Rapport annuel 2018

AGENCE FÉDÉRALE DE LA DETTE

Avenue des Arts 30,
1040 Bruxelles
Belgique

www.debtagency.be

AVANT-PROPOS DE MONSIEUR ALEXANDER DE CROO, VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES 5

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE PUBLIQUE..... 6

1 EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS 9

1.1 ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES TAUX D'INTÉRÊT..... 10
1.1.1. ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE 10
1.1.2. ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT..... 10

1.2 ÉVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2018 12
1.2.1. ÉVOLUTION AU NIVEAU DES DIFFÉRENTS SOUS-SECTEURS 12
1.2.2. RECETTES ET DÉPENSES 12

2 POLITIQUE DE FINANCEMENT 15

2.1 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT 16

2.2 DIRECTIVES GÉNÉRALES ET MAÎTRISE DES RISQUES..... 17
2.2.1. RISQUES DE REFINANCEMENT ET DE REFIXATION DE TAUX – DURÉE MOYENNE 17
2.2.2. RISQUE DE CRÉDIT 18

2.3 CONSOLIDATION DES ACTIFS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES FÉDÉRALES 21

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS..... 22

3.1 OBLIGATIONS LINÉAIRES (OLO)..... 23
3.1.1. MARCHÉ PRIMAIRE – SYNDICATIONS 24
3.1.2. MARCHÉ PRIMAIRE – ADJUDICATIONS..... 28
3.1.3. MARCHÉ SECONDAIRE 33
3.1.4. RACHATS 35
3.1.5. TITRES SCINDÉS (STRIPS)..... 36

3.2 CERTIFICATS DE TRÉSORERIE 37
3.2.1. LE MARCHÉ PRIMAIRE DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE..... 38
3.2.2. MARCHÉ SECONDAIRE DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE 42

3.3 BONS D'ÉTAT 44

3.4 EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) ET SCHULDSCHEINE..... 45

3.5 EURO COMMERCIAL PAPER (ECP)..... 46

4 PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES 47

4.1 DÉMANTÈLEMENT DE L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF DE L'EUROSYSTÈME..... 48

4.2 ÉMISSION INAUGURALE D'UNE OLO VERTE 50

4.3 PRÉPARATIFS DE L'AGENCE EN VUE DU BREXIT 51

4.4 STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE 52

ANNEXES

A GARANTIES D'ÉTAT ACCORDÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES..... 55

B ÉVOLUTION DU RATING DU ROYAUME DE BELGIQUE..... 56

C DEALERS ET ÉTABLISSEMENTS PLACEURS 57

D ORGANIGRAMME DE L'AGENCE FÉDÉRALE DE LA DETTE 58

E COLOPHON..... 59

AVANT-PROPOS DE MONSIEUR ALEXANDER DE CROO, VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES

J'ai le plaisir de vous présenter le trente deuxième rapport annuel de la dette de l'Etat fédéral. L'Agence fédérale de la Dette (l'Agence) y publie ses opérations financières ainsi que l'évolution de la structure de la dette fédérale qui découle de la gestion rigoureuse qu'elle réalise.

Comme à l'accoutumée, un chapitre particulier a été consacré aux points stratégiques qui ont caractérisé l'année sous revue. Quatre points ont été retenus par l'Agence: l'arrêt en 2018 de la politique d'assouplissement monétaire (quantitative easing) par la Banque Centrale Européenne au vu des évolutions économiques; l'émission d'une OLO verte annoncée dans le rapport annuel de la dette de 2017 et réalisée avec succès en 2018; les dispositions prises par l'Agence pour se préparer au Brexit et, non des moindres, la stratégie de gestion de la dette axée depuis des années sur la diminution des risques.

Ce rapport annuel aborde également les évolutions économiques et les finances publiques belges.

En 2018, la Belgique a affiché un taux de croissance de 1.4%, soit une diminution par rapport à l'année 2017 en raison, entre autres, de la modération de la consommation et du commerce mondial. Pendant l'année sous revue, il faut également noter l'impact positif de la bonne tenue de l'emploi qui a soutenu cette croissance économique.

Pour ce qui est des finances publiques, le déficit de la Belgique en 2018 a été de 0.7% du PIB, ce qui représente une diminution du déficit de 0.1 point de pourcentage par rapport à 2017. Le taux d'endettement de notre État a, quant à lui, diminué de 1.4 point de pourcentage du PIB et est ainsi passé de 103.4% en 2017 à 102.0% du PIB en 2018.

Pour couvrir ses besoins de financement, l'Agence a émis des emprunts à moyen et long terme en 2018 pour un montant de 34.14 milliards d'euros: 33.94 milliards en OLO, 0.19 milliard en EMTN et 0.01 milliard en bons d'Etat.

Par ailleurs, en affichant 14.81 années, la durée moyenne des émissions de l'Agence est restée très élevée en 2018 et la durée moyenne de la dette fédérale en euros a augmenté pour passer de 9.29 années en 2017 à 9.62 années en 2018.

Enfin, dans un contexte de bas taux d'intérêt, les charges d'intérêt de la dette publique fédérale ont continué à diminuer et sont passées de 9.36 milliards à 8.66 milliards d'euros entre 2017 et 2018. Le taux d'intérêt moyen pondéré sur les instruments en euros de la dette est, quant à lui, passé de 2.30% fin 2017 à 2.17% à la fin de l'année sous revue.

Je tiens enfin à remercier l'Agence pour le haut degré de professionnalisme qui la caractérise dans sa mission de gestion de la dette.

Le Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances,
Alexander DE CROO

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE PUBLIQUE

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

I. ENCOURS DES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2017	2018
1. Encours brut de la dette fédérale	**385.92**	**389.08**
• Octroi de crédits du Trésor à des entités du secteur des administrations publiques	1.67	1.46
• Opérations de gestion du Trésor	1.24	1.21
• Titres en portefeuille (Opérations de gestion)	5.03	5.64
• Titres en portefeuille (Titres SACA[1])	3.82	2.49
• Placements à court termes SACA	0.50	0.41
Encours net de la dette fédérale	**373.66**	**377.87**
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR (après swaps) **:**	**385.92**	**389.08**
• Obligations linéaires (OLO)	329.81	337.93
• Certificats de Trésorerie	25.61	24.87
• Euro Medium Term Notes (EMTN) en EUR	4.56	4.56
• Schuldscheine	2.11	2.06
• Bons d'Etat	0.49	0.39
• Euro Commercial Paper (ECP)	1.45	0.20
• Emprunts privés, interbancaires et divers	12.61	13.18
• EMTN émis en devises	9.03	5.66
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0.25	0.23
En % de la dette en EUR :		
• *Obligations linéaires (OLO)*	*85.46 %*	*86.85 %*
• *Certificats de Trésorerie*	*6.64 %*	*6.39 %*
• *EMTN (EUR + devises)*	*3.52 %*	*2.63 %*
• *Schuldscheine*	*0.55 %*	*0.53 %*
• *Bons d'Etat*	*0.13 %*	*0.10 %*
• *Autres*	*3.71 %*	*3.50 %*
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	2017	2018
1. Evolution en milliards d'EUR	**-18.92**	**4.21**
• Solde net à financer (SNF)	4.22	3.97
• Différences de change	-0.11	0.04
• Capitalisation d'intérêts	0.00	0.00
• Dette de certains organismes	-0.02	-0.02
• Reprises de dettes et d'actifs[2]	-23.29	0.00
• Octroi de crédits à des entités du secteur des administrations publiques	0.26	0.20
• Divers	0.02	0.02
2. Evolution en %	***-4.82 %***	***1.13 %***

III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2017	2018
1. Rating octroyé par les agences de rating (long terme)		
• S&P	AA	AA
• Moody's	Aa3	Aa3
• Fitch	AA-	AA-
• DBRS	AA (élevé)	AA (élevé)
2. Répartition selon les monnaies (après swaps)		
• *Dette en EUR*	*100.00 %*	*100.00 %*
• *Dette en devises*	*0.00 %*	*0.00 %*

[1] SACA : Services administratifs à comptabilité autonome

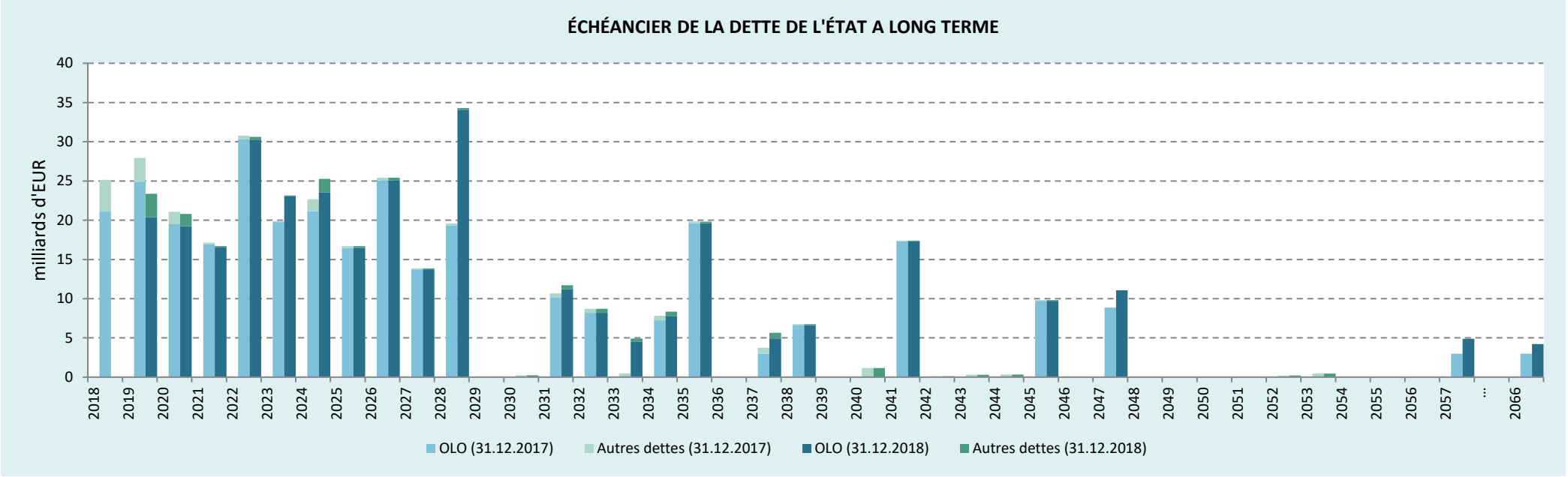
[2] Lors de la suppression du Fonds de vieillissement au 01/01/2017, tous les actifs et passifs ont été transférés à l'État.

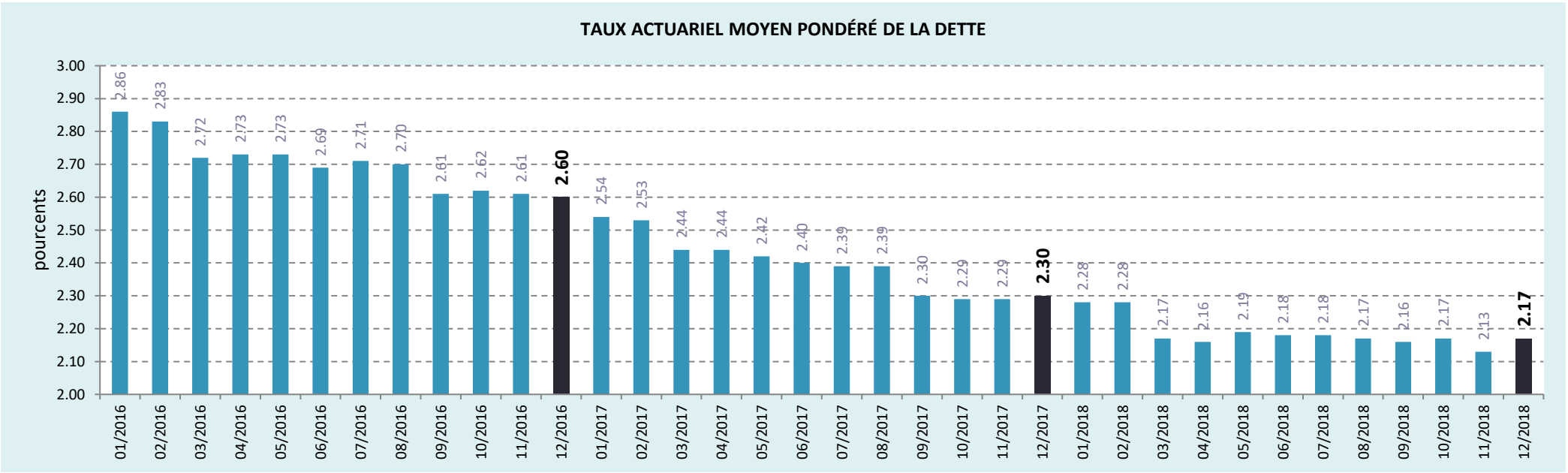
3. Répartition selon le terme		
• *Long et moyen termes (>1 an)*	*90.29 %*	*90.64 %*
• *Court terme*	*9.71 %*	*9.36 %*
4. Répartition selon le taux		
• *Taux fixe*	*89.26 %*	*90.26 %*
• *Taux variable*	*10.74 %*	*9.74 %*
5. Duration effective de la dette en EUR (en années)	8.25	8.56
6. Durée moyenne pondérée de la dette en EUR (en années)	9.29	9.62
7. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	9.36	8.66
8. Taux d'intérêt moyen pondéré [1]	*2.30 %*	*2.17 %*

IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS	2017	2018
1. Encours de la dette fédérale	385.91	389.08
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales[2]	16.67	17.05
3. Dette des communautés et régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	86.85	87.87
4. Effet de consolidation	35.19	34.24
5. Autres corrections	-0.13	-0.11
Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	**454.11**	**459.65**
6. Produit intérieur brut (PIB)	439.17	450.51
Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)/6	***103.40 %***	***102.03 %***

[1] Moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les instruments en euros de la dette à fin d'année.

[2] Dette représentée par les instruments financiers repris dans la définition au sens du Traité de Maastricht.


ÉCHÉANCIER DE LA DETTE DE L'ÉTAT A LONG TERME
milliards d'EUR
40
35
30
25
20
15
10
5
0
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 2057 ... 2066
OLO (31.12.2017)
Autres dettes (31.12.2017)
OLO (31.12.2018)
Autres dettes (31.12.2018)


TAUX ACTUARIEL MOYEN PONDÉRÉ DE LA DETTE
pourcents
3.00
2.90
2.80
2.70
2.60
2.50
2.40
2.30
2.20
2.10
2.00
2.86 2.83 2.72 2.73 2.73 2.69 2.71 2.70 2.61 2.62 2.61 2.60 2.54 2.53 2.44 2.44 2.42 2.40 2.39 2.39 2.30 2.29 2.29 2.30 2.28 2.28 2.17 2.16 2.19 2.18 2.18 2.17 2.16 2.17 2.13 2.17
01/2016 02/2016 03/2016 04/2016 05/2016 06/2016 07/2016 08/2016 09/2016 10/2016 11/2016 12/2016 01/2017 02/2017 03/2017 04/2017 05/2017 06/2017 07/2017 08/2017 09/2017 10/2017 11/2017 12/2017 01/2018 02/2018 03/2018 04/2018 05/2018 06/2018 07/2018 08/2018 09/2018 10/2018 11/2018 12/2018

1 EVOLUTION ECONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

1.1 ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES TAUX D'INTÉRÊT

1.1.1. ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE

Avec un taux de croissance de 3.6% en 2018, l'économie mondiale a connu une croissance soutenue avec toutefois des disparités selon les pays dues à la progression d'incertitudes concernant notamment les échanges commerciaux. Alors que la croissance a augmenté de 2.9% aux Etats-Unis, elle a ralenti dans la plupart des économies avancées. Les économies émergentes ont, quant à elles, enregistré des évolutions divergentes en matière de croissance économique en partie en fonction de leur statut de pays exportateurs ou importateurs de pétrole.

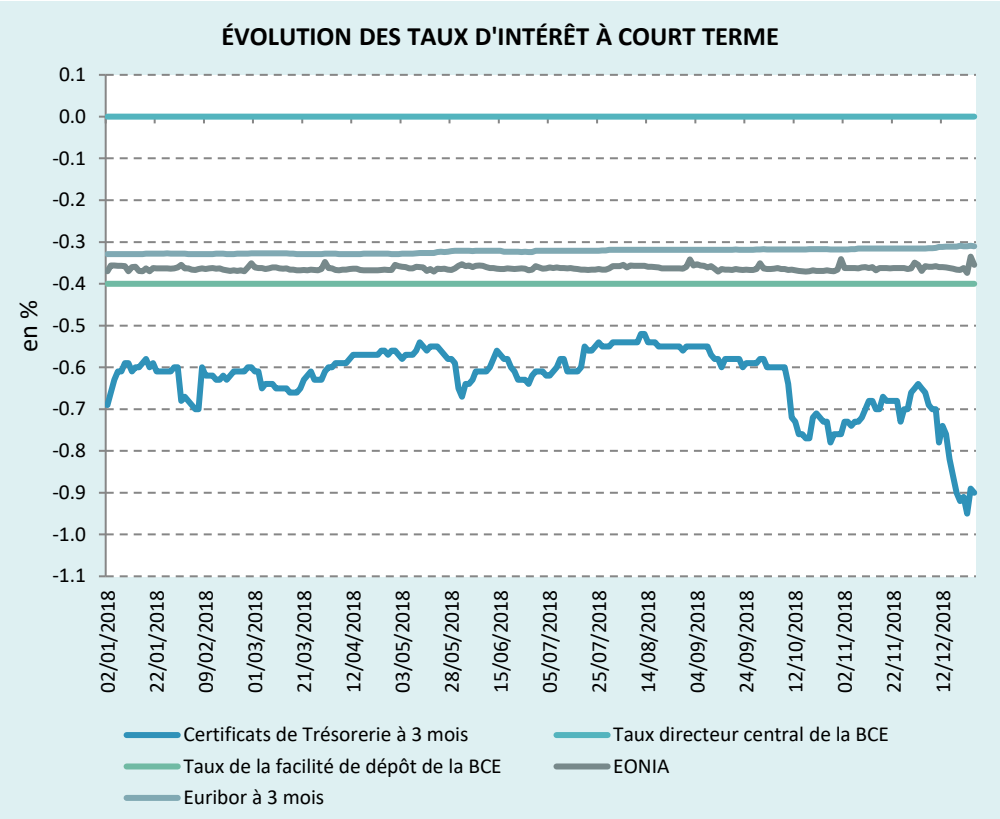
Dans la zone euro, l'activité économique a été moins dynamique en 2018 essentiellement en raison d'une plus faible contribution des exportations nettes à la suite du ralentissement du commerce international. La croissance du PIB s'est ainsi élevée à 1.8% contre 2.4% en 2017. Elle s'est traduite par une nouvelle embellie sur le marché de l'emploi et un renforcement de la dynamique salariale dans un contexte de diminution du taux de chômage. Dans ce contexte, la conviction s'est renforcée au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE que l'inflation était en voie de converger de manière durable vers un niveau compatible avec la stabilité des prix.

En ce qui concerne la Belgique, la croissance économique a affiché en 2018 un taux de 1.4% en diminution de 1.7% par rapport à 2017. Cette baisse est essentiellement due à la faible hausse de la consommation résultant en partie des mesures de modération salariale qui ont pesé sur le pouvoir d'achat des ménages. En outre, tout comme dans la zone euro, le manque de dynamisme du commerce mondial a pesé sur les exportations, ce qui a eu un impact sur l'activité économique belge. Il faut par contre noter que celle-ci a été à nouveau particulièrement soutenue par la progression de l'emploi en Belgique (+1.2%). Tout en affichant des écarts sensibles entre régions, le taux de chômage, quant à lui, a diminué pour atteindre 6% de la population active. Enfin, l'inflation belge a affiché au total une hausse modérée en s'établissant à 2.3% en 2018.

1.1.2. ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

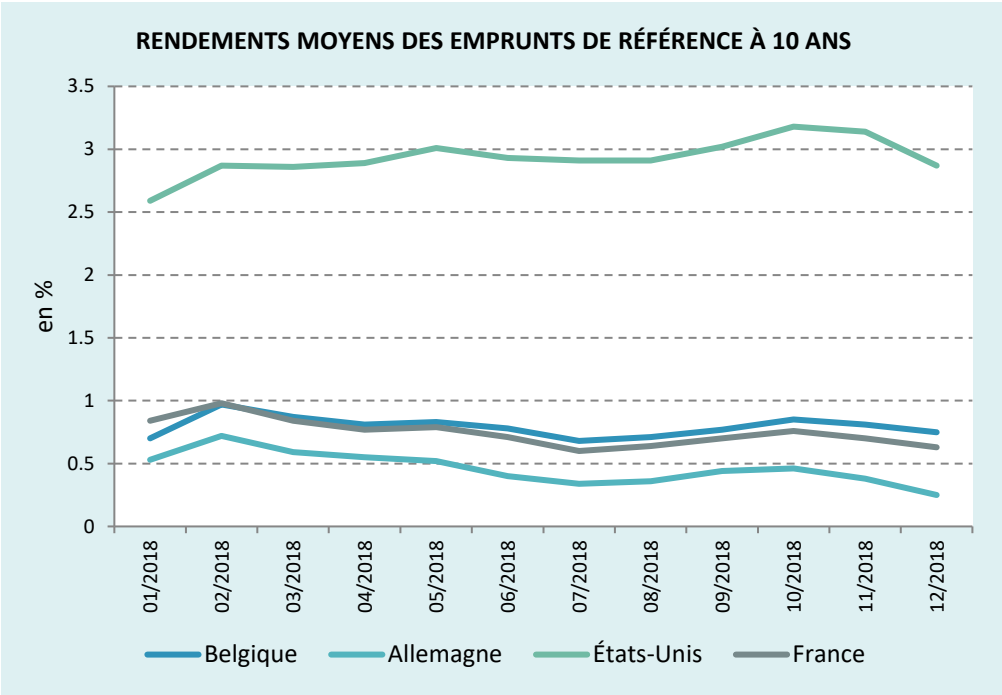
Dans la zone euro, les décisions de politique monétaire de la BCE en 2018 annoncent une normalisation graduelle : les achats nets d'actifs ont été progressivement arrêtés tandis que les taux directeurs sont restés inchangés, le taux de refinancement restant fixé à 0% et le taux de la facilité de dépôt à -0.40%.

Les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro sont restés très bas en 2018. L'EONIA (Euro Overnight Index Average) et l'EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) à trois mois sont restés très stables avec une moyenne respective de -36 et -32 points de base. En Belgique, le taux des certificats de Trésorerie à trois mois s'élevait à -0.69% début janvier, évoluant finalement à la baisse pour atteindre -0.90% en fin d'année.



Les taux d'intérêt sur les marchés des capitaux sont donc restés faibles. En Belgique, le rendement du benchmark à 10 ans a fluctué entre 0.68 et 0.97% dans le courant de l'année sous revue. Quant au spread moyen entre les emprunts de référence à 10 ans allemands et belges, il a été de l'ordre de 33 points de base pour la même période.

L'on notera que les taux à long terme de la zone euro sont restés globalement en dessous des taux à long terme américains qui ont plutôt été élevés en 2018. Ainsi, l'emprunt de référence américain à 10 ans est passé en moyenne de 2.59% en janvier à 2.87% en décembre de l'année sous revue. Ces niveaux élevés résultent en partie de la politique monétaire de la Réserve fédérale qui, dans un contexte de reprise économique soutenue aux Etats-Unis en 2018, a augmenté à quatre reprises son taux directeur de 25 points de base pour atteindre une fourchette de 2.25 à 2.50%.



1.2 ÉVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2018

Selon les chiffres publiés par l'Institut des Comptes Nationaux (ICN) le 18 avril 2019, les comptes de l'ensemble des pouvoirs publics belges se sont clôturés en 2018 par un déficit de 0.7% du PIB. Le solde de financement s'est légèrement amélioré par comparaison à l'année précédente, où un déficit de 0.8% du PIB avait été enregistré.

Le résultat est meilleur par rapport à l'objectif du programme de stabilité 2018-2021 soumis en avril 2018 aux instances européennes, qui prévoyait un déficit équivalent à 1% du PIB en 2018.

La réduction du déficit s'explique par l'embellie conjoncturelle, la nette progression de l'emploi, des mesures non récurrentes et le contexte de faibles taux d'intérêt. Les mesures temporaires concernent en particulier le gonflement des recettes à l'impôt des sociétés.

