Dette de l'Etat fédéral

Rapport annuel 2016

ROYAUME DE BELGIQUE | **AGENCE FEDERALE DE LA DETTE**

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 2016

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 2016 ..... **12**
2.1. Evolution au niveau des différents sous-secteurs 12
2.2. Recettes et dépenses 12

II. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2016

1. Besoins et moyens de financement **16**

2. Une politique d'émission basée sur deux types de produits **17**
2.1. Des produits liquides et standardisés 17
2.1.1. Obligations linéaires (OLO) 17
2.1.1.1. Syndications 17
2.1.1.2. Adjudications 20
2.1.1.3. Souscriptions non compétitives 23
2.1.1.4. Rachats 26
2.1.1.5. Strips 27
2.1.1.6. Nouvelle date de coupon OLO au 22 octobre 28
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) et "Schuldscheine" 34
2.2.2. Euro Commercial Paper (ECP) 35
2.2.3. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement 35

3. Les Directives générales et la maîtrise des risques **37**
3.1. Risques de refinancement et de refixation de taux - durée moyenne.. 37
3.2. Le risque de crédit 38

4. Mesures de consolidation des actifs financiers des administrations publiques **42**

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Création de l'Agence fédérale de la Dette **44**
1.1. Raisons motivant la création de l'Agence fédérale de la Dette 44
1.2. Missions de l'Agence fédérale de la Dette 44
1.3. Organisation de l'Agence fédérale de la Dette 45
1.4. Contrôle de l'Agence fédérale de la Dette 45

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

3. La distribution de la dette fédérale belge **47**
3.1. Les Obligations linéaires (OLO) 47
3.1.1. La détention des OLO 47

3.1.2. Le marché primaire des OLO 47
3.1.3. Le marché secondaire des OLO 49
3.2. Les certificats de Trésorerie..... 52
3.2.1. La détention des certificats de Trésorerie 52
3.2.2. Le marché primaire des certificats de Trésorerie 52
3.2.3. Le marché secondaire des certificats de Trésorerie 52

4. Evolution de la liquidité de la dette publique fédérale belge 54
4.1. Importance de la liquidité et mesure de la liquidité..... 54
4.2. Evolution de la liquidité : impact Brexit et Trump 54

ANNEXES

A. Garanties d'Etat accordées aux institutions financières 57

B. Evolution du rating à long terme de l'Etat fédéral 58

C. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2017..... 59

D. Organigramme de l'Agence Fédérale de la Dette 2017 60

Colophon 61

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

J'ai le plaisir de vous présenter le trentième rapport annuel consécutif de la dette de l'Etat fédéral. Par la voie des ces rapports, l'administration générale de la Trésorerie vous informe de manière détaillée des opérations financières qu'elle a ménées, ainsi que de l'évolution de la structure de la dette fédérale qui en est le résultat.

De plus, dans chaque rapport il y a un intérêt particulier pour les points stratégiques qui étaient importants pour l'année sous revue. En 2016, il s'agissait avant tout de la création de la nouvelle Agence fédérale de la Dette, auparavant département de l'administration générale de la Trésorerie, mais transformée en organisme d'intérêt public à partir du 1er janvier 2017 par la loi du 25 octobre 2016. La poursuite de la politique monétaire non-conventionnelle de la BCE figure bien entendu aussi parmi les principaux points stratégiques.

La revue de l'économie belge et des finances publiques belges ne manque évidemment pas non plus dans ce rapport. En 2016, la Belgique a affiché une croissance économique de 1.2%. La diminution du commerce mondial qui a influencé les exportations belges, ainsi que les attentats terroristes qui ont touché notre pays ne sont pas étrangers à ce résultat plutôt modeste. Je constate par ailleurs que le taux de croissance de la zone euro en 2016 (1.5%) était également moins élevé que celui de l'année d'avant.

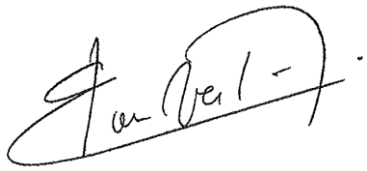
Le déficit de l'ensemble des pouvoirs publics belges s'est élevé à 2.6% du PIB, en légère détérioration de 0.1% par rapport à l'année précédente. Le déficit budgétaire structurel qui tient compte de la conjoncture économique et des mesures non récurrentes s'est amélioré toutefois de 0.3 point de pourcentage pour atteindre 2% du PIB. Le taux d'endettement de notre État a légèrement diminué pour passer de 106.0% à 105.9% du PIB entre 2015 et 2016.

Pour couvrir ses besoins de financement, l'Agence fédérale de la Dette a émis en 2016 des emprunts à moyen et long termes pour 40.60 milliards d'euros: 37.63 milliards d'euros en OLO, 2.63 milliards d'euros en EMTN et Schuldscheine et 0.04 milliard d'euros en bons d'État.

La durée moyenne de ces émissions a à nouveau été très élevée et a atteint un nouveau record avec 17.51 années contre 13.57 années en 2015. Par conséquent, la durée moyenne de la dette a augmenté, jusqu'à 8.65 ans en fin d'année, confirmant la dette belge comme une des plus longues de la zone euro. La nouvelle baisse des taux d'intérêt – le taux à 10 ans ayant atteint des niveaux de 0.11% sous l'influence de la politique monétaire de la BCE – a davantage fait baisser le taux moyen de ces émissions à 0.818%.

Tout comme en 2015, des taux très bas ont ainsi pu être fixés pour de très longues durées, et la stratégie d'allongement de la durée résultera bientôt en un allègement des refinancements et en une diminution du risque de taux.

Je tiens aussi 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	2016
1. Encours brut de la dette fédérale	**389.86**	**405.18**
• Octroi de crédits du Trésor à des entités du secteur des administrations publiques	1.92	1.92
• Opérations de gestion du Trésor	0.85	1.31
• Titres en portefeuille (Opération de gestion)	3.96	5.46
• Titres en portefeuille (Titres SACA[1])	3.93	3.91
• Réserve pour placements (BNB)	0.00	0.00
Encours net de la dette fédérale	**379.21**	**392.59**
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR (après swaps) **:**	**389.86**	**405.18**
• Obligations linéaires (OLO)	315.05	327.11
• Certificats de Trésorerie	25.31	26.46
• EMTN émis en EUR	4.89	5.10
• Schuldscheine	2.11	2.11
• Bons d'Etat	3.02	0.79
• Bons du Trésor - Fonds de vieillissement	21.53	22.27
• Euro Commercial Paper (ECP)	0.00	0.00
• Emprunts privés, interbancaires et divers	12.62	13.32
• EMTN émis en devises	5.04	7.77
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0.29	0.27
En % de la dette en EUR :		
• *Obligations linéaires (OLO)*	*80.81 %*	*80.73 %*
• *Certificats de Trésorerie*	*6.49 %*	*6.53 %*
• *EMTN (EUR + devises)*	*2.55 %*	*3.17 %*
• *Schuldscheine*	*0.54 %*	*0.52 %*
• *Bons du Trésor - Fonds de vieillissement*	*5.52 %*	*5.50 %*
• *Bons d'Etat*	*0.78 %*	*0.19 %*
• *Autres*	*3.31 %*	*3.35 %*
B. Instruments en monnaies étrangères (non swappés en EUR)	**0.00**	**0.00**
• Dette à long et moyen termes	0.00	0.00
• Euro Commercial Paper (ECP)	0.00	0.00

II. EVOLUTION DE L'ENCOURS NET DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL SUR L'ANNEE	2015	2016
1. Evolution en milliards d'EUR	**9.76**	**13.38**
• Solde net à financer (SNF)	9.01	12.62
• Différences de change	-0.03	0.02
• Capitalisation d'intérêts	0.77	0.74
• Dette de certains organismes	-0.02	-0.02
• Octroi de crédits à des entités du secteur des administrations publiques	0.07	0.00
• Divers	-0.05	0.02
2. Evolution en %	***2.64 %***	***3.53 %***

III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2015	2016
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 %*
3. Répartition selon le terme		
• *Long et moyen termes (>1 an)*	*90.86 %*	*90.74%*
• *Court terme*	*9.14 %*	*9.26 %*

[1] SACA : Services administratifs à comptabilité autonome

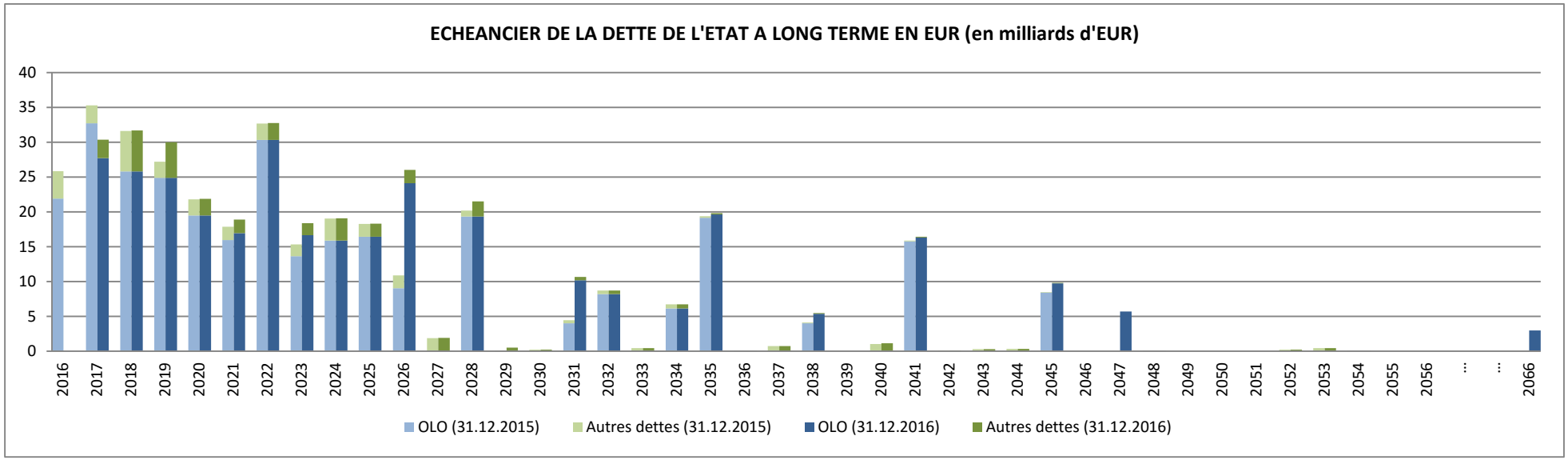
4. Répartition selon le taux		
• *Taux fixe*	*90.23 %*	*89.76 %*
• *Taux variable*	*9.77 %*	*10.24 %*
5. Duration effective de la dette en EUR	7.22	7.96
6. Durée moyenne pondérée de la dette en EUR (en années)	7.96	8.65
7. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral [1]	11.44	10.89
8. Taux d'intérêt moyen pondéré [2]	*2.83 %*	*2.60 %*

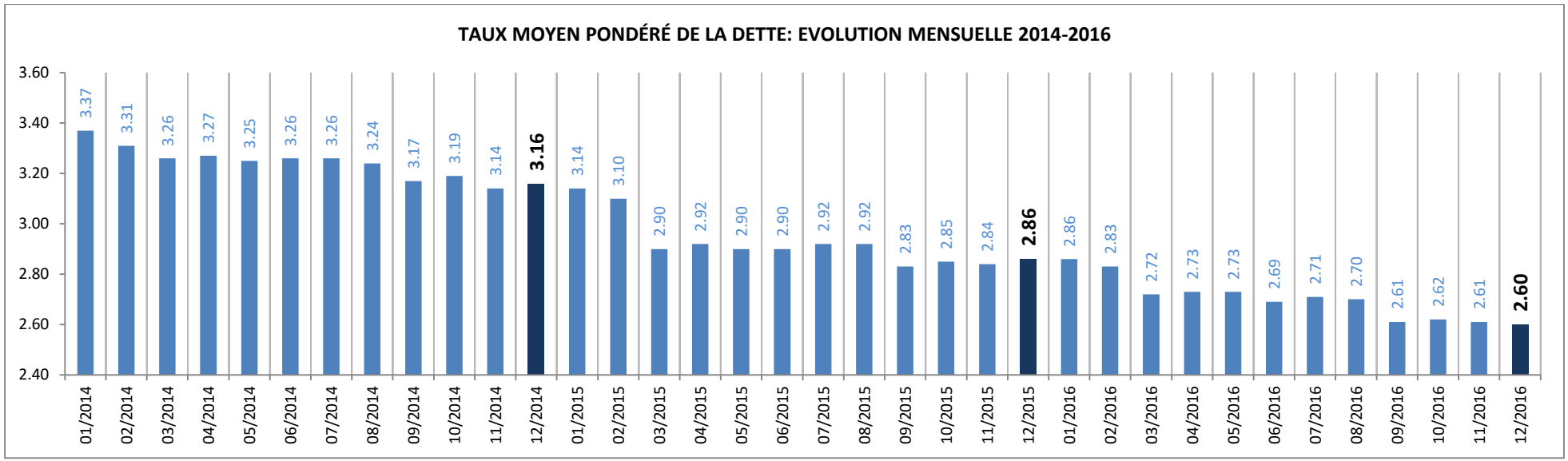
IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE (TRESOR) A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUV. PUBLICS	**2015**	**2016**
1. Encours de la dette fédérale	389.86	405.18
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales[3]	14.35	13.25
3. Dette des Communautés et Régions. des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	84.23	85.82
4. Effet de consolidation	57.98	61.11
5. Autres corrections	4.33	3.69
Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	**434.80**	**446.82**
6. PIB	410.35	421.97
Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)/6	***105.96 %***	***105.89 %***

[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 2016 s'élevaient respectivement à 10.66 et 10.15 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 au sens du Traité 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
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 2055 2056 … … 2066
OLO (31.12.2015)
Autres dettes (31.12.2015)
OLO (31.12.2016)
Autres dettes (31.12.2016)


TAUX MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE: EVOLUTION MENSUELLE 2014-2016
3.60
3.40
3.20
3.00
2.80
2.60
2.40
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
01/2016 2.86
02/2016 2.83
03/2016 2.72
04/2016 2.73
05/2016 2.73
06/2016 2.69
07/2016 2.71
08/2016 2.70
09/2016 2.61
10/2016 2.62
11/2016 2.61
12/2016 2.60

I. EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2016

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

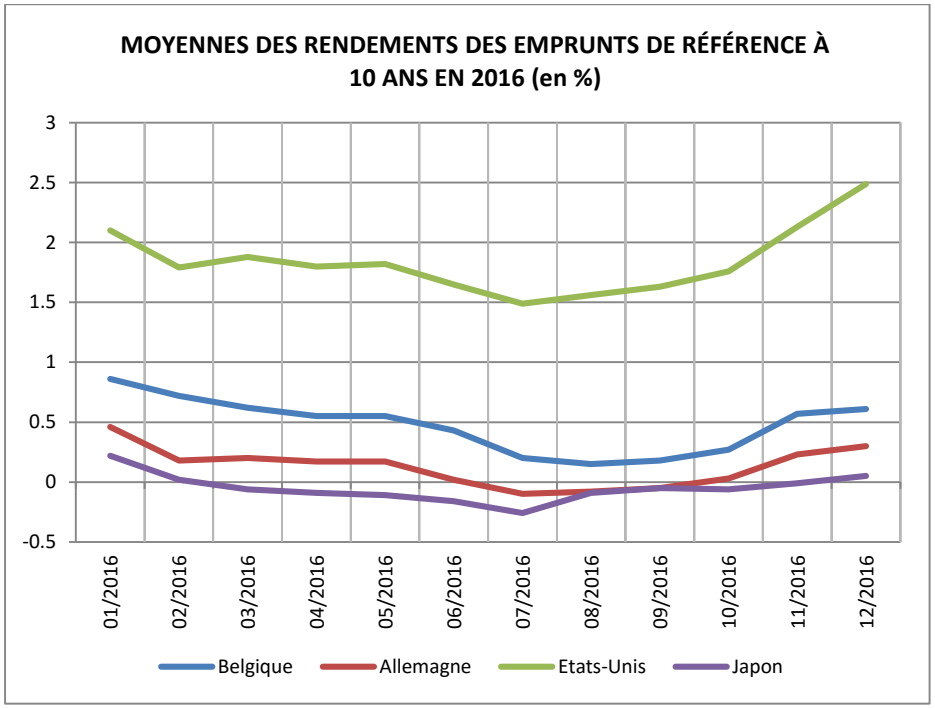
1.1. Evolution de l'économie

Avec un taux de croissance de 3.1% en ligne avec les résultats atteints les années précédentes, l'économie mondiale a crû en 2016 à un rythme à nouveau relativement modéré. Dans les économies avancées, la croissance a globalement légèrement diminué par rapport à l'année 2015, avec un recul plus prononcé aux Etats-Unis qui ont affiché une croissance de 1.6% en 2016 contre 2.6% l'année précédente. Dans les économies émergentes, la croissance s'est stabilisée mais les différences entre pays sont restées toutefois importantes. La poursuite du recul du commerce international a été marquante et principalement causée par la diminution des investissements et le manque de progrès dans la libéralisation du commerce.

L'économie de la zone euro a, elle, été caractérisée par une demande intérieure soutenue, un assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème et une politique budgétaire légèrement expansionniste. Néanmoins la croissance y a été modérée et est passée de 2.0% en 2015 à 1.7% en 2016. Ce ralentissement résulte principalement de celui du commerce mondial, qui a comprimé les exportations. Par ailleurs, l'impact du brexit est resté limité dans la zone euro en 2016.

Tout comme dans la zone euro, le moindre dynamisme du commerce mondial a pesé sur les exportations de la Belgique. A ce facteur se sont ajoutées les répercussions négatives des attentats terroristes de novembre 2015 à Paris et de mars 2016 en Belgique. La croissance économique belge est ainsi passée de 1.5% en 2015 à 1.2% en 2016. Cette croissance modérée a été soutenue par les investissements et les exportations nettes. Elle s'est accompagnée d'une création d'emplois vigoureuse et d'un recul du chômage de 26 000 unités. Le taux de chômage s'est ainsi établi à 7.0% de la population active.

1.2. Evolution des taux d'intérêt



Dans un contexte de croissance économique modérée aux Etats-Unis, la Réserve fédérale n'a relevé son taux directeur qu'en décembre (+25 points de base). Dès lors, les rendements des obligations souveraines américaines sont restés à des niveaux peu élevés. Ils ont affiché une tendance baissière dans les premiers mois de l'année 2016, avant de remonter au second semestre, dans le contexte notamment de l'élection présidentielle. L'emprunt de référence américain est ainsi passé en moyenne de 2.10% en janvier à 2.49% en décembre de l'année sous revue.

Dans la zone euro, la politique monétaire a été assouplie par deux fois en 2016, étant donné la faible reprise économique et le niveau peu élevé de l'inflation. En mars, la Banque Centrale Européenne a légèrement diminué ses taux directeurs et a élargi

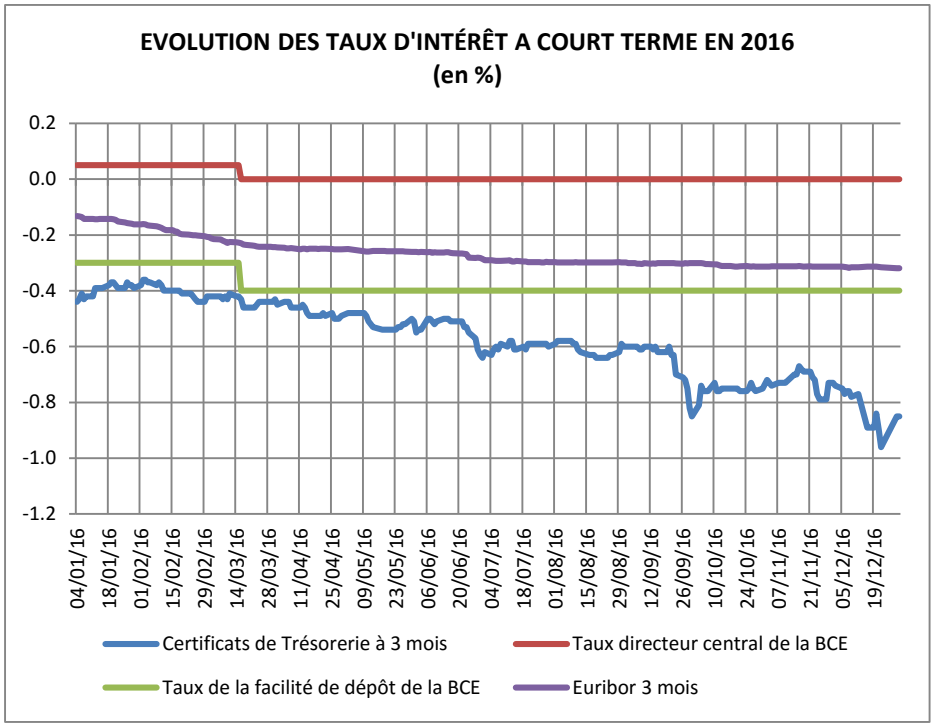
son programme d'achats d'actifs. En décembre, elle a décidé de prolonger son programme d'achats d'actifs au-delà de mars 2017.

Les taux à long terme des obligations souveraines de la plupart des pays de la zone euro se sont établis à des niveaux inférieurs à ceux des obligations américaines (à l'exception de la Grèce); des disparités ont toutefois persisté entre les différents États membres. A la fin de 2016, les taux à long terme ont légèrement augmenté dans la zone euro tout en restant bas, comme l'illustre le graphique ci-dessus.

Sur les marchés financiers belges, les taux ont globalement suivi des évolutions comparables à celles de la zone euro. Sur le marché secondaire, les taux des certificats de Trésorerie à 3 mois sont passés, en moyenne, à des niveaux historiquement bas, de ¬0.395% en janvier à -0.816% en décembre 2016. En ce qui concerne les taux interbancaires, l'Euribor à 3 mois est passé, en moyenne, de -0.146% en janvier à ¬0.315% en décembre 2016.

Pour le segment du long terme, le taux de l'OLO de référence à 10 ans a affiché un profil baissier au début de l'année et a atteint un plancher de 0.11% en septembre. Il est ensuite légèrement remonté durant le second semestre, passant à une moyenne de 0.61% en décembre 2016.

Quant à l'écart entre le rendement du Bund allemand de référence et l'OLO à 10 ans, il a globalement décru dans le courant de 2016, pour passer de 40 points de base en moyenne en janvier à 31 points de base en décembre.



2. Evolution des finances des pouvoirs publics en 2016

D'après les données publiées par l'Institut des Comptes Nationaux (ICN) le 21 avril 2017, les comptes des autorités publiques belges se sont clôturés par un déficit équivalent à 2.6% du PIB en 2016. Il s'agit d'une légère détérioration par comparaison à l'année précédente, où un déficit de 2.5% du PIB avait été enregistré.

Le résultat en 2016 est moins favorable par comparaison à l'objectif du programme de stabilité 2016-2019 présenté en avril 2016, qui définissait comme objectif un déficit de 2.5% du PIB.

Cette évolution s'explique par le net recul des recettes fiscales et parafiscales exprimées en pourcentage du PIB.

L'impact de la conjoncture sur les finances publiques a été pratiquement neutre. D'après les chiffres de l'ICN, la croissance du PIB a atteint 1.2% au cours de l'année sous revue. Ce chiffre confirme l'estimation du programme de stabilité qui se fondait sur les hypothèses macroéconomiques du Budget économique de février 2016.

En outre, l'incidence positive des mesures non récurrentes sur le solde a été moins importante par rapport à 2015. Leur impact est évalué à 0.1% du PIB en 2016, contre 0.3% du PIB en 2015.

2.1. Evolution au niveau des différents sous-secteurs

Selon les chiffres de l'ICN (sur la base du SEC 2010), le déficit de 2.6% du PIB se répartit en un déficit de 2.7% du PIB au niveau de l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et un excédent de 0.1% au niveau de l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux). Concernant l'Entité I, un déficit de 2.7% du PIB est enregistré pour le Pouvoir fédéral et la Sécurité sociale présente un équilibre. Au sein de l'Entité II, les Communautés et Régions affichent un équilibre, tandis que les Pouvoirs locaux réalisent un surplus de 0.2% du PIB.

Le programme de stabilité prévoyait que le déficit du Pouvoir fédéral s'élève à 2.4% du PIB et que la Sécurité sociale soit en équilibre. Un déficit de 0.1% du PIB était attendu pour les Communautés et Régions, ainsi que les Pouvoirs locaux.

