Products Manager - Derivatives & Fixed Income Dealer	+32 (0)2 282 61 21	marc.comans@minfin.fed.be
Jan GILIS	Short-Term Treasury Dealer	+32 (0)2 282 61 19	joannes.gilis@minfin.fed.be
Nicolas BORREMAN	Money Market Dealer	+32 (0)2 282 61 11	nicolas.borreman@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
Claude LEGRAIN	Senior Budget Expert	+32 (0)257 47174	claude.legrain@minfin.fed.be
Thibaut GREGOIRE	Expert Risk Management	+32 (0)257 84163	thibaut.gregoire@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 & Product Development	+32 (0)257 47223	stefan.theys@minfin.fed.be
Didier DELETRAIN	Expert Marketing & Communication	+32 (0)257 47396	didier.deletrain@minfin.fed.be
Charles PONCHAU	Expert Marketing & Communication	+32 (0)257 59115	charles.ponchau@minfin.fed.be
Jan VANGOIDSENHOVEN	Expert Marketing & Communication	+32 (0)257 47169	jan.vangoidsenhoven@minfin.fed.be
Daniel DE HERTOG	Expert Marketing & Communication	+32 (0)257 47161	daniel.dehertog@minfin.fed.be

D3 Back Office & Systems

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

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 Auditor	+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

Alexandre DE GEEST
Administrateur chargé de la direction de l'Administration générale de la Trésorerie

15.06.2016