1.2.1. ÉVOLUTION AU NIVEAU DES DIFFÉRENTS SOUS-SECTEURS

Selon les chiffres de l'ICN établis sur la base du SEC 2010, le déficit de 0.7% du PIB se répartit en un déficit de 0.2% du PIB pour l'Entité I (Pouvoir fédéral et Sécurité sociale) et un déficit de 0.5% du PIB pour l'Entité II (Communautés, Régions et Pouvoirs locaux).

Au niveau de l'Entité I, le Pouvoir fédéral enregistre un déficit de 0.2% du PIB, tandis que les comptes de la Sécurité sociale sont quasiment en équilibre. Concernant l'Entité II, les Communautés et Régions affichent un déficit de 0.5% du PIB et les Pouvoirs locaux sont pratiquement à l'équilibre.

Le programme de stabilité prévoyait que le déficit du Pouvoir fédéral représente 0.5% du PIB et que la Sécurité sociale soit en équilibre. Un déficit de 0.5% du PIB était attendu pour les Communautés et Régions et un équilibre était prévu au niveau des Pouvoirs locaux.

Les réalisations budgétaires sont donc meilleures par rapport aux prévisions du programme de stabilité au niveau du Pouvoir fédéral. Elles sont conformes aux objectifs pour les autres entités.

La réalisation d'un équilibre au niveau de la Sécurité sociale est due à une dotation attribuée à cette fin par le Pouvoir fédéral.

Le facteur d'autonomie, qui détermine les additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques, a été définitivement revu à la baisse fin 2017. Cette révision a donné lieu en 2018 à une correction unique de l'excédent d'impôts versé aux Régions depuis 2015. Cette correction a eu une influence positive sur le solde de financement du Pouvoir fédéral et un impact négatif sur le solde de la Communauté flamande, de la Région wallonne et de la Région de Bruxelles-Capitale. Ces trois entités ont enregistré un déficit, ainsi que la Communauté française et la Commission communautaire commune. Les autres entités ont clôturé leurs comptes pratiquement en équilibre.

REALISATIONS EN MATIERE DE SOLDE DE FINANCEMENT (EN % DU PIB)[1]			
	Réalisations (SEC) 2017[2]	Programme de stabilité 2018-2021	Estimations (SEC) 2018
Ensemble des pouvoirs publics	-0.8	-1.0	-0.7
Entité I	-1.1	-0.5	-0.2
- Pouvoir fédéral	-1.3	-0.5	-0.2
- Sécurité sociale	0.2	0.0	0.0
Entité II	0.3	-0.5	-0.5
- Communautés et régions	0.1	-0.5	-0.5
- Pouvoirs locaux	0.2	0.0	0.0

1.2.2. RECETTES ET DÉPENSES

Recettes

Les recettes publiques totales ont augmenté de 0.4 point de pourcentage du PIB en 2018 pour s'établir à 51.7% du PIB.

Cette hausse découle principalement de l'augmentation des recettes fiscales et parafiscales, à hauteur de 0.3 point de pourcentage du PIB, et dans une moindre mesure

[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.

de celle des recettes non fiscales et parafiscales, à concurrence de 0.1 point de pourcentage du PIB.

La croissance des recettes fiscales et parafiscales est essentiellement due à la hausse des recettes à l'impôt des sociétés. Après avoir enregistré une augmentation sensible en 2017, ces recettes se sont encore accrues en 2018 de 0.3 point de pourcentage du PIB pour représenter 4.5% du PIB.

Les versements anticipés des entreprises, déjà en forte hausse l'année précédente, ont poursuivi leur progression. Cette évolution peut s'expliquer par la nouvelle augmentation du taux de la majoration d'impôts en cas de versements anticipés insuffisants de 2.25% à 6.75%, qui incite les entreprises à effectuer des versements anticipés plus importants.

Les prélèvements sur les revenus du travail se sont légèrement repliés. Les recettes à l'impôt des personnes physiques et de cotisations de sécurité sociale ont été réduites sous l'effet des mesures prises dans le cadre du tax shift. Le taux de déduction des charges professionnelles forfaitaires a été porté de façon uniforme à 30%, les tranches du barème d'imposition ont été adaptées et la limite des revenus permettant de bénéficier d'une quotité exemptée d'impôt majorée a été relevée. Le taux de base des cotisations de sécurité sociales patronales a été réduit de 30% à 25%. La nette création d'emplois en 2018 a en revanche contribué à un gonflement des recettes fiscales.

Les recettes prélevées sur les autres revenus et sur le patrimoine ont légèrement progressé en raison de la hausse de la taxe sur les opérations de bourse, ainsi qu'à l'introduction de la taxe sur les comptes-titres.

Les impôts sur les biens et services ont enregistré une légère hausse. Les recettes en provenance de la TVA ont quelque peu augmenté, tandis que les recettes d'accises et les prélèvements similaires sont restés quasiment stables.

Les recettes non fiscales et parafiscales se sont accrues en raison de l'augmentation du dividende versé par Belfius au Pouvoir fédéral.

Dépenses

La part des dépenses primaires dans le PIB s'est accrue en 2018 de 0.4 point de pourcentage du PIB et a atteint 50.1% du PIB. La tendance à la baisse de ce ratio observée au cours des quatre années précédentes s'est ainsi arrêtée.

Cette évolution est principalement due à l'augmentation des prestations sociales, ainsi qu'à la croissance des investissements publics et des transferts au reste du monde.

Les différentes catégories de dépenses de prestations sociales se sont inscrites à la hausse, à l'exception des dépenses d'allocations de chômage. La croissance a été la plus marquée pour les dépenses de pensions et d'indemnités de maladie-invalidité, sous l'effet de la hausse du nombre de bénéficiaires. De nouvelles mesures d'économie ont permis de contenir le budget des soins de santé.

Le repli des dépenses d'allocations de chômage est dû à plusieurs facteurs : la conjoncture favorable, les bonnes conditions sur le marché du travail, le retrait d'importantes cohortes de la population active issues du baby-boom, ainsi que les mesures prises pour rendre plus strictes les conditions d'accès aux allocations.

Au niveau des autres dépenses publiques courantes, les dépenses de fonctionnement sont restées stables et les dépenses de rémunérations ont connu une croissance modérée à la suite de la quasi-stabilisation de l'emploi public.

Les investissements publics ont enregistré une légère hausse, reflétant le cycle électoral des dépenses d'investissements des pouvoirs locaux à la veilles des élections communales. L'augmentation a cependant été moins prononcée que lors des cycles précédents.

L'augmentation des transferts au reste du monde en 2018 s'explique par le fait qu'il n'y a plus eu de diminution de la contribution de la Belgique au budget de l'UE comme l'année précédente.

RECETTES ET DÉPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)		
	Réalisations 2017	Estimations 2018
Recettes totales	51.3	51.7
(dont recettes fiscales et parafiscales)	44.3	44.6
Dépenses primaires	49.7	50.1
Dépenses totales	52.1	52.4

La combinaison des recettes et des dépenses primaires en pourcentage du PIB a donné lieu à un surplus primaire de 1.6% du PIB en 2018. Ce résultat est plus favorable que l'objectif du programme de stabilité d'un excédent du solde primaire de 1.3% du PIB.

La diminution des charges d'intérêts sur la dette publique s'est poursuivie en 2018. Elles se sont repliées de 0.2 point de pourcentage du PIB par comparaison à 2017 et se sont établies à 2.3% du PIB.

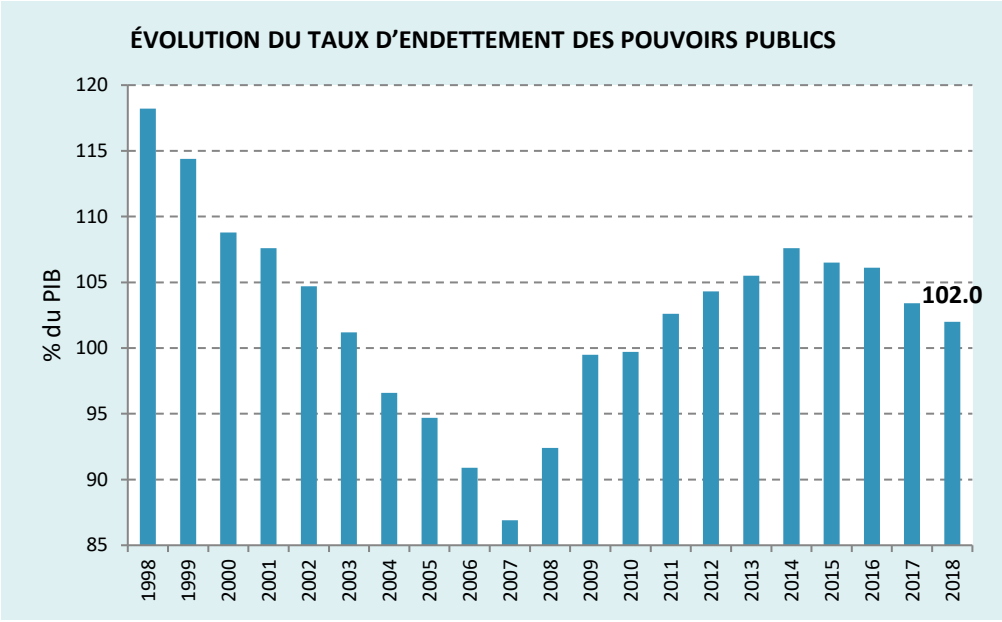
Cette évolution s'explique essentiellement par le recul du taux d'intérêt implicite sur la dette. Les taux du marché payés sur les nouvelles émissions sont en effet restés

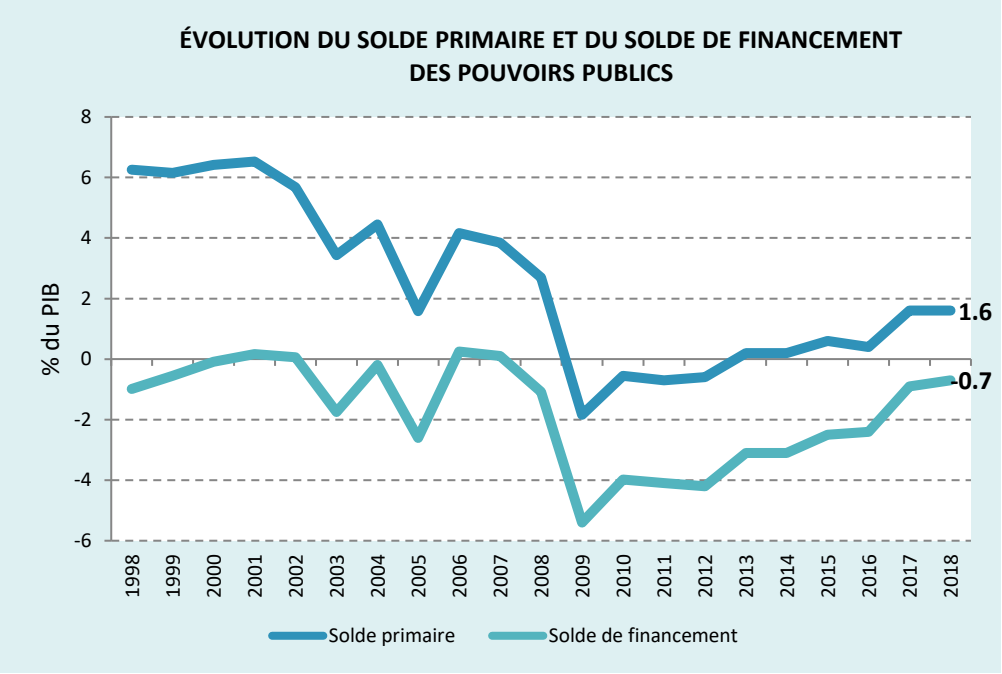
inférieurs aux taux des titres et emprunts arrivés à échéance. Sur le court terme, grâce aux taux d'intérêt négatifs, l'Etat a même pu être rémunéré lors de l'émission de certificats de Trésorerie d'une durée de trois mois à un an.

Le taux d'endettement des pouvoirs publics a enregistré un recul de 1.4 point de pourcentage du PIB pour s'établir à 102.0% du PIB à la fin de l'année 2018.

Ce repli du taux d'endettement est attribuable à l'impact favorable des facteurs endogènes. Ces facteurs concernent principalement le surplus primaire (1.6% du PIB), de même que l'écart positif entre la croissance nominale du PIB et le taux d'intérêt implicite sur la dette publique.

Les facteurs exogènes ont par contre exercé un effet haussier sur le taux d'endettement. Ils sont dus à la progression des prêts accordés par la Région flamande dans le cadre de la politique de logement social et à des facteurs de nature comptable. Les paiements d'intérêts effectués sur la base de caisse ont en effet été supérieurs aux paiements imputés sur la base des transactions, qui sont utilisés comme référence pour enregistrer les charges d'intérêts dans les comptes des administrations publiques.





2
POLITIQUE DE FINANCEMENT

2.1 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT

En 2018, les besoins bruts de financement des autorités fédérales se sont élevés à 33.64 milliards d'euros. Ce montant était donc légèrement supérieur aux 33.25 milliards d'euros de besoins bruts de financement que l'Agence fédérale de la Dette avait repris dans son plan de financement pour 2018.

En ce qui concerne la composition de ces besoins, le déficit budgétaire en termes de caisse (les besoins nets de financement des autorités fédérales) s'élevait à 3.97 milliards d'euros. Ce déficit était donc moins important que le montant de 4.54 milliards d'euros initialement attendu. La dette à moyen et long termes arrivant à échéance qui constitue la majeure partie des besoins de financement a atteint un montant de 25.15 milliards d'euros, ce qui correspondait bien aux prévisions. Toutefois, en 2018, l'Agence a racheté significativement plus de dettes arrivant à échéance en 2019 que ce qui était prévu. Les rachats de dettes se sont effet élevés à 4.47 milliards d'euros contre 3.11 milliards d'euros initialement prévus. Enfin, les autres besoins de financement, qui provenaient essentiellement de l'exercice possible d'options par des contreparties, se sont révélés beaucoup plus bas que prévu, ce qui a fait diminuer les besoins de financement de 0.50 milliard d'euros.

Affichant 34.14 milliards d'euros, le montant du financement réalisé à moyen et long termes a également été parfaitement en ligne avec le plan de financement qui prévoyait 34.25 milliards d'euros. Ce financement a été presque exclusivement réalisé grâce à des OLO émises à cet effet à concurrence de 33.94 milliards d'euros par l'Agence. Il y a en effet eu peu d'occasions d'obtenir un financement avantageux via des Euro Medium Term Notes (EMTN) ou des Schuldscheine de sorte que le montant émis au moyen de ces instruments s'est limité à 0.19 milliard d'euros. L'émission de bons d'Etat également s'est située en dessous du montant prévu de 250 millions d'euros.

Globalement, la dette à court terme a diminué comme prévu et cette baisse s'est surtout exercée sur les certificats de Trésorerie pour lesquels le montant en circulation a diminué de 0.74 milliard d'euros sur une base annuelle.

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2018 (EN MILLIARDS D'EUR)				
	Plan de financement 2018		Réalisation au 31.12.2018	
I. Besoins bruts de financement 2018		**33.25**		**33.64**
Déficit budgétaire de l'Etat fédéral		4.54		3.97
Dette venant à échéance en 2018		25.05		25.15
• Dette à moyen et long termes en EUR	25.05		25.15	
• Dette à moyen et long termes en monnaies étrangères	0.00		0.00	
Préfinancement des titres échéant en 2019 et ultérieurement		3.11		4.47
Autres besoins de financement		0.55		0.05
II. Moyens de financement (long et moyen termes)		**34.25**		**34.14**
OLO	31.00		33.94	
Euro Medium Term Notes/Schuldscheine	3.00		0.19	
Bons d'Etat	0.25		0.01	
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises		**0.00**		**-0.04**
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie		**0.00**		**-0.74**
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers		**-1.00**		**0.28**

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

2.2 DIRECTIVES GÉNÉRALES ET MAÎTRISE DES RISQUES

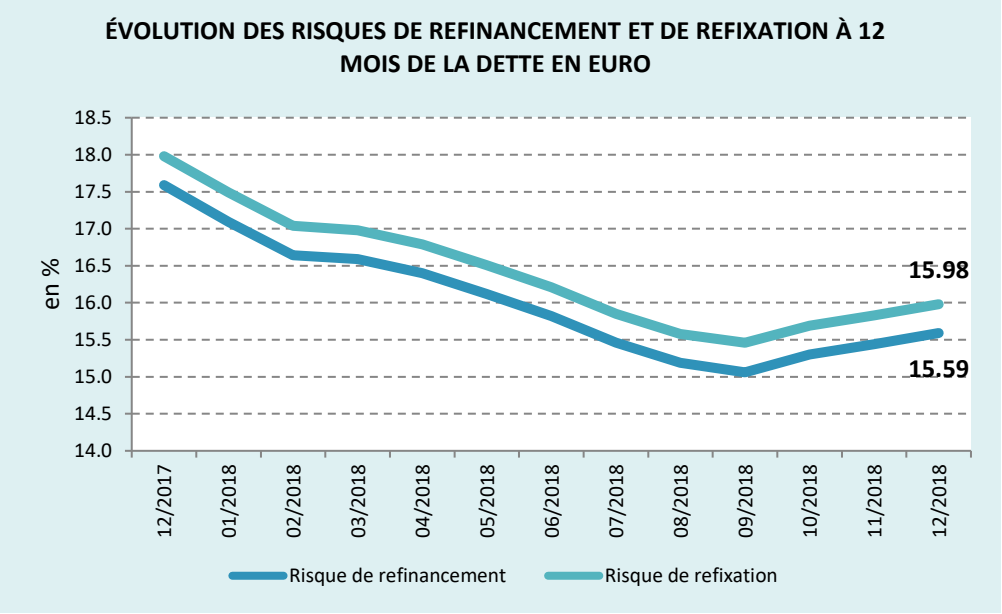
2.2.1. RISQUES DE REFINANCEMENT ET DE REFIXATION DE TAUX – DURÉE MOYENNE

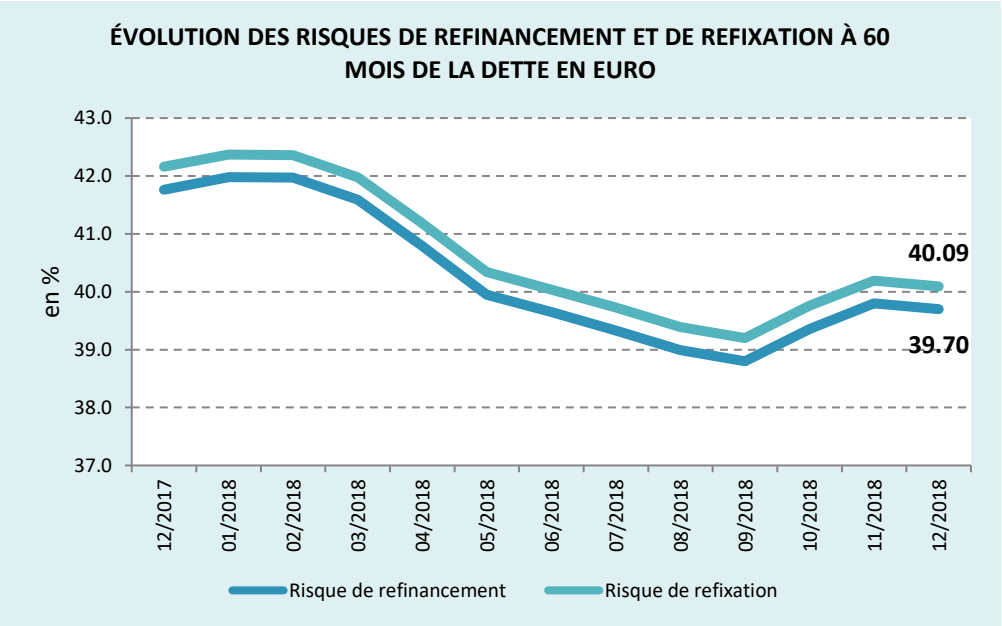
Dans ses Directives Générales pour l'année 2018, le Ministre des Finances avait ciblé une diminution à la fois du risque de refinancement et du risque de refixation de taux à 12 mois. Ces deux types de risques ne pouvaient dépasser 17.50% en 2018 alors que le maximum était de 20.00% pour 2017.

A partir de janvier 2018, ces deux risques ont en effet affiché des niveaux inférieurs à ce maximum. Ils ont continuellement baissé jusqu'en septembre 2018 pour ensuite augmenter de manière limitée. A la fin de l'année sous revue, ils étaient significativement plus bas qu'à la fin 2017 : le risque de refinancement à 12 mois s'établissait à 15.59% et le risque de refixation de taux à 15.98%. Il s'agissait donc pour ces deux risques d'une diminution de deux points de pourcentage par rapport à 2017.

Les Directives prévoyaient également une baisse des limites maximales à 42.50% pour les risques de refinancement et de refixation à 60 mois. Ceci représentait une diminution de 5 points de pourcentage par rapport à 2017. Au début de l'année 2018, ces risques ont été proches de la valeur maximale et en février, le risque de refixation de taux à 60 mois a même brièvement dépassé 42.50% mais ces risques ont ensuite rapidement commencé à diminuer. A la fin 2018, le risque de refinancement était de 39.70% et le risque de refixation de taux affichait 40.09%.

Enfin, les Directives ont imposé une nouvelle hausse de la durée moyenne minimale de la dette en la portant à 9.00 années. Cette limite a donc été augmentée de 0.50 année par rapport à 2017. En 2018, la durée moyenne est toujours restée bien au-dessus de 9.00 années.





2.2.2. RISQUE DE CRÉDIT

Le risque de crédit est déterminé par la perte que le Trésor encourrait si une ou plusieurs contreparties ne respectaient pas ses obligations contractuelles de paiement.

Le système informatique pour la gestion de la dette[1] inclut une application pour le suivi du risque de crédit et pour la gestion des limites de crédit. Les règles déterminant les limites de crédit et celles déterminant le risque de crédit n'ont pas été modifiées en 2018. Pour les produits dérivés ou les repos, l'Agence impacte la valeur de marché nette positive[2] sur la ligne de crédit. Si un Credit Support Annex (CSA) a été conclu avec la contrepartie dans le cas des produits dérivés ou si un contrat European Master Agreement[3] (EMA) a été conclu dans le cas de repos, l'Agence tient alors compte des sûretés (collatéral) éventuellement fournies par la contrepartie. Pour les placements (dépôts), l'Agence impacte également leur valeur de marché sur la ligne de crédit.

Cette année, des modifications dans la structure juridique d'une contrepartie ont entraîné le transfert d'une ligne de crédit vers la nouvelle société mère. Par ailleurs, deux contreparties dont la ligne de crédit avait été supprimée par le passé en ont reçu une nouvelle en 2018 parce qu'elles satisfaisaient à nouveau aux règles d'octroi d'une ligne de crédit.

Dans le cadre de la gestion des liquidités du Trésor, l'Agence conclut des transactions sur le marché interbancaire et place les surplus de caisse auprès de contreparties financières ou d'autres pays européens. En 2018, l'Agence constate globalement une augmentation du montant moyen placé quotidiennement auprès de ses contreparties de marché (+13%), en opposition à la tendance baissière constatée les dernières années. En dépit d'une politique consistant à privilégier les reverse repos, aucune transaction de ce type n'a été conclue en 2018 comme c'était déjà le cas en 2017. L'Agence a néanmoins maintenu sa décision de ne pouvoir avoir recours qu'à des reverse repos pour les placements supérieurs à une semaine chez des contreparties bancaires et, dans la mesure du possible, d'accorder la préférence à la conclusion de ces instruments pour des maturités plus courtes également. Ceci limite en effet le risque de crédit de ces opérations car l'Agence reçoit des OLO et/ou des certificats de Trésorerie en garantie pour la durée des reverse repos. La conclusion de placements ordinaires au détriment de reverse repos avait débuté au deuxième trimestre 2015, s'est accentuée en 2016 et a perduré en 2017 et 2018 car les taux d'intérêt de marché des reverse repos sont devenus moins avantageux que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt[4] rendant ce marché inefficient.

Au 31 décembre 2018, l'exposition totale en produits dérivés entraînant un risque de crédit s'élevait à 385 millions d'euros, soit une hausse de 16% par rapport à la fin de l'année précédente (332 millions d'euros). Grâce aux CSA que l'Agence a conclus avec l'ensemble de ses primary dealers et avec quelques autres contreparties, l'Agence s'est couverte en grande partie contre ce risque de crédit. A la fin 2018, elle avait en effet reçu pour 263 millions d'euros de sûretés (collatéral), grâce auxquelles le risque de crédit réel en produits dérivés ne s'élevait qu'à 122 millions d'euros, soit une hausse de 45% par rapport à la fin de l'année précédente (84 millions d'euros).