Les résultats budgétaires sont donc meilleurs par rapport aux prévisions du programme de stabilité au niveau des Pouvoirs locaux et des Communautés et Régions. Les réalisations sont conformes aux prévisions pour la Sécurité sociale et sont moins favorables au niveau du Pouvoir fédéral.

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

	Réalisations (SEC) 2015[2]	Réalisations (CSF) 2015[3]	Programme de stabilité 2016-2019	Estimations (SEC)2016	Estimations (CSF) 2016
Ensemble des pouvoirs publics	-2.5	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6
Entité I	-1.2	-2.3	-2.4	-2.7	-2.7
- Pouvoir fédéral	-1.3	-2.4	-2.4	-2.7	-2.7
- Sécurité sociale	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
Entité II	-1.3	-0.2	-0.1	0.1	0.1
- Communautés et Régions	-1.4	-0.3	-0.1	0.0	-0.1
- Pouvoirs locaux	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.2

2.2. Recettes et dépenses

Les recettes publiques totales se sont contractées de 0.7% du PIB en 2016 et se sont établies à 50.7% du PIB. Cette diminution est due au repli des recettes fiscales et parafiscales qui sont passées de 44.6% du PIB en 2015 à 43,9% du PIB en 2016. Les recettes non fiscales et non parafiscales ont en revanche légèrement augmenté de 0.2% du PIB.

[1] Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, les chiffres étant arrondis.
[2] Il s'agit des chiffres enregistrés conformément au SEC 2010. Ces chiffres ne tiennent pas compte des avances dans le cadre des centimes additionnels régionaux, mais sont fondés sur les additionnels effectivement enrôlés. En 2015, les recettes des centimes additionnels régionaux ne représentent pas les recettes d'une année d'enrôlements complète.
[3] Il s'agit des chiffres selon le concept du Conseil Supérieur des Finances (CSF), qui tiennent compte des avances dans le cadre des centimes additionnels régionaux.

Les prélèvements sur les revenus du travail ont enregistré une baisse sensible de 0.9% du PIB pour représenter 26.2% du PIB. Ce repli est presque entièrement attribuable aux mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Les recettes à l'impôt des personnes physiques ont diminué suite à la modification du barème d'imposition et à la majoration des frais professionnels forfaitaires déductibles. La baisse du taux des cotisations sociales patronales explique le fléchissement des recettes de cotisations sociales.

Les recettes à l'impôt des sociétés se sont inscrites à la hausse, à concurrence de 0.2% du PIB, et se sont élevées à 3.5% du PIB. Cette évolution est notamment due à la diminution du taux de référence pour la déduction des intérêts notionnels.

La part des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine dans le PIB est restée pratiquement stable. Le relèvement du précompte mobilier de 25% à 27% en janvier 2016 a été contrebalancé par une diminution des rendements découlant de la faiblesse des taux. Les recettes de précompte mobilier se sont également infléchies en raison du régime de bonis liquidation en faveur des PME[1] .

Les impôts sur les biens et services ont progressé de 0.2% du PIB. Les recettes en provenance de la TVA ont augmenté, principalement suite au rétablissement du taux de 21% sur la consommation d'électricité des particuliers en septembre 2015. Les effets de cette mesure se sont entièrement fait ressentir en 2016. Les différents relèvements des accises sur le diesel, le tabac et l'alcool ont également permis une légère hausse des recettes d'accises.

L'augmentation des recettes non fiscales et non parafiscales est due essentiellement à l'introduction de la taxe kilométrique pour les poids lourds dans les trois Régions, ainsi que par le recouvrement d'avantages fiscaux octroyés à des entreprises dans le cadre de décisions fiscales anticipées concernant les bénéfices excédentaires (excess profit ruling). La Commission européenne a en effet considéré que les avantages accordés étaient des aides d'Etat illégales et devaient être remboursés.

La part des dépenses primaires dans le PIB a diminué, passant de 50.8% du PIB en 2015 à 50.5% du PIB en 2016, grâce aux mesures d'économie adoptées par le gouvernement. Les dépenses salariales et la consommation intermédiaire ont reculé de 0.1% du PIB. En outre, les dépenses de capital (investissements et aides à l'investissement) ont connu une nette baisse.

La conjoncture a également eu une influence favorable sur l'évolution des dépenses, avec une diminution des dépenses d'allocation de chômage. Ces dépenses se sont aussi infléchies suite aux mesures d'économie limitant le droit aux allocations.

Des facteurs ponctuels ont par contre contribué à l'accroissement des dépenses des autres transferts en capital, comme le remboursement d'impôts à Ethias et Elias suite à des décisions de justice ou la recapitalisation par Dexia de sa filiale Crédit Local.

RECETTES ET DEPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)		
	Réalisations 2015	**Estimations 2016**
Recettes totales	51.4	50.7
(dont recettes fiscales et parafiscales)	44.6	43.9
Dépenses primaires	50.8	50.5
Dépenses totales	53.9	53.3

La combinaison des recettes et des dépenses primaires donne lieu à un surplus du solde primaire de 0.2% du PIB en 2016. Ce résultat est plus favorable que l'objectif du programme de stabilité d'un excédent du solde primaire de 0.1% du PIB.

La diminution des charges d'intérêts sur la dette publique s'est poursuivie en 2016. Elles ont reculé de 0.1% du PIB par rapport à 2015 pour représenter 2.9% du PIB. Cette évolution est entièrement due au recul du taux d'intérêt implicite sur la dette. Sur le court terme, grâce aux taux d'intérêt négatifs, l'Etat a pu être rémunéré pour emprunter à moins d'un an par l'émission de certificats de trésorerie. A moyen terme, des obligations linéaires à cinq ans ont aussi pu être émises avec un coupon négatif.

Le taux d'endettement des pouvoirs publics a légèrement diminué de 105.96% du PIB à la fin de l'année 2015 à 105.89% du PIB à la fin 2016.

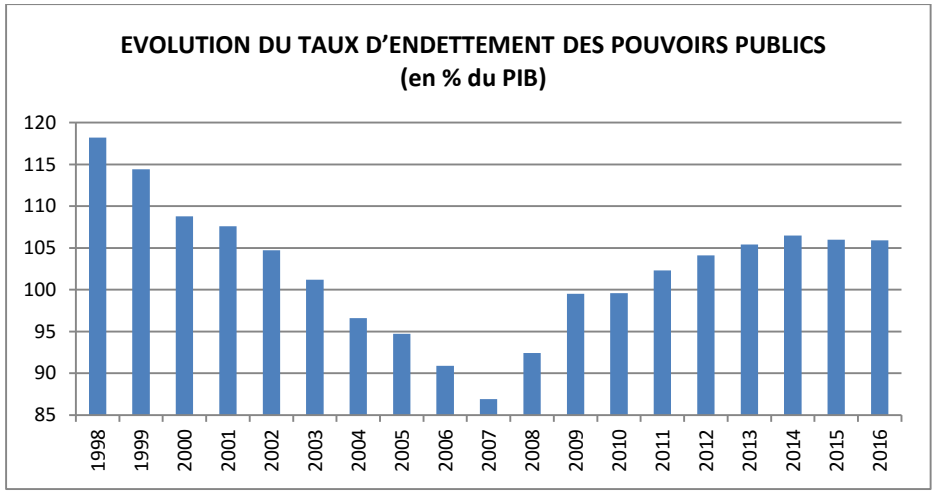
Les facteurs endogènes ont exercé une influence favorable sur le taux d'endettement. Pour la première fois depuis 2011, la croissance nominale du PIB a

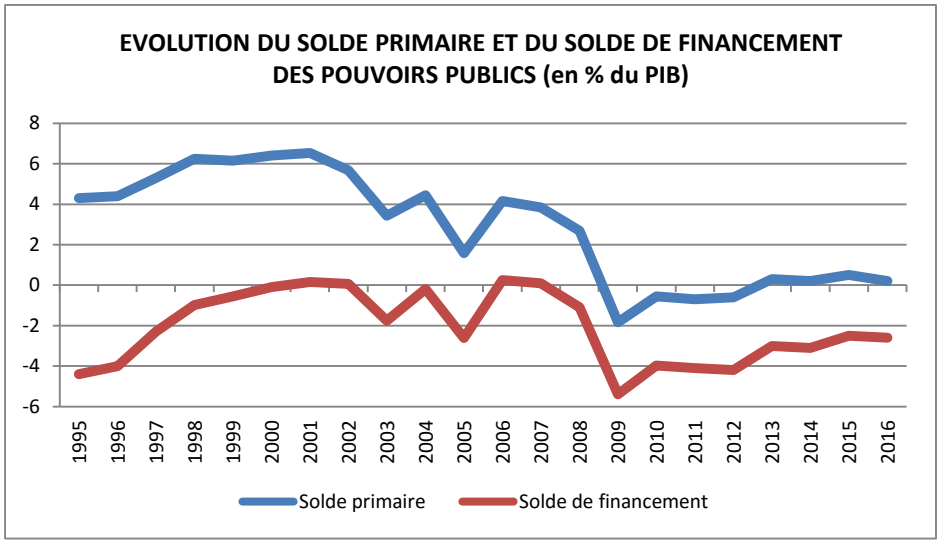
[1] Par ce système, les PME peuvent mettre en réserve une partie de leurs bénéfices moyennant une taxe anticipée de 10%. En cas de distribution ultérieure lors de la liquidation de la société, plus aucun précompte mobilier n'est dû.

été supérieure au taux d'intérêt implicite sur la dette publique, entraînant une diminution du ratio d'endettement.

Les facteurs exogènes ont par contre eu une influence négative. Ils concernent la hausse des prêts accordés dans le cadre de la politique de logement social, l'enrôlement d'une série d'impôts non encore encaissés et des engagements de pension découlant de la reprise de fonds de pension d'entreprises.

Les coûts engendrés par les swaps de taux d'intérêt et produits dérivés contractés en 2014, ont été plus que compensés par la réalisation d'importantes primes d'émission.





II. LA POLITIQUE DE FINANCEMENT EN 2016

1. Besoins et moyens de financement

Les besoins bruts de financement du Trésor se sont élevés au total à 43.53 milliards d'euros, ce qui représente un supplément de 4.67 milliards d'euros par rapport au montant initialement prévu dans le plan de financement de 2016. Au 17 octobre 2016, le Trésor avait augmenté ses prévisions en matière de besoins bruts de financement pour les faire passer à 41.24 milliards d'euros. Le montant final a donc été encore supérieur de 2.29 milliards d'euros.

Les raisons de cette augmentation des besoins de financement résultaient essentiellement de l'augmentation du solde net à financer qui s'élevait à 12.62 milliards d'euros, soit 4.69 milliards d'euros en plus que prévu[1]. Le Trésor a également racheté anticipativement un montant de dettes plus élevé que prévu initialement, à savoir 5.04 milliards d'euros. Le refinancement des titres restructurés[2] précédemment émis n'a toutefois pas dû avoir lieu, ce qui a résulté en une diminution des besoins de 0.50 milliard d'euros. Les remboursements de dettes à échéance finale à moyen et long termes se sont élevés, quant à eux, à 25.88 milliards d'euros comme prévu.

Le Trésor a réagi à l'augmentation des besoins de financement en émettant plus de dettes à moyen et long termes que ce qui était prévu. Les émissions à long terme se sont élevées au total à 42.33 milliards d'euros dans une situation où un montant plus important d'OLO que prévu a été émis (37.63 milliards d'euros). Le montant prévu en émissions d'Euro Medium Term Notes et de Schuldscheine de 4.00 milliards d'euros n'a toutefois pas été atteint étant donné que le Trésor n'a émis au total que 2.93 milliards d'euros. Les bons d'Etat n'ont également pas atteint l'objectif avec un montant de 36.52 millions d'euros, ce qui résultait comme en 2015 du niveau très bas des taux d'intérêt.

La dette à court terme a légèrement augmenté, ce qui pour les certificats de Trésorerie était d'ailleurs prévu dans le but d'assurer la liquidité de ce produit après la diminution de l'encours enregistrée en 2015.

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2016 (EN MILLIARDS D'EUR)				
	Plan de financement 2016		Réalisation au 31.12.2016	
I. Besoins bruts de financement 2016		**38.86**		**43.53**
1. Déficit budgétaire de l'Etat fédéral		7.93		12.62
2. Dette venant à échéance en 2016		25.88		25.88
• Dette à moyen et long termes en EUR	25.88		25.88	
• Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0.00		0.00	
3. Préfinancement des titres échéant en 2017 et ultérieurement		4.55		5.04
4. Autres besoins de financement		0.50		0.00
II. Moyens de financement (long et moyen termes)		**39.48**		**42.33**
1. Financement à moyen et long termes		37.75		40.60
• OLO	33.50		37.63	
• Euro Medium Term Notes/Schuldscheine	4.00		2.63	
• Instruments destinés aux particuliers	0.25		0.04	
2. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement		1.73		1.73
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0.00**		**-0.02**
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie		**1.00**		**1.15**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**-1.62**		**0.08**

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

[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

[2] Du type LOBO (Lender's option, Borrower's option)

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

2.1. Des produits liquides et standardisés

2.1.1. Obligations linéaires (OLO)

En 2016, l'Agence fédérale de la Dette a émis des OLO pour un montant total de 37.63 milliards d'euros contre un volume de 35.64 milliards d'euros en 2015. Ce montant inclut en 2016 des émissions par syndication (14.50 milliards d'euros) ainsi que par adjudication (23.13 milliards d'euros).

Le calendrier indicatif des adjudications pour 2016 prévoyait 10 adjudications d'OLO. Comme à l'accoutumée, l'Agence 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, mars et avril 2016 respectivement, toutes à taux fixe. Lors de l'annonce de ces syndications, l'Agence a à chaque fois indiqué que l'adjudication du mois ou du mois suivant était supprimée. Ainsi, durant l'année sous revue, l'Agence a organisé 7 adjudications sur les 10 prévues à l'origine.

2.1.1.1. Syndications

OLO 77 – NOUVEAU BENCHMARK A 10 ANS

L'Agence fédérale de la Dette a décidé de poursuivre la tradition d'émettre au mois de janvier une obligation linéaire dotée d'une échéance à 10 ans via une syndication, à savoir la nouvelle OLO de référence 77.

L'OLO 77, ayant comme échéance finale le 22 juin 2026, a été placée par un syndicat ayant comme "joint-lead managers" les primary dealers Barclays, BNP Paribas Fortis, ING et Société Générale. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que "co-lead managers" ou comme membres du "selling group".

Le total des ordres de plus de 14.27 milliards d'euros (incluant 1.27 milliard d'euros des joint-lead managers) en provenance de 180 investisseurs illustrait l'intérêt grandissant du marché pour cette nouvelle OLO à 10 ans. Ce volume et la bonne qualité du book ont permis d'émettre un montant total de 5 milliards d'euros.

Le spread d'émission a été fixé à mid-swap +12 points de base, ce qui équivalait à +52 points de base au-dessus du "Bund 1.00% - 15 août 2025". Le coupon de cette OLO a été fixé à 1.00% et le prix d'émission à 99.706% équivalant à un rendement de 1.03%. Pour cette transaction, le rendement à l'émission était de 4 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 (38.56%), les banques centrales et les entités publiques (20.92%) ainsi que les gestionnaires de fonds (32.41%). Enfin, lors du placement de l'OLO 77, un bon équilibre entre la part des investisseurs européens (75.69%) et le reste du monde a été obtenu par l'Agence de la Dette.

OLO 78 – NOUVEAU BENCHMARK A 30 ANS

Après l'émission en février 2015 d'une nouvelle OLO à 15 ans (OLO75) et d'une nouvelle OLO à 23 ans en septembre 2015 (OLO76), l'Agence a confirmé son engagement d'émettre des emprunts de référence liquides sur le segment du long terme de la courbe et de tirer parti du niveau historiquement bas des taux à long terme. L'Agence a ainsi émis en mars par syndication une nouvelle OLO à 30 ans (OLO78) avec comme échéance finale juin 2047 en remplacement de l'ancienne OLO à 30 ans (OLO71) échéant en juin 2045 comme emprunt de référence.

L'OLO 78 porte un coupon de 1.60% et a été émise au prix de 98.524%, ce qui équivaut à un rendement de 1.661%, à mid-swap +63 points de base et correspond à un coût de 78 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "DBR 2.50% - août 2046". Le spread au-dessus de l'OAT 3.25% - mai 2045 était, quant à lui, de 14 points de base.
Le rendement à l'émission s'est élevé à 8 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme "joint-lead managers" les quatre primary dealers suivants: Barclays, BNP Paribas Fortis, HSBC et RBS. Les autres pri-

mary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que ”co-lead managers” ou membres du ”selling group”.

Les ordres de placement se sont élevés à plus de 6.10 milliards d'EUR (incluant 700 millions d'euros des joint-lead managers) répartis sur 111 investisseurs et le montant finalement alloué s'est élevé à 3.50 milliards d'euros.

Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du ”mixed pot” (voir page 20).

Pour ce qui est de la répartition géographique, cette transaction a été concentrée en Europe (85.06% du total) et l'Amérique du Nord (14.34%). Quant à la répartition par investisseur, elle s'est caractérisée par une forte participation des gestionnaires de fonds (56.41%), des banques (27.69%) des compagnies d'assurances et des fonds de pension (10.61%).

DOUBLE EMISSION SYNDIQUEE D'OLO EN AVRIL : OLO 79 et OLO 80

Pour la troisième syndication de l'année, l'Agence de la Dette a lancé en avril une transaction en OLO à double tranche comprenant une nouvelle ligne à 7 ans et une nouvelle ligne à 50 ans. Le choix des maturités et de la double tranche correspondait à la politique de financement à long terme de l'Agence visant à répondre de manière dynamique à la demande des investisseurs ainsi que de tirer avantage des conditions de marché favorables. L'on notera que la maturité de 50 ans constituait une émission inaugurale et celle à 7 ans, le premier benchmark depuis l'année 2012.

A la clôture des livres, les ordres comprenaient plus de 6.44 milliards d'euros pour la ligne à 7 ans (incluant 1.80 milliard d'euros des joint-lead managers) et plus de EUR 8.10 milliards pour la ligne à 50 ans (incluant EUR 1.40 milliard des joint-lead managers). La qualité des ordres a permis à l'Agence de la Dette de fixer la taille de l'émission à 3 milliards d'euros pour chaque transaction, donc 6 milliards d'euros au total avec plus de 100 investisseurs pour la ligne à 7 ans et près de 200 investisseurs pour celle de 50 ans.

La nouvelle OLO 79 échéant en octobre 2023 et portant un coupon de 0.20% a été émise au prix de 99.882%, ce qui équivaut à un rendement de 0.216%, à mid-swap -13 points de base et correspond à un coût de +33 points de base au-dessus de l'emprunt allemand "DBR 2.0% - août 2023" et à +10 points de base par rapport à l'OAT 1.75% - mai 2023. Le rendement à l'émission se situait à 3 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

La nouvelle OLO 80 échéant en juin 2066 et portant un coupon de 2.15 % a été émise au prix de 98.931%, ce qui équivaut à un rendement de 2.185%, à mid-price +17 points de base au-dessus de « l'OAT 1.75% - 2066 ».

Pour cette syndication, le Trésor a choisi comme ”joint-lead managers” les six primary dealers suivants: Barclays, Crédit Agricole, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Natixis et Société Générale. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que ”co-lead managers” ou membres du ”selling group”.

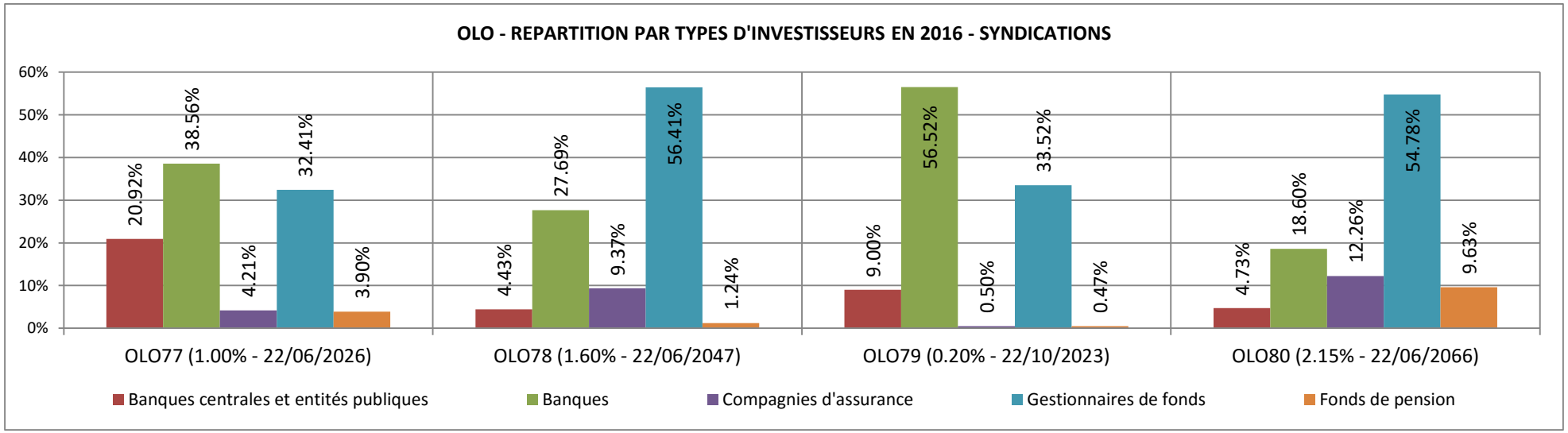
Pour l'allocation des ordres, le Trésor a également eu recours au système du ”mixed pot” (voir page 20).

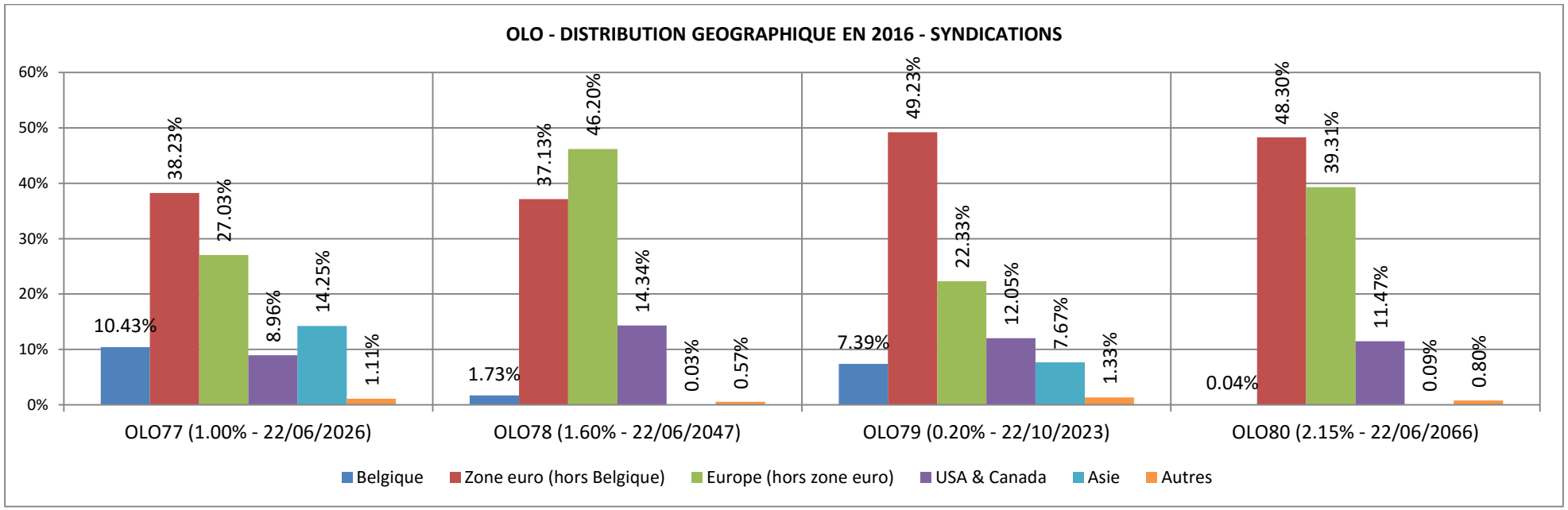
Pour ce qui est de la répartition géographique, la transaction à 7 ans s'est caractérisée par un bon équilibre entre les pays européens (78.95%), l'Amérique du Nord (12.05%) et l'Asie (7.67%). Quant à la répartition par investisseur, cette ligne a essentiellement été placée auprès de comptes « real money », à savoir les banques (56.62%), les gestionnaires de fonds (33.52%), les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les banques centrales et les entités publiques (9.97%).

La répartition géographique de l'OLO 80 à 50 ans s'est concentrée sur l'Europe (87.65%) et sur l'Amérique du Nord (11.47%). Sur le plan du type d'investisseurs, l'OLO 80 a surtout attiré des comptes « real money », à savoir les gestionnaires de fonds (54.78%), les banques (18.60%), les compagnies d'assurances (12.26%), les fonds de pension (9.63%), les banques centrales et les entités publiques (4.73%).

RESULTATS DES SYNDICATIONS EN 2016 (en millions d'EUR)

Date d'émission	OLO	Échéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant émis	Prix	Rendement
13/01/2016	OLO77	22/06/2026	1.00%	BE0000337460	5 000	99.706	1.03
01/03/2016	OLO78	22/06/2047	1.60%	BE0000338476	3 500	98.524	1.70
28/04/2016	OLO79	22/10/2023	0.20%	BE0000339482	3 000	99.882	0.22
28/04/2016	OLO80	22/06/2066	2.15%	BE0000340498	3 000	99.931	2.19
TOTAL					**14 500**		


OLO - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS EN 2016 - SYNDICATIONS
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
20.92%
38.56%
4.21%
32.41%
3.90%
4.43%
27.69%
9.37%
56.41%
1.24%
9.00%
56.52%
0.50%
33.52%
0.47%
4.73%
18.60%
12.26%
54.78%
9.63%
OLO77 (1.00% - 22/06/2026)
OLO78 (1.60% - 22/06/2047)
OLO79 (0.20% - 22/10/2023)
OLO80 (2.15% - 22/06/2066)
Banques centrales et entités publiques
Banques
Compagnies d'assurance
Gestionnaires de fonds
Fonds de pension


OLO - DISTRIBUTION GEOGRAPHIQUE EN 2016 - SYNDICATIONS
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
10.43%
38.23%
27.03%
8.96%
14.25%
1.11%
1.73%
37.13%
46.20%
14.34%
0.03%
0.57%
7.39%
49.23%
22.33%
12.05%
7.67%
1.33%
0.04%
48.30%
39.31%
11.47%
0.09%
0.80%
OLO77 (1.00% - 22/06/2026)
OLO78 (1.60% - 22/06/2047)
OLO79 (0.20% - 22/10/2023)
OLO80 (2.15% - 22/06/2066)
Belgique
Zone euro (hors Belgique)
Europe (hors zone euro)
USA & Canada
Asie
Autres

Syndication

Une syndication est une technique d'émission par laquelle le Trésor fait appel à un syndicat de primary et recognized dealers pour l'émission et le placement de ses titres. Il s'agit d'une association temporaire de banques qui ont comme objectif le placement collectif des obligations. On distingue trois niveaux au sein du syndicat:

1. **Lead manager:** il s'agit d'une banque qui reçoit de l'émetteur le mandat d'être à la tête du syndicat. Le lead manager garantit la plus grande part du placement des obligations et est responsable de la coordination générale et de l'organisation de l'émission. En concertation avec l'émetteur, il détermine la structure, le volume, le spread et le timing de l'opération. Lorsqu'il y a plusieurs lead managers pour s'occuper de l'émission, ceux-ci sont appelés des joint-lead managers.

2. **Co-lead manager:** celui-ci se situe à un niveau juste en dessous du lead manager. Il peut garantir une petite part du placement. 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 lead managers;
   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) et 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 du mois d'août (étant donné la diminution de l'activité durant les mois d'été) et de décembre (étant donné l'approche de la fin de l'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.

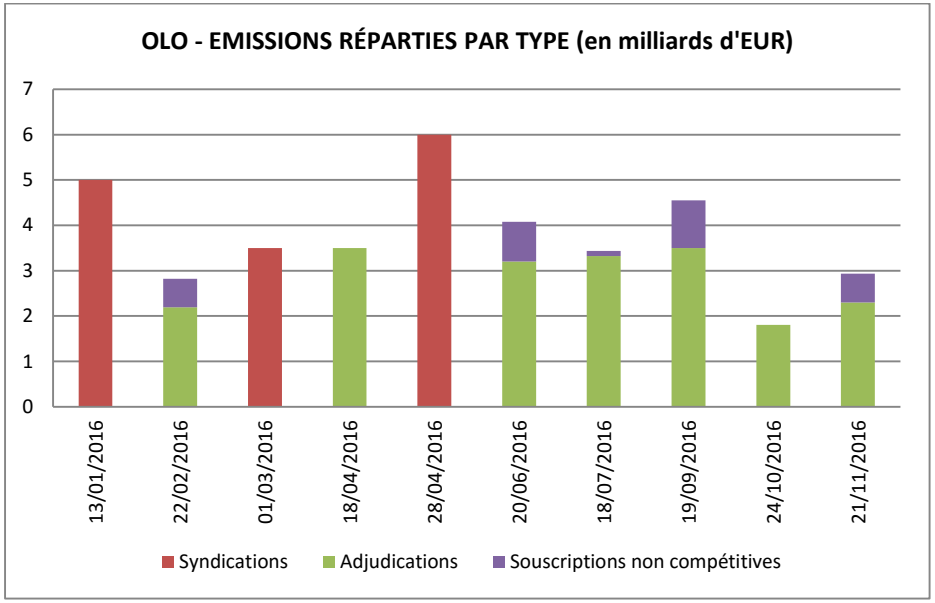
Trois lignes d'OLO ont été émises à chaque fois lors des adjudications de février, juin, octobre et novembre tandis que lors des trois autres adjudications, le Trésor a émis quatre lignes.

Le nouvel emprunt de référence à 10 ans (OLO 77) qui a été lancé en janvier a été proposé à chaque adjudication. Le montant initial de 5 milliards d'euros a augmenté pour atteindre un montant en circulation de 14.39 milliards d'euros à la fin de l'année.

L'OLO 78 qui constitue le nouvel emprunt de référence qui a été émis à la fin du mois de février et doté d'une maturité de 31 ans a été ensuite proposée à trois reprises aux adjudications. Le montant en circulation a ainsi été augmenté pour passer de 3.50 milliards d'EUR à 5.70 milliards d'euros.
Les deux autres OLO émises en 2016, à savoir l'OLO 79 à 7 ans et l'OLO 80 à 50 ans ont été peu demandées dans le courant de l'année et n'ont donc plus été proposées lors des adjudications.

Lors de l'adjudication du mois d'avril, le Trésor a également proposé l'OLO 61 avec comme échéance finale le 28 septembre 2021. Il est ressorti de la concertation préparatoire avec les primary dealers qu'il y avait en effet un intérêt particulier pour cet emprunt. En outre, cette OLO n'avait plus été proposée depuis un certain temps. Etant donné que la courbe des rendements des OLO sur le segment du court et moyen terme était négative, l'Agence a été en mesure de se financer au moyen de cette OLO à 5 ans à un rendement négatif de -0.22%, ce qui représente le coût de financement le plus bas jamais atteint dans cette maturité.

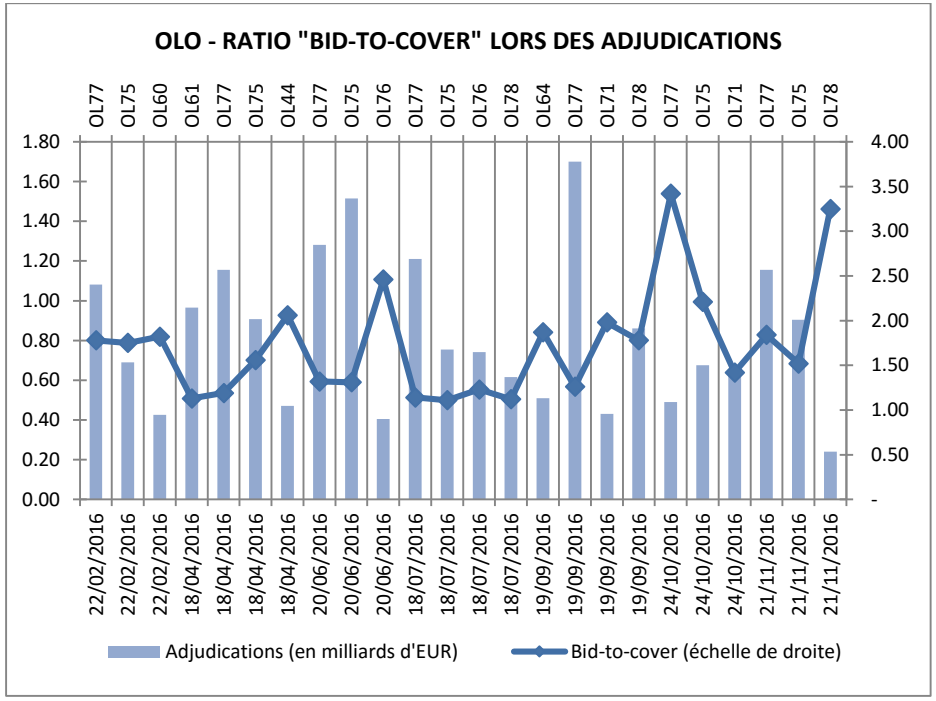
L'on notera que le Trésor peut toujours décider d'annuler une adjudication lorsqu'une syndication a lieu dans le mois concerné ou le mois précédent. Cela s'est produit en janvier, mars et mai lors du lancement des OLO 78, 79 et 80.



Finalement, il y a eu en tout sept adjudications qui ont rapporté un montant global de 23.13 milliards d'euros, à savoir 19.82 milliards d'euros au tour compétitif des adjudications et 3.31 milliards d'euros lors du tour non compétitif. Le montant moyen émis par tour compétitif s'est élevé à 2.83 milliards d'euros.

Pour l'ensemble des sept adjudications, le ratio bid-to-cover moyen pondéré s'est élevé à 1.57 contre 1.62 en 2015 et 1.93 en 2014. 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. Un niveau de 1.57 indique que la demande d'OLO est toujours importante. Les valeurs extrêmes enregistrées pour ce ratio en 2016 étaient de 1.11 et 3.42 respectivement pour l'adjudication de l'OLO 75 (échéant le 22/06/2031) en juillet et de l'OLO 77 (échéant le 22/06/2026) en octobre.

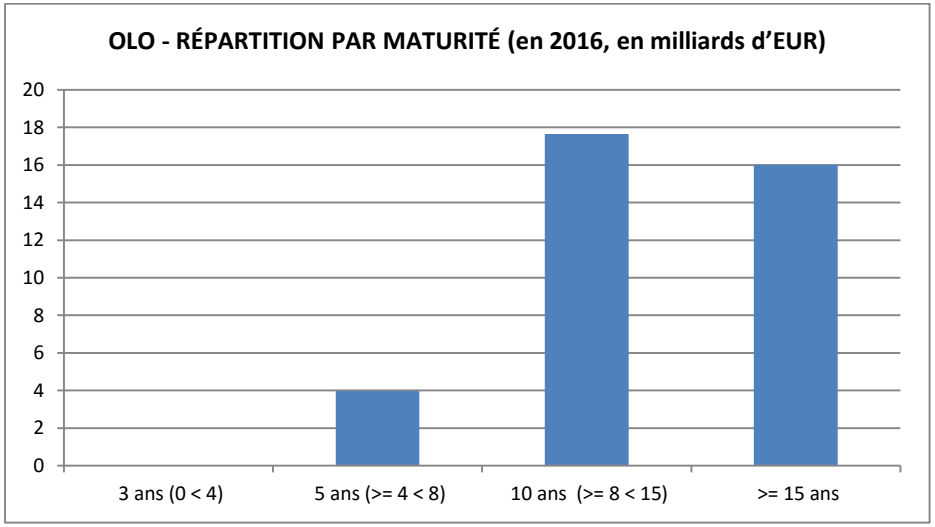


La "tail" constitue un autre indicateur pour l'adjudication. Il s'agit de la différence entre le prix limite et le prix le plus bas offert dans la ligne concernée. La "tail" met en lumière la qualité de la demande : une petite "tail" signifie que toutes les offres étaient compétitives tandis qu'une longue "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 77, le "benchmark" à 10 ans qui a été présenté à chaque adjudication, a fluctué entre 14 et 53 cents[1]. Pour les autres OLO qui ont été proposées lors des adjudications, la « tail » a affiché des valeurs extrêmes entre 6 et 100 cents.

Les chiffres de 2016 indiquent que les rendements des offres des dealers ont toujours été proches des rendements cotés sur le marché secondaire.

Par rapport à l'année 2015, la part relative du segment du très long terme (supérieur à 10 ans) a augmenté pour passer de 40.63% à 49.41% et le montant émis est passé dans ce segment de 14.48 milliards d'euros à 18.60 milliards d'euros. La part relative des maturités à court et moyen termes (jusqu'à 10 ans) a diminué et est passée de 13.21% à 10.54%. Affichant une part relative de 40.05%, la demande pour le segment du 10 ans est restée particulièrement importante étant entendu que tant l'OLO 64 (échéant le 28/03/2026) que l'OLO 77 (échéant 22/06/2026) ont été proposées lors de l'adjudication du mois de septembre.



[1] Les cents se réfèrent à un différentiel de prix.

Par ailleurs, les primary et recognized dealers ont reçu les résultats des adjudications après en moyenne 6 minutes, et ce à compter du moment où le délai d'introduction des offres est clôturé. Le temps le plus court a été de 4 minutes lors de l'adjudication du mois de juin. Le temps le plus long (7 minutes) a été enregistré lors des adjudications des mois de février, avril, juillet et septembre.

Pour les primary et recognized dealers, il est très important que les résultats soient publiés le plus rapidement possible. Les dealers sont en effet tenus de payer le montant et le prix mentionnés dans leurs offres. Sur la base de la fourchette publiée et des prix sur le marché secondaire, ils peuvent faire une estimation des chances que leurs offres soient acceptées. Néanmoins, ils ne savent pas exactement combien l'Agence va adjuger ni le niveau du prix limite.

Pendant plusieurs minutes, entre l'introduction des offres et l'acceptation de celles-ci, les dealers encourent un risque financier. Les prix d'achat de leurs offres restent fermes durant cette période tandis que les prix du marché peuvent changer.

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 5.99 milliards d'euros dont 55.21% (soit 3.31 milliards d'EUR) ont effectivement été exercés (contre 58.57% en 2015). L'exercice de ce droit dépend des conditions de marché au moment de la tenue du tour non compétitif.

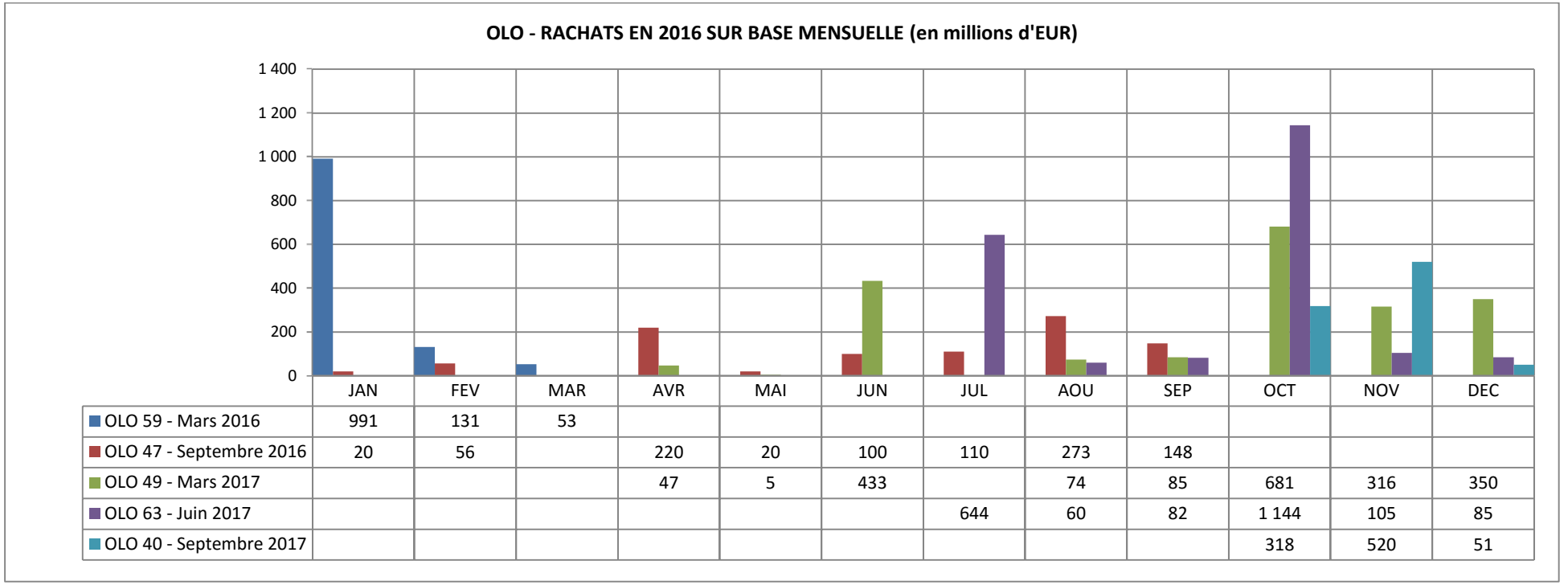
Certaines institutions comme la Caisse des Dépôts et Consignations et le Fonds Monétaire disposent également de la possibilité de souscrire au tour non compétitif. Mais contrairement aux primary dealers, ces institutions peuvent seulement souscrire avant le début du tour compétitif au prix moyen pondéré (qui n'est pas encore connu à ce moment). En 2016, elles n'ont toutefois pas eu recours à cette possibilité.

RESULTATS DES ADJUDICATIONS D'OLO EN 2016 (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
22/02/2016					3 905	2 197	627	2 824			1.78	→					2 200	2 800	
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	1 925	1 082	342	1 424	103.145	0.683	1.78		102.66/103.25	103.01	100.00	13			6 424.0
	OLO75	22-06-2031	1.00%	BE0000335449	1 205	690	162	852	98.159	1.131	1.75		97.60/98.35	98.01	100.00	11			4 852.0
	OLO60	28-03-2041	4.25%	BE0000320292	775	425	123	548	159.195	1.427	1.82		158.51/159.40	159.01	100.00	9			16 339.0
18/04/2016					4 852	3 497	0	3 497			1.39	→					2 800	3 500	
	OLO61	28-09-2021	4.25%	BE0000321308	1 090	965	0	965	124.456	-0.215	1.13		124.30/124.51	124.36	100.00	12			16 945.0
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	1 375	1 155	0	1 155	104.809	0.513	1.19		104.62/104.84	104.76	100.00	13			7 579.0
	OLO75	22-06-2031	1.00%	BE0000335449	1 417	907	0	907	100.021	0.998	1.56		99.25/100.05	99.98	100.00	11			5 759.0
	OLO44	28-03-2035	5.00%	BE0000304130	970	470	0	470	166.266	1.103	2.06		165.40/166.34	166.21	88.00	9			19 634.7
20/06/2016					4 673	3 201	879	4 080			1.46	→					2 200	3 200	
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	1 690	1 281	369	1 650	105.236	0.463	1.32		104.70/105.30	105.20	73.33	12			9 229.0
	OLO75	22-06-2031	1.00%	BE0000335449	1 985	1 515	338	1 853	102.293	0.837	1.31		101.90/102.34	102.26	100.00	9			7 612.0
	OLO76	22-06-2038	1.90%	BE0000336454	998	405	172	577	114.701	1.141	2.46		114.20/114.78	114.68	100.00	8			4 577.0
18/07/2016					3 815	3 321	113	3 434			1.15	→					2 800	3 500	
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	1 380	1 210	1	1 211	107.649	0.220	1.14		107.40/107.71	107.55	100.00	14			10 440.0
	OLO75	22-06-2031	1.00%	BE0000335449	835	755	0	755	106.097	0.573	1.11		105.86/106.19	106.04	100.00	11			8 367.0
	OLO76	22-06-2038	1.90%	BE0000336454	910	741	59	800	121.048	0.844	1.23		120.40/121.11	120.96	50.00	11			5 377.0
	OLO78	22-06-2047	1.60%	BE0000338476	690	615	53	668	113.302	1.091	1.12		112.97/113.40	113.20	100.00	10			4 168.0
19/09/2016					5 480	3 500	1 050	4 550			1.57	→					2 800	3 500	
	OLO64	28-03-2026	4.50%	BE0000324336	955	510	173	683	141.593	0.105	1.87		141.02/141.66	141.57	100.00	9			9 723.0
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	2 140	1 700	354	2 054	107.313	0.241	1.26		107.00/107.36	107.22	96.00	13			12 494.0
	OLO71	22-06-2045	3.75%	BE0000331406	850	430	230	660	163.809	1.136	1.98		163.00/163.85	163.75	100.00	6			9 095.0
	OLO78	22-06-2047	1.60%	BE0000338476	1 535	860	293	1 153	108.582	1.262	1.78		108.00/108.64	108.55	100.00	7			5 321.0
24/10/2016					4 077	1 808	0	1 808			2.25	→					1 500	1 800	
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	1 675	490	0	490	107.719	0.192	3.42		107.40/107.79	107.67	59.09	6			12 984.0
	OLO75	22-06-2031	1.00%	BE0000335449	1 491	676	0	676	106.075	0.567	2.21		105.80/106.16	106.06	62.38	6			9 043.0
	OLO71	22-06-2045	3.75%	BE0000331406	911	642	0	642	168.122	1.003	1.42		167.50/168.26	168.03	66.06	11			9 737.0
21/11/2016					4 275	2 300	638	2 938			1.86	→					1 800	2 300	
	OLO77	22-06-2026	1.00%	BE0000337460	2 120	1 155	249	1 404	103.063	0.669	1.84		102.50/103.20	103.03	100.00	8			14 388.0
	OLO75	22-06-2031	1.00%	BE0000335449	1 375	905	245	1 150	99.126	1.065	1.52		98.60/99.23	99.10	100.00	8			10 193.0
	OLO78	22-06-2047	1.60%	BE0000338476	780	240	144	384	100.098	1.596	3.25		99.00/100.18	100.00	100.00	4			5 705.0
TOTAL								**23 131**											

LIGNES ET ENCOURS DES OLO AU 31.12.2016 (en EUR) [1]									
Maturité		Coupon	Code ISIN	N°	Net disponible (EUR)	Rachats en portefeuille (EUR)	Scindable ?	Titres scindés Capital réduit suite au stripping (EUR)	%
2017	28-03	4.00	BE0000309188	49	9 076 500 000.00	2 099 500 000.00	X		
2017	28-06	3.50	BE0000323320	63	11 114 500 000.00	2 119 500 000.00	X		
2017	28-09	5.50	BE0000300096	40	7 549 137 800.00	888 500 000.00	X	208 920 689.52	2.77%
2018	28-03	4.00	BE0000312216	52	11 428 000 000.00	-	X		
2018	02-05	FRN	BE0000330390	70	2 500 000 000.00	-			
2018	22-06	1.25	BE0000329384	69	11 890 000 000.00	-	X		
2019	28-03	4.00	BE0000315243	55	12 237 000 000.00	-	X		
2019	28-09	3.00	BE0000327362	67	12 662 000 000.00	-	X	23 269 327.44	0.18%
2020	28-09	3.75	BE0000318270	58	19 486 000 000.00	-	X	12 666 077.26	0.07%
2021	28-09	4.25	BE0000321308	61	16 945 000 000.00	-	X	22 481 055.16	0.13%
2022	28-03	4.00	BE0000308172	48	14 084 000 000.00	-	X		
2022	28-09	4.25	BE0000325341	65	16 246 000 000.00	-	X	31 700 000.00	0.20%
2023	22-06	2.25	BE0000328378	68	13 652 000 000.00	-	X		
2023	22-10	0.20	BE0000339482	79	3 000 000 000.00	-	X		
2024	22-06	2.60	BE0000332412	72	15 885 000 000.00	-	X		
2025	22-06	0.80	BE0000334434	74	16 452 000 000.00	-	X		
2026	28-03	4.50	BE0000324336	64	9 723 000 000.00	-	X		
2026	22-06	1.00	BE0000337460	77	14 388 000 000.00	-	X		
2028	28-03	5.50	BE0000291972	31	19 344 939 136.01	-	X	2 583 495 966.36	13.35%
2031	22-06	1.00	BE0000335449	75	10 193 000 000.00	-	X		
2032	28-03	4.00	BE0000326356	66	8 204 000 000.00	-	X	240 173 682.51	2.93%
2034	22-06	3.00	BE0000333428	73	6 147 000 000.00	-	X		
2035	28-03	5.00	BE0000304130	44	19 634 692 800.00	-	X	2 790 652 029.81	14.21%
2038	22-06	1.90	BE0000336454	76	5 377 000 000.00	-	X	91 000 000.00	1.69%
2041	28-03	4.25	BE0000320292	60	16 339 000 000.00	-	X	2 673 523 381.30	16.36%
2045	22-06	3.75	BE0000331406	71	9 737 000 000.00	-	X	377 000 000.00	3.87%
2047	22-06	1.60	BE0000338476	78	5 705 000 000.00	-	X	12 500 000.00	0.22%
2066	22-06	2.15	BE0000340498	80	3 000 000 000.00	-	X	61 000 000.00	2.03%
					321 999 769 736.01	**5 107 500 000.00**		**9 128 382 209.36**	

[1] Disponible dans le marché (montant émis moins les rachats) au 31.12.2016.