La grande majorité de ce risque (94%) se situait auprès de contreparties de rating A[5]. La part de ce risque située auprès de contreparties avec un rating inférieur à A a encore diminué pour passer de 10% à la fin 2017 à 6% à la fin 2018. A la fin de l'année sous revue, 42% du risque total en produits dérivés des contreparties avec un rating inférieur à A étaient couverts par du collatéral (contre 58% à la fin de l'année précédente). Le risque de crédit total en produits dérivés des contreparties de rating A était quant à lui couvert à 69% par du collatéral (contre 76% à la fin 2017).

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 346 millions d'euros en 2018, soit 36% de moins qu'en 2017 (545 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 2018 à seulement 109 millions d'euros, ce qui représente une diminution de 9% par rapport au montant moyen de 2017 (120 millions d'euros).

La légère augmentation du risque de crédit total en produits dérivés entre la fin 2017 et la fin 2018 résultait de la hausse du risque de crédit (avant collatéral) des swaps de taux à concurrence de 51 millions d'euros et des swaps de devises pour 2 millions d'euros. Le risque de crédit des autres produits dérivés[6] était nul. Suite à ces évolutions, le risque de crédit total en produits dérivés au 31 décembre 2018 porte presque entièrement sur les swaps de taux (99.1%). Les variations dues à la gestion classique du portefeuille et aux variations des courbes et cours sur le marché ont constitué les principales raisons de l'augmentation du risque de crédit lié aux swaps de taux.

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

[2] Il s'agit de la valeur de marché positive après compensation (netting) pour les contreparties avec lesquelles le Trésor a conclu un CSA ou un EMA. Pour les contreparties sans CSA ou EMA, l'Agence n'applique pas de compensation (netting) et ne tient donc pas compte de valeurs de marché négatives.

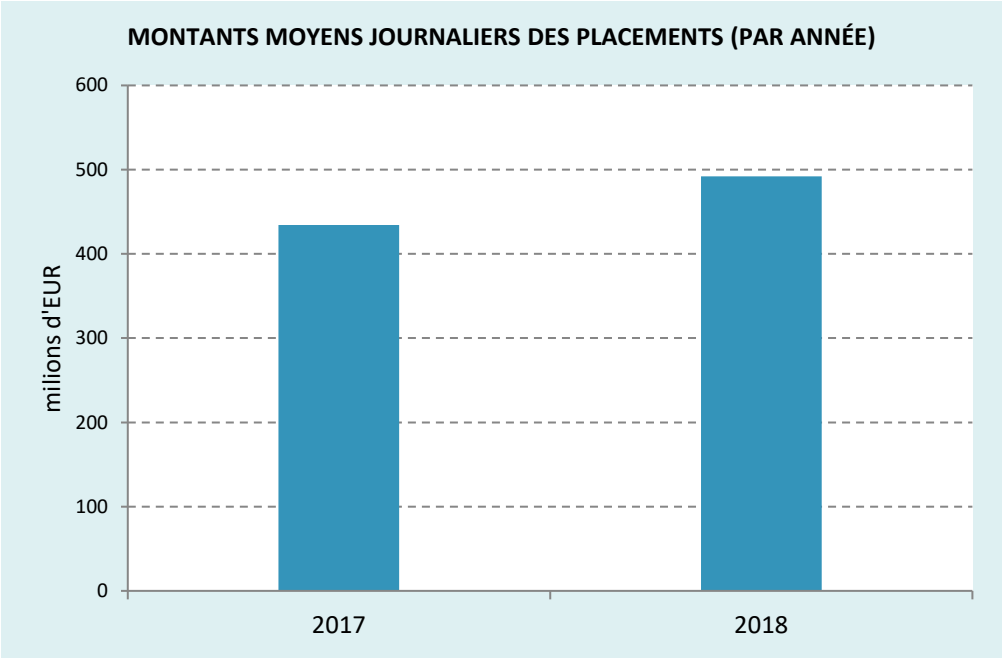
[3] Voir le rapport annuel sur la dette de l'Etat fédéral 2007, partie III, point 3 pour de plus amples informations sur la convention cadre EMA.

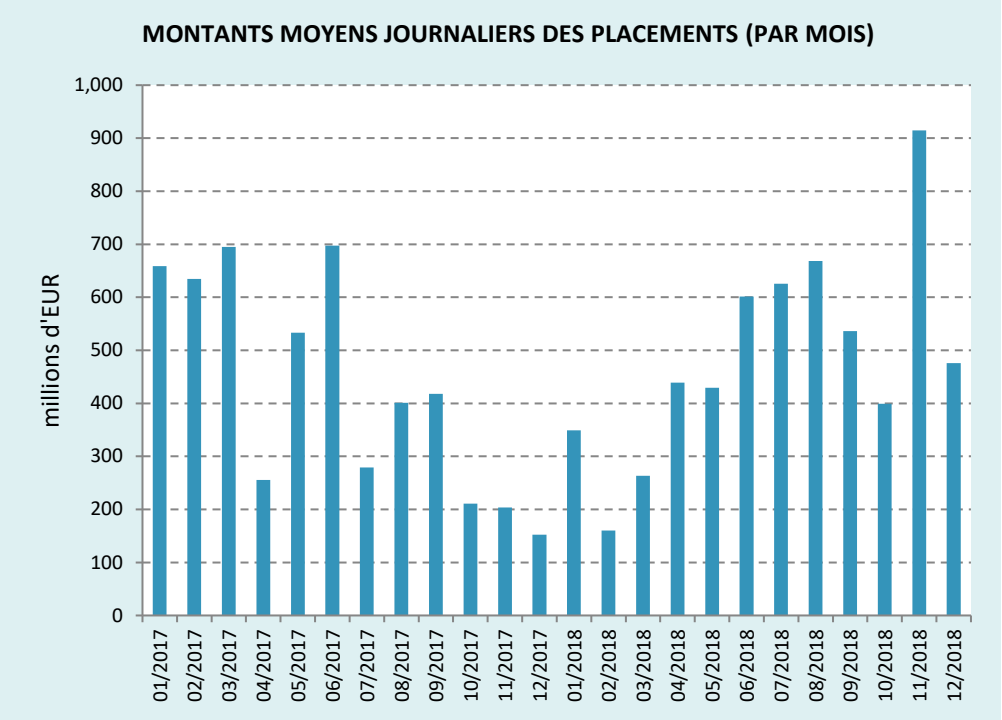
[4] L'un des taux d'intérêt directeurs déterminé par la BCE. Il représente l'intérêt que les banques perçoivent lorsqu'elles déposent des liquidités pour vingt-quatre heures auprès de la banque centrale.

[5] L'Agence accepte exclusivement des contreparties dotées d'un rating de minimum A pour ses nouvelles transactions.

[6] Fin 2018, cette catégorie ne comprend aucune transaction.

Plus de 100% du risque de crédit total en produits dérivés avant collatéral était constitué à fin 2018 de transactions dotées d'une durée résiduelle d'au moins 10 ans. La part de ces transactions a toutefois diminué pour passer de 114.3% à la fin 2017 à 101.6% à la fin 2018. Le risque de crédit des swaps de taux d'intérêt est constitué de transactions dotées d'une (très) longue maturité résiduelle. La valeur totale de marché des transactions du segment 6-10 ans représentait 14% du risque de crédit avant collatéral, tandis que celle des transactions dotée d'une courte maturité de moins de 5 ans était négative à la fin de l'année 2018.





RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATINGS AU 31.12.2018							
Rating[1]	Nombre 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	29	93.5 %	372 758 562 EUR	96.9 %	258 090 000 EUR	114 668 562 EUR	94.3 %
< A	2	6.5 %	11 880 230 EUR	3.1 %	5 000 000 EUR	6 880 230 EUR	5.7 %
Total	31	100.0 %	384 638 792 EUR	100.0 %	263 090 000 EUR	121 548 792 EUR	100.0 %

RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATING ET PAR TYPE DE PRODUITS AU 31.12.2018						
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	376 086 469 EUR	98.6 %	-3 327 907 EUR	-99.0 %	-	0.0 %
< A	5 189 318 EUR	1.4 %	6 690 912 EUR	199.0 %	-	0.0 %
Total	381 275 787 EUR	100.0 %	3 363 005 EUR	100.0 %	-	0.0 %

RÉPARTITION DU RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE AU 31.12.2018				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres dérivés
< 1 an	-9.9 %	0.0 %	-1 135.2 %	0.0 %
1 à 5 ans	-5.9 %	-6.0 %	0.0 %	0.0 %
6 à 10 ans	14.2 %	13.0 %	147.3 %	0.0 %
≥ 10 ans	101.6 %	92.9 %	1 087.9 %	0.0 %
Total	100.0 %	100.0 %	100.0 %	0.0 %

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

2.3 CONSOLIDATION DES ACTIFS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES FÉDÉRALES

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 (SEC2010) :

- 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 2018, les actifs financiers des entités qui relèvent des secteurs de l'administration centrale et de la sécurité sociale s'élevaient à 25.14 milliards d'euros. Ils étaient en grande partie aux mains des organismes de sécurité sociale.

Au 31 décembre 2018, le montant consolidé total s'est élevé à 23.18 milliards d'euros et le montant non consolidé à 1.96 milliard d'euros.

Pour l'année 2018, deux remarques s'imposent :

D'une part, la suppression du Fonds monétaire au 1er janvier. Les disponibilités à vue du Fonds monétaire (212.70 millions d'euros au 31/12/2017) ont été transférées à la Monnaie royale de Belgique et le portefeuille OLO (1.19 milliard d'euros au 31/12/2017) a quant à lui été transféré à l'Etat fédéral.

D'autre part, l'entrée d'Infrabel et ses filiales (SPV 162, SPV Brussels Port, SPV Zwankendamme et TUC Rail) dans le périmètre de la consolidation. Au 31 décembre 2018, le montant consolidé par ces organismes s'élevait à 154.50 millions d'euros.

CONSOLIDATION PAR LES INSTITUTIONS AU NIVEAU FÉDÉRAL (EN EUR)			
	Situation au 31.12.2017	Situation au 31.12.2018	Différence
I. DISPONIBILITÉS À VUE			
bpost	7 587 520 533	8 144 642 459	557 121 926
Autres (non-consolidées)	192 186 893	188 354 612	-3 832 281
II. PLACEMENTS À COURT TERME			
Trésorerie	3 125 252 264	2 875 286 235	-249 966 029
Autres (non-consolidés)	590 939 268	945 238 311	354 299 043
III. PLACEMENTS À LONG TERME			
Instruments émis par l'Etat (consolidés)	13 331 082 441	12 158 260 304	-1 172 822 137
Instruments émis par les communautés et régions (non-consolidés)	338 950 000	325 250 000	-13 700 000
Autres (non-consolidés)	253 257 340	499 665 927	246 408 587
TOTAL	**25 419 188 739**	**25 136 697 848**	**-282 490 891**
Consolidé	24 043 855 238	23 178 188 998	-865 666 240
Non-consolidé	1 375 333 501	1 958 508 850	583 175 349

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

3
OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

L'Agence émet deux types de produits :

- des **produits liquides et standardisés** : obligations linéaires (OLO), certificats de Trésorerie et bons d'Etat;
- des **produits taillés sur mesure** : Euro Medium Term Notes (EMTN), Euro Commercial Paper (ECP) et les contrats de Schuldscheine.

Les OLO constituent l'instrument de financement le plus important de l'Agence en termes de volumes émis. Il faut toutefois noter que celle-ci offre également des instruments de financement flexibles tels que les EMTN et les contrats de 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.

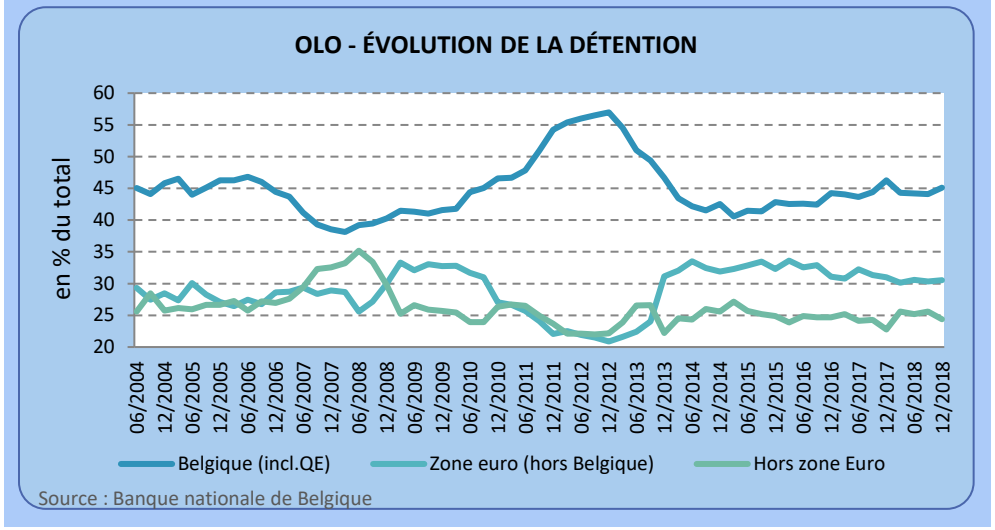
Etant donné qu'il s'agit d'instruments flexibles, taillés sur mesure pour l'investisseur, ils ne peuvent être émis que s'ils présentent un bon rapport coût/efficacité. Ceci implique que leur coût à l'émission doit être inférieur ou égal à celui d'une OLO de même maturité. Il en résulte que ces deux instruments doivent être considérés comme un complément au programme standard et ne doivent en aucune manière compromettre la liquidité des OLO.

3.1 OBLIGATIONS LINÉAIRES (OLO)

En 2018, l'Agence fédérale de la Dette a émis des OLO pour un montant total de 33.94 milliards d'euros contre un volume de 35.55 milliards d'euros en 2017. Ce montant inclut les émissions par syndication (9.50 milliards d'euros) ainsi que par adjudication (24.44 milliards d'euros).

Détention des OLO

La détention des OLO par des investisseurs belges a légèrement diminué en 2018 après le rebond observé en 2017. Fin décembre 2018, 45.12% des OLO étaient aux mains d'investisseurs belges contre 46.25% douze mois auparavant. Du côté des investisseurs étrangers, ce sont les investisseurs de la zone euro qui continuent à en détenir la majeure partie. Leur détention est restée stable pour s'établir à 30.52% en 2018 contre 30.99% en 2017.



Le calendrier indicatif des adjudications pour 2018 prévoyait seulement sept adjudications d'OLO contre dix les années précédentes.

Comme à l'accoutumée, l'Agence a eu recours à la technique de la syndication pour le lancement de ses nouveaux emprunts de référence. Lors de l'annonce de la

syndication en janvier, l'Agence a supprimé l'adjudication de ce mois. Ainsi, durant l'année sous revue, l'Agence a organisé six adjudications sur les sept prévues à l'origine.

3.1.1. MARCHÉ PRIMAIRE[1] – SYNDICATIONS

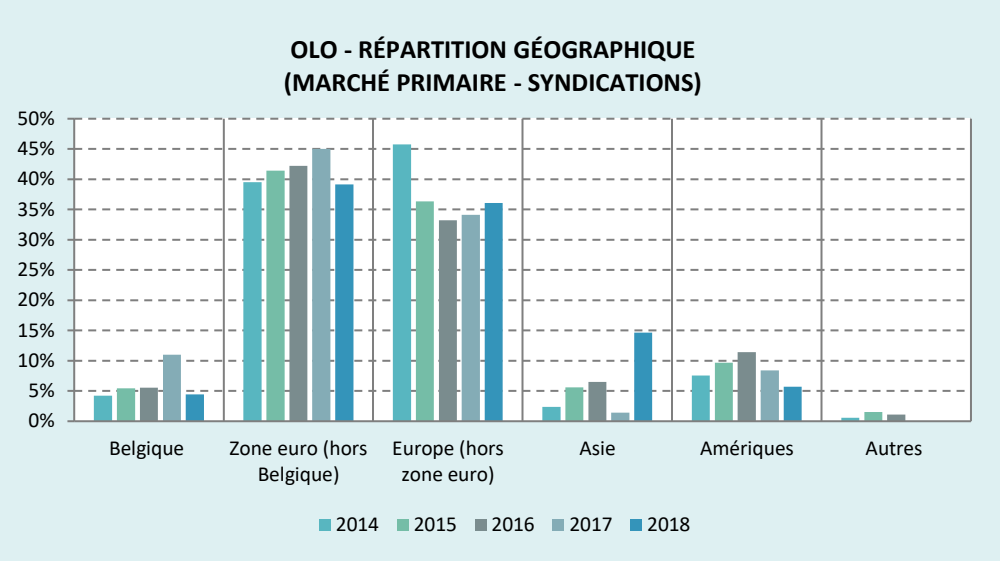
En 2018, la participation des investisseurs belges aux syndications est revenue au niveau des années précédentes, après une année 2017 assez atypique, s'établissant à 4.45% en 2018 contre 10.99% en 2017.

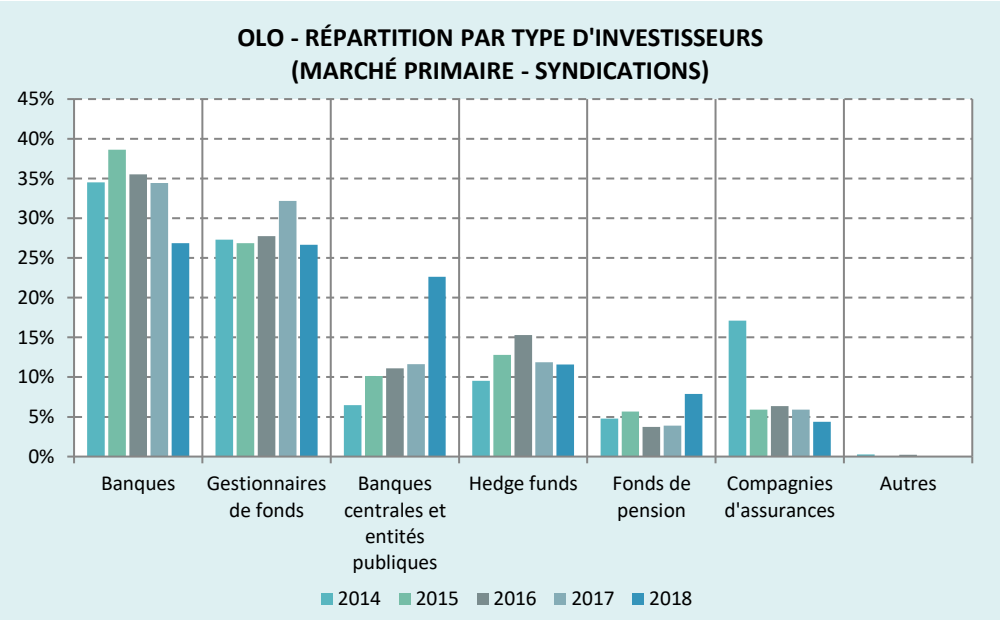
Suite à ce mouvement, la répartition géographique a quelque peu évolué par rapport à 2017 et ce, essentiellement au profit du continent Asiatique représentant 14.63% des souscriptions en 2018 contre seulement 1.40% en 2017. L'Europe (hors zone euro) a également vu sa part augmenter à 36.10% en 2018 contre 34.12% en 2017. Ceci s'est effectué au détriment de la demande de la zone euro (hors Belgique) restant malgré tout le principal acheteur avec 39.13% en 2018 contre 45.02% en 2017 et des investisseurs américains représentant 5.68% des souscriptions en 2018 contre 8.40% en 2017.

Concernant le type d'investisseurs, les banques restent, malgré une importante diminution, les principaux acheteurs avec 26.85% en 2018 par rapport à 34.42% en 2017. Ils sont directement suivis par les gestionnaires de fonds dont la part diminue également à 26.65% en 2018 contre 32.19% en 2017. Ces baisses se sont faites au profit des banques centrales et autres entités publiques dont la part a presque doublé atteignant 22.65% en 2018 contre 11.64% en 2017[2]. Les fonds de pension voient également leur part augmenter à 7.89% en 2018 contre 3.90% en 2017. Quant aux hedge funds et compagnies d'assurances, leur part diminue à respectivement 11.60% et 4.36% des parts placées en 2018 contre 11.87% et 5.92% en 2017.

RÉSULTATS DES SYNDICATIONS EN 2018 (en millions d'EUR)

Date d'émission	OLO	Échéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant	Prix	Rendement (%)
16/01/2018	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	5 000	99.881	0.812
26/02/2018	OLO86	22/04/2033	1.25%	BE0000346552	4 500	99.466	1.289
TOTAL					**9 500**		





[1] Les données sont seulement basées sur les chiffres que les joint - et co-lead managers fournissent à l'Agence dans le cadre des émissions via syndications. Lors d'une émission via adjudication, l'Agence ne dispose pas de telles données.

[2] Ces pourcentages ne tiennent pas compte des achats effectués dans le cadre de la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE.

NOUVEAU BENCHMARK À 10 ANS (OLO 85) EN JANVIER…

Dans un environnement de marché positif et d'une forte demande de papier souverain, l'Agence a décidé de lancer en janvier 2018 sa première transaction syndiquée. L'Agence a poursuivi sa stratégie habituelle en émettant une nouvelle OLO de référence à 10 ans pour commencer son programme de syndication.

L'OLO 85, ayant comme échéance finale le 22 juin 2028, a été placée par un syndicat ayant comme joint-lead managers BNP Paribas Fortis, Citigroup Global Markets, NatWest Markets et Société Générale. Les autres primary et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que *co-lead managers* et comme membres du *selling group*.

Le total des ordres s'est élevé à plus de 15.50 milliards d'euros (incluant 2.10 milliards d'euros des *joint-lead managers*) en provenance de quelque 150 investisseurs.

Ce volume et la bonne qualité du book ont permis d'émettre un montant total de 5 milliards d'euros démontrant à nouveau la confiance des investisseurs dans la situation économique et le papier belges.

Le spread à l'émission a été fixé au taux de mid-swap -17 points de base, ce qui équivalait à 25.8 points de base au-dessus du Bund allemand (0.50% - février 2028) et 1.5 point de base en dessous de l'OAT (FRTR 0.50% - mai 2028). Le coupon de cette OLO a été fixé à 0.80% et le prix d'émission à 99.881% équivalant à un rendement de 0.812%. Pour cette transaction, le rendement à l'émission était de 2 points de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

Pour le book-building et l'allocation des ordres, l'Agence a, à nouveau, eu recours au système du *mixed pot* (voir page 27). Ce système permet de rendre plus efficient, plus transparent et plus objectif le processus du book-building et de l'allocation.

Par type d'investisseurs, la transaction s'est caractérisée par une participation significative des banques (37.2%), des gestionnaires de fonds (21.5%), des banques centrales et des entités publiques (20.1%). Les hedge funds (17.5%), les compagnies d'assurances (3.4%) et les fonds de pension (0.4%) ont pris le reste de la transaction.

La distribution géographique s'est caractérisée par une importante concentration en Europe (75.4%) et une participation appréciable de l'Asie (16.5%) et des Etats-Unis (8.0%).

SUIVI PAR UNE OLO VERTE À 15 ANS EN FEVRIER (OLO 86)

A la suite d'un roadshow paneuropéen organisé pour des investisseurs essentiellement « verts » et des organisations non gouvernementales, l'Agence a décidé, en février 2018, d'émettre pour sa seconde syndication de l'année, une OLO verte. Avec ce choix, la Belgique devenait ainsi le deuxième pays de la zone euro à cibler le marché des obligations vertes permettant de promouvoir le secteur de la finance verte dans le Royaume. Il est à noter également que cette OLO verte a constitué à ce moment-là en février, la deuxième plus importante obligation d'Etat verte dans le monde en termes de montants. Les fonds qui en découlent devraient permettre d'assurer la transition vers une économie durable (voir encart).

OLO VERTES*

Les obligations vertes sont des obligations dont le produit des émissions est utilisé pour financer des projets visant la protection de l'environnement, et qui respectent les principes applicables aux obligations vertes (*Green Bond Principles* publiés par l'International Capital Market Association : utilisation des fonds, sélection et évaluation des projets, gestion des fonds et reporting).

Le Green OLO Framework qui respecte ces principes permet à l'Agence d'émettre des OLO vertes en suivant une approche similaire à celle des OLO classiques. Les OLO vertes sont ainsi des obligations dotées des mêmes caractéristiques que les OLO traditionnelles notamment sur le plan du montant initial, de la liquidité, de la scission et de la réouverture des lignes par adjudication. Le produit de ces OLO devant contribuer à atténuer les changements climatiques et à agir pour la protection de l'environnement sera affecté en Belgique au transport propre (essentiellement le rail), aux ressources biologiques et à l'utilisation du sol, à l'énergie renouvelable, à l'économie circulaire et à l'efficacité énergétique. Ce produit fera également l'objet d'un reporting en termes d'allocation et d'impact environnemental.