2.1.1.4. Rachats



	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUN	JUL	AOU	SEP	OCT	NOV	DEC
OLO 59 - Mars 2016	991	131	53									
OLO 47 - Septembre 2016	20	56		220	20	100	110	273	148			
OLO 49 - Mars 2017				47	5	433		74	85	681	316	350
OLO 63 - Juin 2017							644	60	82	1 144	105	85
OLO 40 - Septembre 2017										318	520	51

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 2015, le Trésor avait débuté le rachat des lignes d'OLO 59 (échéant le 28 mars 2016), 47 (échéant le 28 septembre 2016) et 49 (échéant le 28 mars 2017). En outre, les rachats sur l'OLO 59 se sont élevés à 1.17 milliard d'euros au cours des trois premiers mois de l'année 2016, ce qui a porté le montant total racheté à 3.18 milliards d'euros. Ce montant représentait 33.16% du montant total émis.

En 2015, le Trésor avait déjà racheté 1.66 milliard de l'OLO 47, ce qui fait que, ajoutés aux 947 millions d'euros de rachats en 2016, le montant à rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 10.38 milliards d'euros, soit une diminution de 20.06%. A la fin 2015, le Trésor a exceptionnellement racheté 110 millions d'euros à un organisme d'intérêt public sur l'OLO 49 échéant seulement le 28 mars 2017. En 2016, le Trésor a encore racheté 1.99 milliard d'euros sur cette ligne d'OLO de sorte que le montant en circulation ne s'élevait plus qu'à 9.08 milliards d'euros à la fin 2016.

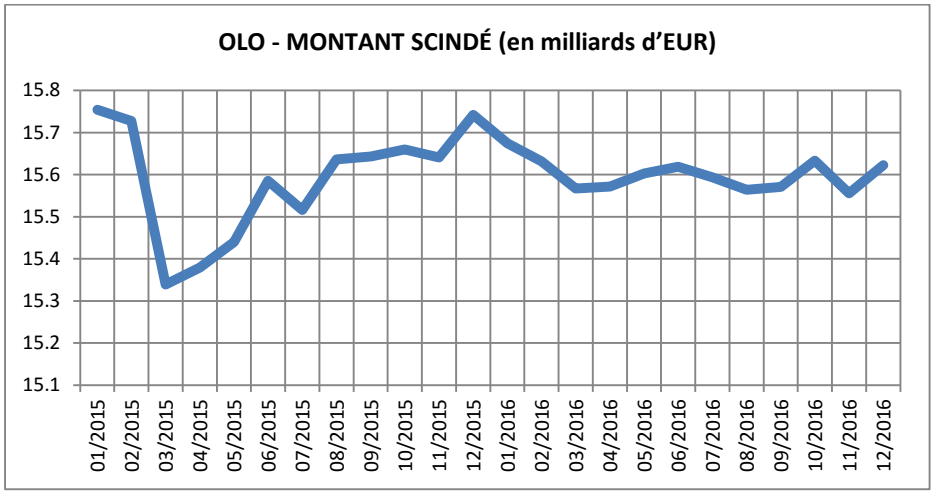
A partir de juillet 2016, le Trésor a commencé à racheter l'OLO 63 (échéant le 28 juin 2017). Le montant en circulation s'élevait à l'origine à 13.23 milliards d'euros. Le montant des rachats s'est élevé à 2.12 milliards d'euros, soit 16.02%.

En octobre 2016, le Trésor a commencé à racheter l'OLO 40 (échéant le 28 septembre 2017) pour un montant de 888.50 millions d'euros au cours des derniers mois de 2016 de sorte que le montant en circulation a diminué pour atteindre 7.55 milliards d'euros, soit une diminution de 10.53%.

Au total, le Trésor a racheté 7.12 milliards d'euros sur 5 lignes d'OLO : 2.12 milliards sur les deux lignes échéant en 2016 et 5 milliards d'EUR dans les trois lignes échéant en 2017.

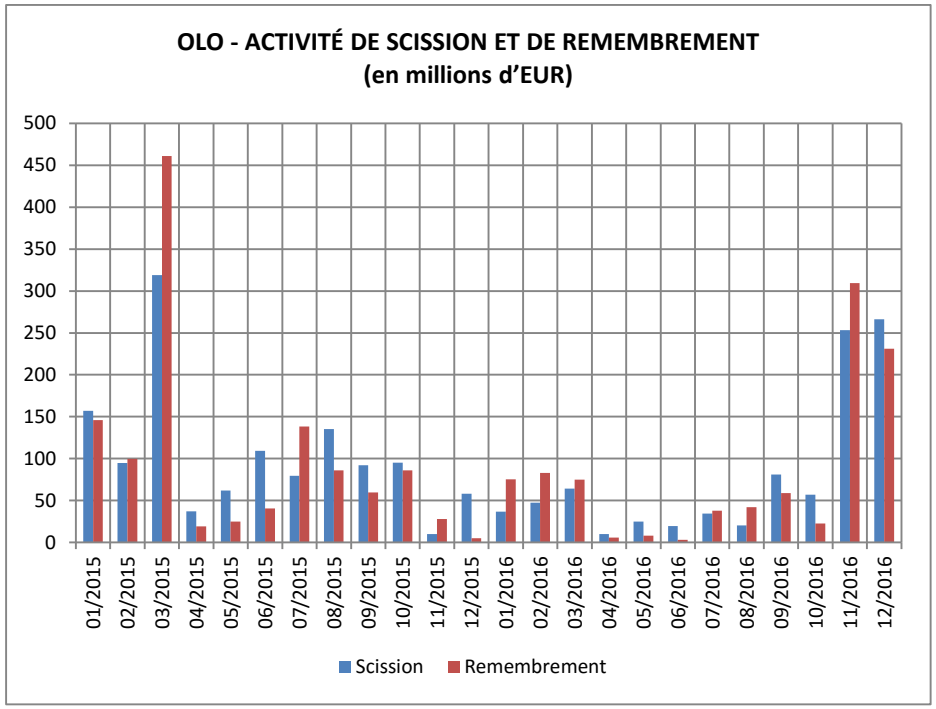
Le 15 février 2016, l'OLO FRN 62 est arrivée à échéance avec un encours de 3 milliards d'EUR. Il n'y a toutefois pas eu de rachats sur cette ligne d'OLO.

2.1.1.5. Titres scindés (Strips)



Comme pour les années passées, toutes les nouvelles lignes d'OLO émises étaient scindables et les strips étaient fongibles par échéance de coupon dès la première émission. En outre, la nouvelle ligne d'OLO dotée de l'échéance de coupon du 22 octobre ainsi que toutes les OLO à émettre dans le futur avec cette même date de coupon peuvent être scindées. De plus, des clauses d'action collectives (CAC) ont également été prévues.

L'activité enregistrée durant les trois premiers trimestres de 2016 sur les strips est restée relativement limitée. L'encours des strips a été stable en 2016 et s'est élevé à un montant moyen de 15.6 milliards d'euros. Toutefois, en novembre et décembre, le Trésor a enregistré une forte augmentation de l'activité en scission et en remembrement. Les OLO à long terme ont été scindées et les BE-strips à long terme ont été vendus. Les BE-strips à court terme ont été reconstitués en OLO à court terme. La demande de strips est apparue après une pentification de la courbe des rendements des OLO. Il en a résulté une augmentation du différentiel de rendement entre les BE-strips et les OLO sous-jacentes de même maturité.



2.1.1.6. Nouvelle date de coupon OLO au 22 octobre

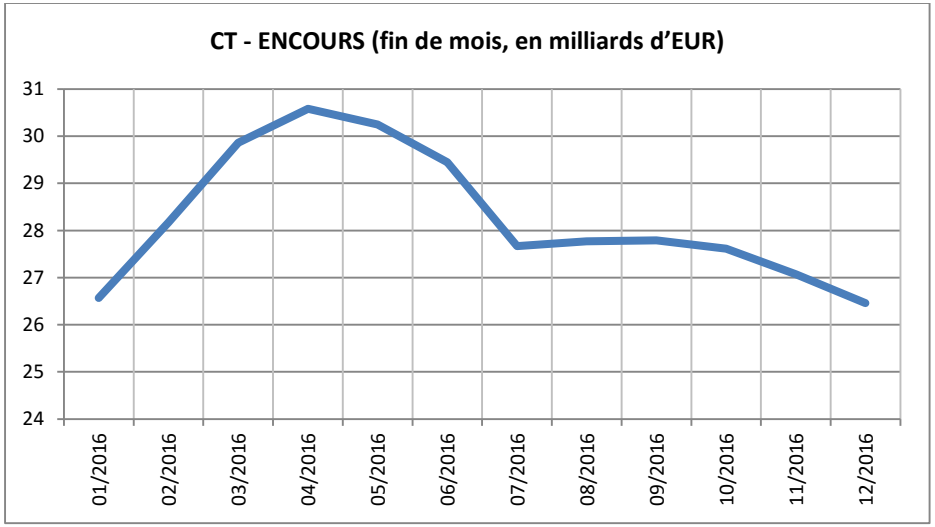
Depuis le mois de janvier 2013, la documentation relative à l'ensemble des obligations souveraines de la zone euro d'une maturité supérieure à un an doit contenir les clauses d'action collectives. Pour établir la distinction entre les anciennes OLO (avec date de coupon le 28 mars et le 28 septembre) pour lesquelles la documentation ne reprend pas les clauses d'action collectives et les nouvelles OLO dont la documentation les reprend, l'Agence de la Dette a décidé d'introduire une nouvelle date de coupon pour les OLO, à savoir le 22 juin.

Lors de l'émission de la nouvelle OLO à 7 ans, s'est à nouveau posée la question de la date de coupon. Il existait en effet déjà une OLO échéant le 22 juin 2023, émise en janvier 2013. Il fallait donc choisir entre l'émission d'une nouvelle OLO avec la même échéance finale mais un coupon différent ou l'introduction d'une nouvelle date d'échéance.

La première option n'a pas été retenue étant donné que dans ces conditions, le montant à l'échéance finale est significativement plus élevé et le choix de la même échéance pour deux OLO différentes aurait pu porter à confusion.

Etant donné le profil de caisse particulier du pouvoir fédéral tout au long de l'année et les mois d'échéance d'intérêt des obligations dotées des clauses d'action collectives en Allemagne et en France, le Trésor a opté pour une nouvelle date de coupon au 22 octobre.

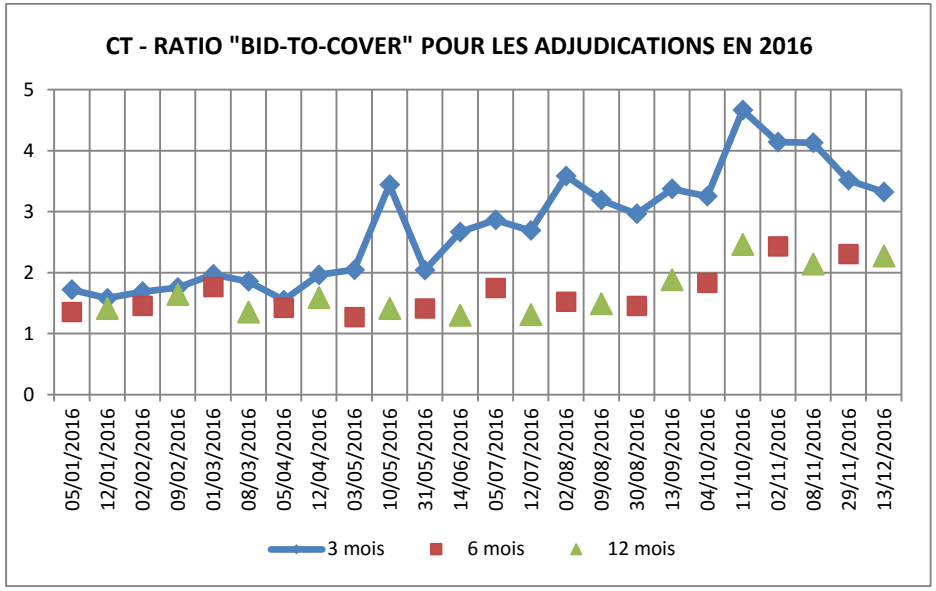
2.1.2. Certificats de Trésorerie (CT)



En 2016, les encours à fin de mois des certificats de Trésorerie ont évolué dans une fourchette de 26.5 à 30.6 milliards d'euros. Les encours ont augmenté dans la première moitié de l'année pour atteindre un pic de 30.6 milliards d'euros à la fin du mois d'avril. Ils ont ensuite diminué graduellement pour s'approcher de l'objectif du plan de financement.

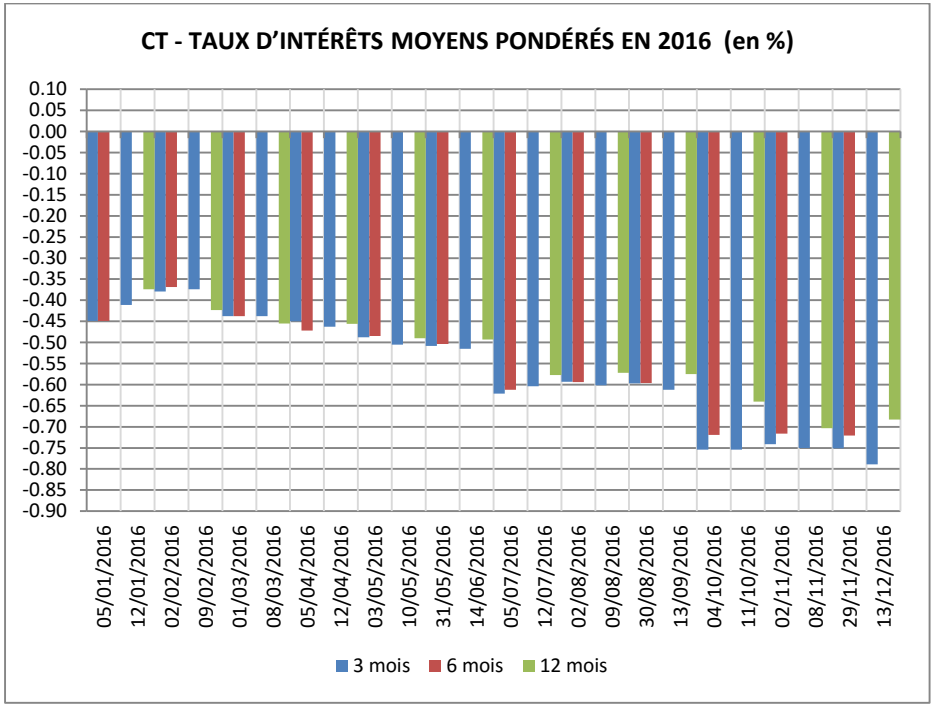
Durant l'année sous revue, le calendrier de base des émissions de certificats de Trésorerie est resté inchangé par rapport à l'année précédente. Il s'agit donc de deux adjudications par mois – l'une en début de mois sur les maturités à 3 et 6 mois et l'autre en milieu de mois sur les maturités à 3 et 12 mois.

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.

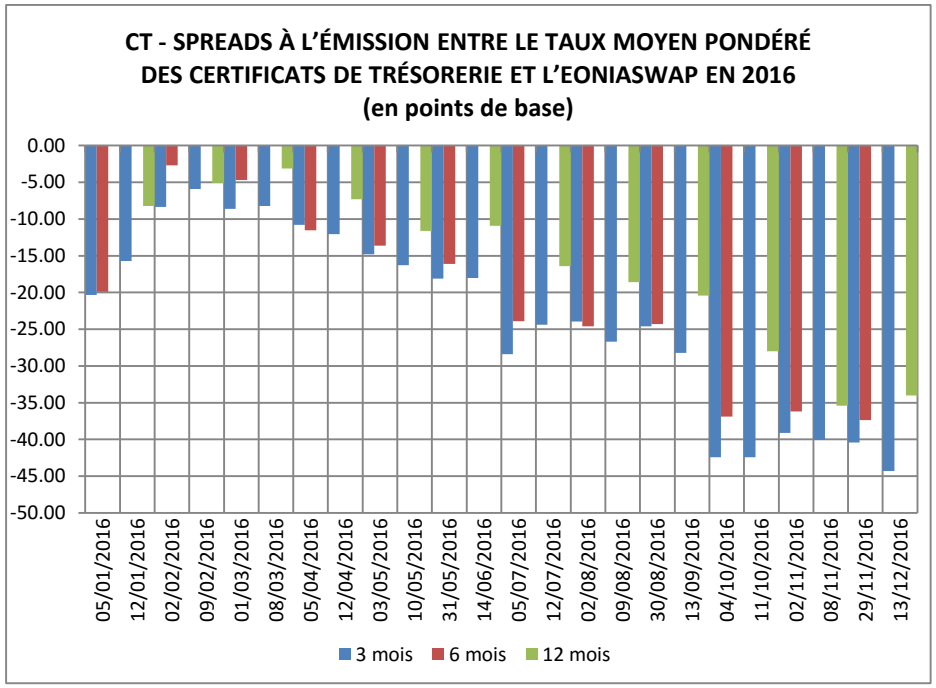


La moyenne de ce ratio s'est élevée à 2.75 pour le segment du 3 mois, avec un montant moyen offert par adjudication de 1.60 milliard d'euros, à 1.66 pour le ratio du 6 mois avec un montant moyen offert de 1.79 milliard d'euros et enfin à 1.69 pour celui du 12 mois, avec un montant moyen offert de 2.55 milliards d'euros.

L'on notera que les bid-to-cover pour les trois maturités ont augmenté en fin d'année. En effet, la demande de certificats de Trésorerie a augmenté étant donné qu'il y avait sur les marches financiers un important besoin de papier souverain liquide de grande qualité pouvant être utilisé comme placement temporaire et pouvant facilement être donné en garantie.



Tout comme en 2015, 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 2016. Les taux moyens pondérés sur les trois segments ont continuellement diminué au cours de l'année sous revue. La chute des taux en début d'année résultait d'anticipations de la part des investisseurs d'une baisse des taux de la Banque Centrale Européenne tandis qu'en fin d'année, elle était due à la forte demande de certificats de la part des investisseurs, comme mentionné plus haut.



Le graphique ci-dessus illustre l'évolution du spread entre l'EONIA-swap et le taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie au moment des émissions des lignes à 3, 6 et 12 mois. Depuis quelques années, les taux des swaps contre EONIA ont remplacé l'Euribor comme référence neutre pour le marché EUR à court terme.

Les spreads moyens par rapport à ces taux des swaps contre EONIA pour les segments du 3, 6 et 12 mois se sont élevés à respectivement 23, 21 et 15 points de base. A partir du mois d'octobre, il y a eu une importante augmentation du spread dans les trois maturités par rapport aux spreads moyens. Ceci résulte d'une part de l'EONIA-swap qui est resté pratiquement stable dans un contexte de politique monétaire inchangée par la Banque Centrale Européenne et d'autre part, du taux moyen pondéré des certificats de Trésorerie qui a diminué en raison d'une demande accrue ainsi que d'une diminution des montants émis au cours du dernier trimestre de l'année 2016.

En 2016, 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 beaucoup plus significative : 11% du volume potentiel en 2016 contre 4% en 2015. 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 2016 (en millions d'EUR)																			
Date Adjudication	Date échéance	ISIN	Mois	Montant offert	Montant accepté (compétitives)	Exerc. (Non-compétitives)	Total accepté	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-Cover		Bid min/max	Taux/prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Spread Euribor	Range Min	Range Max	Encours après adjudication	Montant à échéance
05/01/2016				**3 565**	**2 315**	**0**	**2 315**			**1.54**	→						2 100	2 500		
	14/04/2016	BE0312729016	3	2 035	1 185	0	1 185	100.122	-0.449	1.72		-0.461/-0.370	-0.438	100.00	10	-31.60			2 213	
	16/06/2016	BE0312731038	6	1 530	1 130	0	1 130	100.201	-0.449	1.35		-0.464/-0.410	-0.440	100.00	11	-40.80			1 430	
12/01/2016				**3 812**	**2 582**	**0**	**2 582**			**1.48**	→						2 200	2 600		3 641
	14/04/2016	BE0312729016	3	1 637	1 037	0	1 037	100.104	-0.411	1.58		-0.430/-0.380	-0.402	100.00	11	-26.70			3 398	
	12/01/2017	BE0312738108	12	2 175	1 545	0	1 545	100.380	-0.374	1.41		-0.385/-0.340	-0.368	50.00	13	-42.20				
02/02/2016				**3 622**	**2 332**	**11**	**2 343**			**1.55**	→						2 100	2 500		
	12/05/2016	BE0312730022	3	1 742	1 032	0	1 032	100.103	-0.379	1.69		-0.395/-0.345	-0.370	100.00	12	-21.80			2 150	
	14/07/2016	BE0312732044	6	1 880	1 300	11	1 311	100.165	-0.369	1.45		-0.383/-0.340	-0.355	100.00	12	-27.50			1 531	
09/02/2016				**4 370**	**2 599**	**207**	**2 806**			**1.68**	→						2 200	2 600		3 551
	12/05/2016	BE0312730022	3	1 675	954	84	1 038	100.095	-0.374	1.76		-0.385/-0.350	-0.370	78.38	11	-20.30			3 182	
	9/02/2017	BE0312739114	12	2 695	1 645	123	1 768	100.430	-0.423	1.64		-0.428/-0.410	-0.420	100.00	13	-41.90				
01/03/2016				**4 270**	**2 310**	**0**	**2 310**			**1.85**	→						2 100	2 500		
	16/06/2016	BE0312731038	3	1 970	1 000	0	1 000	100.128	-0.438	1.97		-0.455/-0.415	-0.431	40.00	13	-23.10			2 560	
	11/08/2016	BE0312733059	6	2 300	1 310	0	1 310	100.196	-0.438	1.76		-0.455/-0.400	-0.431	100.00	13	-30.30			1 461	
08/03/2016				**4 000**	**2 596**	**0**	**2 596**			**1.54**	→						2 200	2 600		3 229
	16/06/2016	BE0312731038	3	1 845	995	0	995	100.119	-0.438	1.85		-0.447/-0.410	-0.432	100.00	12	-21.70			3 560	
	9/03/2017	BE0312740120	12	2 155	1 601	0	1 601	100.462	-0.455	1.35		-0.463/-0.430	-0.448	73.33	14	-43.00				
05/04/2016				**3 443**	**2 315**	**87**	**2 402**			**1.49**	→						2 100	2 500		
	14/07/2016	BE0312732044	3	1 915	1 237	87	1 324	100.123	-0.450	1.55		-0.470/-0.420	-0.440	24.69	13	-20.20			2 842	
	15/09/2016	BE0312734065	6	1 528	1 078	0	1 078	100.212	-0.472	1.42		-0.482/-0.445	-0.462	100.00	11	-34.00			1 570	
12/04/2016				**4 190**	**2 401**	**347**	**2 748**			**1.75**	→						2 200	2 600		4 435
	14/07/2016	BE0312732044	3	1 965	1 001	137	1 138	100.117	-0.463	1.96		-0.475/-0.430	-0.455	51.72	11	-21.40			4 166	
	13/04/2017	BE0312741136	12	2 225	1 400	210	1 610	100.463	-0.456	1.59		-0.460/-0.435	-0.451	100.00	12	-44.40				
03/05/2016				**2 670**	**1 767**	**25**	**1 792**			**1.51**	→						1 600	2 000		
	11/08/2016	BE0312733059	3	1 130	552	10	562	100.133	-0.488	2.05		-0.498/-0.470	-0.485	61.36	11	-23.70			2 771	
	13/10/2016	BE0312735070	6	1 540	1 215	15	1 230	100.217	-0.485	1.27		-0.495/-0.470	-0.480	100.00	12	-34.30			1 505	
10/05/2016				**3 565**	**1 921**	**170**	**2 091**			**1.86**	→						1 700	2 100		4 220
	11/08/2016	BE0312733059	3	1 445	420	47	467	100.128	-0.505	3.44		-0.510/-0.480	-0.502	100.00	5	-24.50			3 333	
	11/05/2017	BE0312742142	12	2 120	1 501	123	1 624	100.498	-0.490	1.41		-0.502/-0.475	-0.485	45.71	13	-47.70				
31/05/2016				**2 825**	**1 730**	**0**	**1 730**			**1.63**	→						1 600	2 000		
	15/09/2016	BE0312734065	3	1 265	620	0	620	100.148	-0.508	2.04		-0.525/-0.475	-0.503	100.00	9	-24.70			2 648	
	10/11/2016	BE0312736086	6	1 560	1 110	0	1 110	100.226	-0.504	1.41		-0.515/-0.475	-0.498	100.00	11	-35.10			1 511	
14/06/2016				**3 140**	**1 895**	**122**	**2 017**			**1.66**	→						1 700	2 100		4 555
	15/09/2016	BE0312734065	3	1 320	495	0	495	100.130	-0.515	2.67		-0.531/-0.480	-0.510	100.00	8	-25.30			3 268	
	15/06/2017	BE0312743157	12	1 820	1 400	122	1 522	100.501	-0.493	1.30		-0.502/-0.478	-0.485	70.00	15	-47.20				
05/07/2016				**3 380**	**1 613**	**0**	**1 613**			**2.10**	→						1 300	1 700		

	13/10/2016	BE0312735070	3	1 440	503	0	503	100.169	-0.621	2.86		-0.631/-0.590	-0.615	52.27	11	-32.90			2 735	
	15/12/2016	BE0312737092	6	1 940	1 110	0	1 110	100.275	-0.612	1.75		-0.631/-0.590	-0.605	100.00	13	-42.40			1 470	
12/07/2016				**3 200**	**1 912**	**0**	**1 912**			**1.67**	→						1 700	2 100		5 304
	13/10/2016	BE0312735070	3	1 350	502	0	502	100.153	-0.604	2.69		-0.611/-0.580	-0.600	59.09	11	-31.30			3 238	
	13/07/2017	BE0312744163	12	1 850	1 410	0	1 410	100.587	-0.577	1.31		-0.584/-0.555	-0.570	100.00	13	-51.60				
02/08/2016				**3 325**	**1 580**	**0**	**1 580**			**2.10**	→						1 300	1 700		
	10/11/2016	BE0312736086	3	1 595	445	0	445	100.162	-0.593	3.58		-0.600/-0.565	-0.588	100.00	8	-29.50			2 621	
	12/01/2017	BE0312738108	6	1 730	1 135	0	1 135	100.266	-0.594	1.52		-0.608/-0.560	-0.590	100.00	11	-41.00			1 545	
09/08/2016				**3 801**	**2 005**	**308**	**2 313**			**1.90**	→						1 700	2 100		3 800
	10/11/2016	BE0312736086	3	1 515	475	64	539	100.153	-0.602	3.19		-0.611/-0.580	-0.598	100.00	7	-30.40			3 066	
	10/08/2017	BE0312745178	12	2 286	1 530	244	1 774	100.582	-0.572	1.49		-0.583/-0.560	-0.567	100.00	14	-52.50				
30/08/2016				**3 040**	**1 537**	**39**	**1 576**			**1.98**	→						1 400	1 600		
	15/12/2016	BE0312737092	3	1 585	535	5	540	100.174	-0.597	2.96		-0.604/-0.565	-0.592	100.00	7	-29.80			2 580	
	9/02/2017	BE0312739114	6	1 455	1 002	34	1 036	100.267	-0.596	1.45		-0.602/-0.575	-0.590	48.78	14	-40.40			1 768	
13/09/2016				**4 680**	**2 091**	**101**	**2 192**			**2.24**	→						1 700	2 100		3 763
	15/12/2016	BE0312737092	3	1 690	501	41	542	100.155	-0.612	3.37		-0.626/-0.580	-0.605	58.82	9	-31.00			3 120	
	14/09/2017	BE0312746184	12	2 990	1 590	60	1 650	100.585	-0.575	1.88		-0.580/-0.560	-0.573	100.00	11	-52.00				
04/10/2016				**3 645**	**1 575**	**51**	**1 626**			**2.31**	→						1 300	1 700		
	12/01/2017	BE0312738108	3	1 740	535	41	576	100.206	-0.754	3.25		-0.770/-0.700	-0.748	100.00	10	-45.30			2 680	
	9/03/2017	BE0312740120	6	1 905	1 040	10	1 050	100.308	-0.719	1.83		-0.730/-0.690	-0.711	100.00	11	-51.70			1 601	
11/10/2016				**5 687**	**1 885**	**41**	**1 926**			**3.02**	→						1 700	2 100		3 740
	12/01/2017	BE0312738108	3	2 215	475	0	475	100.191	-0.754	4.66		-0.760/-0.700	-0.751	100.00	6	-44.80			3 256	
	12/10/2017	BE0312747190	12	3 472	1 410	41	1 451	100.651	-0.640	2.46		-0.645/-0.615	-0.635	18.13	10	-57.40				
02/11/2016				**3 685**	**1 263**	**0**	**1 263**			**2.92**	→						1 000	1 400		
	9/02/2017	BE0312739114	3	1 495	361	0	361	100.200	-0.741	4.14		-0.750/-0.700	-0.736	65.00	6	-42.80			2 804	
	13/04/2017	BE0312741136	6	2 190	902	0	902	100.319	-0.716	2.43		-0.730/-0.686	-0.710	51.43	12	-50.50			1 610	
08/11/2016				**5 195**	**1 796**	**0**	**1 796**			**2.89**	→						1 500	1 900		3 605
	9/02/2017	BE0312739114	3	1 610	390	0	390	100.190	-0.750	4.13		-0.756/-0.690	-0.746	100.00	7	-43.80			3 165	
	9/11/2017	BE0312748206	12	3 585	1 406	0	1 406	100.716	-0.703	2.55		-0.711/-0.670	-0.692	41.67	9	-63.30				
29/11/2016				**3 278**	**1 225**	**0**	**1 225**			**2.68**	→						1 100	1 500		
	9/03/2017	BE0312740120	3	1 335	380	0	380	100.205	-0.751	3.51		-0.772/-0.715	-0.742	100.00	7	-43.70			2 651	
	11/05/2017	BE0312742142	6	1 943	845	0	845	100.323	-0.721	2.30		-0.731/-0.700	-0.716	100.00	8	-50.20			1 624	
13/12/2016				**4 185**	**1 705**	**118**	**1 823**			**2.45**	→						1 500	1 900		3 662
	9/03/2017	BE0312740120	3	980	295	32	327	100.184	-0.789	3.32		-0.793/-0.720	-0.785	100.00	6	-47.30			3 031	
	14/12/2017	BE0312749212	12	3 205	1 410	86	1 496	100.696	-0.683	2.27		-0.691/-0.640	-0.672	10.00	8	-60.20				
TOTAL							**48 577**													

Totaux	3M	6M	12M
Offres compétitives	15 925	13 177	17 848
Offres compétitives & non compétitives	16 473	13 247	18 857

Rend. moyen	3M	6M	12M
	-0.566	-0.556	-0.537

2.1.3. Bons d'Etat

Pour la vingt et unième 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 (voir annexe).

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, certains organismes publics, 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 n'a émis en 2016 qu'un seul bon à 10 ans pour les deux premières émissions de l'année. 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. Pour l'émission prévue en septembre, le Trésor a même décidé de ne pas émettre de bons d'Etat, le taux qui aurait pu être offert ayant été jugé trop peu attractif pour les particuliers.

Dans cet environnement, le montant total des souscriptions pour l'année sous revue s'est inscrit pourtant en légère hausse par rapport à l'année précédente. Ainsi, le montant souscrit pour 2016 s'est élevé à 36.52 millions d'euros contre 23.17 millions d'euros durant l'année 2015.

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 2016

Emissions	Bons d'Etat	Coupon	Prix	Total souscrit
04.03.2016	BE à 10 ans	0.60 %	100 %	8 630 000 EUR
04.06.2016	BE à 10 ans	0.50 %	100 %	8 890 700 EUR
04.09.2016	Pas d'émission			
04.12.2016	BE à 10 ans	0.60 %	100 %	19 000 000 EUR
				36 520 700 EUR

2.2. Des produits taillés sur mesure

Les OLO constituent l'instrument de financement le plus important de l'Agence de la Dette en termes de volumes émis. Il faut toutefois noter que celle-ci 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'instruments flexibles, taillés sur mesure pour l'investisseur, ils 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) et "Schuldscheine"

En 2016, trois émissions sous le programme EMTN se sont élevées à 2.93 milliards d'euros.

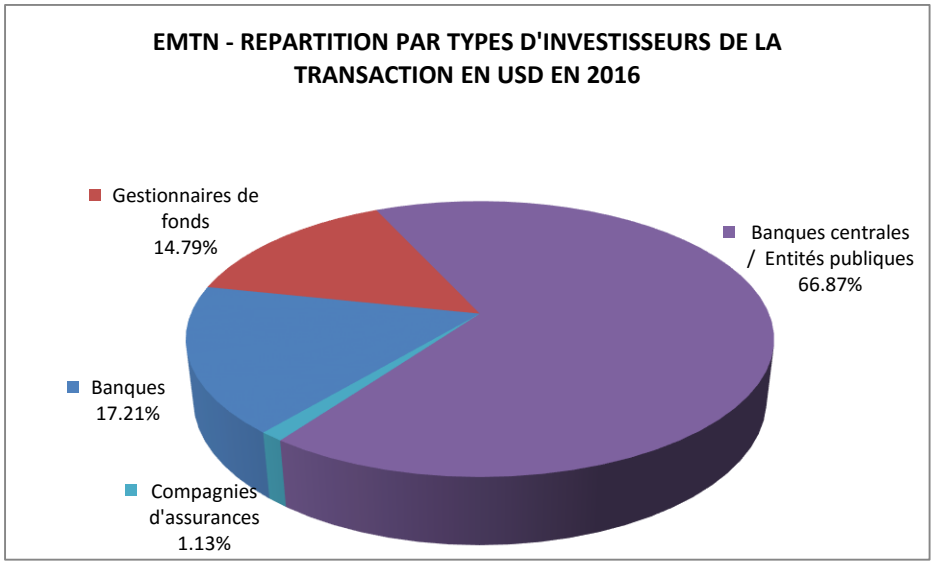
TRANSACTIONS EMTN EN 2016				
Date valeur	Echéance	Montant	Contrevaleur EUR	Type de taux
06/05/2016	06/05/2116	100 000 000 EUR	100 000 000 EUR	Fixe
01/06/2016	01/06/2040	100 000 000 EUR	100 000 000 EUR	Fixe + lié à l'inflation
03/08/2016	03/08/2019	3 000 000 000 USD	2 728 679 649 EUR	Fixe
Total			**2 928 679 649 EUR**	

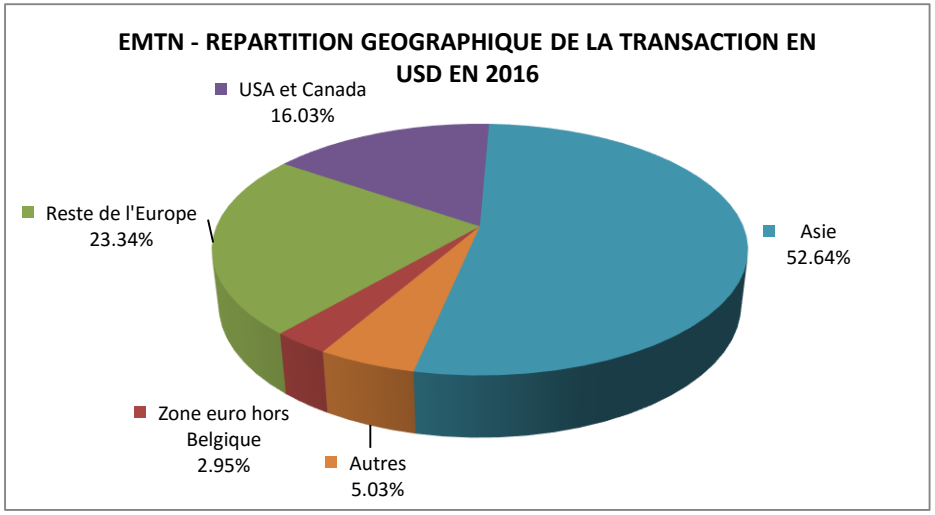
En avril 2016, l'Agence de la Dette a entamé son programme EMTN avec une émission à 100 ans dotée d'un coupon de 2.30% pour un montant de 100 millions d'euros suivie en mai d'une émission liée à l'inflation munie d'un coupon de 0.05% pour un montant de 100 millions d'euros. Enfin, en juillet, l'Agence a émis des notes à 3 ans pour 3 milliards d'USD, ce qui représente la plus importante émission en USD jamais réalisée dans le cadre du programme EMTN. Le coupon était de 1.125%, ce qui équivaut à mid-swap + 15 points de base et 34 points de base au-dessus de l'US Treasury à 3 ans.

Au final, les livres ont excédé 3.50 milliards d'USD avec plus de 50 investisseurs participant à la transaction.

Les investisseurs retenus étaient en priorité des banques centrales et des entités publiques (66.87%) suivies par des banques (17.21%) ainsi que des gestionnaires de fonds et des compagnies d'assurances (15.92%).

En ce qui concerne la répartition géographique, la participation des investisseurs asiatiques a été importante (52.64%) suivie de l'Europe (26.29%) et de l'Amérique du Nord (16.03%).

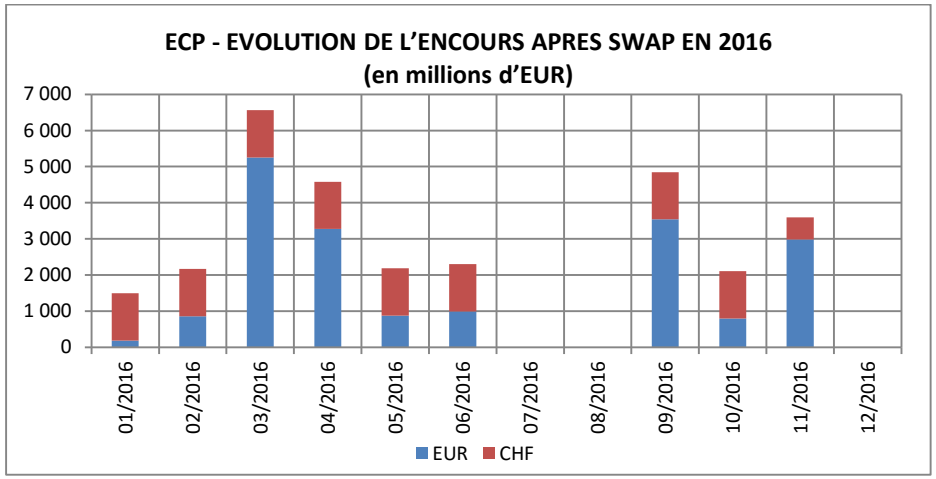




En ce qui concerne les autres produits non standard utilisés par l'Agence, à savoir les « Schuldscheine » lancés en 2011, il n'y a pas eu de demande de la part des investisseurs étant donné le bas niveau des taux d'intérêt. L'Agence n'a donc pas conclu de « Schuldscheine ».

2.2.2. Euro Commercial Paper (ECP)[1]

Comme pour les années précédentes, le programme ECP a constitué l'instrument financier par excellence pour couvrir les déficits de caisse à court terme. En outre, la dette qui restait en monnaies étrangères, à savoir 1.40 milliard de CHF, a été refinancée à court terme via le programme ECP.



L'avantage de ce programme ECP est que l'Agence est en mesure d'émettre à des conditions très avantageuses et que les maturités utilisées peuvent être parfaitement accordées avec les périodes de déficit de caisse. Ceci se traduit par des encours les plus élevés dans les périodes suivant les dates de remboursement des OLO.
Comme par le passé, la plupart des émissions ECP ont été réalisées en USD. La part de marché du USD s'est élevée à plus de 97%. En dépit du fait que les fonds du marché monétaire ont tiré pas mal de liquidité du marché ECP après la réforme du marché monétaire aux USA en octobre, les investisseurs ont continué à manifester de l'intérêt pour le programme ECP de l'Agence de la Dette. Ceci tient aussi certainement au fait que le programme ECP belge peut être donné en nantissement auprès de la BCE avec le taux de décote le plus bas possible, à savoir 0.50% pour les émissions en EUR et 16.40% pour les émissions en USD.

[1] Dénommé « ECP » depuis janvier 2016 au lieu de « BTB »

2.2.3. Bons du Trésor - Fonds de vieillissement

Le Fonds de vieillissement n'a pas reçu de nouveaux moyens en 2016.

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 2016. Le Fonds de vieillissement a replacé le capital et les intérêts en deux nouveaux "bons du Trésor – Fonds de vieillissement" ayant leur échéance en 2028 et 2029.

Au 31 décembre 2016, les réserves du Fonds de vieillissement s'élevaient à 22.27 milliards d'euros placés en "bons du Trésor-Fonds de vieillissement" avec des échéances s'étendant de 2017 à 2029.

Il est à noter qu'au 1er janvier 2017 le Fonds de vieillissement a été supprimé par l'article 67 de la loi du 18 décembre 2016 organisant la reconnaissance et l'encadrement du crowdfunding et portant des dispositions diverses en matière de finances.

L'article 69 de la loi précitée du 18 décembre 2016 stipule que tous les actifs et passifs du Fonds de vieillissement sont transférés sans contrepartie à l'État. Étant donné que les actifs du Fonds de vieillissement se composent exclusivement d'instruments financiers émis par l'État, l'État est à la fois créancier et débiteur de sorte que les obligations de l'Etat, à l'égard du le Fonds de vieillissement, sont éteintes.

La suppression du Fonds de vieillissement entraîne une diminution de la dette publique brute de 22,27 milliards d'euros au 1er janvier 2017. Vu que le Fonds de vieillissement faisait partie du périmètre de consolidation du gouvernement fédéral, il n'y a, dans la dette publique consolidée, aucun impact résultant de la suppression du Fonds.

PLACEMENTS "BONS DU TRÉSOR - FONDS DE VIEILLISSEMENT" - SITUATION AU 31.12.2016						
Titres " BT - FV "	Montant placé		Taux	Intérêts proratisés au 31.12.2016	Portefeuille au 31.12.2016	Montant à l'échéance finale
22/01/2004 - 18/04/2017	1 000 000 000.00	(1)	4.671	806 340 517.38	1 806 340 517.38	1 830 675 165.94
22/01/2004 - 16/04/2018	1 000 000 000.00	(1)	4.744	822 828 829.33	1 822 828 829.33	1 934 933 570.10
03/12/2004 - 15/04/2019	1 250 000 000.00	(2)	4.202	805 852 447.45	2 055 852 447.45	2 258 592 546.19
03/12/2004 - 15/04/2020	1 250 000 000.00	(2)	4.246	816 465 564.73	2 066 465 564.73	2 369 231 756.61
20/05/2005 - 15/04/2021	442 653 633.07	(3)	3.764	237 597 071.95	680 250 705.02	797 041 035.55
28/12/2006 - 15/10/2021	555 628 202.07	(4)	4.019	268 955 123.37	824 583 325.44	995 830 949.11
27/04/2007 - 15/04/2021	176 663 398.98	(5)	4.329	89 708 463.15	266 371 862.13	319 446 696.28
29/07/2010 - 15/04/2022	955 744 555.41	(6)	3.649	247 843 338.84	1 203 587 894.25	1 454 746 084.10
28/10/2010 - 17/04/2023	619 003 211.29	(7)	3.649	153 568 686.28	772 571 897.57	968 034 074.05
15/04/2011 - 17/10/2022	630 519 393.87	(8)	4.370	174 787 743.95	805 307 137.82	1 031 807 640.16
17/10/2011 - 16/10/2023	700 000 000.00	(9)	4.055	161 175 683.21	861 175 683.21	1 128 040 710.06
17/10/2011 - 15/04/2024	197 230 872.37	(9)	4.109	46 070 523.31	243 301 395.68	326 308 870.32
16/04/2012 - 15/04/2024	1 200 000 000.00	(10)	3.801	230 800 359.11	1 430 800 359.11	1 878 040 084.11
16/04/2012 - 15/04/2025	226 758 894.00	(10)	3.836	44 037 300.28	270 796 194.28	369 970 985.12
14/12/2012 - 15/04/2025	425 297 020.86	(11)	2.684	48 189 453.06	473 486 473.92	589 768 101.31
25/04/2013 - 15/10/2025	800 000 000.00	(12)	2.378	72 474 328.05	872 474 328.05	1 072 698 336.95
25/04/2013 - 15/04/2026	706 014 395.39	(12)	2.444	65 810 945.71	771 825 341.10	965 957 434.27
15/04/2014 - 15/10/2026	800 000 000.00	(13)	2.488	55 250 140.11	855 250 140.11	1 087 893 592.97
15/04/2014 - 15/04/2027	749 902 169.97	(13)	2.532	52 740 784.08	802 642 954.05	1 038 210 244.80
15/04/2015 - 15/10/2027	1 000 000 000.00	(14)	0.547	9 407 639.28	1 009 407 639.28	1 070 567 596.62
15/04/2015 - 18/04/2028	632 358 619.37	(14)	0.580	6 312 213.51	638 670 832.88	681 798 900.55
15/04/2016 - 16/10/2028	1 300 000 000.00	(15)	0.774	7 188 306.67	1 307 188 306.67	1 431 686 068.22
15/04/2016 - 16/04/2029	426 649 079.02	(15)	0.818	2 492 823.39	429 141 902.41	474 359 033.10
Total :	**17 044 423 445.67**			**5 225 898 286.20**	**22 270 321 731.87**	**26 075 639 476.49**

Origine des moyens :
(1) Fonds de pension Belgacom (2 000 000 000.00).
(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).
(15) Échéance finale BT-FV 15 avril 2016 (1 726 649 079.02).

3. Les Directives générales et la maîtrise des risques

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

Les risques de refinancement et de refixation de taux de la dette fédérale publique avaient fortement baissé dans la période 2010 - 2015. C'est ainsi que le risque de refinancement à 12 mois, qui mesure le rapport entre les dettes échéant dans l'année et la dette totale, a diminué pour passer de 20.94% à fin 2010 à 16.26% en décembre 2015. Le risque de refinancement à 60 mois a connu une baisse encore plus marquée : alors qu'en 2010, plus de la moitié de la dette publique – 58.15% – devait arriver à échéance dans les cinq ans, ce pourcentage était retombé à 46.42% à fin 2015. Les risques de refixation de taux, qui mesurent la sensibilité de la dette publique fédérale aux taux du marché, et qui tiennent compte du taux flottant de certains produits de dette ainsi que des produits dérivés tels que les swaps de taux, ont également diminué dans cette période de manière plus prononcée que les risques de refinancement correspondants.

L'on notera que cette diminution était imposée par les Directives Générales[1] qui d'année en année prévoyaient des limites maximales plus strictes.

Toutefois, en 2016, les risques de refinancement et de refixation à 12 mois ont connu une augmentation occasionnée par des échéances plus élevées sur la dette à long terme en 2017 et en outre, en ce qui concerne le risque de refixation, par le dénouement du programme de couverture 2015-2016 au moyen de swaps et de swaptions (voir l'encart ci-après). Le risque de refinancement à 12 mois a ainsi augmenté de 1.51% pour passer à 17.67% à fin 2016 tandis que le risque de refixation à 12 mois est passé à 18.73%, ce qui correspond à une augmentation de 3.73%. Ces deux types de risques sont cependant restés largement en dessous des maxima imposés.

D'un autre côté, les risques à 60 mois ont poursuivi leur tendance baissière en 2016. Le risque de refinancement à 60 mois a sensiblement diminué pour passer de 46.42% à 42.62%. La diminution du risque de refixation à 60 mois a été moins prononcée et résultait également du dénouement du programme de couverture : ce risque a diminué de 1.40% en 2016 et est passé de 44.43% à 43.03%.

A fin 2016, la durée moyenne pondérée de la dette de l'Etat fédéral a significativement augmenté et est passée à 8.65 années à fin 2016, ce qui correspondait à une augmentation de 0.69 année par rapport à décembre 2015.