* voir point stratégique 4.2

En ce qui concerne la maturité choisie pour l'OLO verte, il y avait des possibilités intéressantes pour l'Agence d'émettre celle-ci dans le segment allant de 15 à 20 ans sur la courbe OLO. Ces maturités et la façon dont les obligations de ce segment sont d'habitude augmentées répondaient en effet tant à la volonté de l'Agence d'accroitre de manière adéquate la taille de cette OLO verte qu'à l'estimation du montant des dépenses vertes éligibles chaque année. Après consultation des investisseurs, la maturité choisie par l'Agence fut finalement de 15 ans, ce qui permettait aussi de bien distinguer l'OLO verte de l'OAT verte qui avait alors une maturité de 22 ans.

A la clôture des livres, les ordres comprenaient plus de 12.70 milliards d'euros (incluant 950 millions d'euros des *joint-lead managers*). La qualité des ordres a permis à l'Agence de fixer la taille de l'émission à 4.5 milliards d'euros tout en tenant compte du montant prévu pour les dépenses vertes éligibles. Cette transaction s'est caractérisée par la présence de plus de 150 investisseurs pouvant en grande partie être qualifiés de « verts » et a permis de bien diversifier la base d'investisseurs.

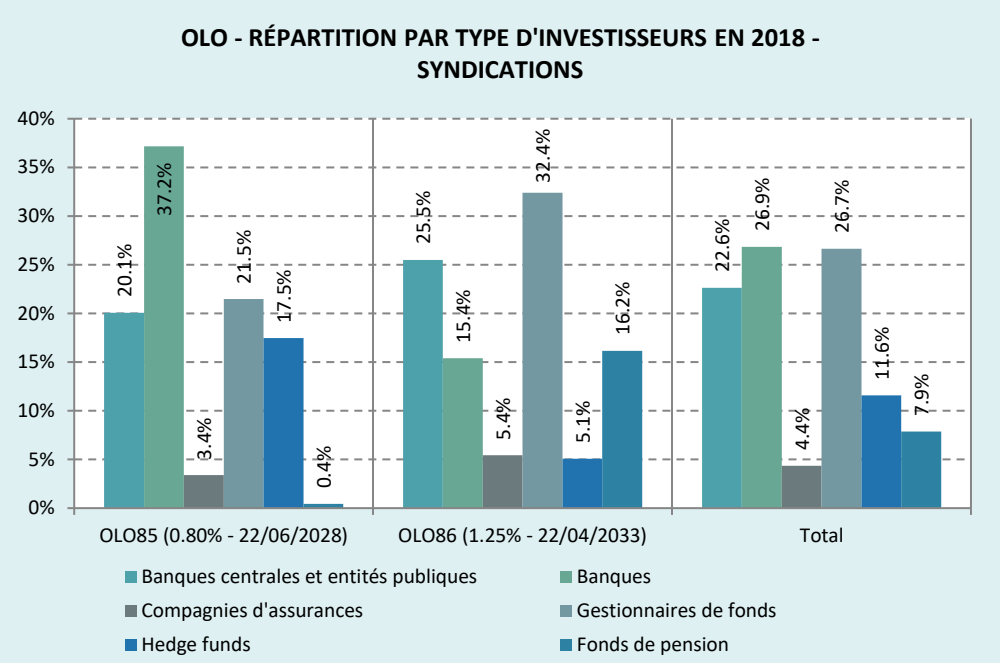
L'OLO 86 échéant le 22 avril 2033 et portant un coupon de 1.25% a été émise au prix de 99.466%, ce qui équivaut à un rendement de 1.289% et correspond à mid-swap -14 points de base. Cela correspondait à un spread de 1.5 point de base au-dessus de la courbe OLO interpolée.

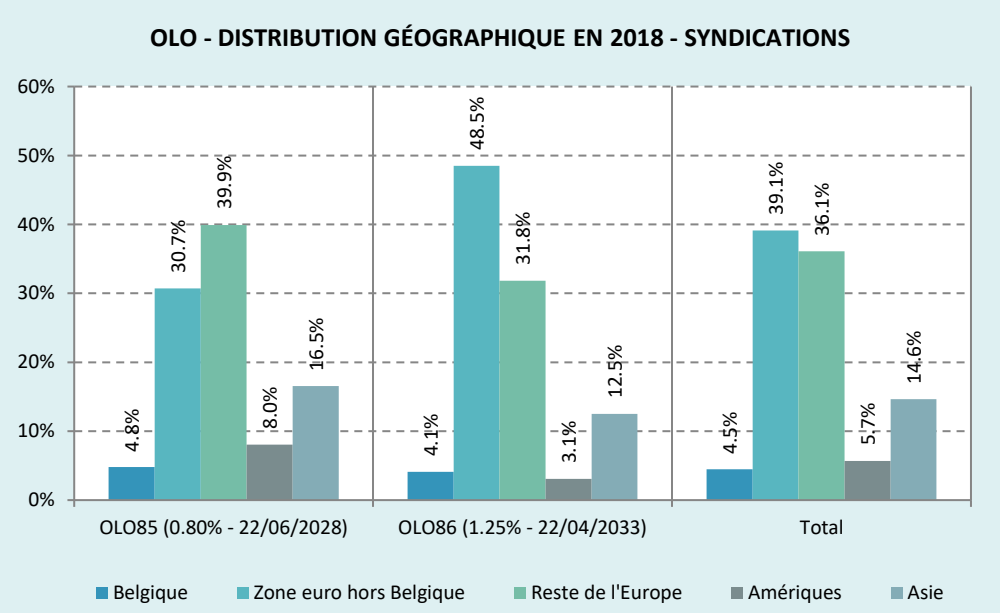
Pour cette syndication verte, l'Agence a choisi comme joint-lead managers les cinq primary dealers suivants: Barclays, BNP Paribas Fortis, Crédit Agricole, ING et JP Morgan. Les autres primary et recognized dealers ont également participé au placement, en tant que *co-lead managers* ou membres du *selling group*.

Pour l'allocation des ordres, l'Agence a également eu recours au système du *mixed pot* (voir page 27).

Pour ce qui est de la répartition géographique, cette transaction à 15 ans s'est caractérisée par un intérêt des investisseurs de la zone euro (52.6%) suivi par l'Europe non euro (31.8%), l'Asie (12.5%) et les Amériques (3.1%).

Quant à la répartition par type d'investisseurs, l'OLO 86 a essentiellement été placée auprès des gestionnaires de fonds (32.4%), des banques centrales et des entités publiques (25.5%), des fonds de pension (16.2%) et des banques (15.4%). Les compagnies d'assurances (5.4%) et les hedge funds (5.1%) ont pris le reste.





Syndication

Une syndication est une technique d'émission par laquelle l'Agence 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, l'Agence 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 l'Agence 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 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, l'Agence 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.

3.1.2. MARCHÉ PRIMAIRE – ADJUDICATIONS

Les émissions d'OLO se déroulent en ayant recours à des syndications (voir ci-dessus) et des adjudications. L'Agence publie un calendrier indicatif reprenant les données sur les adjudications afin que les marchés financiers soient au courant du timing des émissions. La transparence et la prévisibilité constituent en effet des principes importants pour la liquidité des OLO. Il faut en outre noter que l'Agence court un certain risque étant donné sa dépendance aux circonstances et conditions qui prévalent au moment de l'adjudication.

Auparavant, le calendrier prévoyait des adjudications mensuelles à l'exception du mois d'août et de décembre. Etant donné la baisse des besoins de financement, le nombre d'adjudications a diminué pour passer de dix à sept. Les mois qui ont été supprimés à cet effet sont février, mai et octobre. Ainsi, le montant à adjuger reste suffisamment important pour maintenir tout l'intérêt des primary et recognized dealers.

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.

L'Agence peut toujours décider d'annuler une offre lorsqu'une syndication a lieu ce mois-là ou le mois précédent. En 2018, cela s'est passé en janvier en raison du lancement de l'OLO 85.

Le calendrier d'émission qui est toujours publié en décembre ne mentionne pas quelles lignes seront adjugées l'année suivante ni le nombre de ces 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.

Lors des six adjudications de l'année 2018, quatre lignes ont chaque fois été émises pour obtenir un montant suffisamment important par adjudication et pour fournir de la liquidité supplémentaire aux lignes d'OLO à moyen, long et très long termes.

Etant donné qu'elle a constaté toute l'année durant une forte demande pour le nouvel emprunt de référence à 10 ans (OLO 85) lancé en janvier, l'Agence a offert cette OLO à chaque adjudication. Le montant initial de 5.00 milliards d'euros émis par syndication a été augmenté jusqu'à atteindre au total 14.72 milliards d'euros en fin d'année.

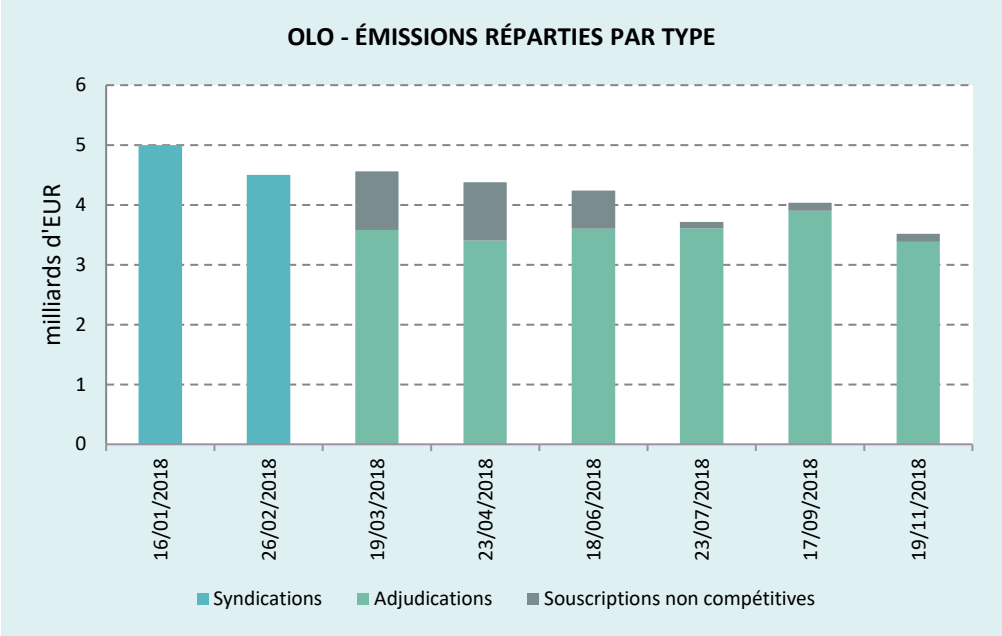
L'OLO 86, à savoir la première OLO verte du Royaume qui a été émise le 26 février 2018 pour un montant de 4.50 milliards d'euros et une maturité de 15 ans, n'a plus pu être proposée aux adjudications dans la mesure où le montant émis initialement était suffisant pour financer les dépenses vertes retenues pour l'année 2018.

Dans le segment du moyen terme, l'Agence a proposé tour à tour aux adjudications l'OLO 79 échéant le 22 octobre 2023 et l'OLO 82 échéant le 22 octobre 2024. Pour la première, le montant en circulation a augmenté pour passer de 6.12 à 9.50 milliards d'euros et pour la deuxième, il est passé de 5.26 à 7.81 milliards d'euros. Les taux moyens pondérés des montants adjugés sur ces maturités moyennes ont varié entre -0.004% et 0.370%.

En 2018, l'Agence s'est efforcée d'offrir régulièrement les lignes d'OLO à très long terme (l'OLO 80 échéant le 22 juin 2066 et l'OLO 83 échéant le 22 juin 2057) lors des adjudications afin d'augmenter leur liquidité et de répondre à la demande pour cette partie de la courbe. Après avoir été lancées par syndication, respectivement en 2016 et 2017, ces deux lignes d'OLO n'avaient pas encore pu être proposées aux adjudications étant donné que la demande pour ces maturités était restée trop limitée.

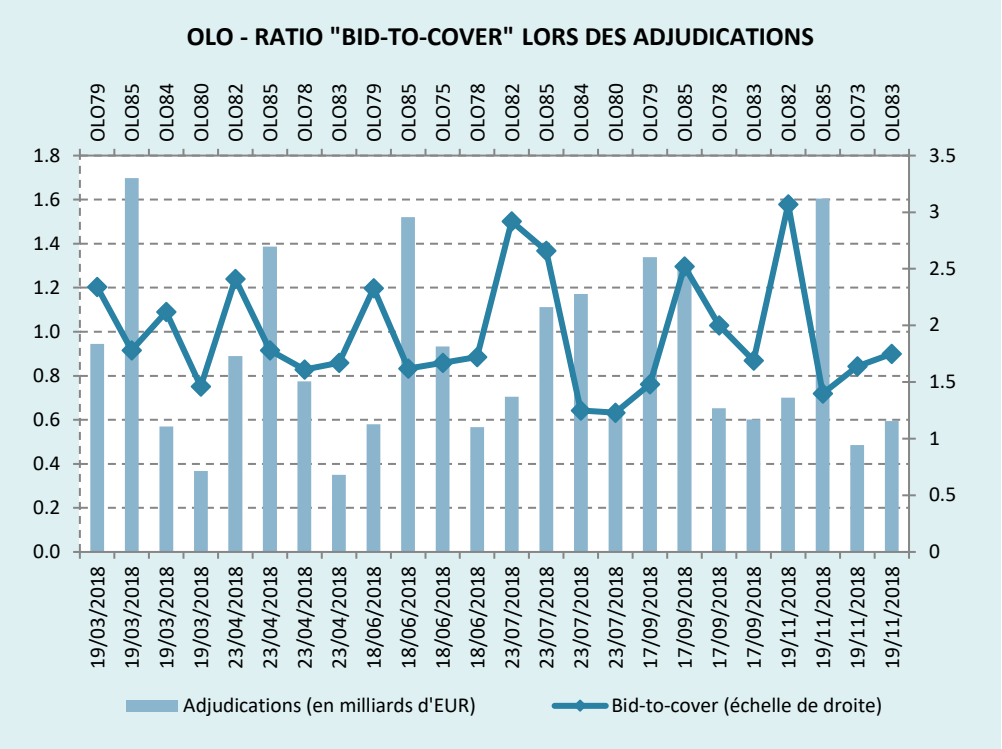
L'OLO 80 a été adjugée deux fois en 2018, ce qui a fait augmenter son encours de 3.00 milliards à 4.22 milliards d'euros. L'OLO 83 a été offerte à trois reprises et a permis de récolter au total 1.88 milliard d'euros, ce qui a fait passer son montant en circulation de 3.00 milliards à 4.88 milliards d'euros.

Les autres lignes d'OLO qui ont été proposées une à deux fois lors des adjudications étaient l'OLO 75 échéant le 22 juin 2031, l'OLO 73 échéant le 22 juin 2034, l'OLO 84 échéant le 22 juin 2037 et l'OLO 78 échéant le 22 juin 2047. La présentation de ces lignes aux adjudications témoignent d'une demande marquée sur ce segment de la courbe.



Les six adjudications réalisées en 2018 ont rapporté ensemble 24.44 milliards d'euros : 21.48 milliards d'euros lors du tour compétitif et 2.97 milliards d'euros lors des inscriptions non compétitives. Le montant moyen émis par tour compétitif s'est élevé à 3.58 milliards d'euros.

Pour l'ensemble de ces six adjudications, le ratio bid-to-cover moyen pondéré s'est élevé à 1.90 contre 1.63 en 2017 et 1.57 en 2016. Le bid-to-cover ratio est le rapport entre les montants offerts et les montants retenus et indique si une adjudication est suffisamment couverte par les offres et s'il y a assez de demande pour le papier. Un niveau de 1.90 indique que la demande d'OLO était très importante. En 2018, les valeurs extrêmes de bid-to-cover ratio par ligne d'OLO ont été de 1.23 et 3.07 respectivement pour l'adjudication de l'OLO 80 (échéant le 22 juin 2066) au mois de juillet et de l'OLO 82 (échéant le 22 octobre 2024) au mois de novembre.



La *tail* constitue un autre indicateur pour l'adjudication. Il s'agit de la différence entre le prix limite et le prix le plus bas offert dans la ligne concernée. La tail met en lumière la qualité de la demande : une petite tail signifie que toutes les offres étaient compétitives tandis qu'une longue tail indique que les offres qui n'ont pas été acceptées étaient trop prudentes et en dessous des prix du marché. On obtient ainsi une illustration de l'intérêt porté par les dealers.

La tail de l'OLO 85, le benchmark à 10 ans, qui a été proposé à chaque adjudication, a oscillé entre 15 et 75 cents[1]. Pour toutes les autres OLO qui ont été proposées lors des adjudications, la tail a affiché des valeurs comprises entre les valeurs extrêmes de 15 et 176 cents.

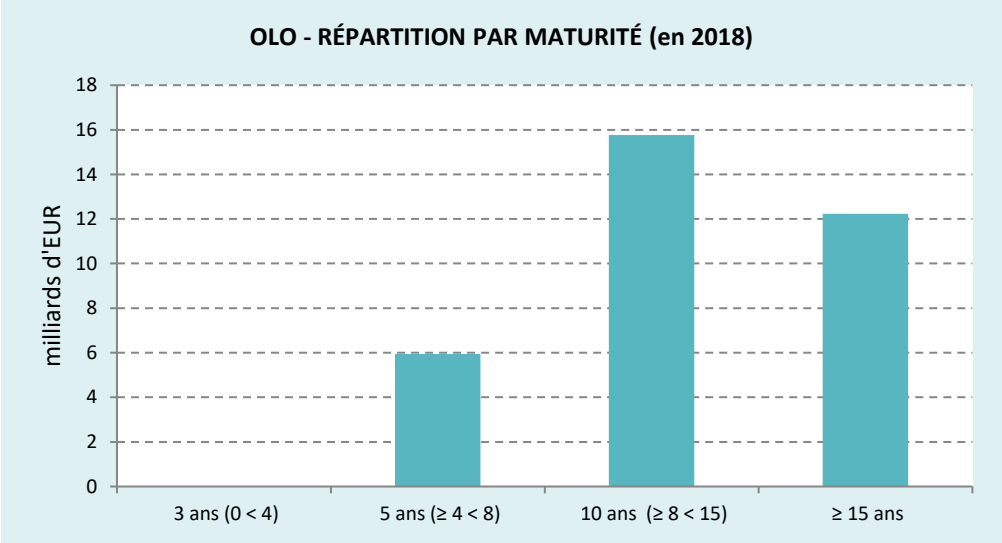
Les données de 2018 montrent que les prix des offres des dealers ont toujours été très proches des prix enregistrés sur le marché secondaire.

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

En ce qui concerne les maturités à très long terme (à partir de 15 ans), tant la part relative que le montant émis se sont stabilisés à respectivement 36.06% et 12.24 milliards d'euros par rapport à 35.07% et 12.47 milliards d'euros en 2017.

Avec une part relative de 46.43% contre 41.39% en 2017, la demande sur les maturités autour de 10 ans est restée particulièrement élevée. Un montant total de 15.76 milliards d'euros a été émis sur ce segment de maturité contre 14.71 milliards d'euros en 2017.

Sur le segment du court et moyen terme (jusqu'à 7 ans), tant la part relative que le montant émis ont diminué par rapport à 2017 et sont passés respectivement de 23.55% à 17.51% et de 8.37 milliards à 5.95 milliards d'euros.



Par ailleurs, les primary et recognized dealers ont reçu les résultats des adjudications après une moyenne de 6.5 minutes, et ce à compter du moment où le délai d'introduction des offres est clôturé. Le temps le plus court a été de 5 minutes et a été enregistré lors des adjudications des mois de juin, septembre et novembre. Le temps le plus long, à savoir 9 minutes, a été enregistré lors l'adjudication du mois de juillet.

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 est octroyé aux primary dealers 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 souscriptions non compétitives s'est élevé, pour l'ensemble des primary dealers, à 6.50 milliards d'euros dont 45.64% (soit 2.97 milliards d'euros) ont effectivement été exercés (contre 46.04% ou 2.56 milliards d'euros en 2017). 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 disposent également de la possibilité d'introduire des souscriptions non compétitives. 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 2018, elles n'ont toutefois pas eu recours à cette possibilité.

Auparavant, le Fonds monétaire avait également la possibilité d'introduire des souscriptions non compétitives mais ce Fonds a été abrogé le 1er janvier 2018 par la loi du 31 juillet 2017 portant des dispositions financières et fiscales diverses et portant des mesures en matière de contrats de concession (art. 5).

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS D'OLO EN 2018 (en millions d'EUR)

Date émission	OLO N°	Echéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant offert	Montant accepté (Compétitives)	Inscriptions (non compétitives)	montant total	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-cover	Offre min/max	Prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Fourchette Min	Fourchette Max	Encours après adjudication
19/03/2018					**6 969**	**3 581**	**978**	**4 559**			**1.95**					**3 000**	**3 600**	
	OLO79	22/10/2023	0.20%	BE0000339482	2 207	945	298	1 243	100.231	0.158	2.34	99.75/100.26	100.22	100.00	8			7 359.0
	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	3 014	1 698	392	2 090	99.506	0.850	1.78	98.75/99.58	99.46	100.00	12			7 090.0
	OLO84	22/06/2037	1.45%	BE0000344532	1 210	570	158	728	101.345	1.370	2.12	100.50/101.41	101.31	100.00	10			3 728.0
	OLO80	22/06/2066	2.15%	BE0000340498	538	368	130	498	108.693	1.874	1.46	107.00/108.97	108.55	100.00	10			3 498.0
23/04/2018					**6 442**	**3 402**	**977**	**4 379**			**1.89**					**2 900**	**3 400**	
	OLO82	22/10/2024	0.50%	BE0000342510	2 144	890	264	1 154	100.829	0.370	2.41	100.60/100.86	100.81	100.00	10			6 409.0
	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	2 469	1 387	390	1 777	99.362	0.866	1.78	98.94/99.39	99.34	85.33	10			8 867.0
	OLO78	22/06/2047	1.60%	BE0000338476	1 245	775	193	968	99.035	1.642	1.61	98.00/99.08	98.97	100.00	10			9 826.0
	OLO83	22/06/2057	2.25%	BE0000343526	584	350	130	480	111.837	1.824	1.67	110.00/112.00	111.76	100.00	10			3 480.0
18/06/2018					**6 355**	**3 600**	**640**	**4 240**			**1.77**					**3 100**	**3 600**	
	OLO79	22/10/2023	0.20%	BE0000339482	1 351	580	224	804	101.090	-0.004	2.33	100.90/101.14	101.05	50.00	9			8 163.0
	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	2 469	1 520	295	1 815	100.652	0.732	1.62	100.35/100.67	100.62	100.00	11			10 682.0
	OLO75	22/06/2031	1.00%	BE0000335449	1 558	933	102	1 035	100.051	0.996	1.67	99.40/100.14	100.02	100.00	8			11 228.0
	OLO78	22/06/2047	1.60%	BE0000338476	977	567	19	586	97.702	1.701	1.72	96.50/97.79	97.65	100.00	12			10 412.0
23/07/2018					**7 247**	**3 606**	**106**	**3 712**			**2.01**					**3 100**	**3 600**	
	OLO82	22/10/2024	0.50%	BE0000342510	2 060	705		705	102.064	0.167	2.92	101.90/102.08	102.05	27.54	9			7 114.0
	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	2 963	1 112		1 112	101.045	0.691	2.66	100.25/101.12	101.00	43.33	10			11 794.0
	OLO84	22/06/2037	1.45%	BE0000344532	1 466	1 171	5	1 176	101.839	1.339	1.25	100.70/102.10	101.71	100.00	12			4 904.0
	OLO80	22/06/2066	2.15%	BE0000340498	758	618	101	719	107.935	1.896	1.23	107.05/108.20	107.82	100.00	9			4 217.0
17/09/2018					**7 587**	**3 902**	**136**	**4 038**			**1.94**					**3 400**	**3 900**	
	OLO79	22/10/2023	0.20%	BE0000339482	1 977	1 339		1 339	100.800	0.043	1.48	100.60/100.86	100.76	72.08	11			9 502.0
	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	3 295	1 310		1 310	100.300	0.768	2.52	99.98/100.33	100.28	100.00	8			13 104.0
	OLO78	22/06/2047	1.60%	BE0000338476	1 302	652		652	97.358	1.717	2.00	96.50/97.42	97.33	100.00	9			11 064.0
	OLO83	22/06/2057	2.25%	BE0000343526	1 013	601	136	737	108.680	1.930	1.69	108.10/108.78	108.63	36.55	10			4 217.0
19/11/2018					**6 224**	**3 384**	**131**	**3 515**			**1.84**					**2 900**	**3 400**	
	OLO82	22/10/2024	0.50%	BE0000342510	2 150	700		700	101.647	0.219	3.07	101.45/101.68	101.63	100.00	5			7 814.0
	OLO85	22/06/2028	0.80%	BE0000345547	2 240	1 605	15	1 620	99.964	0.804	1.40	99.70/100.02	99.85	100.00	10			14 724.0
	OLO73	22/06/2034	3.00%	BE0000333428	795	485	49	534	123.742	1.306	1.64	123.37/123.84	123.65	100.00	8			7 784.0
	OLO83	22/06/2057	2.25%	BE0000343526	1 039	594	67	661	106.103	2.020	1.75	105.00/106.21	106.01	100.00	10			4 878.0
TOTAL								**24 443**										