Dénouement du programme de couverture 2015-2016[2].

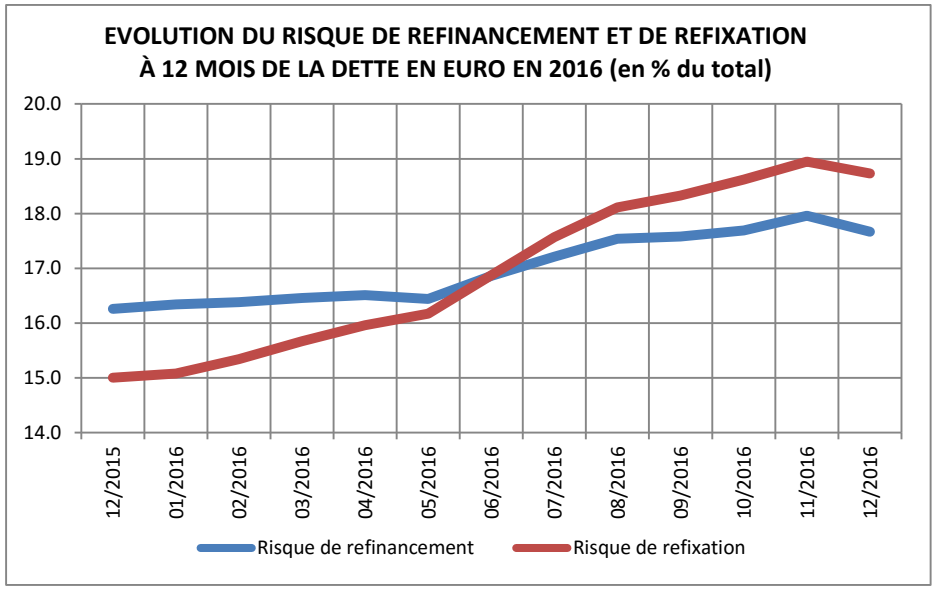
Dans le courant du second semestre 2014, le Trésor avait décidé d'avoir recours à la possibilité de verrouiller en partie les taux à l'émission de 2015 et 2016 à des niveaux très bas. Au cours du premier semestre, les taux belges avaient en effet à nouveau fortement diminué et cette baisse s'était encore 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.

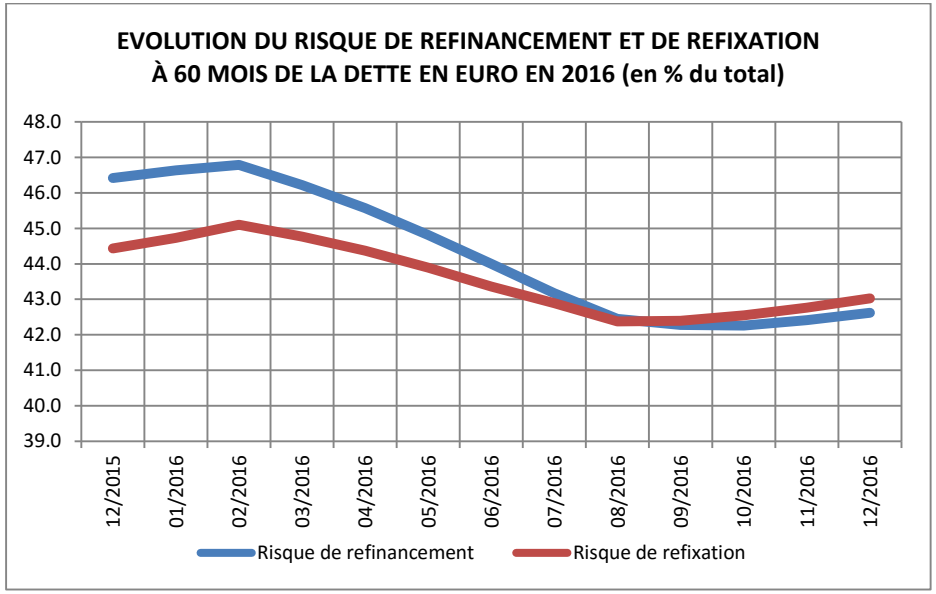
En 2015, les taux sont tombés plus bas que les niveaux pour lesquels la couverture avait été réalisée et le Trésor avait dû payer 1.02 milliard d'euros à ses contreparties. En 2016, les taux ont à nouveau affiché des niveaux historiquement bas : le Trésor a ainsi payé un montant total de 1.55 milliard d'euros en 2016.

En juillet 2016, la dernière opération a été liquidée et le programme de couverture a ainsi été terminé.

[1] Les Directives Générales sont déterminées chaque année par le Ministre des Finances.

[2] Voir Rapport Annuel 2015





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 leurs obligations contractuelles de paiement. Tout comme pour les années précédentes, le Trésor a maintenu en 2016 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 qu'une seule ligne de crédit étant donné que le rating de cette contrepartie ne satisfaisait plus au minimum requis par le Trésor[2]. Une autre a été supprimée suite à la fusion de deux de nos contreparties. Deux contreparties ont reçu une nouvelle ligne de crédit en 2016.

Le système informatique pour la gestion de la dette[3] inclut également 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 fournie par la contrepartie. Pour les placements (dépôts), le Trésor impacte également leur valeur de marché sur la ligne de crédit.

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 ou

[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 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 compensation (netting) 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 compensation (netting) 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.

d'autres pays européens. En 2016, le Trésor a constaté globalement une diminution de 57.90% du montant moyen placé quotidiennement auprès des contreparties de marché. Durant l'année sous revue, le Trésor a maintenu sa décision d'avoir exclusivement recours à des « reverse repos » pour les placements chez des contreparties financières supérieurs à une semaine et, dans la mesure du possible, d'accorder la préférence à la conclusion de ces instruments pour des maturités plus courtes également. Pour la durée des « reverse repos », le Trésor reçoit en effet des OLO et/ou des certificats de Trésorerie en garantie, ce qui limite le risque de crédit de ces opérations. La part des reverse repo dans le montant placé a néanmoins fortement diminué en 2016 étant donné que les rémunérations en intérêt proposées n'étaient plus compétitives par rapport aux placements. Pour ces derniers, le risque de crédit a été limité par le recours à des placements auprès de la Banque Nationale.

Au 31 décembre 2016, l'exposition totale en produits dérivés entraînant un risque de crédit s'élevait à 919 millions d'euros, soit une augmentation de 27% par rapport à la fin de l'année précédente (724 millions d'euros). 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, dont une nouvelle en 2016, le Trésor s'est couvert en grande partie contre ce risque de crédit. A la fin 2016, il avait en effet reçu pour 748 millions d'euros de sûretés (collatéral), grâce auxquelles le risque de crédit réel en produits dérivés ne s'élevait qu'à 172 millions d'euros, soit une diminution de 44% par rapport à la fin de l'année précédente (307 millions d'euros). La majorité de ce risque (55%) se situait auprès de contreparties de la catégorie de rating A. La part de ce risque située auprès de contreparties avec un rating inférieur à A a diminué pour passer de 46% à la fin 2015 à 45% à la fin 2016. A la fin de l'année sous revue, 22% du risque total en produits dérivés des contreparties avec un rating inférieur à A étaient couverts par du collatéral (stable par rapport à la fin 2015). Le risque de crédit total en produits dérivés des contreparties de la catégorie de rating A était quant à lui couvert à 89% par du collatéral (contre 69% à la fin 2015).

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 803 millions d'euros en 2016, soit seulement 3% de plus qu'en 2015 (778 millions d'euros). Si l'on tient compte du montant reçu en collatéral, le risque de crédit réel en produits dérivés s'est élevé en moyenne en 2016 à 237 millions d'euros, ce qui représente une diminution de 21% par rapport au montant moyen de 2015 (301 millions d'euros).

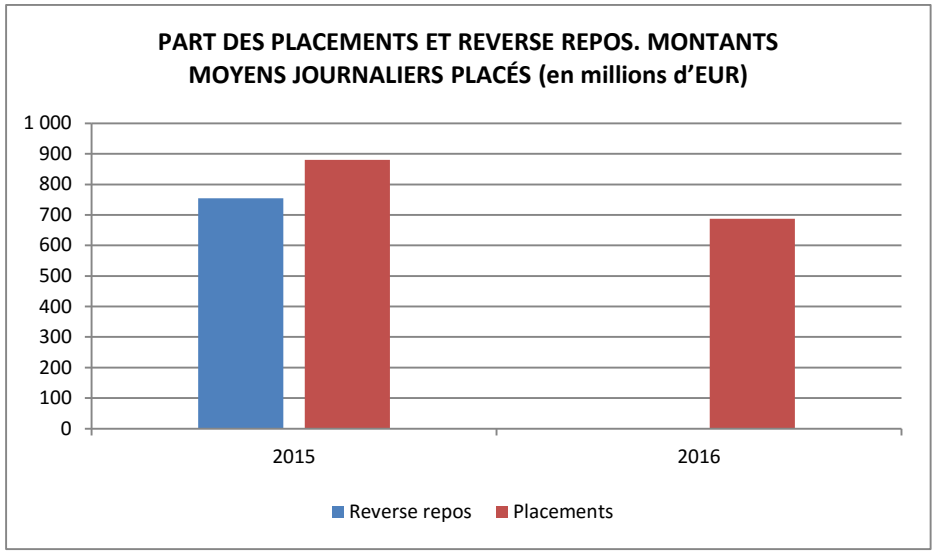
L'augmentation du risque de crédit total en produits dérivés entre la fin 2015 et la fin 2016 résultait de la hausse du risque de crédit (avant collatéral) des swaps de taux à concurrence de 149 millions d'euros et des swaps de devises pour 52 millions d'euros. Le risque de crédit des autres produits dérivés[1] a diminué de 5 millions d'euros. En plus des variations dues à la gestion classique du portefeuille et aux variations des courbes de taux et cours sur le marché, l'annulation d'une série de swaps de taux[2] a constitué la principale raison de l'augmentation du risque de crédit lié à ces produits.

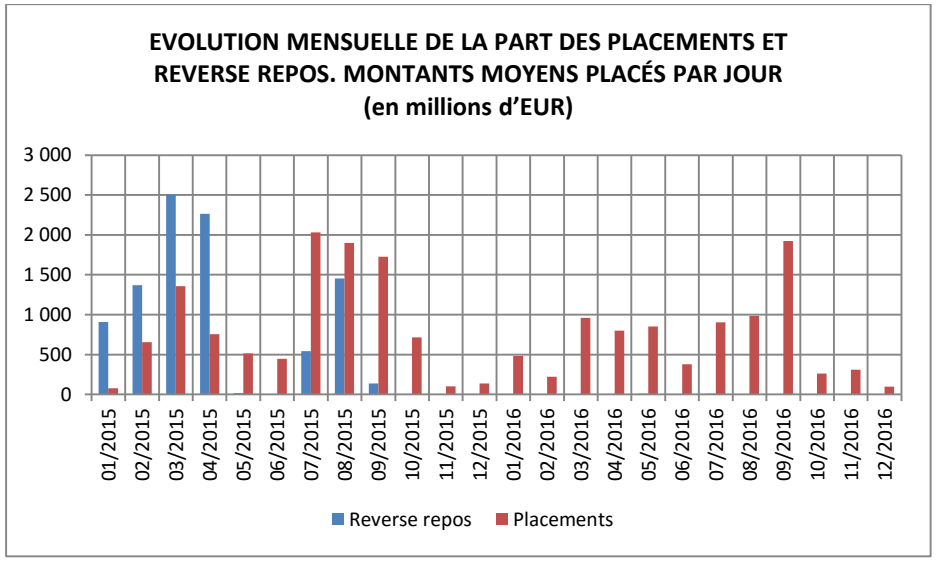
En 2016, le Trésor a nové un swap qu'il avait avec une contrepartie dont le rating était devenu inférieur à A (seule transaction du Trésor avec cette contrepartie) vers une contrepartie de rating A. Le swap en question avait une valeur négative. L'exposition globale avec la contrepartie recevant le swap était positive. Dans un deuxième temps, le Trésor a annulé le swap en question et un autre swap d'une valeur opposée avec cette contrepartie. L'ensemble de cette opération a ainsi permis de réduire le risque de crédit total en produits dérivés.

Près de 50% du risque de crédit total en produits dérivés étaient constitués à fin 2016 de transactions dans le risque de crédit total en produits dérivés dotées d'une durée résiduelle d'au moins 10 ans. La part de ces transactions a baissé pour passer de 72.90% à la fin 2015 à 48.70% à la fin 2016. 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 était négative à la fin de l'année 2016.

[1] Fin 2016, il n'y a plus que des FX swaps.

[2] Au moment de leur annulation, ces swaps de taux avaient une valeur de marché négative.


PART DES PLACEMENTS ET REVERSE REPOS. MONTANTS MOYENS JOURNALIERS PLACÉS (en millions d'EUR)
1 000
900
800
700
600
500
400
300
200
100
0
2015
2016
Reverse repos
Placements


EVOLUTION MENSUELLE DE LA PART DES PLACEMENTS ET REVERSE REPOS. MONTANTS MOYENS PLACÉS PAR JOUR (en millions d'EUR)
3 000
2 500
2 000
1 500
1 000
500
0
01/2015
02/2015
03/2015
04/2015
05/2015
06/2015
07/2015
08/2015
09/2015
10/2015
11/2015
12/2015
01/2016
02/2016
03/2016
04/2016
05/2016
06/2016
07/2016
08/2016
09/2016
10/2016
11/2016
12/2016
Reverse repos
Placements

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATINGS AU 31.12.2016							
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	69	95.8 %	819 065 315 EUR	89.1 %	725 110 343 EUR	93 954 971 EUR	54.8 %
<A	3	4.2 %	100 023 767 EUR	10.9 %	22 450 000 EUR	77 573 767 EUR	45.2 %
Total	72	100.0 %	919 089 082 EUR	100.0 %	747 560 343 EUR	171 528 738 EUR	100.0 %

RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR NIVEAU DE RATING ET PAR TYPE DE PRODUITS AU 31.12.2016						
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	410 405 447 EUR	98.2 %	408 404 742 EUR	81.5 %	255 125 EUR	100.0 %
<A	7 557 735 EUR	1.8 %	92 466 032 EUR	18.5 %	-	0.0 %
Total	417 963 182 EUR	100.0 %	500 870 774 EUR	100.0 %	255 125 EUR	100.0 %

REPARTITION DU RISQUE DE CREDIT POUR LES PRODUITS DERIVES PAR MATURITE RESIDUELLE AU 31.12.2016				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres dérivés
< 1an	-1.4 %	-3.1 %	0.0 %	100.0 %
1 à 5 ans	37.1 %	-3.1 %	70.6 %	0.0 %
6 à 10 ans	15.6 %	13.0 %	17.7 %	0.0 %
> 10 ans	48.7 %	93.2 %	11.7 %	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[1] inclut 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 (pour l'instant 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 2016, les actifs financiers des entités qui relèvent des secteurs de l'administration centrale et de la sécurité sociale s'élevaient à 47.7 milliards d'euros. Ils étaient en grande partie aux mains du Fonds de vieillissement (22 milliards d'euros) et des organismes de sécurité sociale (12.7 milliards d'euros). Pour ces derniers, seuls 7.3 millions d'euros n'ont pas été consolidés et 410 millions d'euros ont été placés dans des instruments des communautés et régions.

Au 31 décembre 2016, le montant consolidé total s'est élevé à 46.13 milliards d'euros et le montant non consolidé à 1.57 milliard d'euros.

CONSOLIDATION DE LA DETTE PUBLIQUE : COMPARAISON 2015-2016 (en EUR)			
	Situation au 31.12.2015	Situation au 31.12.2016	Différence
I. DISPONIBILITES A VUE			
bpost	4 428 494 096	5 562 885 597	1 134 391 501
II. PLACEMENTS A COURT TERME			
Trésorerie	5 443 844 121	5 061 938 238	-381 905 884
Instruments émis par l'Etat	33 309 166	0	-33 309 166
Sous-total II :	5 477 153 287	5 061 938 238	-415 215 050
III. PLACEMENTS A LONG TERME			
Instruments émis par l'Etat	34 218 487 595	35 501 039 541	1 282 551 946
TOTAL :	**44 124 134 978**	**46 125 863 376**	**2 001 728 397**

[1] Loi du 21 Décembre 2013 portant des dispositions fiscales et financières diverses (articles 113 à 121).

III. PRINCIPAUX POINTS STRATEGIQUES

1. Création de l'Agence fédérale de la Dette

1.1. Raisons motivant la création de l'Agence fédérale de la Dette

Jusque la fin de l'année 2016, la gestion de la dette de l'Etat était du ressort de l'Agence de la Dette qui n'avait pas de personnalité juridique et faisait partie de l'Administration Générale de la Trésorerie (SPF Finances). La collaboration apportée par le Fonds des Rentes (supprimé à la fin 2016[1]) à l'Agence de la Dette était de nature essentiellement matérielle. Le Fonds des Rentes permettait de recruter de manière souple et rapide du personnel particulièrement qualifié. Le Fonds des Rentes mettait ensuite ce personnel à la disposition de l'ancienne Agence de la Dette.

Afin de pouvoir agir de la sorte dans le futur, il importait de créer un organisme pouvant travailler de manière aussi souple. C'est la raison pour laquelle la gestion de la dette est confiée à un nouvel organisme d'intérêt public de catégorie A, à savoir l'Agence fédérale de la Dette. Cet organisme reste étroitement lié à l'Administration Générale de la Trésorerie mais se trouve directement sous l'autorité du Ministre des Finances (voir également le point 1.3 : Organisation).

Une personnalité juridique a été accordée à l'Agence fédérale de la Dette afin qu'elle puisse conclure des contrats de travail. En outre la nature de leur employeur est ainsi plus claire pour les employés de l'Agence. Les nouveaux collaborateurs de l'Agence sont recrutés via un contrat de travail. Il s'agit d'un nombre limité de collaborateurs qui doivent disposer d'une connaissance particulièrement pointue et d'une bonne expérience (traders, spécialistes en analyse de risques, juristes connaissant les règles financières internationales). Les collaborateurs actuels qui ont été mis à la disposition de l'Administration Générale de la Trésorerie par le Fonds des Rentes ont été transférés à l'Agence fédérale de la Dette tout en gardant leurs droits ce qui fait que ce transfert a eu peu d'impact direct sur eux.

Cette réforme vise donc surtout à assouplir les procédures de recrutement afin d'accroître la professionnalisation du personnel. L'objectif est donc axé sur une gestion professionnelle et efficiente de la dette.

C'est pour ces raisons, que le Parlement a approuvé la loi du 25 octobre 2016 portant création de l'Agence fédérale de la Dette et suppression du Fonds des Rentes.

1.2. Missions de l'Agence fédérale de la Dette

L'Agence fédérale de la Dette reprend les tâches de l'ancienne Agence de la Dette qui avaient trait à la gestion opérationnelle de la Dette de l'Etat fédéral sur la base des Directives Générales déterminées par le Ministre des Finances. Ce n'est donc pas parce que l'Agence fédérale de la Dette est maintenant dotée de la personnalité juridique qu'elle n'est plus responsable de la gestion de la dette, bien au contraire.

Cette gestion comprend en effet tous les aspects relatifs à la dette publique, ne se limitant donc pas uniquement aux matières financières et budgétaires. C'est ainsi que l'Agence fédérale de la Dette sera donc maintenant également responsable de la résolution des questions juridiques qui surgissent dans le cadre de l'accomplissement de ses missions.

A part quelques tâches techniques, les missions de l'Agence fédérale de la Dette sont en outre délibérément définies de manière très large étant donné que les marchés financiers sont en pleine évolution. Dans une liste non limitative, on mentionne donc toute une série de missions allant de l'exécution de transactions financières à des tâches de nature administrative comme l'élaboration du budget de la dette publique ainsi que d'autres activités plus conceptuelles relatives à la gestion future de la dette de l'Etat.

Etant donné la suppression du Fonds des Rentes, l'Agence fédérale de la Dette sera dorénavant responsable de la publication de données sur le marché secondaire des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de Trésorerie, à savoir les cours et les taux de référence ainsi que les volumes de marché. En outre, l'Agence calcule quotidiennement une courbe de rendements qui permet de déterminer et de

[1] Le Fonds des Rentes a été supprimé étant donné qu'au cours de ces dernières années, il a perdu une grande partie de ses tâches entre autres par le transfert à la FSMA et que les autres missions pouvaient être reprises par l'Agence (voir plus loin).

publier sur une base mensuelle les indices de référence pour les différents taux de rendement en matière de crédits hypothécaires. Ceux-ci sont disponibles sur le site internet de l'Agence fédérale de la Dette (http://www.debtagency.be/fr).

1.3. Organisation de l'Agence fédérale de la Dette

L'Agence fédérale de la Dette est dotée de deux organes de gestion.

En réponse aux remarques du Conseil d'Etat, il est prévu expressément que le Ministre des Finances confie la direction générale de l'Agence à un comité stratégique. Le représentant du Ministre des Finances au sein du comité stratégique, qui comprend les membres du comité exécutif et établit le lien avec l'Administration Générale de la Trésorerie via la présidence de l'Administrateur Général, dispose formellement d'un droit de veto.

Le comité exécutif est, quant à lui, responsable de la gestion quotidienne de la dette et est composé de l'Administrateur du département Financement de l'Etat et Marchés Financiers qui en est le président ainsi que des directeurs de l'Agence[1].

1.4. Contrôle de l'Agence fédérale de la Dette

Comme c'était le cas pour l'ancienne Agence de la Dette, la nouvelle Agence fédérale de la Dette dispose d'une procédure d'audit interne. Par ailleurs, tous les deux mois au cours des réunions, la Cour des Comptes examine les décisions des comités et de l'Agence. Elle prend connaissance en temps réel des transactions effectuées sur les marchés financiers.

La création de la nouvelle Agence fédérale de la Dette en tant qu'organisme public de catégorie A au sens de la loi du 16 mars 1954 relative au contrôle de certains organismes d'intérêt public entrainera un renforcement des procédures d'audit. Par contre, le contrôle de la Cour des Comptes ne sera pas modifié.

Outre l'audit, le contrôle interne sera également réglementé par arrêté royal.

[1] Pour le moment, la présidence du comité exécutif est assurée par le directeur de D2, responsable du Middle Office.

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

Durant l'ensemble de l'année 2016, la Banque Centrale Européenne a fourni un stimulus monétaire particulier en achetant des actifs financiers d'une part tels que des obligations souveraines et, d'autre part, en maintenant très bas, voire même en territoire négatif, ses taux directeurs. Elle a également continué à communiquer de manière explicite ses attentes en matière de taux directeurs pour le futur proche (« forward guidance ») et où elle précisait que ces taux directeurs resteraient stables ou même diminueraient. Sur l'ensemble de l'année, tant l'inflation que les attentes en matière d'inflation sont en effet restées bien en dessous de l'objectif de la BCE.

En décembre 2015, la BCE avait déjà décidé de prolonger son programme d'achat d'actifs financiers (ce que l'on appelle « Asset Purchase Programme » ou APP) et ce, au moins jusqu'en mars 2017. A l'origine, la BCE achetait via ce programme des « asset back securities » et des « covered bonds » et également des obligations souveraines depuis l'extension de ce programme en mars 2015. A partir de là, le total des achats mensuels s'est élevé à quelque 60 milliards d'euros. Malgré un nouvel élargissement, en décembre 2015, vers des instruments financiers émis par des autorités régionales et locales, la majeure partie des achats depuis mars 2015 a toujours concerné depuis des obligations souveraines des pays de la zone euro.

En mars 2016, la BCE a alors augmenté son objectif en matière d'achats pour le porter à 80 milliards d'euros par mois. Afin de pouvoir atteindre ce nouvel objectif, elle a ainsi décidé de reprendre dorénavant dans son programme d'achat également des obligations de sociétés non financières. Les premiers achats d'obligations de société ont eu lieu en juin 2016. Cela n'a toutefois pas empêché les achats mensuels d'obligations souveraines de se trouver à un niveau encore plus élevé qu'auparavant.