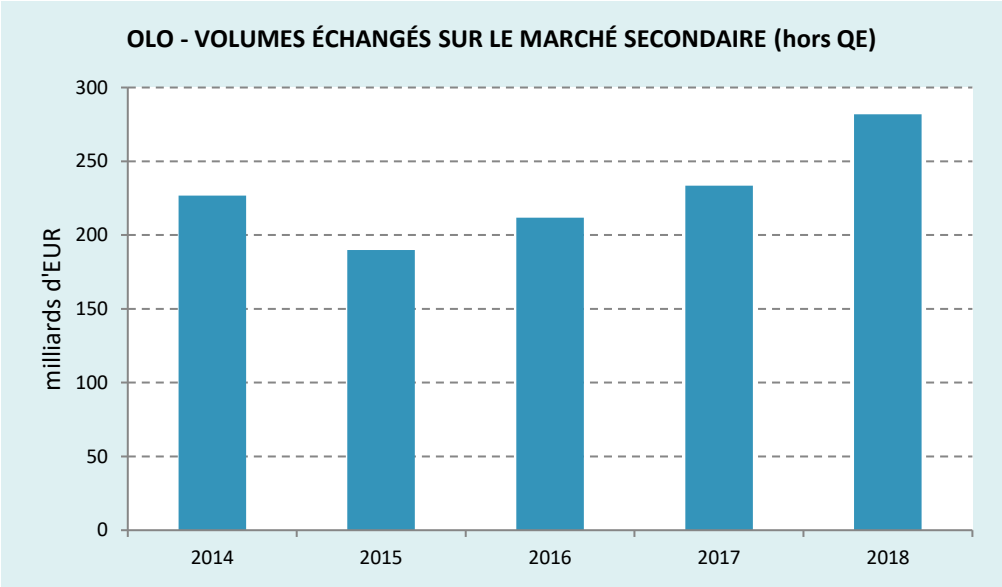
LIGNES ET ENCOURS DES OLO AU 31.12.2018 (EN EUR)									
							Titres scindés		
Maturité		Coupon	Code ISIN	N°	Net disponible[1]	Rachats en portefeuille	Scindable (X)	Montant scindé	%
2019	28/03	4.00	BE0000315243	55	9 596 000 000.00	2 641 000 000.00	X		
2019	28/09	3.00	BE0000327362	67	10 762 500 000.00	1 899 500 000.00	X	20 869 327.44	0.19%
2020	28/09	3.75	BE0000318270	58	19 226 000 000.00	260 000 000.00	X	18 666 077.26	0.10%
2021	28/09	4.25	BE0000321308	61	16 530 000 000.00	415 000 000.00	X	17 481 055.16	0.11%
2022	28/03	4.00	BE0000308172	48	14 024 000 000.00	60 000 000.00	X		
2022	28/09	4.25	BE0000325341	65	16 176 000 000.00	70 000 000.00	X	47 200 000.00	0.29%
2023	22/06	2.25	BE0000328378	68	13 535 000 000.00	117 000 000.00	X		
2023	22/10	0.20	BE0000339482	79	9 502 000 000.00	-	X		
2024	22/06	2.60	BE0000332412	72	15 735 000 000.00	150 000 000.00	X		
2024	22/10	0.50	BE0000342510	82	7 814 000 000.00	-	X		
2025	22/06	0.80	BE0000334434	74	16 452 000 000.00	-	X		
2026	28/03	4.50	BE0000324336	64	10 708 000 000.00	-	X		
2026	22/06	1.00	BE0000337460	77	14 388 000 000.00	-	X		
2027	22/06	0.80	BE0000341504	81	13 728 000 000.00	-	X		
2028	28/03	5.50	BE0000291972	31	19 344 939 136.01	-	X	2 195 059 160.62	11.35%
2028	22/06	0.80	BE0000345547	85	14 724 000 000.00	-	X		
2031	22/06	1.00	BE0000335449	75	11 228 000 000.00	-	X		
2032	28/03	4.00	BE0000326356	66	8 204 000 000.00	-	X	252 373 682.51	3.08%
2033	22/04	1.25	BE0000346552	86	4 500 000 000.00	-	X		
2034	22/06	3.00	BE0000333428	73	7 784 000 000.00	-	X	700 000.00	0.01%
2035	28/03	5.00	BE0000304130	44	19 604 692 800.00	30 000 000.00	X	2 692 552 029.81	13.73%
2037	22/06	1.45	BE0000344532	84	4 904 000 000.00	-	X		
2038	22/06	1.90	BE0000336454	76	6 627 000 000.00	-	X	132 000 000.00	1.99%
2041	28/03	4.25	BE0000320292	60	17 299 000 000.00	-	X	2 538 823 381.30	14.68%
2045	22/06	3.75	BE0000331406	71	9 737 000 000.00	-	X	462 300 000.00	4.75%
2047	22/06	1.60	BE0000338476	78	11 064 000 000.00	-	X	136 200 000.00	1.23%
2057	22/06	2.25	BE0000343526	83	4 878 000 000.00	-	X	284 500 000.00	5.83%
2066	22/06	2.15	BE0000340498	80	4 217 000 000.00	-	X	385 500 000.00	9.14%
			TOTAL		**332 292 131 936.01**	**5 642 500 000.00**		**9 184 224 714.10**	

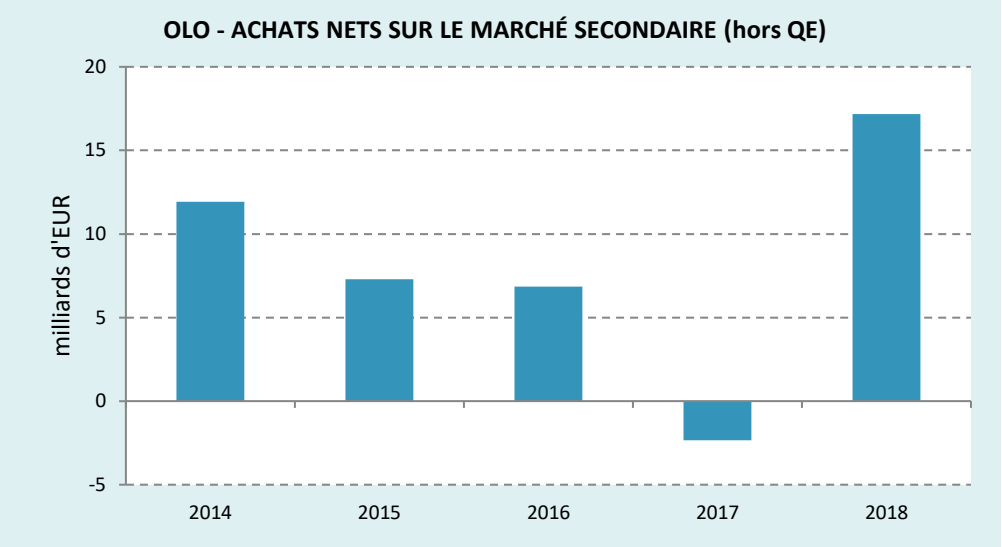
[1] Disponible dans le marché (montant émis moins les rachats) au 31.12.2018.

3.1.3. MARCHÉ SECONDAIRE

L'Agence fait remarquer que les données suivantes sont seulement basées sur les chiffres obtenus auprès des primary et recognized dealers. Ceux-ci constituent les principaux dealers actifs sur notre dette mais ne sont pas les seuls. De plus, ces chiffres ne tiennent pas compte des opérations d'assouplissement quantitatif entreprises par la BCE depuis le mois de mars 2015. Toutefois, ces chiffres permettent de dégager certaines tendances. Il faut également signaler qu'il s'agit seulement des achats/ventes des investisseurs finaux et donc pas du marché interdealer.

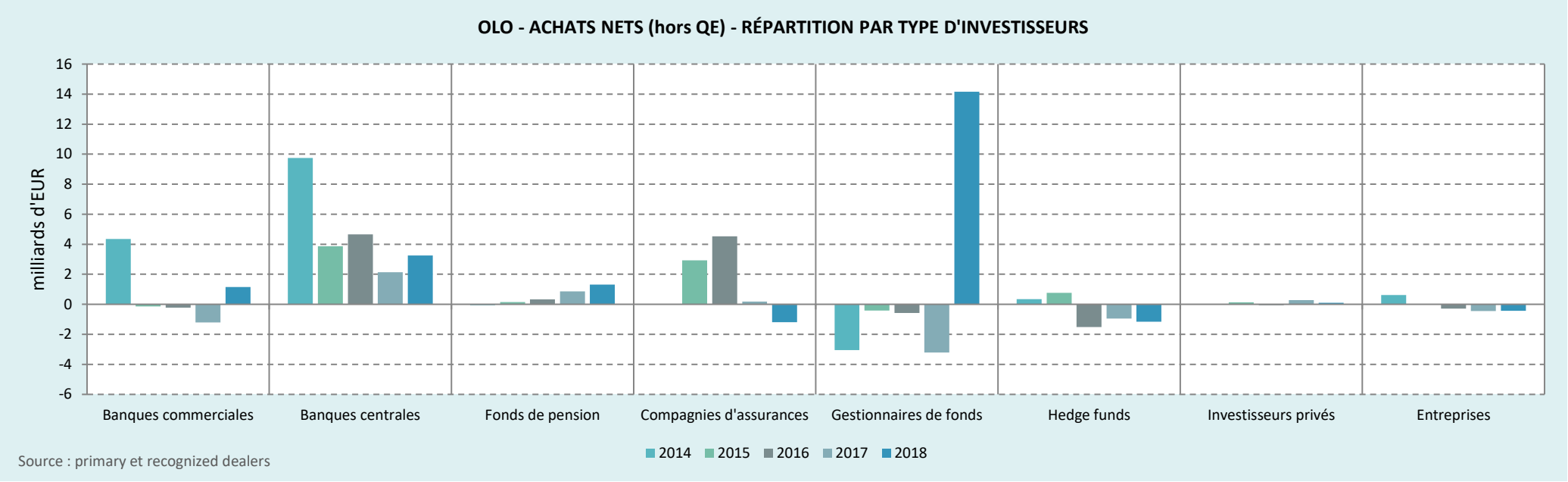
En 2018, et pour la troisième année consécutive, les volumes négociés ont augmenté (+20.72%) sur le marché secondaire des OLO. Les achats nets d'OLO par les investisseurs sont fortement revenus en territoire positif (+17.17 milliards d'euros en 2018 contre -2.34 milliards en 2017), ceci pouvant s'expliquer par la diminution progressive de la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE augmentant la liquidité des OLO sur le marché secondaire.

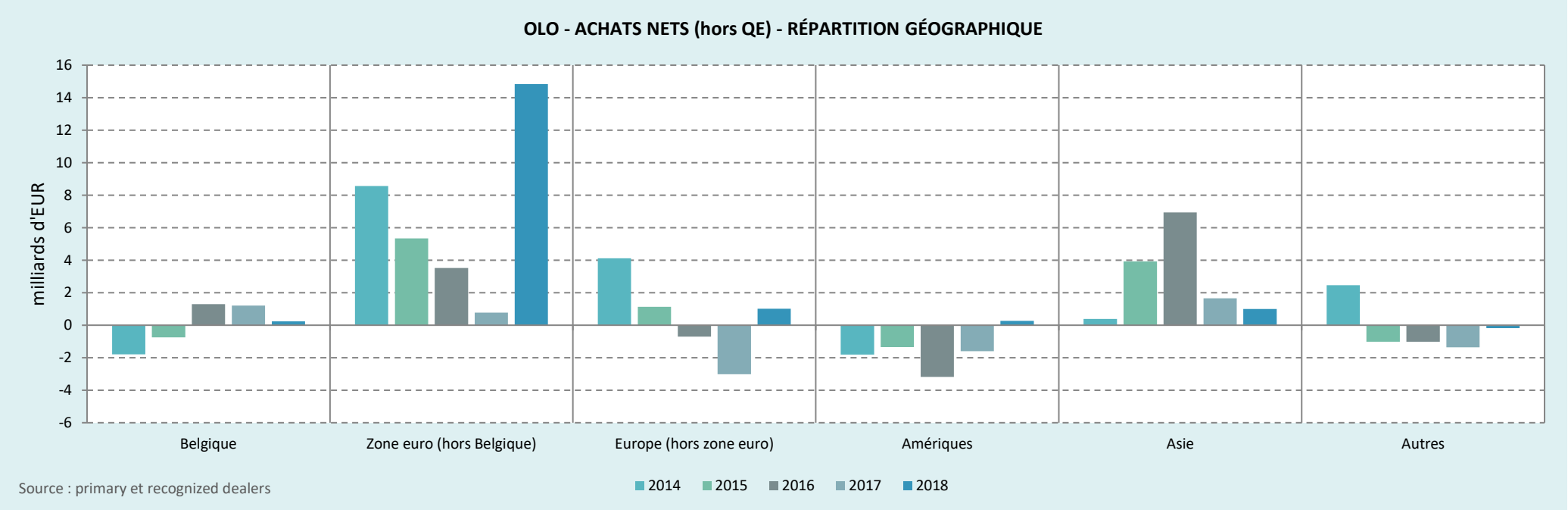




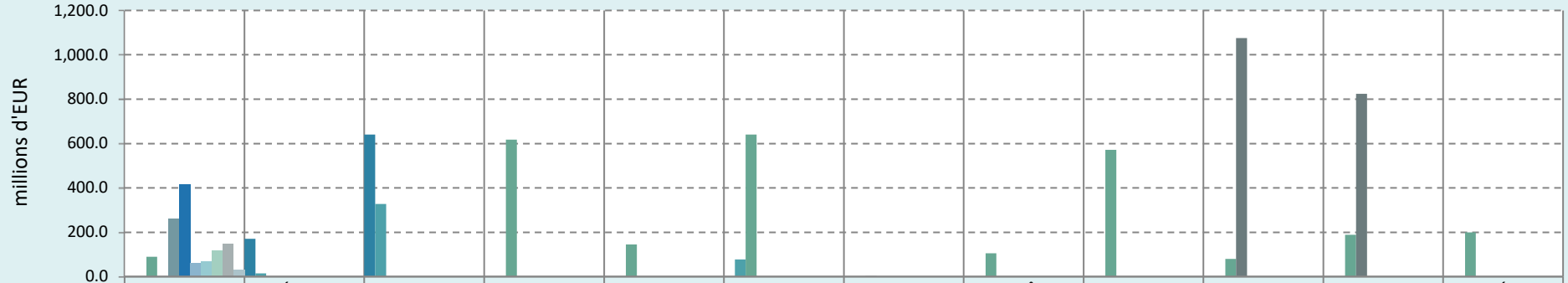
Du point de vue géographique, ce sont les achats nets des investisseurs de la zone euro (hors Belgique) qui connaissent la plus forte progression avec +14.83 milliards d'euros en 2018 contre seulement +0.78 milliard en 2017. Les investisseurs européens (hors zone euro) et américains progressent également redevenant même acheteurs nets après deux années de positions négatives pour les européens et quatre pour les américains avec respectivement +1.02 et +0.27 milliard d'euros en 2018 contre -3.02 et -1.59 milliards en 2017. Notons pour finir une stabilisation des positions d'acheteurs nets des investisseurs belges et asiatiques. Le reste du monde, quant à lui, voit sa position de vendeur net diminuer pour se rapprocher de l'équilibre.

Du point de vue de la répartition par type d'investisseurs, l'évolution la plus importante est à noter du côté des gestionnaires de fonds, très largement acheteurs nets en 2018 (+14.15 milliards d'euros) bien qu'encore vendeurs nets en 2017 (-3.20 milliards d'euros). Notons que les banques commerciales ont également connu cette transition de vendeurs à acheteurs nets mais dans une moindre mesure (+1.15 milliard d'euros en 2018 contre -1.21 milliard en 2017). Les banques centrales et fonds de pension renforcent légèrement leur position d'acheteurs nets avec respectivement +3.25 et +2.13 milliards d'euros en 2018 contre respectivement +1.31 et +0.86 milliard en 2017. Les hedge funds restent vendeurs nets tandis que les compagnies d'assurances le deviennent.


OLO - ACHATS NETS (hors QE) - RÉPARTITION PAR TYPE D'INVESTISSEURS
milliards d'EUR
16
14
12
10
8
6
4
2
0
-2
-4
-6
Banques commerciales
Banques centrales
Fonds de pension
Compagnies d'assurances
Gestionnaires de fonds
Hedge funds
Investisseurs privés
Entreprises
2014
2015
2016
2017
2018
Source : primary et recognized dealers


OLO - ACHATS NETS (hors QE) - RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE
milliards d'EUR
16
14
12
10
8
6
4
2
0
-2
-4
-6
Belgique
Zone euro (hors Belgique)
Europe (hors zone euro)
Amériques
Asie
Autres
2014
2015
2016
2017
2018
Source : primary et recognized dealers

3.1.4. RACHATS



	JANVIER	FÉVRIER	MARS	AVRIL	MAI	JUIN	JUILLET	AOÛT	SEPT.	OCT.	NOV.	DÉC.
OLO 52 - Mars 2018		170.0	640.0									
OLO 69 - Juin 2018		15.0	328.0			77.0						
OLO 55 - Mars 2019	90.0			617.5	145.0	640.0	2.5	105.0	572.0	80.0	189.0	200.0
OLO 67 - Septembre 2019										1,075.0	824.5	
OLO 58 - Septembre 2020	260.0											
OLO 61 - Septembre 2021	415.0											
OLO 48 - Mars 2022	60.0											
OLO 65 - Septembre 2022	70.0											
OLO 68 - Juin 2023	117.0											
OLO 72 - Juin 2024	150.0											
OLO 19 - Mars 2035	30.0											

En 2018, l'Agence a racheté un montant total de 5.68 milliards d'euros dans quatre lignes d'OLO différentes: 1.23 milliard dans les deux lignes échéant en 2018 et 4.45 milliards d'euros dans les deux lignes échéant en 2019. De plus, à la suite de l'abrogation du Fonds monétaire le 1er janvier 2018[1], l'Agence a repris le portefeuille du Fonds monétaire. Ce portefeuille contenait 8 lignes d'OLO, pour un total de 1.19 milliard d'euros et des échéances comprises entre 2019 et 2035 (encadré dans le tableau).

Sans tenir compte de ce portefeuille, l'Agence a racheté 4.47 milliards d'euros sur l'échéance finale de 2019 et ultérieurement, répartis en 4.45 milliards en OLO et 0.02 milliard d'euros en bons d'Etat. Ce montant est significativement plus important que le montant de 3.11 milliards d'euros prévus dans le plan de financement. Cette augmentation des rachats sur l'échéance 2019 résultait d'une décision de l'Agence visant à réduire le surplus de caisse qui avait été prévu dans le courant de l'année.

[1] Loi du 31 juillet 2017 portant des dispositions financières et fiscales diverses et portant des mesures en matière de contrats de concession (art. 5).

En général, le rachat d'une OLO arrivant à échéance dans un futur proche présente deux avantages :

- une gestion de caisse plus efficace étant donné que le montant racheté est refinancé dans les douze 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, l'Agence a recours, depuis juillet 2001, à la plateforme 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 l'Agence affiche en continu des prix à l'achat. Outre cette possibilité, les dealers peuvent également prendre contact téléphoniquement avec l'Agence pour prendre part à ce programme de rachats.

Dès qu'une ligne d'OLO est arrivée à moins de douze mois de son échéance finale, l'Agence la propose au rachat.

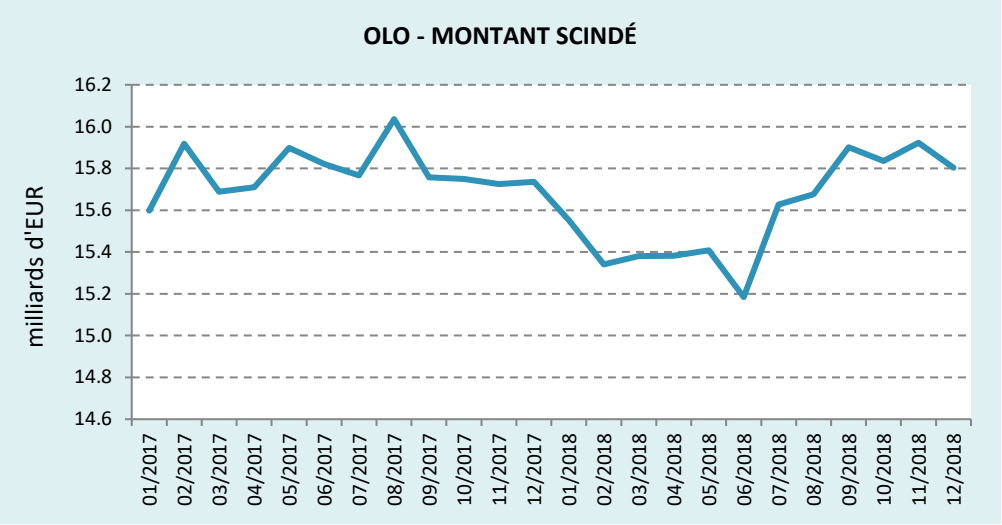
Dans le courant de l'année 2017, l'Agence avait déjà commencé le rachat des lignes OLO 52 (échéant le 28 mars 2018) et 69 (échéant le 22 juin 2018). Concernant l'OLO 52, 0.81 milliard d'euros ont encore été rachetés au cours des trois premiers mois de 2018, portant le montant total racheté à 3.08 milliards d'euros, soit 26.91% du montant total émis.

En 2017, l'Agence avait déjà racheté 2.44 milliards d'euros de l'OLO 69 et, avec les rachats de 0.42 milliard d'euros en 2018, le montant à rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 9.03 milliards d'euros, soit une baisse de 24.05%.

A partir du 29 mars 2018, l'Agence a débuté ses rachats sur l'OLO 55 (échéant le 28 mars 2019). Le montant en circulation sur cette OLO s'élevait à l'origine à 12.24 milliards d'euros dont 2.64 milliards d'euros, soit 21.58%, ont été rachetés et ce, y compris 90 millions d'euros du Fonds monétaire.

Les rachats sur OLO 67 (échéant le 28 septembre 2019) ont débuté le 1er octobre 2018 et se sont élevés au total en 2018 à 1.90 milliard d'euros de sorte que le montant en circulation a diminué pour atteindre 10.76 milliards d'euros, soit une diminution de 15.00%.

3.1.5. TITRES SCINDÉS (STRIPS)

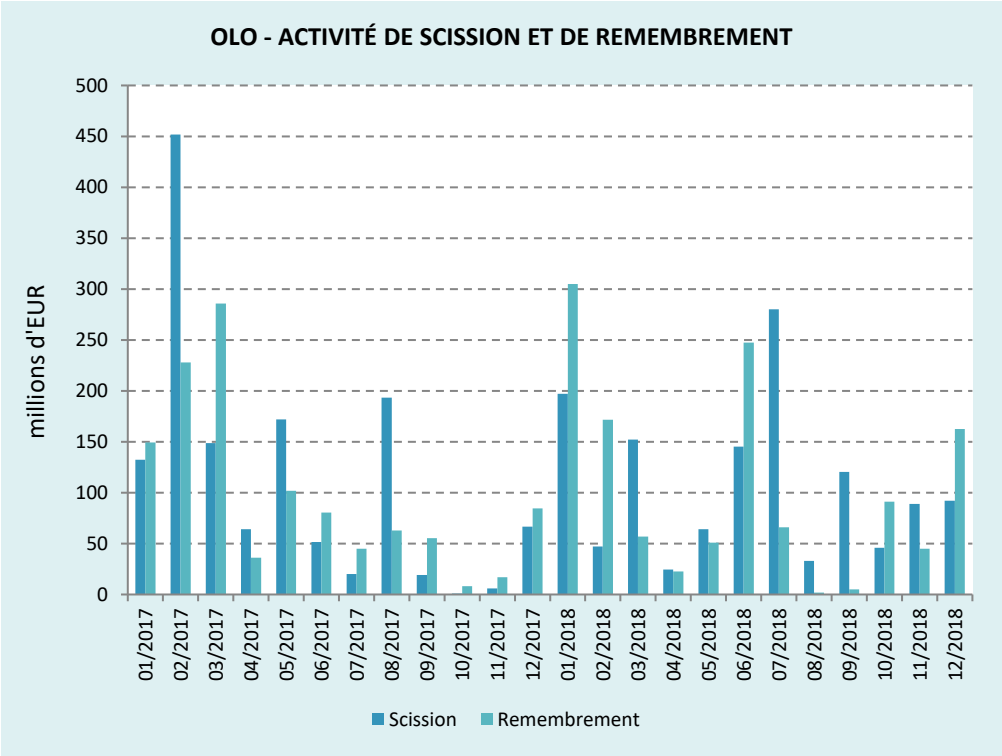


L'activité enregistrée sur les BE-strips est restée limitée en 2018. Le montant de l'encours des BE-strips d'environ 15 milliards d'euros n'a que très peu bougé dans le courant de l'année. Il n'y a eu de diminution de l'encours que sur les échéances finales des OLO. Les montants des scissions et des remembrements ont été du même ordre de grandeur. Ceci montre qu'après la scission, il y a eu des ventes de BE-strips à long terme. Ensuite, les BE-strips à court terme pour lesquels il n'y avait pas de demande ont été reconstitués en OLO avec une maturité résiduelle plus courte que celle des OLO initialement scindées. L'on notera l'existence de douze lignes d'OLO dont le montant nominal en circulation a dépassé le montant initialement émis et ce via le remembrement d'OLO à partir de BE-strips fongibles qui représentaient des coupons uniquement.

Le niveau bas des rendements a constitué la principale raison expliquant la stagnation de ce marché. En février 2018, l'Agence a constaté un fort aplatissement (« flattening ») de la courbe OLO suivi d'un raidissement (« steepening ») de cette même courbe à partir du mois de mars de l'année. Au plus la courbe OLO était raide, au plus la différence de rendement entre les BE-strips et les OLO de même maturité était importante. Toutefois, le spread (± 10 points de base) dans les très longues maturités est resté trop limité pour stimuler l'activité sur le marché des strips.

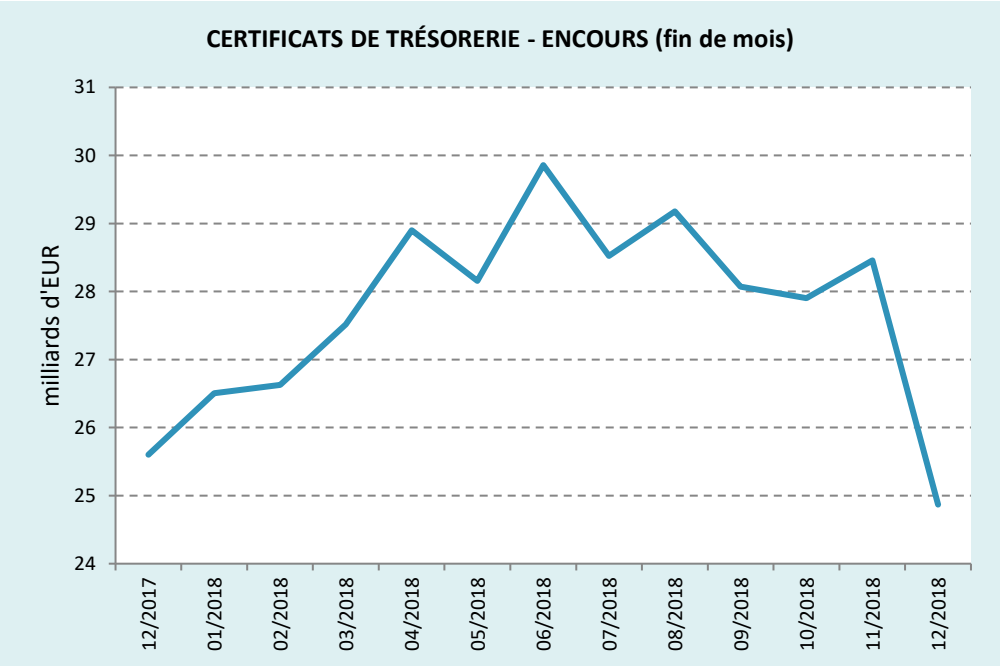
Toutes les nouvelles lignes d'OLO, y compris la première OLO verte (OLO 86), étaient scindables dès la date valeur de leur émission.

Indépendamment du fait que les strips représentent du capital ou de l'intérêt, ils sont fongibles entre eux s'ils ont la même date d'échéance et sont dénommés BE-strips. Etant donné le caractère spécifique de l'OLO verte, il n'y a pas de fongibilité prévue avec les OLO traditionnelles. C'est la raison pour laquelle, on a choisi une autre date d'échéance de coupon pour cette OLO verte.



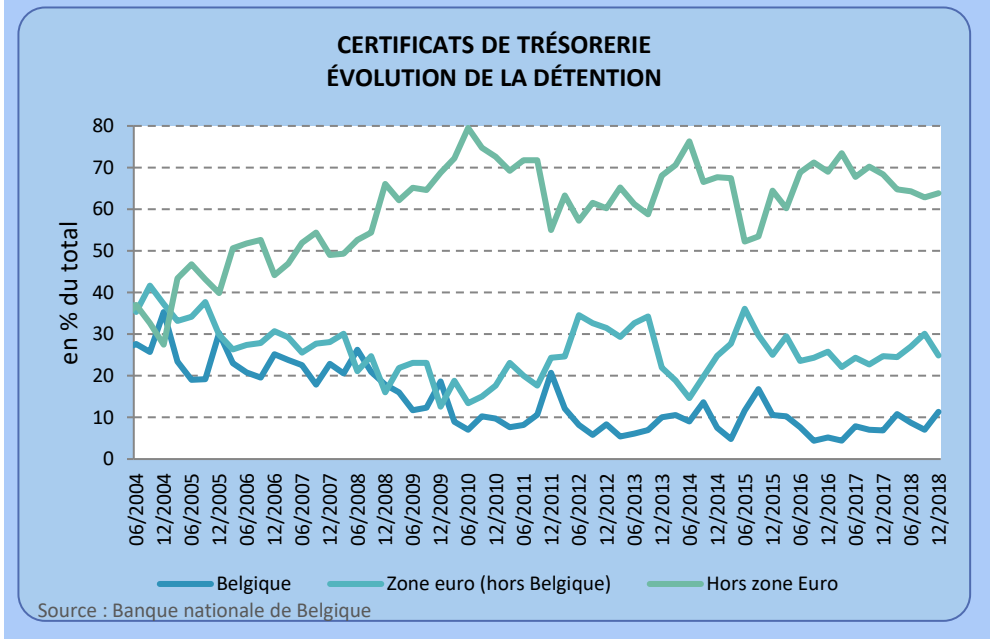
3.2 CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

L'encours des certificats de Trésorerie a fort fluctué en 2018. Toutefois, que ce soit au début ou à la fin de l'année, il s'est élevé à environ 25 milliards d'euros. L'on notera qu'en juin 2018, l'encours a atteint un pic de 29.86 milliards d'euros en raison du préfinancement d'une OLO arrivant à échéance le 22 juin.



Détention des certificats de Trésorerie

L'intérêt des investisseurs belges pour la détention des certificats de Trésorerie a augmenté en 2018 avec 11.34% à la fin décembre, le reste (88.66%) étant toujours aux mains d'investisseurs étrangers. Notons que les certificats de Trésorerie ne sont pas concernés par le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.

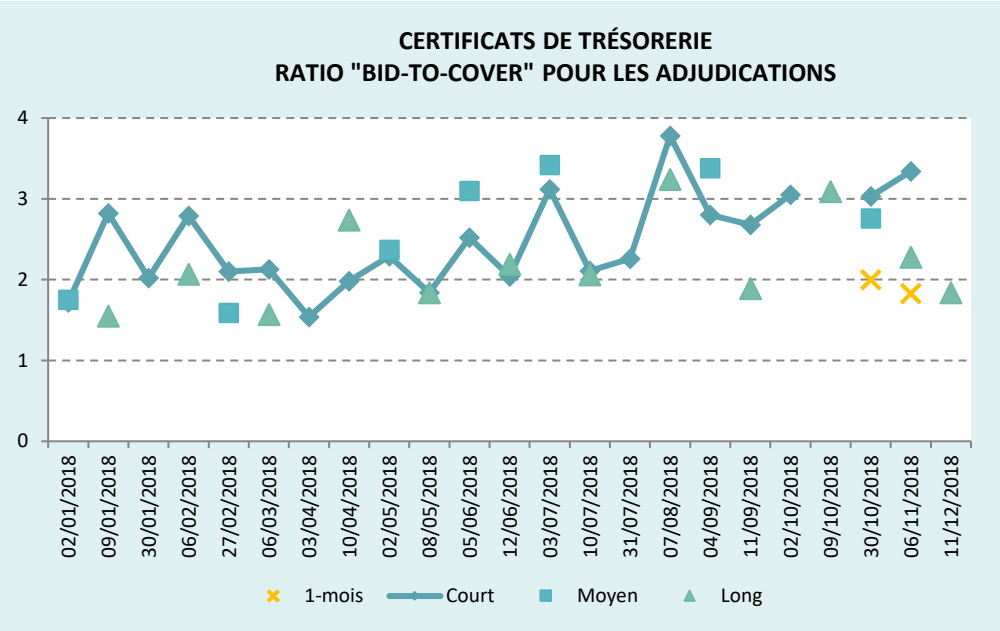


Source : Banque nationale de Belgique

3.2.1. LE MARCHÉ PRIMAIRE DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

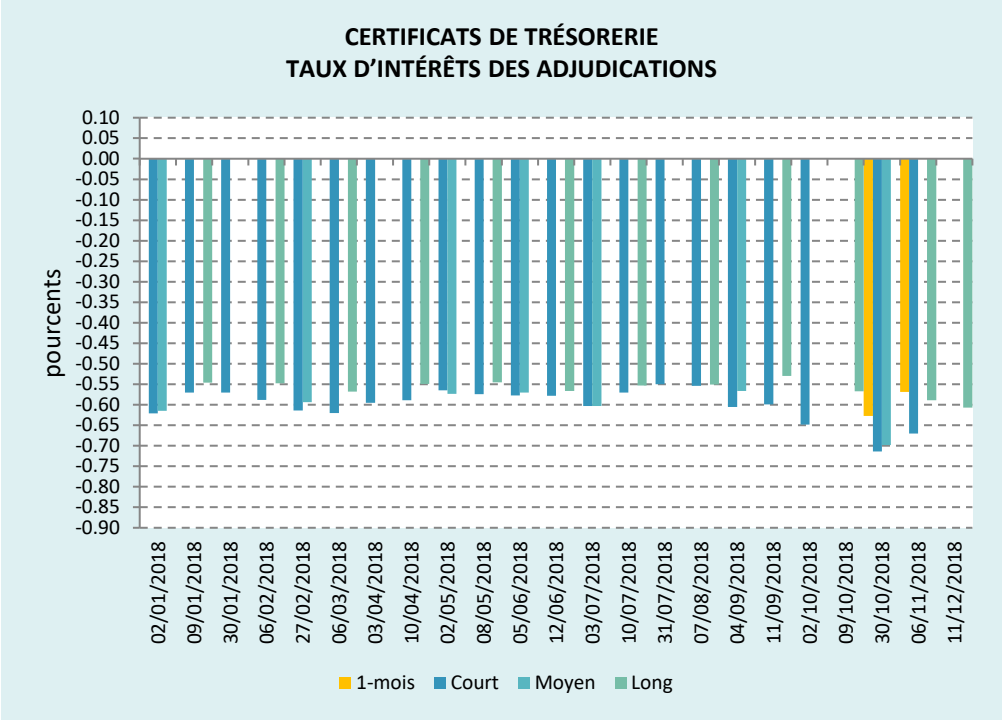
C'est en 2018 que l'Agence est passée d'un nombre de douze à six lignes pour ses adjudications de certificats de Trésorerie. L'idée n'était pas de diminuer l'encours total mais bien de doubler l'encours par ligne en le faisant passer d'environ 3.5 milliards à 7 milliards d'euros. C'est de cette manière que l'on peut rapidement augmenter la liquidité d'une nouvelle ligne. L'Agence propose ainsi une nouvelle ligne à douze mois pour la rouvrir un mois plus tard avec une maturité de onze mois (voir Rapport annuel dette 2017).

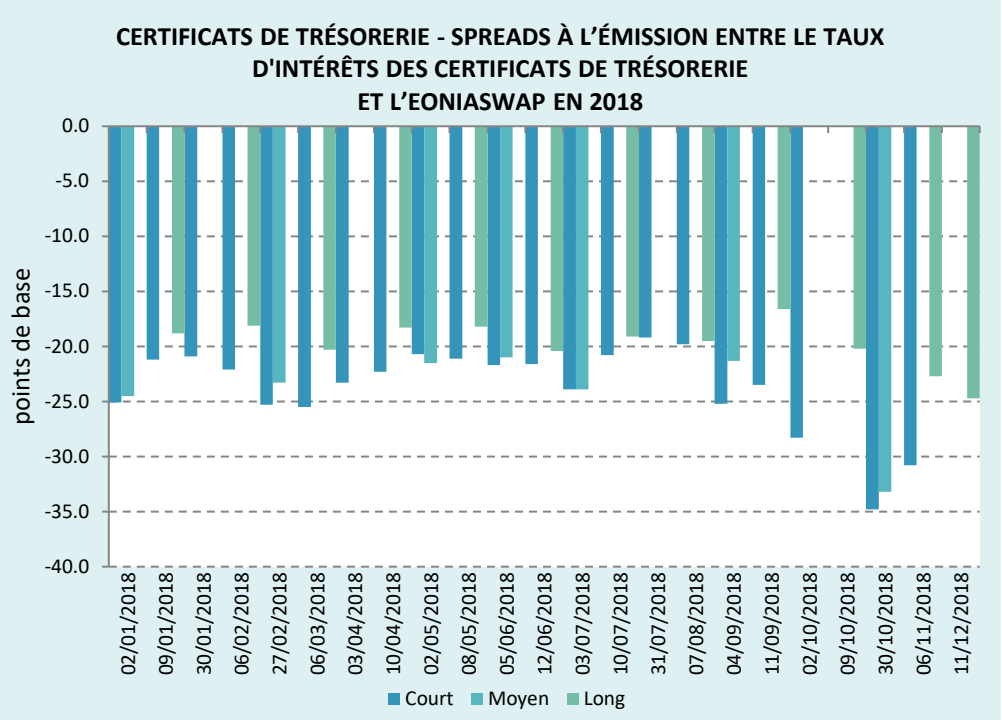
Le 30 octobre et le 6 novembre 2018, la ligne de certificat de Trésorerie échéant le 13 décembre 2018 a à chaque fois à nouveau été offerte à l'adjudication en plus des lignes déjà prévues afin de pouvoir couvrir un déficit de caisse temporaire. Ensuite, l'Agence a annoncé qu'elle supprimait l'adjudication du 4 décembre 2018 portant sur le certificat à trois mois échéant le 7 mars 2019 et ce, pour éviter un surplus de caisse en fin d'année.



Le ratio *bid-to-cover*, qui est le rapport entre les offres et les montants retenus aux adjudications, est resté très bon dans toutes les maturités. Le ratio bid-to-cover moyen des certificats de Trésorerie à court et moyen terme s'est élevé respectivement à 2.39 et 2.37.

Dans les maturités longues, le ratio bid-to-cover des certificats a été de 2.20. A partir de 2018, le nombre de certificats de Trésorerie a diminué de moitié en passant de douze à six et le certificat à douze mois a à nouveau été proposé un mois plus tard avec une maturité de onze mois. En dépit de l'émission d'un montant plus élevé lors de l'adjudication d'une nouvelle ligne à douze mois (environ 1.80 milliard d'euros au lieu de 1.50 milliard d'euros en 2017), le ratio bid-to-cover a augmenté pour passer de 1.50 à 1.87. Pour l'adjudication du certificat de Trésorerie à onze mois, le ratio bid-to-cover est ressorti à 2.53. Ce chiffre plus élevé s'explique par le montant moins élevé accepté lors de l'adjudication (de 1 à 1.2 milliard d'euros).





Les rendements des certificats de Trésorerie sont restés très négatifs (en dessous de -0.50% pour toutes les maturités). Ils sont également restés stables dans le courant de l'année à l'exception du dernier trimestre où ils ont à nouveau encore diminué. Ceci tient entre autres au fait qu'il y a eu de plus petites adjudications au cours du dernier trimestre pour éviter des surplus de caisse en fin d'année. En outre, il y a toujours en fin d'année une forte demande pour du papier à court terme de haute qualité, ce qui pousse encore les rendements davantage à la baisse.

Le taux moyen pondéré lors des émissions des certificats s'est élevé à -0.60% pour les certificats à court et moyen terme et à -0.56% pour ceux à long terme. Le spread entre d'une part, le segment du court et moyen terme et, d'autre part, le segment du long terme s'est élevé à seulement quatre points de base et ce, en dépit d'émissions beaucoup plus importantes sur le segment du long terme.

Le passage de douze lignes à six lignes s'est donc bien déroulé.

Tout au long de l'année, la courbe des taux swap contre Eonia est restée très plate pour les maturités courtes parce que l'on ne s'attendait pas à une augmentation des taux de la BCE et parce qu'il y avait encore un très important surplus de liquidités dans le marché de l'euro. C'est ainsi que l'évolution des rendements des certificats à court, moyen et long terme a été en ligne avec l'évolution des spreads.

Le spread moyen contre Eonia pour les certificats à court, moyen et long terme s'est élevé respectivement à -31, -30.5 et -26 points de base.

Le droit aux souscriptions non compétitives a été peu exercé en 2018. Seuls 8.18% de ce droit ont été exercés lors du premier tour (souscriptions ordinaires) et 7.22% lors du deuxième tour (souscriptions spéciales). Ce pourcentage relativement bas s'explique par le fait que cette option de souscriptions non compétitives n'était le plus souvent pas *in the money*. Ceci signifie que ce droit d'achat supplémentaire n'avait pas de valeur pour les dealers étant donné que les rendements entre le moment de l'adjudication et celui des souscriptions non compétitives n'avaient pas diminué. Ainsi, pour les certificats de Trésorerie du segment long, cette option a seulement été à trois reprises *in the money* lors du premier tour et ce, sur un total de onze adjudications.

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRÉSORERIE EN 2018 (en millions d'EUR)

Date adjudication	Date échéance	ISIN	Durée	Montant offert	Montant accepté (compétitives)	Souscriptions (non-compétitives)	MontantTotal	Prix moyen pondéré	Taux moyen pondéré	Bid-to-cover		Bid min/max	Taux/prix limite	% au stop price	Adjudicataires	Spread Euribor	Fourchette Min	Fourchette Max	Encours après adjudication	Montant à échéance
02/01/2018				**3 785**	**2 185**	**0**	**2 185**			**1.73**	→						1 800	2 200		
	10/05/2018	BE0312754261	S	1 950	1 135		1 135	100.218	-0.621	1.72		-0.630/-0.590	-0.614	100.00	10	-62.10			2 138	
	12/07/2018	BE0312756282	M	1 835	1 050		1 050	100.324	-0.615	1.75		-0.623/-0.595	-0.610	100.00	11	-34.40			1 694	
09/01/2018				**4 720**	**2 530**	**71**	**2 601**			**1.87**	→						2 300	2 700		3 889
	10/05/2018	BE0312754261	S	1 750	620		620	100.189	-0.570	2.82		-0.578/-0.535	-0.565	100.00	8	-57.00			3 273	
	10/01/2019	BE0312762348	L	2 970	1 910	71	1 981	100.555	-0.546	1.55		-0.550/-0.515	-0.543	100.00	12	-35.90				
30/01/2018				**2 425**	**1 203**	**103**	**1 306**			**2.02**	→						900	1 300		
	10/05/2018	BE0312754261	S	2 425	1 203	103	1 306	100.156	-0.570	2.02		-0.582/-0.550	-0.567	74.23	11	-24.20			3 893	
06/02/2018				**4 005**	**1 760**	**57**	**1 817**			**2.28**	→						1 400	1 800		2 998
	14/06/2018	BE0312755276	S	1 395	500	28	528	100.206	-0.588	2.79		-0.591/-0.565	-0.580	44.00	8	-58.80			1 475	
	10/01/2019	BE0312762348	L	2 610	1 260	29	1 289	100.514	-0.548	2.07		-0.555/-0.530	-0.545	100.00	11	-54.80			1 981	
27/02/2018				**3 155**	**1 730**	**0**	**1 730**			**1.82**	→						1 500	1 900		
	12/07/2018	BE0312756282	S	1 680	800		800	100.228	-0.614	2.10		-0.621/-0.585	-0.611	100.00	9	-61.40			2 744	
	13/09/2018	BE0312758304	M	1 475	930		930	100.324	-0.594	1.59		-0.604/-0.575	-0.590	100.00	11	-32.30			1 626	
06/03/2018				**4 945**	**2 797**	**98**	**2 895**			**1.77**	→						2 600	3 000		3 735
	12/07/2018	BE0312756282	S	2 115	995	98	1 093	100.218	-0.620	2.13		-0.623/-0.600	-0.616	100.00	9	-62.00			3 544	
	7/03/2019	BE0312763353	L	2 830	1 802		1 802	100.578	-0.568	1.57		-0.575/-0.555	-0.565	34.65	13	-37.70				
03/04/2018				**2 160**	**1 400**	**0**	**1 400**			**1.54**	→						1 000	1 400		
	12/07/2018	BE0312756282	S	2 160	1 400		1 400	100.162	-0.595	1.54		-0.604/-0.570	-0.590	80.00	12	-26.70			4 637	
10/04/2018				**4 285**	**1 755**	**62**	**1 817**			**2.44**	→						1 400	1 800		1 836
	9/08/2018	BE0312757298	S	1 365	690		690	100.195	-0.589	1.98		-0.593/-0.565	-0.584	100.00	10	-58.90			1 568	
	7/03/2019	BE0312763353	L	2 920	1 065	62	1 127	100.505	-0.549	2.74		-0.554/-0.530	-0.547	100.00	8	-54.90			1 802	
02/05/2018				**4 300**	**1 845**	**5**	**1 850**			**2.33**	→						1 500	1 900		
	13/09/2018	BE0312758304	S	2 035	890	5	895	100.208	-0.565	2.29		-0.575/-0.545	-0.563	100.00	9	-56.50			2 556	
	8/11/2018	BE0312760326	M	2 265	955		955	100.300	-0.573	2.37		-0.577/-0.560	-0.572	100.00	9	-30.40			1 413	
08/05/2018				**4 795**	**2 604**	**0**	**2 604**			**1.84**	→						2 400	2 800		5 199
	13/09/2018	BE0312758304	S	1 420	770		770	100.201	-0.574	1.84		-0.580/-0.550	-0.569	100.00	9	-57.40			3 451	
	9/05/2019	BE0312764369	L	3 375	1 834		1 834	100.554	-0.545	1.84		-0.550/-0.520	-0.541	40.66	13	-35.60				
05/06/2018				**3 610**	**1 306**	**7**	**1 313**			**2.76**	→						900	1 300		
	11/10/2018	BE0312759310	S	1 900	755		755	100.202	-0.577	2.52		-0.585/-0.550	-0.570	29.33	12	-57.70			1 793	
	13/12/2018	BE0312761332	M	1 710	551	7	558	100.300	-0.570	3.10		-0.575/-0.550	-0.565	62.86	7	-30.10			1 311	
12/06/2018				**5 052**	**2 392**	**0**	**2 392**			**2.11**	→						2 100	2 500		2 003
	13/09/2018	BE0312758304	S	2 465	1 210		1 210	100.146	-0.578	2.04		-0.585/-0.560	-0.573	100.00	12	-25.70			4 221	
	9/05/2019	BE0312764369	L	2 587	1 182		1 182	100.520	-0.566	2.19		-0.573/-0.550	-0.564	100.00	13	-56.60			1 834	
03/07/2018				**5 584**	**1 705**	**0**	**1 705**			**3.28**	→						1 500	1 900		
	8/11/2018	BE0312760326	S	2 502	803		803	100.212	-0.603	3.12		-0.610/-0.585	-0.600	50.30	10	-60.30			2 368	
	10/01/2019	BE0312762348	M	3 082	902		902	100.318	-0.603	3.42		-0.610/-0.580	-0.600	41.33	9	-33.30			3 270	
10/07/2018				**6 240**	**3 000**	**0**	**3 000**			**2.08**	→						2 600	3 000		6 037