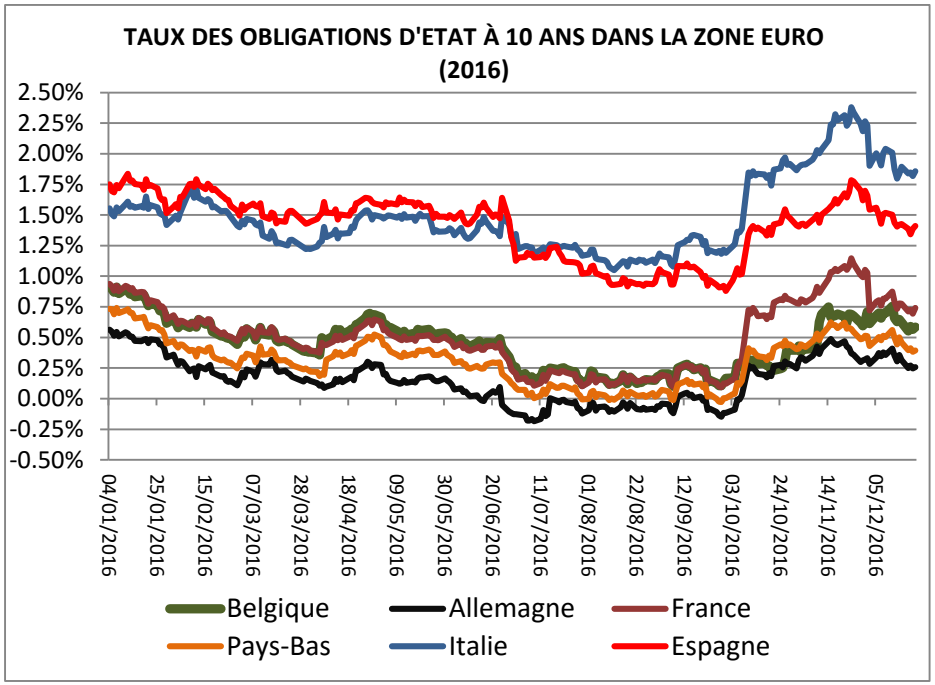
En décembre 2016, la BCE a à nouveau pris la décision de prolonger le programme d'achat qui devait courir au moins jusque mars 2017 et de le faire passer jusqu'en

décembre 2017 au moins. Toutefois, les achats mensuels sont ramenés à l'objectif précédent de 60 milliards d'euros. Cette diminution s'accompagnait d'un assouplissement des conditions d'achat : depuis lors, la BCE peut également acheter des titres dotés d'une maturité minimale d'une année (au lieu de deux années auparavant). En outre, la BCE pourrait acheter, en cas de nécessité, des titres à un taux inférieur à celui de sa facilité de dépôt.

Pour ce qui est des taux directeurs, la BCE a abaissé, en mars 2016, son taux de refinancement de 0.05% pour le ramener à 0.00%. Le taux sur la facilité de prêt marginal a également été diminué de 0.05% pour passer à 0.25%. En outre, le taux sur la facilité de dépôt, qui était déjà négatif, a été diminué de 0.10% pour passer à -0.40%. Par la suite, ces taux sont restés stables durant le reste de l'année sous revue.

Dès lors, les taux sur les marchés financiers de la zone euro sont restés particulièrement bas en 2016. Dans la plupart des pays de la zone euro, les taux des obligations souveraines à 10 ans ont diminué à des niveaux historiquement bas en 2016. L'Allemagne a même connu un taux négatif à 10 ans pendant plusieurs mois tandis que le taux belge a affiché des niveaux de 0.11% en septembre 2016. Les taux à court terme ont également été historiquement bas et fortement négatif dans un grand nombre de pays. Au mois de décembre, la Belgique a même pu émettre des titres à 3 mois à un taux négatif de -0.79%.

Le dernier trimestre de l'année 2016 a toutefois connu un revirement de tendance, du moins pour les taux à long terme. Les attentes du marché en matière d'inflation avaient augmenté, ce qui était dû entre autres au résultat de l'élection présidentielle américaine générant une augmentation générale des taux. Il n'en reste pas moins que les taux à fin 2016 sont restés inférieurs à ceux du début de l'année dans la plupart des pays de la zone euro.

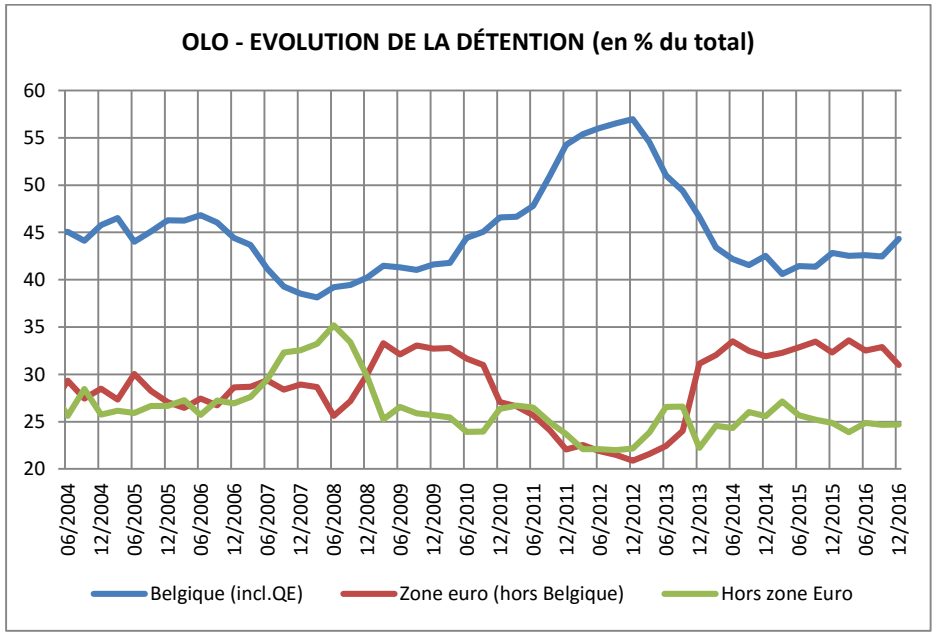


3. La distribution de la dette fédérale belge

3.1. Les Obligations linéaires (OLO)

La détention des OLO par des investisseurs étrangers a légèrement diminué pour la première fois depuis quatre ans. Fin décembre 2016, 55.70% des OLO étaient aux mains d'investisseurs étrangers. Parmi ceux-ci, les investisseurs de la zone euro détenaient la majeure partie. Leur détention a toutefois diminué pour passer de 32.65% en 2015 à 30.99% en 2016.

3.1.1. La détention des OLO



3.1.2. Le marché primaire des OLO[1]

Après trois années de baisses successives, la demande des investisseurs étrangers s'est stabilisée en 2016. Elle représente 94.45% du montant total placé en 2016 contre 94.56% en 2015.

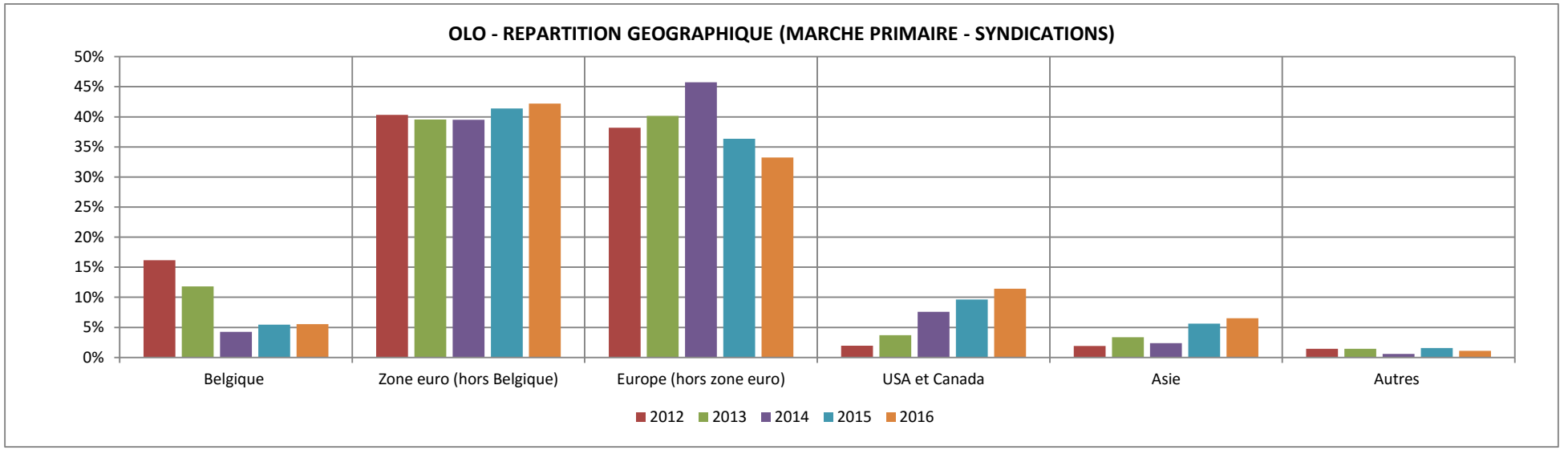
La répartition géographique est restée sensiblement identique à celle de 2015, les deux mouvements les plus importants provenant des USA et du Canada qui ont vu leur part passer de 9.65% en 2015 à 11.42% en 2016, au détriment de l'Europe (hors zone euro) qui a vu sa part baisser de 36.35% en 2015 à 33.22% en 2016.

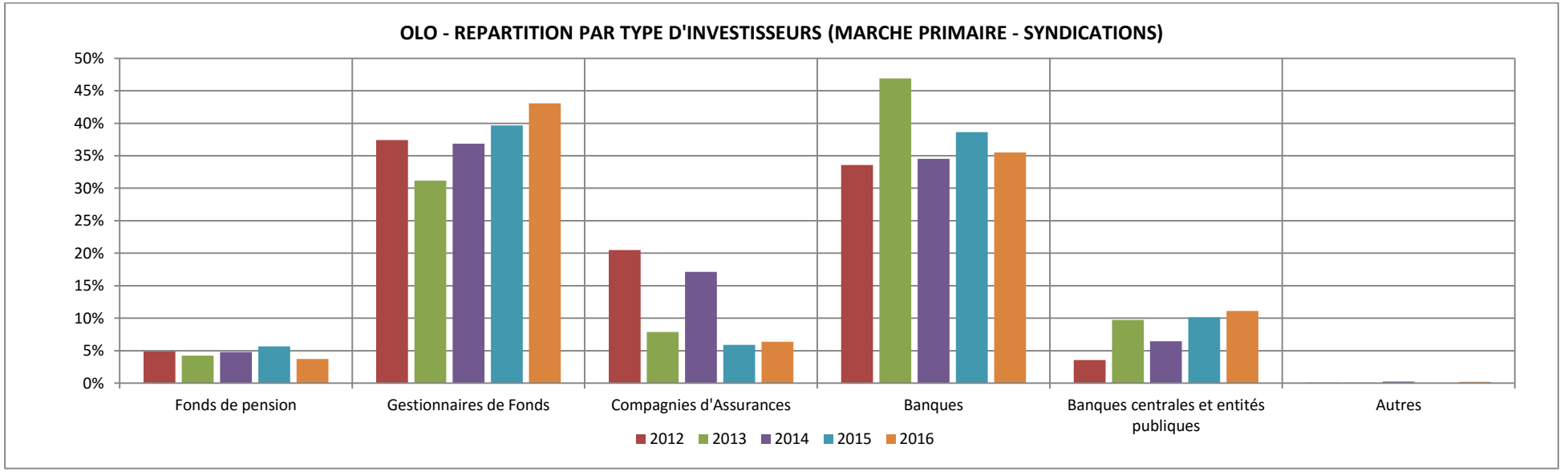
Toutes les autres zones géographiques n'ont vu leur part évoluer que très légèrement : l'Asie passant de 5.61% en 2015 à 6.51% en 2016 et la zone Euro (hors Belgique) passant de 41.40% en 2015 à 42.19% en 2016.

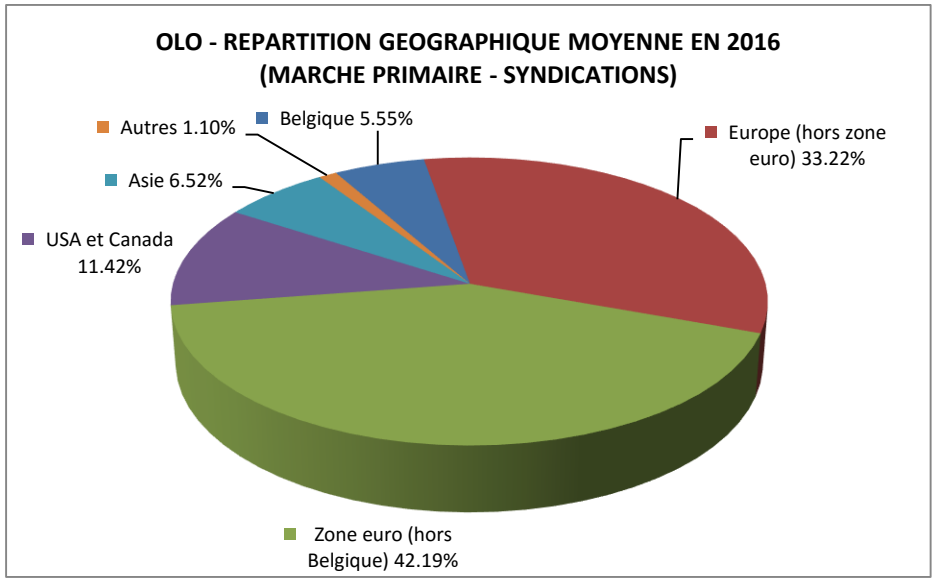
Il y eut également très peu de mouvements concernant le type d'investisseurs. La principale évolution provenant des gestionnaires de fonds qui voient leur part augmenter de 39.66% en 2015 à 43.06% en 2016, au détriment des banques voyant la leur passer de 38.63% en 2015 à 35.52% en 2016.

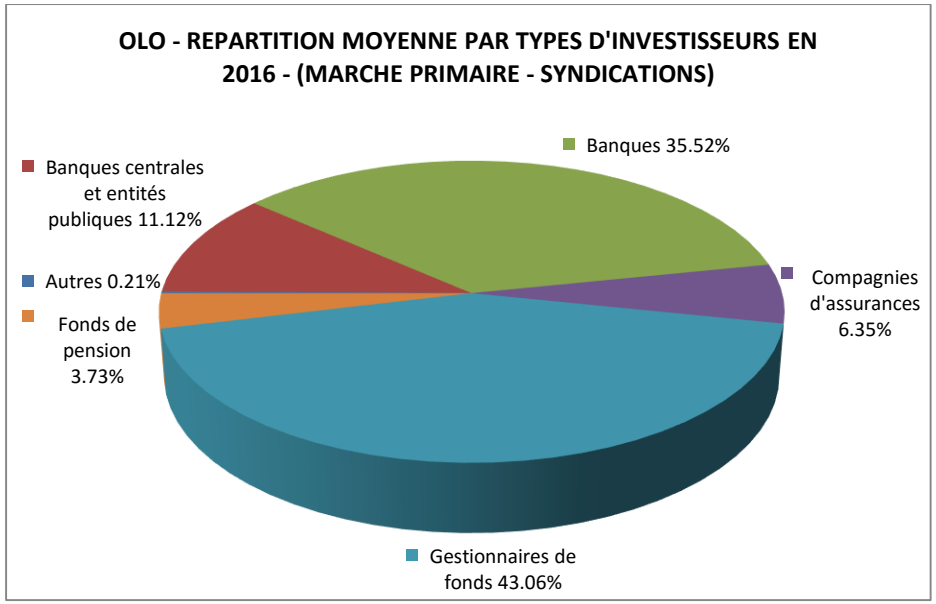
Les autres types d'investisseurs n'ont pas connu de grandes évolutions de leur part respective. La part des fonds de pensions a diminué de 5.68% en 2015 à 3.73% en 2016. Quant aux compagnies d'assurances et banques centrales, elles ont vu leur part légèrement augmenter avec respectivement 6.35% et 11.12% des parts placées en 2016 contre 5.90% et 10.14% en 2015.

[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
2012
2013
2014
2015
2016


OLO - REPARTITION PAR TYPE D'INVESTISSEURS (MARCHE PRIMAIRE - SYNDICATIONS)
50%
45%
40%
35%
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
Fonds de pension
Gestionnaires de Fonds
Compagnies d'Assurances
Banques
Banques centrales et entités publiques
Autres
2012
2013
2014
2015
2016

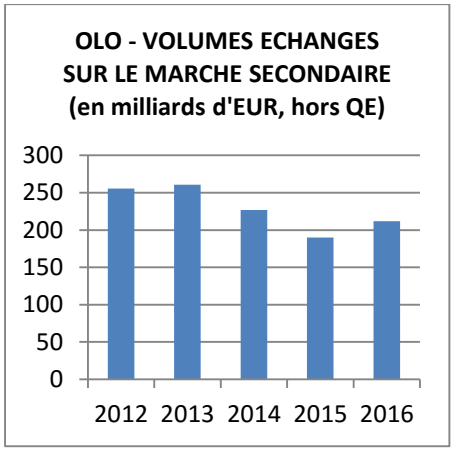


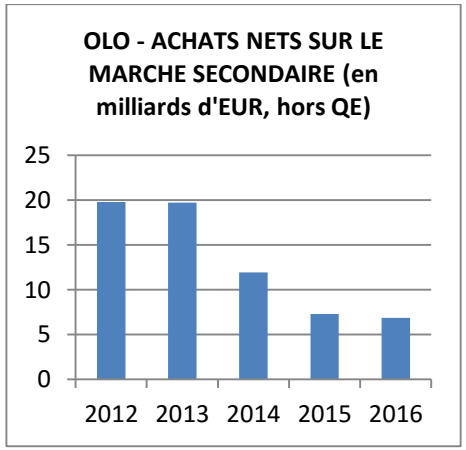


3.1.3. Le marché secondaire des OLO

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 inter-dealer.

En 2016, les volumes négociés ont augmenté (+11%) sur le marché secondaire des OLO, et ce après deux années de diminution. Les achats nets d'OLO par les investisseurs ont poursuivi leur diminution (-6%) amorcée en 2014.



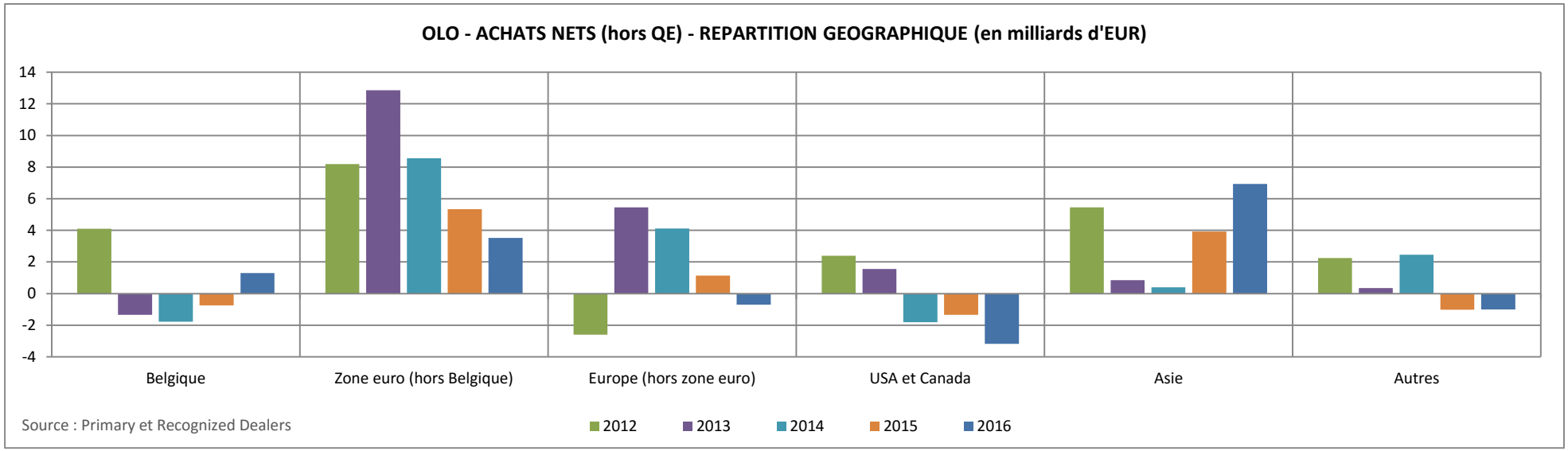


Cette diminution cache toutefois des évolutions différentes, surtout du point de vue géographique.

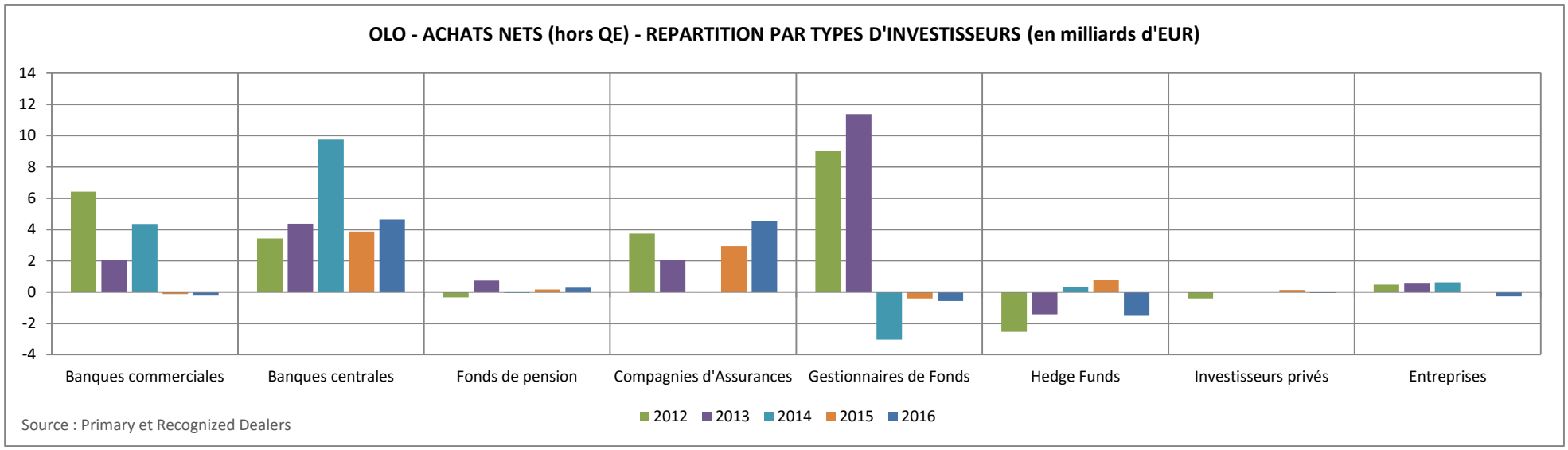
Du point de vue géographique, les investisseurs belges redeviennent acheteurs nets pour la première fois depuis 2012. Par contre l'Europe (hors zone Euro) devient vendeur net en 2016 (-705 millions) alors qu'elle était acheteur net en 2015 (1.14 milliard). En 2016, les continents américain et asiatique voient leur position respective

se renforcer par rapport à 2015 (vendeur net pour le continent américain et acheteur net pour le continent asiatique).

D'un point de vue investisseur, il y eut très peu de changement par rapport à la situation de 2015. Les banques centrales et compagnies d'assurances renforcent légèrement leur position d'acheteurs nets. Ce fut particulièrement le cas pour les assureurs japonais. Les hedge funds deviennent vendeurs nets passant de 768 millions en 2015 à -1.51 milliard en 2016, ce qui à avoir avec leur achat sur le marché primaire. Tous les autres types d'investisseurs sont et restent pour la seconde année de suite à des situations proches de l'équilibre.