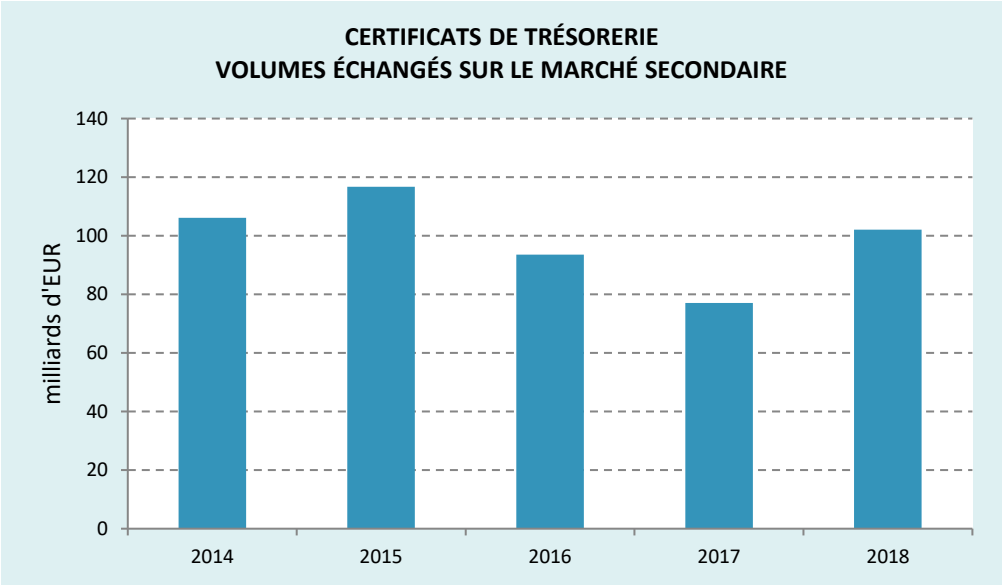
	8/11/2018	BE0312760326	S	2 410	1 140		1 140	100.189	-0.570	2.11		-0.574/-0.555	-0.567	100.00	10	-57.00			3 171	
	11/07/2019	BE0312765374	L	3 830	1 860		1 860	100.562	-0.553	2.06		-0.556/-0.537	-0.551	87.50	12	-37.30				
31/07/2018				**3 020**	**1 335**	**0**	**1 335**			**2.26**	→						1 100	1 500		
	8/11/2018	BE0312760326	S	3 020	1 335		1 335	100.150	-0.550	2.26		-0.556/-0.530	-0.547	100.00	10	-23.10			4 311	
07/08/2018				**5 360**	**1 576**	**0**	**1 576**			**3.40**	→						1 300	1 700		2 258
	13/12/2018	BE0312761332	S	1 795	475		475	100.194	-0.554	3.78		-0.560/-0.530	-0.551	100.00	6	-55.40			1 869	
	11/07/2019	BE0312765374	L	3 565	1 101		1 101	100.517	-0.551	3.24		-0.552/-0.530	-0.547	43.48	9	-55.10			1 860	
04/09/2018				**4 945**	**1 617**	**0**	**1 617**			**3.06**	→						1 400	1 800		
	10/01/2019	BE0312762348	S	2 525	902		902	100.212	-0.605	2.80		-0.610/-0.585	-0.602	62.50	9	-60.50			4 172	
	7/03/2019	BE0312763353	M	2 420	715		715	100.287	-0.566	3.38		-0.575/-0.530	-0.564	100.00	8	-29.70			2 929	
11/09/2018				**5 690**	**2 675**	**38**	**2 713**			**2.13**	→						2 400	2 800		5 431
	10/01/2019	BE0312762348	S	2 145	800		800	100.198	-0.599	2.68		-0.602/-0.570	-0.597	100.00	5	-59.90			5 074	
	12/09/2019	BE0312766380	L	3 545	1 875	38	1 913	100.539	-0.530	1.89		-0.535/-0.510	-0.526	100.00	11	-36.40				
02/10/2018				**3 358**	**1 100**	**107**	**1 207**			**3.05**	→						900	1 300		
	10/01/2019	BE0312762348	S	3 358	1 100	107	1 207	100.177	-0.648	3.05		-0.657/-0.600	-0.641	100.00	6	-33.00			5 874	
09/10/2018				**3 155**	**1 020**	**155**	**1 175**			**3.09**	→						900	1 300		2 548
	12/09/2019	BE0312766380	L	3 155	1 020	155	1 175	100.532	-0.567	3.09		-0.571/-0.550	-0.564	100.00	8	-56.70			1 913	
30/10/2018				**5 692**	**2 397**	**0**	**2 397**			**2.37**	→						2 000	2 400		
	13/12/2018	BE0312761332	S	2 797	1 397		1 397	100.073	-0.627	2.00		-0.650/-0.582	-0.610	100.00	12	-25.80			2 344	
	7/03/2019	BE0312763353	S	1 515	500		500	100.251	-0.714	3.03		-0.719/-0.662	-0.710	40.00	4	-71.40			3 644	
	9/05/2019	BE0312764369	M	1 380	500		500	100.368	-0.698	2.76		-0.706/-0.637	-0.690	100.00	4	-43.90			3 016	
06/11/2018				**8 545**	**3 590**	**216**	**3 806**			**2.38**	→						3 300	3 700		5 646
	13/12/2018	BE0312761332	S	1 985	1 085		1 085	100.055	-0.569	1.83		-0.590/-0.500	-0.557	100.00	8	-20.00			3 741	
	7/03/2019	BE0312763353	S	2 690	805	72	877	100.222	-0.670	3.34		-0.675/-0.610	-0.665	5.00	7	-67.00			4 144	
	7/11/2019	BE0312767396	L	3 870	1 700	144	1 844	100.599	-0.589	2.28		-0.597/-0.560	-0.584	60.00	8	-44.00				
11/12/2018				**2 185**	**1 185**	**56**	**1 241**			**1.84**	→						800	1 200		4 826
	7/11/2019	BE0312767396	L	2 185	1 185	56	1 241	100.558	-0.607	1.84		-0.670/-0.570	-0.595	100.00	10	-60.70			1 844	
TOTAL							**45 682**													

Totaux	S	M	L
Offres compétitives	21 310	5 603	17 794
Offres compétitives & non-compétitives	21 723	5 610	18 389

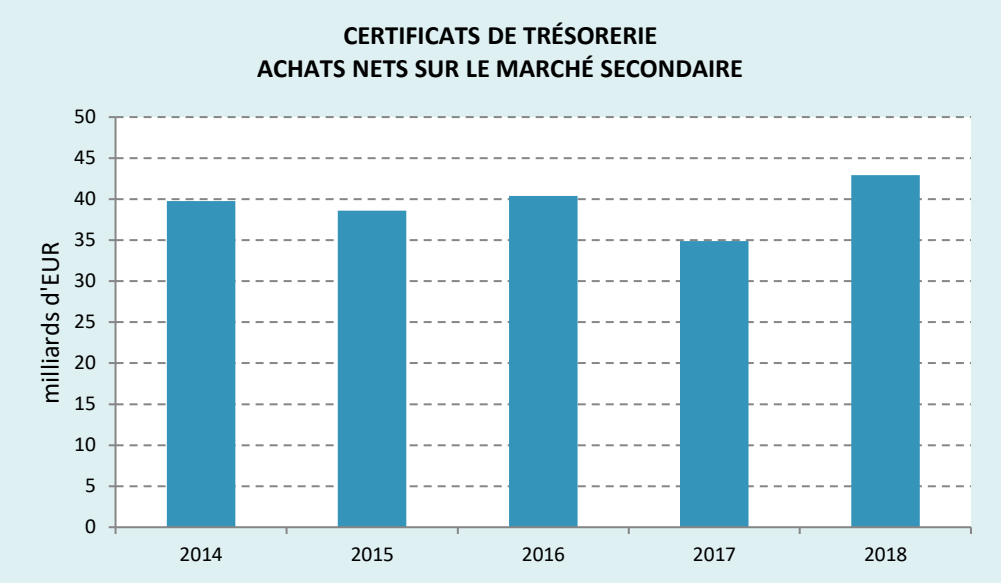
	S	M	L
Rendement moyen	-0.598	-0.599	-0.559

3.2.2. MARCHÉ SECONDAIRE DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

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



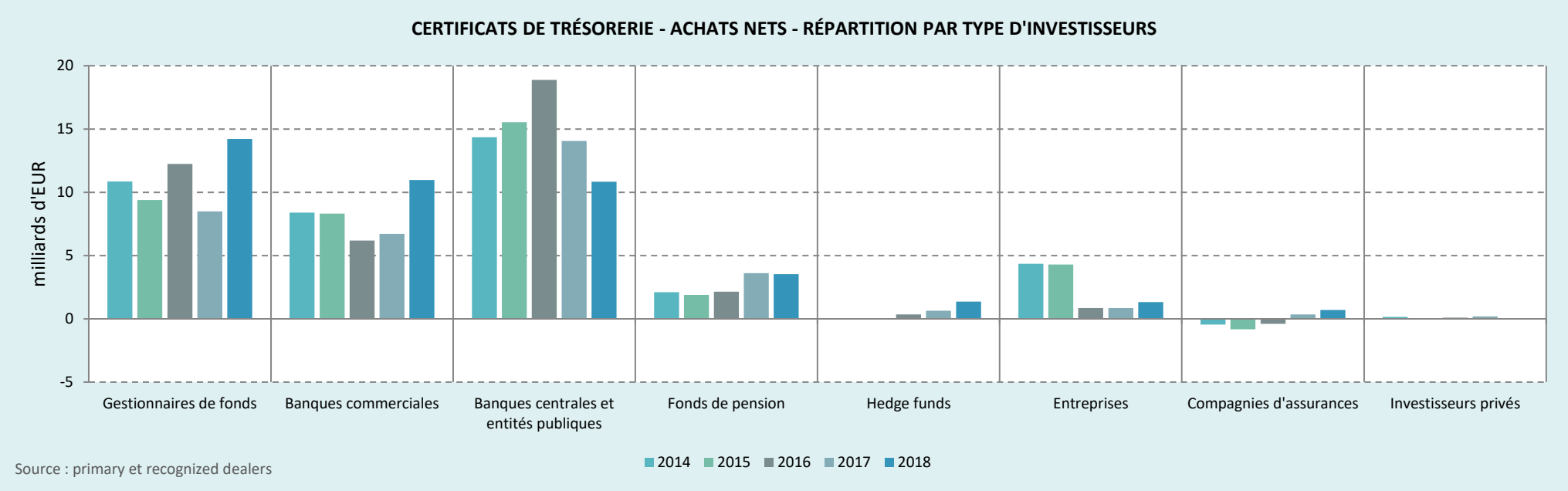
Après deux années consécutives de baisse, les volumes négociés en certificats de Trésorerie sont repartis à la hausse, gagnant 32.46% par rapport au volume de 2017. Les achats nets se sont également repris avec une hausse de 23.05%.

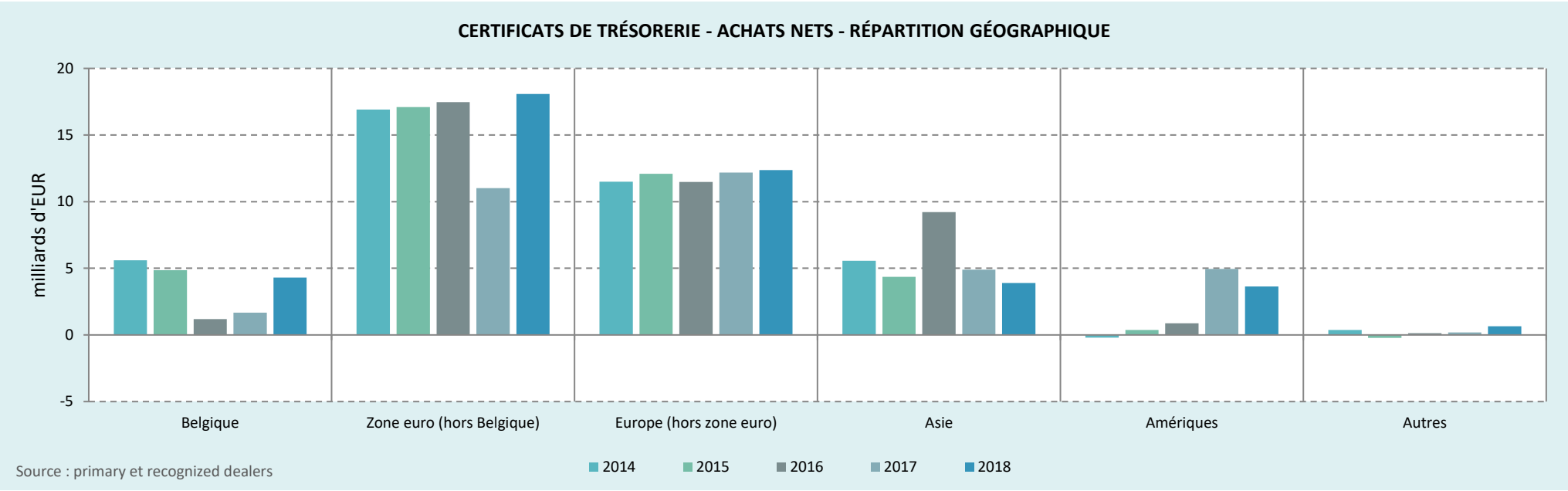


La répartition géographique nous montre principalement une augmentation des achats nets en zone euro (hors Belgique) avec +18.08 milliards d'euros d'achats nets en 2018 contre +11.02 milliards en 2017. La Belgique voit également sa position d'acheteur net se renforcer avec +4.31 milliards d'euros en 2018 contre +1.66 milliard en 2017. L'Europe (hors zone euro) voit sa position d'acheteur net inchangée tandis que les investisseurs américains et asiatiques voient la leur légèrement s'affaiblir.

Du point de vue du type d'investisseurs, les gestionnaires de fonds deviennent les principaux acheteurs nets suivis par des banques et des banques centrales et entités publiques, modifiant juste l'ordre de ce trio inchangé depuis plusieurs années. Les fonds de pension ont quant à eux maintenu leur position d'acheteurs nets par rapport à 2017, tandis que les hedge funds l'ont renforcée.

Enfin, comme à l'accoutumée, les épargnants privés ont montré peu d'intérêt pour les certificats de Trésorerie, de même que les entreprises et les compagnies d'assurances, étant très légèrement acheteurs nets.


CERTIFICATS DE TRÉSORERIE - ACHATS NETS - RÉPARTITION PAR TYPE D'INVESTISSEURS
milliards d'EUR
20
15
10
5
0
-5
Gestionnaires de fonds
Banques commerciales
Banques centrales et entités publiques
Fonds de pension
Hedge funds
Entreprises
Compagnies d'assurances
Investisseurs privés
2014
2015
2016
2017
2018
Source : primary et recognized dealers


CERTIFICATS DE TRÉSORERIE - ACHATS NETS - RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE
milliards d'EUR
20
15
10
5
0
-5
Belgique
Zone euro (hors Belgique)
Europe (hors zone euro)
Asie
Amériques
Autres
2014
2015
2016
2017
2018
Source : primary et recognized dealers

3.3 BONS D'ÉTAT

Les bons d'Etat sont des emprunts en euros à moyen et long termes à revenu fixe et coupons annuels, émis quatre fois par an. Ils sont placés par l'intermédiaire d'établissements placeurs contractuellement liés à l'Agence (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 des entités similaires.

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.

En 2018, l'Agence n'a émis des bons d'Etat qu'à trois reprises, l'émission de décembre ayant été annulée en raison du niveau très peu élevé des taux d'intérêt. Lors de chacune d'elles, seul un bon à 10 ans a été proposé.

C'est dans ce contexte de taux d'intérêt bas que le montant total des souscriptions pour 2018 s'est inscrit en baisse par rapport à 2017. Ainsi, le montant souscrit pour 2018 s'est élevé à seulement 10.36 millions d'euros contre 19.55 millions d'euros durant l'année 2017.

Néanmoins, la poursuite des émissions se justifie par la volonté de maintenir un produit dédié aux particuliers.

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.

ÉMISSIONS DES BONS D'ÉTAT EN 2018

Emissions	Type	Coupon	Prix	Total souscrit
04.03.2018	BE à 10 ans	0.90 %	100 %	5 679 500 EUR
04.06.2018	BE à 10 ans	0.75 %	100 %	2 379 200 EUR
04.09.2018	BE à 10 ans	0.65 %	100 %	2 299 800 EUR
04.12.2018	-	-	-	-
TOTAL				**10 358 500 EUR**

3·4 EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) ET SCHULDSCHEINE

En 2018, un seul emprunt a été émis sous le programme EMTN établi en 2008 par l'Agence.

TRANSACTION EMTN EN 2018			
Date valeur	Echéance	Montant	Type de taux
26/09/2018	03/04/2024	189 096 000 EUR	Fixe
Total		**189 096 000 EUR**	

Le 19 septembre 2018, l'Agence a ainsi émis un emprunt EMTN échéant le 3 avril 2024 et portant un coupon de 0.10%. Le montant récolté s'est élevé à 189.10 millions d'euros.

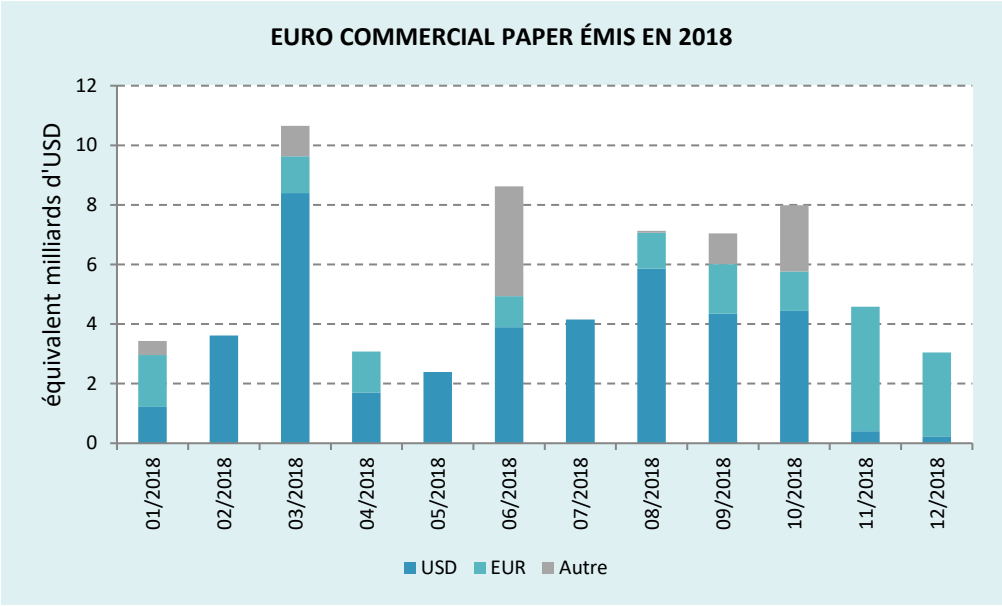
L'on notera que les conditions de marché n'ont pas permis à l'Agence d'émettre plus d'emprunts sous ce programme au cours de l'année sous revue.

Rappelons en effet que de telles émissions ne sont réalisées que si le coût à l'émission est inférieur ou égal au coût d'une OLO de même maturité. Il est bien entendu que le recours à ces nouveaux instruments ne peut compromettre la liquidité des OLO. Les émissions sous le programme EMTN sont ainsi considérées comme un complément au programme OLO traditionnel.

Par ailleurs, l'Agence n'a pas conclu de contrats Schuldscheine en 2018.

3.5 EURO COMMERCIAL PAPER (ECP)

Comme stipulé dans le plan de financement pour 2018, le programme ECP a été utilisé pour combler les déficits de caisse restant après l'émission des certificats de Trésorerie. En outre, l'Agence a eu recours à ce programme pour refinancer la dette en devises en circulation (1.4 milliard de CHF).



Au cours du second semestre 2018, l'Agence a également décidé, après une analyse coûts-bénéfices, de continuer à démanteler la dette en CHF. Le maintien d'une dette en CHF implique en effet d'évaluer si la différence de rendement entre un financement en EUR ou en CHF compense l'évolution du cours de change EUR/CHF. A la fin 2018, cette décision a été progressivement mise en œuvre de sorte que le montant nominal de cette dette a diminué pour passer de 1.4 milliard à 0.77 milliard de CHF. Comme les années précédentes, ce montant a été provisoirement refinancé en euros afin d'éliminer le surplus de caisse de fin d'année.

En 2018, un montant total équivalent à 65 milliards d'euros a été émis en ECP. La durée moyenne pondérée a été de trois semaines.

Comme en 2017, l'Agence a pu obtenir via le programme ECP un très intéressant coût de financement après swap vers euro. Au total, elle a reçu un montant d'environ 25 millions d'euros grâce aux intérêts négatifs. Toutefois, contrairement à la situation prévalant les années précédentes, l'Agence n'a plus obtenu, pour des maturités supérieures à un mois, des rendements après swap vers euro inférieurs à ceux des certificats de Trésorerie avec les mêmes maturités. Ceci a surtout résulté de conditions moins avantageuses du swap de base USD/EUR. C'est ainsi que la part de marché des émissions en USD a diminué pour passer de 94% en 2017 à 62% en 2018 tandis que la part de marché des émissions en EUR a augmenté jusqu'à 25%.

Tout comme en 2017, il ressort que les investisseurs en ECP étaient surtout des banques centrales. Ce programme multidevises offre à ces investisseurs la possibilité d'y placer leurs réserves en devises qui sont principalement constituées de dollars. Certaines banques centrales investissent seulement en ECP et pas en certificats de Trésorerie ni en OLO. C'est ainsi que souvent l'ECP devient un premier moyen d'investir dans des instruments de dette émis par l'Agence auquel s'ajoutent par après d'autres produits.

4
PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

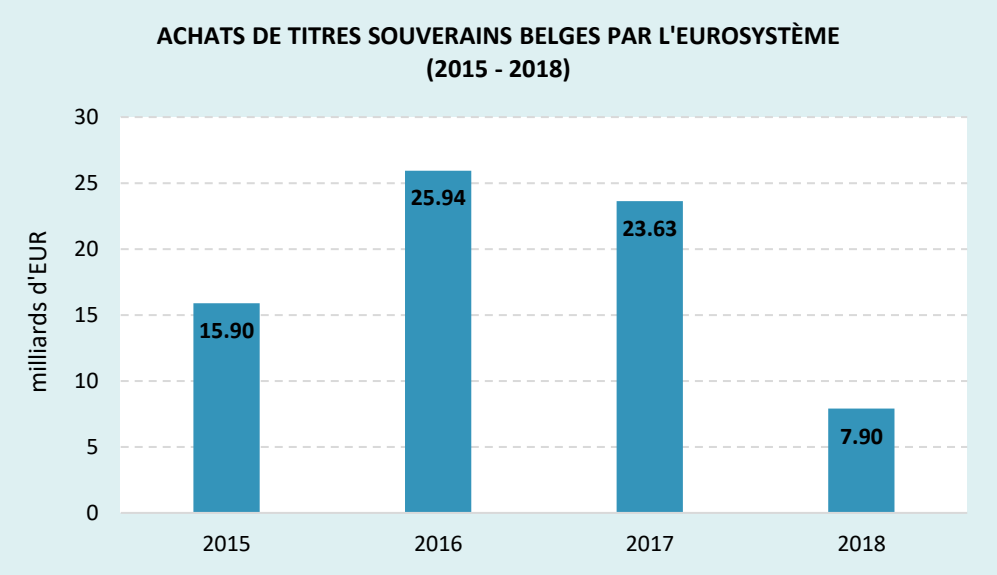
4.1 DÉMANTÈLEMENT DE L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF[1] DE L'EUROSYSTÈME

En 2018, la Banque centrale européenne a acheté pour la quatrième année consécutive des dettes souveraines des pays appartenant à la zone euro[2,3]. Le but de cette mesure non conventionnelle était, et est, de stimuler l'inflation et les attentes en matière d'inflation de telle sorte que celles-ci se rapprochent davantage de l'objectif de la BCE. En son temps, la BCE avait en effet jugé qu'elle ne pouvait pas atteindre ses objectifs avec l'arsenal de mesures conventionnelles ou classiques telles que l'orientation des taux à court terme.