Source : Primary et Recognized Dealers

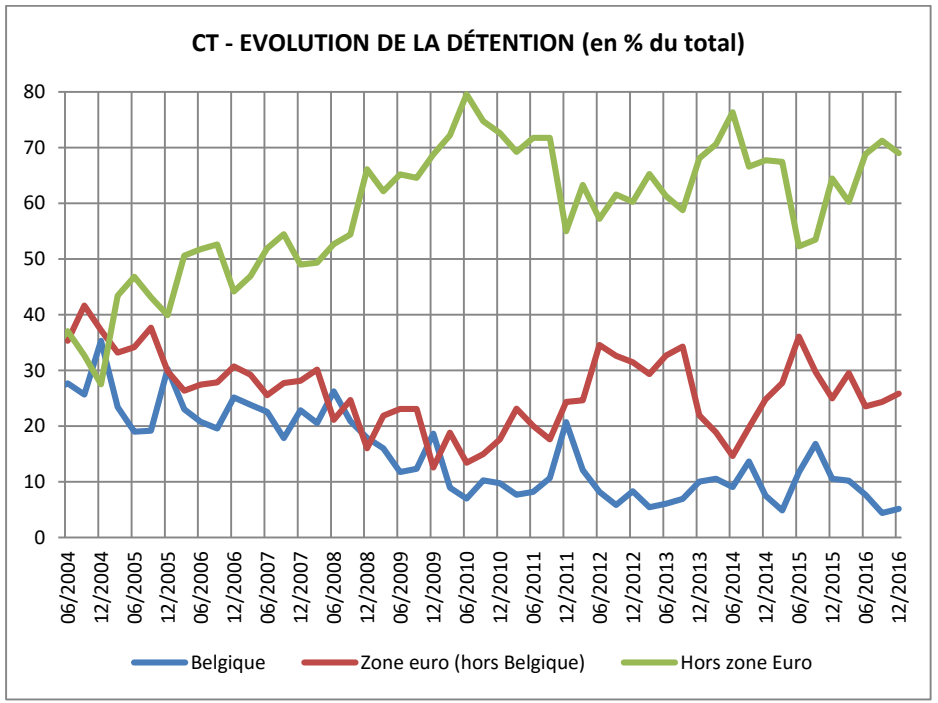


Source : Primary et Recognized Dealers

3.2. Les certificats de Trésorerie (CT)

3.2.1. La détention des certificats de Trésorerie

L'intérêt des investisseurs étrangers pour les certificats de Trésorerie a augmenté en 2016 avec 94.83% de détention à la fin décembre, le reste (5.17%) étant toujours détenu par des investisseurs belges. Notons que les certificats de Trésorerie ne sont pas concernés par le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.

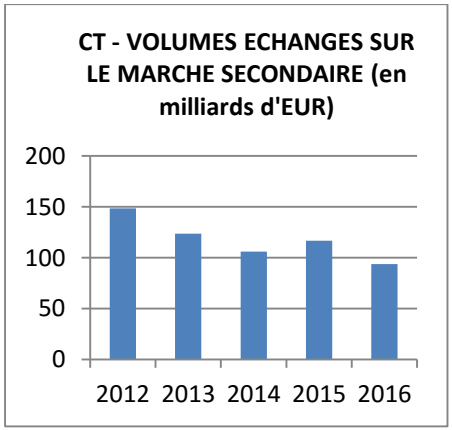


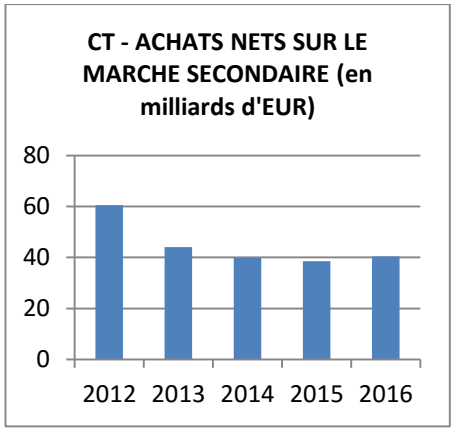
3.2.2. Le marché primaire des certificats de Trésorerie

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.

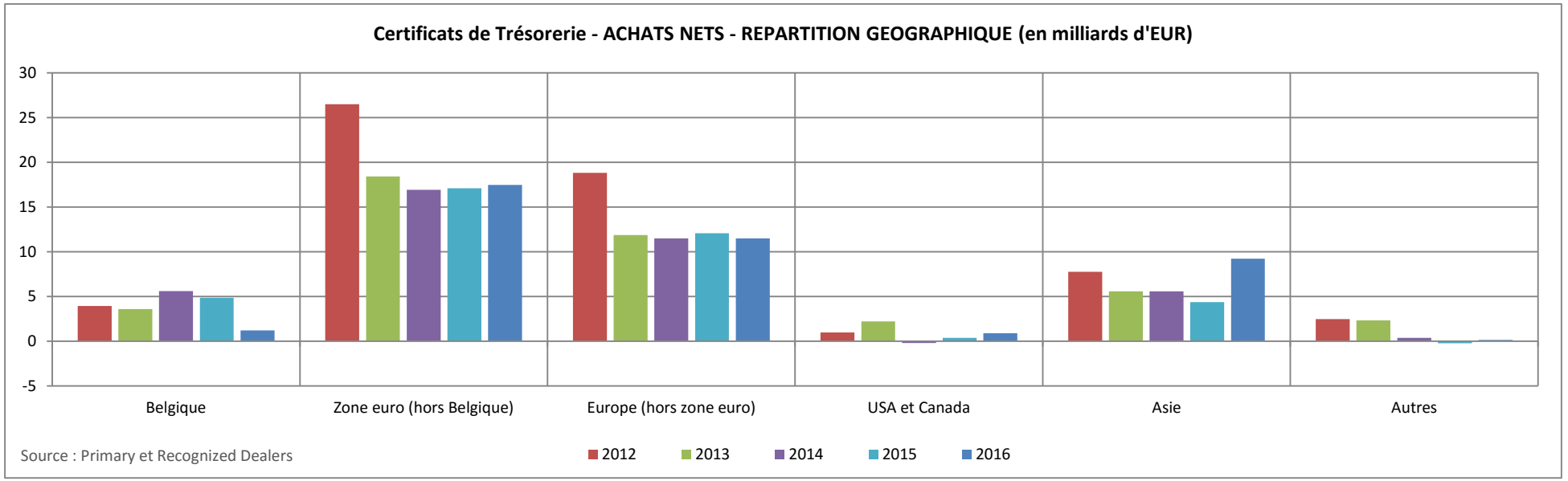
3.2.3. Le marché secondaire des certificats de Trésorerie

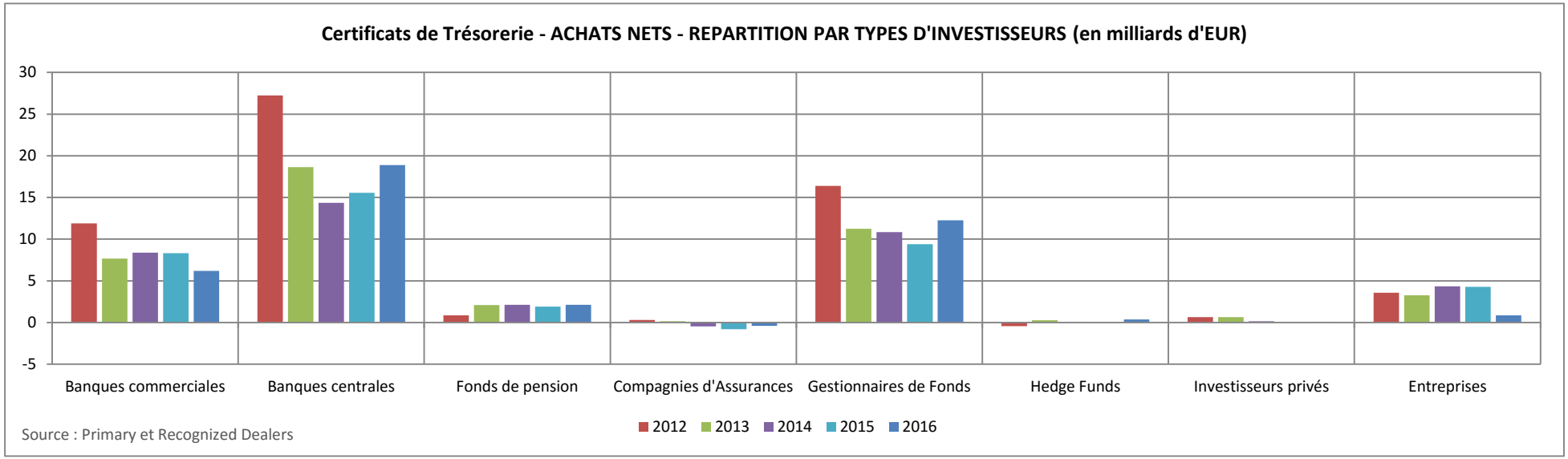
Comme pour le marché secondaire des OLO, les conclusions qui suivent sont uniquement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines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





Malgré le soubresaut de 2015, les volumes négociés en certificats de Trésorerie sur le marché secondaire ont continué leur baisse entamée en 2013, abandonnant près de 20% comparé au volume de 2015, les achats nets se sont quant à eux légèrement repris (+5%).


Certificats de Trésorerie - 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)
USA et Canada
Asie
Autres
2012
2013
2014
2015
2016
Source : Primary et Recognized Dealers


Certificats de Trésorerie - 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
Compagnies d'Assurances
Gestionnaires de Fonds
Hedge Funds
Investisseurs privés
Entreprises
2012
2013
2014
2015
2016
Source : Primary et Recognized Dealers

La répartition géographique des achats nets a quelque peu évolué depuis 2015, les investisseurs européens (dans et hors de la zone euro) restant les principaux acheteurs nets de certificats de Trésorerie. La Belgique voit sa position d'acheteur net légèrement diminuer. Quant aux investisseurs américains et asiatiques, ils voient tous deux leurs position d'acheteurs nets se renforcer.

Représentant 46.77% de tous les achats nets de 2016, les banques centrales se sont confortées comme premiers acheteurs nets par type d'investisseurs. Derrière lesquelles se sont positionnés les gestionnaires de fonds (en hausse) et les banques commerciales (en baisse). Les entreprises et les fonds de pension sont restés acheteurs nets mais à des niveaux beaucoup plus bas.

Enfin, comme à l'accoutumée, les épargnants privés ont montré peu d'intérêt pour les certificats de Trésorerie. De même que les hedge funds qui redeviennent légèrement acheteurs nets et les compagnies d'assurances, ces dernières étant vendeurs nets pour la troisième année consécutive.

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

4.1. Importance de la liquidité et mesure de la liquidité

Dans le rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral de 2015, le Trésor a insisté sur l'importance de la liquidité. Dans un premier temps, le prix du marché observé[1] d'un instrument financier est uniquement fiable lorsqu'il présente suffisamment de liquidité et qu'en outre, celle-ci augmente sensiblement le caractère attrayant de cet instrument financier pour les investisseurs de telle sorte que le prix de celui-ci augmente et, dans le cas d'obligations, que le taux à payer par l'émetteur diminue. Ce rapport annuel traitait également de la mesure de la liquidité. Bien qu'il existe différents indicateurs, il n'est pas toujours évident de déterminer précisément le niveau de la liquidité à un moment précis.

4.2. Evolution de la liquidité : impact Brexit et Trump

Les marchés des obligations souveraines européennes se sont caractérisées en 2016 par deux événements politiques majeurs qui n'ont pas eu l'effet escompté par les marchés : le référendum sur le Brexit et les élections aux Etats-Unis. Ces deux événements ont provoqué une augmentation de la volatilité mais leur impact sur l'orientation des rendements en euro a toutefois été fondamentalement différent.

Le résultat du référendum du 23 juin 2016 sur le Brexit s'est soldé par un pic dans la volatilité et la poursuite d'une forte diminution des rendements. Le rendement de l'OLO à 10 ans a diminué pour passer à des niveaux aux alentours de 0.50% à 0.15/0.20% à la suite des achats « flight to quality » effectués par des investisseurs à

[1] Ou encore, dans le cas d'obligations, le taux du marché enregistré qui en résulte.

la recherche d'un placement sûr et qui s'attendaient à ce que le Brexit engendrerait une plus grande incertitude et donc un frein à l'activité économique. Cette tendance s'est par ailleurs plutôt manifestée dans le début de l'année où les attentes économiques négatives se sont encore renforcées après les attentats terroristes à Bruxelles de mars 2016. Le 28 septembre 2016, ce taux de référence de l'OLO à 10 ans a affiché le niveau le plus bas jamais atteint, à savoir 0.089%[1].

Dans le courant des mois qui ont suivi le référendum sur le Brexit, il est toutefois apparu que les indicateurs économiques tant pour le Royaume-Uni que pour les autres économies européennes s'amélioraient petit-à-petit et qu'il n'était pas question d'une paralysie de la croissance économique. Les investisseurs ont alors commencé à penser que la croissance économique et l'inflation dans la zone euro pouvaient progressivement se normaliser et, par voie de conséquence, à croire au dénouement final du programme PSPP de la BCE.

Le résultat des élections aux Etats-Unis a eu un effet catalyseur sur le sentiment d'amélioration progressive de la croissance économique : l'attention s'est soudainement portée sur la politique attendue du président Trump perçue comme étant inflationniste et favorable à la croissance économique. Ceci a renforcé également la pression à la hausse sur les rendements des marchés obligataires européens. En très peu de temps, le taux de l'OLO à 10 ans a augmenté pour passer de 0.25% à 0.70% dans les semaines qui ont suivi les élections américaines.
Dans le cadre de ces mouvements de taux et en dépit des rendements extrêmement bas et la volatilité, la liquidité du marché des OLO est restée bonne. C'est ainsi qu'en 2016, le marché secondaire a affiché une augmentation des volumes négociés de l'ordre de 14%[2]. L'augmentation des volumes a surtout été marquée en octobre et novembre. La plus grande incertitude et volatilité des prix obligataires se sont toutefois traduits par des différentiels plus large entre les cours acheteurs et vendeurs sur les plates-formes électroniques de négociation pour les OLO de très longue maturité. Le Trésor a également constaté que les investisseurs négociaient relativement moins souvent pour de très gros montants et choisissaient dès lors apparemment de traiter des ordres pour des plus petits montants.

[1] Source : Bloomberg

[2] Rapporté par les primary et recognized dealers

ANNEXES

A. Garanties d'Etat accordées aux institutions financières

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION ET PRIMES RECUES (EN EUR)				
	Encours au 31.12.2015	Encours au 31.12.2016	Prime 2015	Prime 2016
Dexia-garantie 2013	31 506 121 181	36 713 208 498	17 982 792	17 765 477

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

Fitch Ratings

- 22/01/2016 : Notation AA confirmée, perspective négative;
- 01/07/2016 : Notation AA confirmée, perspective négative;
- 23/12/2016 : Notation abaissée de AA à AA-, perspective stable.

S&P

- 15/01/2016 : Notation AA confirmée, perspective stable;
- 15/07/2016 : Notation AA confirmée, perspective stable;
- 13/01/2017 : Notation AA confirmée, perspective stable.

Moody's

- 07/09/2016 : Notation Aa3 confirmée, perspective stable;
- 03/03/2017 : Notation Aa3 confirmée, perspective stable.

DBRS

- 04/03/2016 : Notification AA (élevé) confirmée, tendance stable;
- 02/09/2016 : Notification AA (élevé) confirmée, tendance stable ;
- 24/02/2017 : Notification AA (élevé) confirmée, tendance stable.

Japanese Credit Rating Agency

- 09/12/2016 : Notification AAA confirmée, perspective stable.

Rating and Investment Information, Inc.

- 19/09/2016 : Notification AA+ confirmée, perspective stable.

C. Intermédiaires en valeurs du Trésor du Royaume de Belgique en 2017

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
NATWEST MARKETS, London
NOMURA INTERNATIONAL PLC, London
SOCIETE GENERALE, Paris

Recognized Dealers

ABN AMRO BANK, Amsterdam
BELFIUS BANQUE, Bruxelles
COMMERZBANK, Frankfurt
COÖPERATIEVE RABOBANK U.A, Utrecht
GOLDMAN SACHS INT. BANK, London
SCOTIABANK, London

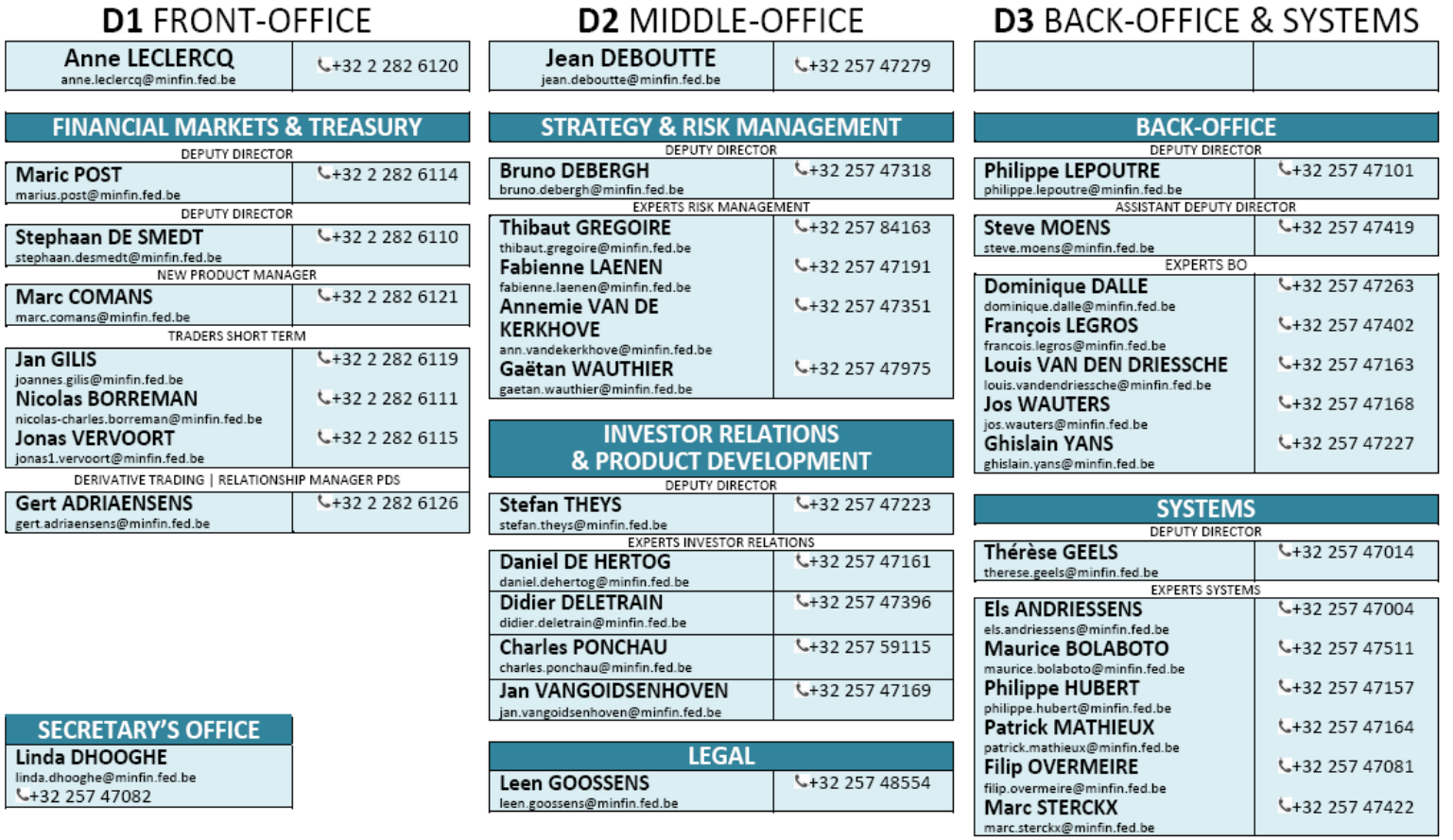
ECP Dealers

ABN AMRO BANK, Amsterdam
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

D. Organi-gramme de l'Agence Fédérale de la Dette 2017



D1 FRONT-OFFICE

Anne LECLERCQ — anne.leclercq@minfin.fed.be — +32 2 282 6120

FINANCIAL MARKETS & TREASURY

DEPUTY DIRECTOR

Maric POST — marius.post@minfin.fed.be — +32 2 282 6114

DEPUTY DIRECTOR

Stephaan DE SMEDT — stephaan.desmedt@minfin.fed.be — +32 2 282 6110

NEW PRODUCT MANAGER

Marc COMANS — marc.comans@minfin.fed.be — +32 2 282 6121

TRADERS SHORT TERM

Jan GILIS — joannes.gilis@minfin.fed.be — +32 2 282 6119

Nicolas BORREMAN — nicolas-charles.borreman@minfin.fed.be — +32 2 282 6111

Jonas VERVOORT — jonas1.vervoort@minfin.fed.be — +32 2 282 6115

DERIVATIVE TRADING | RELATIONSHIP MANAGER PDS

Gert ADRIAENSENS — gert.adriaensens@minfin.fed.be — +32 2 282 6126

SECRETARY'S OFFICE

Linda DHOOGHE
linda.dhooghe@minfin.fed.be
+32 257 47082

D2 MIDDLE-OFFICE

Jean DEBOUTTE — jean.deboutte@minfin.fed.be — +32 257 47279

STRATEGY & RISK MANAGEMENT

DEPUTY DIRECTOR

Bruno DEBERGH — bruno.debergh@minfin.fed.be — +32 257 47318

EXPERTS RISK MANAGEMENT

Thibaut GREGOIRE — thibaut.gregoire@minfin.fed.be — +32 257 84163

Fabienne LAENEN — fabienne.laenen@minfin.fed.be — +32 257 47191

Annemie VAN DE KERKHOVE — ann.vandekerkhove@minfin.fed.be — +32 257 47351

Gaëtan WAUTHIER — gaetan.wauthier@minfin.fed.be — +32 257 47975

INVESTOR RELATIONS & PRODUCT DEVELOPMENT

DEPUTY DIRECTOR

Stefan THEYS — stefan.theys@minfin.fed.be — +32 257 47223

EXPERTS INVESTOR RELATIONS

Daniel DE HERTOG — daniel.dehertog@minfin.fed.be — +32 257 47161

Didier DELETRAIN — didier.deletrain@minfin.fed.be — +32 257 47396

Charles PONCHAU — charles.ponchau@minfin.fed.be — +32 257 59115

Jan VANGOIDSENHOVEN — jan.vangoidsenhoven@minfin.fed.be — +32 257 47169

LEGAL

Leen GOOSSENS — leen.goossens@minfin.fed.be — +32 257 48554

D3 BACK-OFFICE & SYSTEMS

BACK-OFFICE

DEPUTY DIRECTOR

Philippe LEPOUTRE — philippe.lepoutre@minfin.fed.be — +32 257 47101

ASSISTANT DEPUTY DIRECTOR

Steve MOENS — steve.moens@minfin.fed.be — +32 257 47419

EXPERTS BO

Dominique DALLE — dominique.dalle@minfin.fed.be — +32 257 47263

François LEGROS — francois.legros@minfin.fed.be — +32 257 47402

Louis VAN DEN DRIESSCHE — louis.vandendriessche@minfin.fed.be — +32 257 47163

Jos WAUTERS — jos.wauters@minfin.fed.be — +32 257 47168

Ghislain YANS — ghislain.yans@minfin.fed.be — +32 257 47227

SYSTEMS

DEPUTY DIRECTOR

Thérèse GEELS — therese.geels@minfin.fed.be — +32 257 47014

EXPERTS SYSTEMS

Els ANDRIESSENS — els.andriessens@minfin.fed.be — +32 257 47004

Maurice BOLABOTO — maurice.bolaboto@minfin.fed.be — +32 257 47511

Philippe HUBERT — philippe.hubert@minfin.fed.be — +32 257 47157

Patrick MATHIEUX — patrick.mathieux@minfin.fed.be — +32 257 47164

Filip OVERMEIRE — filip.overmeire@minfin.fed.be — +32 257 47081

Marc STERCKX — marc.sterckx@minfin.fed.be — +32 257 47422

STRATEGIC COMMITTEE (Adm.Gen. : Alexandre DE GEEST - D1 : Anne LECLERCQ – D2 : Jean DEBOUTTE – D3 : Philippe LEPOUTRE-Thérèse GEELS)
EXECUTIVE COMMITTEE (D1 : Anne LECLERCQ – D2 : Jean DEBOUTTE – D3 : Philippe LEPOUTRE-Thérèse GEELS)
Fax D1/D2/Secretaries/Audit: +32 257 95845 | **Fax D3 Back-office** : +32 2 230 33 35 / +32 2 579 58 43 | **Fax D3 Systems:** +32 257 95844 | **Conference call device** : +32 257 22069 (Anne Leclercq)
Website : www.debtagency.be | **Information pages** : BEDA/MENU (Thomson-Reuters) / BEDA (Bloomberg)

Colophon

Contact

Agence fédérale de la Dette
Avenue des Arts, 30 - B-1040 Bruxelles

Tel.: + 32 2 574 7082
Courriel : public.debt@minfin.fed.be
Site Internet : www.debtagency.be

Editeur responsable

Jean DEBOUTTE
Directeur D2 Middle Office
Président du Comité exécutif

08.05.2017