En 2017, le programme d'achat avait déjà été réduit une première fois, plus précisément en avril 2017 au moment où la BCE a décidé de ne plus acheter qu'un montant total mensuel de 60 milliards d'euros de dettes souveraines - ainsi que d'autres instruments comme les dettes d'entreprises, les *asset backed securities* et les *covered bonds* - au lieu de 80 milliards d'euros auparavant. Ce démantèlement a été poursuivi en 2018: à partir de janvier, le montant mensuel a été réduit jusqu'à 30 milliards d'euros et à partir d'octobre jusqu'à 15 milliards d'euros.

Finalement, la BCE a pris la décision de mettre un terme aux achats dès le mois de décembre 2018 étant entendu qu'il s'agissait uniquement d'un arrêt des achats nets. Les montants cités ci-dessus sont d'ailleurs également des achats nets : les montant provenant des titres arrivés à échéance ont entretemps à chaque fois été réinvestis par la BCE. A partir de janvier 2019, la BCE devrait donc toujours continuer à acheter des dettes souveraines et d'autres instruments financiers mais seulement dans le cas du réinvestissement de titres arrivant à échéance. Vu que le volume des titres souverains ne diminuera pas structurellement dans le bilan de la BCE, il sera toujours question en 2019 d'un assouplissement quantitatif mais l'année 2018 aura sonné la fin de l'augmentation du volume des titres détenus par la BCE.

Cette situation impliquait donc pour la dette souveraine belge un montant d'achats beaucoup moins élevé par rapport aux années précédentes. Au total, la BCE a acheté en 2018 pour un montant de 7.90 milliards d'euros de la dette souveraine belge principalement, voire même exclusivement, sous la forme d'OLO. En 2016 et 2017, il s'agissait encore d'un montant de plus de 20 milliards d'euros.



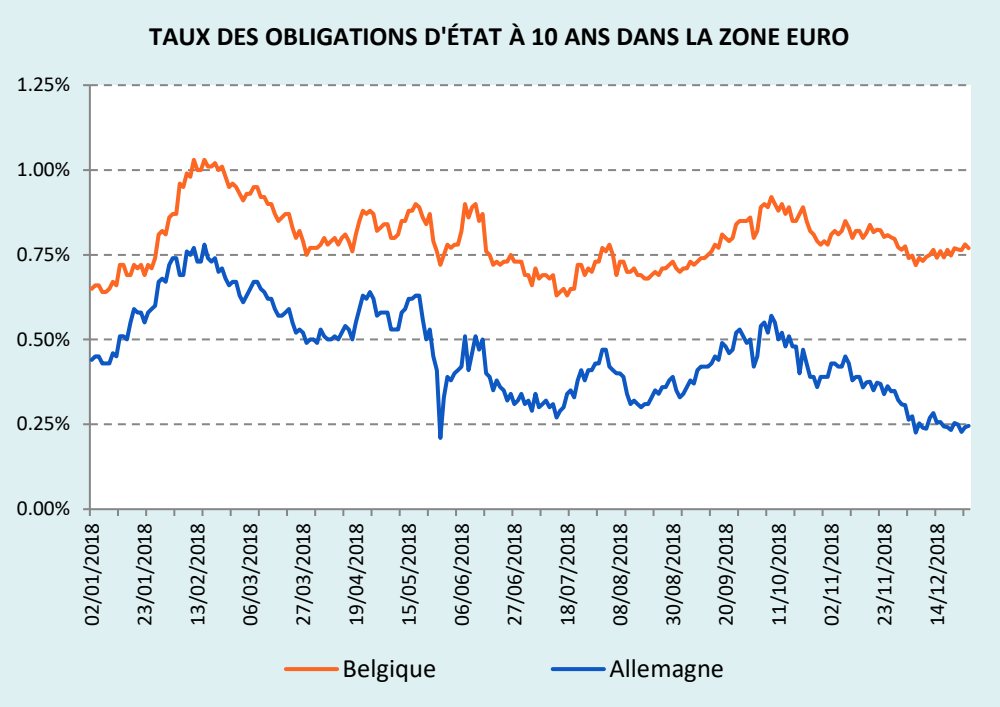
A fin 2018, la BCE avait déjà acheté 73.37 milliards d'euros en OLO. Il s'agissait en l'occurrence de ce que la BCE a payé en espèces pour ces OLO et non pas de la valeur nominale de ceux-ci. Etant donné que bon nombre d'OLO étaient cotées au-dessus (voire même très au-dessus) du pair, la valeur nominale des OLO en possession de la BCE était assurément inférieure de plusieurs milliards par rapport à ces 73.37 milliards d'euros. Mais cela représente néanmoins une part importante du portefeuille total en OLO qui s'élevait à la fin de l'année 2018 à 337.93 milliards d'euros en termes nominaux.

En 2018, d'autres investisseurs devaient donc compenser la diminution de la demande provenant de la BCE. Etant donné que ces investisseurs étaient en général plus – ou même purement – guidés par le rendement de leur investissement, on s'attendait globalement à ce que le démantèlement de l'assouplissement quantitatif aboutisse à des taux plus élevés.

[1] Aussi appelé Q*uantitative Easing* (QE)

[2] A l'exception de la Grèce

[3] En outre, la BCE a également acheté des dettes d'agences et d'institutions publiques ainsi que de banques multilatérales de développement dans le cadre de son *Public Sector Purchase Program* (PSPP)



Cette hausse de taux ne s'est toutefois pas produite. Le taux belge à 10 ans a terminé l'année sur un niveau légèrement supérieur (0.77%) que celui du début de l'année 2018 (0.68%). Le taux allemand à 10 ans s'est même situé significativement plus bas à la fin de l'année par rapport au niveau du début de l'année. Ce ne sont donc pas les taux mêmes mais bien les différentiels de taux qui ont augmenté dans la zone euro. Cette dernière évolution peut très bien être la conséquence tant du démantèlement de l'assouplissement quantitatif que de l'assombrissement des perspectives économiques qui ont engendré un *flight to quality* dont les dettes des pays les plus solvables de la zone euro ont pu profiter.

4.2 ÉMISSION INAUGURALE D'UNE OLO VERTE

Depuis quelques années, les acteurs sur les marchés financiers s'intéressent beaucoup au financement durable. Cela consiste à financer des dépenses et des investissements en tenant compte de leurs conséquences sur l'environnement, les affaires sociales et la gouvernance. A l'origine, le financement durable était surtout axé sur des initiatives et des projets verts qui stimulaient la croissance économique mais qui dans le même temps visaient à diminuer l'empreinte sur l'environnement, à combattre les émissions à effet de serre et la pollution, à réduire au maximum le gaspillage et à améliorer l'efficacité dans l'utilisation des ressources naturelles.

Sur la base de ces idées et du traité international sur le climat de 2015, le gouvernement belge a décidé lors de l'accord d'été de 2017 d'émettre une obligation souveraine verte sous la forme d'une OLO verte. Ce faisant, la Belgique devenait le deuxième pays de la zone euro à prendre une telle décision. Le gouvernement espérait ainsi atteindre deux objectifs:

- montrer l'engagement de la Belgique en matière de prise en charge du changement climatique et la volonté de continuer à sensibiliser davantage les acteurs du marché et le grand public;
- grâce à l'émission d'une obligation importante et liquide, contribuer à augmenter la taille et la liquidité du marché des obligations vertes et obtenir l'adhésion à cette initiative dans le pays.

C'est le 26 février 2018 que l'Agence a émis avec grand succès l'OLO verte pour un montant de 4.50 milliards d'euros (voir aussi le point 3.1.1.). Parmi les investisseurs, il y en avait beaucoup qui étaient mandatés pour travailler sur le financement durable.

Lorsque des sociétés émettent des obligations vertes, c'est généralement pour financer des investissements dans des projets bien spécifiques. Pour les autorités publiques, il en va autrement: les fonds recueillis ne peuvent pas être directement liés à des dépenses ou des investissement déterminés. C'est la raison pour laquelle une autre approche a été développée et décrite dans le *Green OLO Framework* :

- tout d'abord, l'Agence a identifié, en étroite collaboration avec le Service Public Fédéral Environnement, les défis environnementaux que la Belgique souhaite relever dans sa politique environnementale. Ces défis se retrouvent dans cinq catégories définies dans les *Green Bond Principles*[1].
- au sein de ces catégories vertes, l'Agence a identifié avec l'aide des autres services publics les dépenses des autorités fédérales (*dépenses vertes éligibles*) qui financent les actifs (investissements, subsides, dépenses opérationnelles) soutenant la politique environnementale belge. Ces dépenses peuvent consister en des dépenses budgétaires directes mais également en investissements par des entreprises publiques et des diminutions d'impôts.
- des rapports annuels donneront des explications sur les dépenses vertes éligibles qui ont été financées par l'émission de l'OLO verte.
- de tout le travail préparatoire sur l'OLO verte et de la répartition des compétences entre les différents niveaux de pouvoir belges, il ressort déjà que les dépenses vertes éligibles se concentrent essentiellement sur l'infrastructure ferroviaire et l'exploitation des chemins de fer.

Au travers de son reporting annuel, l'Etat belge s'engage à assurer une transparence très poussée concernant le financement des dépenses vertes. En outre, un reporting présentera des explications sur l'impact environnemental de ces dépenses.

Etant donné que l'OLO verte est également une OLO à part entière, elle sera aussi présentée en cette qualité à plusieurs reprises lors des adjudications à venir dans les prochaines années. Après chaque année où l'OLO verte fait l'objet d'une adjudication, il y aura un rapport d'allocation établissant les liens entre les fonds recueillis et le financement des dépenses budgétaires, des investissements et des diminutions d'impôts.

[1] https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/

4.3 PRÉPARATIFS DE L'AGENCE EN VUE DU BREXIT

Le 23 juin 2016, la population britannique a décidé via référendum de quitter l'Union européenne. Le 29 mars 2017, le gouvernement britannique annonçait que cela se produirait au plus tard le 29 mars 2019. Entretemps, le départ pour quitter l'Union européenne a été reporté.

En tant qu'acteur important sur les marchés monétaires et des capitaux européens, l'Agence fédérale de la Dette dispose d'un grand nombre de contacts avec des contreparties établies à Londres. Londres est en effet incontestablement de loin la place financière la plus importante en Europe et l'une des plus importantes dans le monde. Parmi les principales contreparties de l'Agence, à savoir les primary dealers, six sur treize ont leur siège établi à Londres pour leurs activités européennes.

Lorsque le Royaume-Uni quittera l'Union européenne, il peut élaborer une législation propre sur le plan des transactions et des marchés financiers qui ne sera plus nécessairement conforme aux évolutions européennes en la matière.

L'Agence considère qu'il importe que l'animation du marché en OLO et certificats de Trésorerie se fasse essentiellement via des contreparties établies dans l'UE et dans le cadre du droit européen. C'est ainsi que l'Agence a pris la décision en 2018 d'exiger de ses primary et recognized dealers qu'ils aient à tout moment toutes les autorisations leur permettant d'offrir leurs services financiers dans l'ensemble de l'UE et de respecter leurs obligations en tant que dealer. Cette exigence a donc été reprise dès 2019 dans le cahier des charges des primary et recognized dealers et approuvée formellement par l'ensemble des dealers.

Tous les dealers concernés sont à pied d'œuvre depuis un certain temps pour l'élaboration de projets reprenant une adaptation de leur structure et organisation devant leur permettre précisément de continuer à offrir l'ensemble de leurs services financiers dans l'Union européenne. Cela implique concrètement que l'entité juridique représentant le primary ou recognized dealer sera remplacée en temps voulu par une autre entité provenant du même groupe financier mais avec un établissement dans l'UE. Il est veillé à ce que lors de ses contacts avec ces nouvelles entités, l'Agence puisse disposer de manière certaine des mêmes services qu'auparavant. La documentation nécessaire pour ces transferts a été préparée avec les dealers concernés et signée par le Ministre des Finances au début du mois de mars.

Le transfert de fait des activités dépendra évidemment de l'exécution du Brexit, avec ou sans accord. L'Agence est d'avis que l'ensemble des mesures nécessaires ont été prises afin de faire entrer aisément le marché des obligations souveraines belges dans une nouvelle ère.

4.4 STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE

La stratégie de gestion de la dette de l'Etat fédéral a consisté ces dernières années en une réduction continue des risques.

Cette stratégie a également été suivie en 2018 : la durée moyenne de la dette a ainsi augmenté pour passer de 9.29 années en décembre 2017 à 9.62 années à fin décembre 2018. L'allongement de la durée moyenne jusqu'à échéance a résulté en une diminution du risque de refinancement à 5 ans qui est passé de 41.8% à 39.7%, ce qui signifie qu'à la fin 2018, il n'y avait plus que 39.7% de l'ensemble de la dette de l'Etat fédéral à refinancer[1] dans les 5 ans. Ce refinancement comporte chaque fois un risque. En effet, ni le taux du marché ni le taux que l'Etat belge devra payer[2] n'est connu d'avance et cela peut se révéler plus élevé que ce à quoi l'on s'attendait. Vu que le pouvoir fédéral émet presque exclusivement des instruments de dette à taux fixe, le nouveau financement ou le refinancement constituent la principale source de risque. L'allongement de la durée moyenne de la dette permet de garder ce risque sous contrôle.

Les Directives Générales, que le Ministre des Finances détermine chaque année sur proposition du Comité Stratégique de l'Agence, imposent systématiquement depuis 2012 une diminution du risque de refinancement et/ou un allongement de la durée moyenne.

VALEURS MAXIMALES POUR LES RISQUES DE REFINANCEMENT ET VALEURS MINIMALES POUR LA DUREE MOYENNE (DIRECTIVES GENERALES 2012-2018)			
Année	Risque de refinancement à 12 mois (max.)	Risque de refinancement à 12 mois (max.)	Durée moyenne (années min.)
2012	22.50%	60.00%	-
2013	20.00%	60.00% (S1) / 55.00% (S2)	-
2014	20.00%	55.00%	7.50
2015	20.00%	50.00%	7.50 (S1) / 7.75 (S2)
2016	20.00%	50.00%	7.75 (S1) / 8.00 (S2)
2017	20.00%	47.50%	8.50
2018	17.50%	42.50%	9.00

Pour ses propositions visant à allonger la durée moyenne et diminuer le risque de refinancement, le Comité Stratégique de l'Agence s'était inspiré entre autres de l'importante augmentation de la dette de l'Etat fédéral qui est passée de 285.81 milliards en décembre 2007 à 363.84 milliards d'euros en décembre 2011. Le taux d'endettement de la Belgique qui est le rapport entre d'une part la dette fédérale, régionale et des autres pouvoirs publics et, d'autre part, le PIB aux prix du marché avait également augmenté puisqu'il est passé de 86.9% à 102.6%. Une augmentation de la dette publique implique, ceteris paribus, une augmentation des risques et une stratégie axée sur la diminution de ces risques semble donc appropriée.

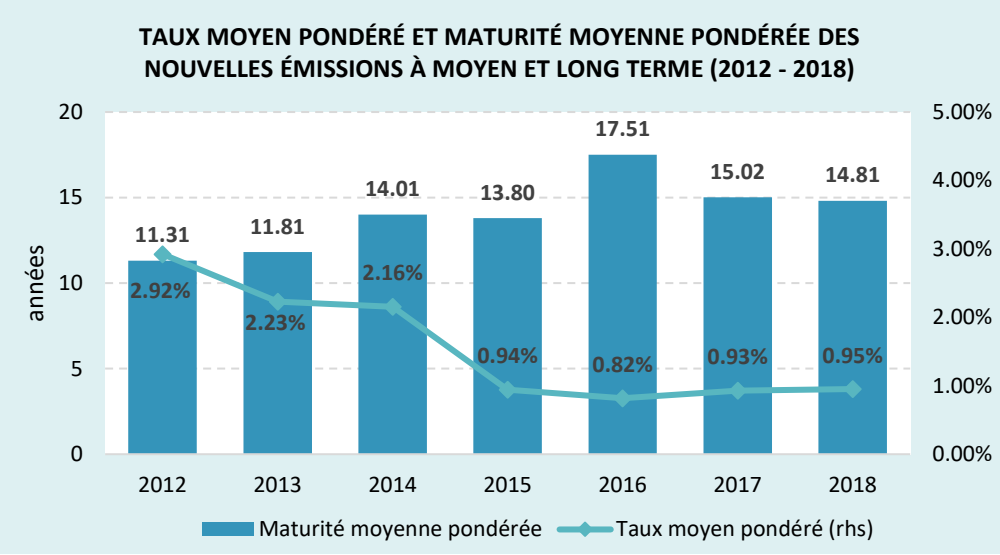
En outre, les besoins de financement à l'origine de l'augmentation de la dette publique sont apparus la plupart du temps de manière inattendue. Cela a notamment été le cas pour le financement des interventions dans les institutions financières à la fin 2008 ainsi que pour la forte augmentation du déficit budgétaire résultant de la récession de 2009. Afin de pouvoir faire face à de pareils chocs, il est primordial que le montant nécessaire au refinancement de la dette soit maîtrisable à la base.

Par la suite, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a généré une forte augmentation des différentiels de taux entre les pays mêmes. Dans le courant de l'année 2010, les taux belges se sont ainsi retrouvés quelque peu sous pression et en 2011, cette évolution s'est poursuivie pour se transformer en novembre 2011 en une augmentation très rapide mais heureusement temporaire des taux. En vue de pouvoir restreindre l'impact d'une telle augmentation des taux, il a à nouveau fallu recourir à un refinancement limité de la dette.

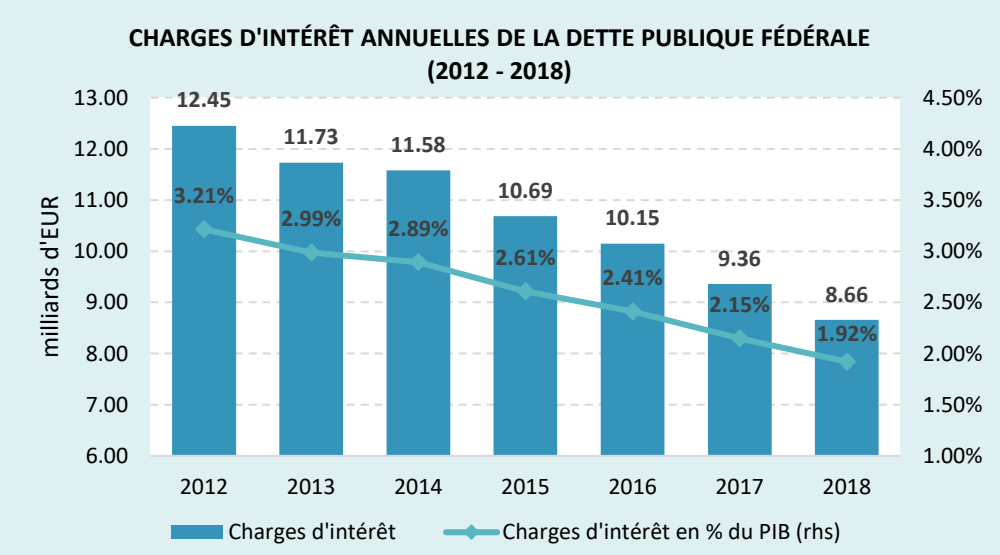
L'élévation de la dette publique et la succession de chocs inattendus en matière de dette et de taux ont ainsi donné l'idée au Comité Stratégique d'aller vers une diminution des risques à l'avenir. Cette stratégie s'est révélée d'autant plus attrayante à mesure que les taux belges ont commencé à diminuer, ce qui s'est produit à partir de 2012. Par conséquent, l'Agence a été en mesure de réaliser les émissions de titres à (très) long terme nécessaires à l'allongement de la durée moyenne à des conditions avantageuses. La comparaison des taux moyens obtenus avec la durée moyenne du financement pour les années 2012-2018 montre ainsi que pour la période 2012-2016, l'Agence a toujours obtenu des durées plus longues à des conditions toujours plus avantageuses. En 2017 et 2018, la durée moyenne des nouvelles émissions a quelque peu reculé tandis que les taux ont légèrement augmenté. Toutefois les résultats étaient toujours meilleurs que ceux de 2015.

[1] Y compris la dette à court terme qui est refinancée en continu.

[2] Le taux que les autorités belges devraient payer dans le cas de taux inchangés ou même de taux sans risque à la baisse peut toutefois augmenter si le *spread* venait à augmenter.



C'est ainsi que le taux à payer sur la dette de l'Etat a baissé d'années en années. Sur la période 2012-2018, les charges d'intérêt ont diminué de 3.79 milliards d'euros, soit 1.29% du PIB. Il s'agit ici d'un résultat surprenant dans la mesure où tant l'élévation de la dette de l'Etat que l'allongement des maturités des émissions auraient en principe dû aboutir à une augmentation des coûts.



Une autre raison expliquant le niveau historiquement bas des taux ces dernières années est l'augmentation de la demande des investisseurs pour des titres à long terme. En effet, afin de quand même obtenir un certain rendement, un grand nombre d'investisseurs ont relevé leurs objectifs en termes de durée pour leurs placements en titres souverains. Ceci a permis au Comité Stratégique de donner la priorité à la réalisation de sa stratégie étant donné que l'on pouvait compter sur une demande suffisante de la part des investisseurs pour des longues durées.

La durée moyenne de la dette de l'Etat fédéral a ainsi évolué pour passer de 6.83 années en 2011 à 9.62 années en 2018. Pour 2019, les Directives Générales ne prévoient pas, pour la première fois depuis des années, de modification de la durée moyenne minimale ou des risques de refinancement maximaux. Ceci indique qu'il n'est plus nécessaire de diminuer davantage les risques sur la dette.

ANNEXES

A GARANTIES D'ÉTAT ACCORDÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION ET PRIMES RECUES (EN EUR)				
	Encours au 31.12.2017	Encours au 31.12.2018	Prime 2017	Prime 2018
Dexia-garantie 2013	34 766 290 471	33 663 741 295	18 653 884	17 580 401

B ÉVOLUTION DU RATING DU ROYAUME DE BELGIQUE

FITCH RATINGS

- 01/06/2018 : Notation AA- confirmée, perspectives stables;
- 30/11/2018 : Notation AA- confirmée, perspectives stables;
- 05/04/2019 : Notation AA- confirmée, perspectives stables.

S&P

- 12/01/2018 : Notation AA confirmée, perspectives stables;
- 23/03/2018 : Notation AA confirmée, perspectives stables;
- 21/09/2018 : Notation AA confirmée, perspectives stables;
- 22/03/2019 : Notation AA confirmée, perspectives stables.

MOODY'S

- 09/11/2018 : Notation Aa3 confirmée, perspectives stables.

DBRS

- 16/02/2018 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives stables;
- 17/08/2018 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives stables;
- 15/02/2019 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives stables.

JAPANESE CREDIT RATING AGENCY

- 02/03/2018 : Notation AAA confirmée, perspectives stables.

RATING AND INVESTMENT INFORMATION, INC.

- 16/04/2018 : Notation AA+ confirmée, perspectives stables;
- 04/02/2019 : Notation AA+ confirmée, perspectives stables.

C DEALERS ET ÉTABLISSEMENTS PLACEURS

PRIMARY DEALERS

BARCLAYS BANK, Londres
BNP PARIBAS FORTIS, Bruxelles
CITIGROUP GLOBAL MARKETS, Londres
CREDIT AGRICOLE CIB, Paris
HSBC FRANCE, Paris
ING BANK, Amsterdam
JP MORGAN SECURITIES, Londres
KBC BANK, Bruxelles
MORGAN STANLEY & CO. INT., Londres
NATIXIS, Paris
NATWEST MARKETS, Londres
NOMURA INTERNATIONAL, Londres
SOCIETE GENERALE, Paris

RECOGNIZED DEALERS

ABN AMRO BANK, Amsterdam
BELFIUS BANQUE, Bruxelles
COMMERZBANK, Frankfort
COÖPERATIEVE RABOBANK U.A, Utrecht
GOLDMAN SACHS INT. BANK, Londres
SCOTIABANK EUROPE, Londres

DEALERS (ECP)

ABN AMRO BANK, Amsterdam
BARCLAYS BANK, Londres
BNP PARIBAS FORTIS, Bruxelles
BRED BANQUE POPULAIRE, Paris
CITIBANK INTERNATIONAL, Londres
ING BANK, Amsterdam
COÖPERATIEVE RABOBANK U.A, Utrecht
SOCIETE GENERALE, Paris

ÉTABLISSEMENTS PLACEURS (BONS D'ÉTAT)

BANQUE DEGROOF PETERCAM, Bruxelles
BELFIUS BANQUE, Bruxelles
BNP PARIBAS FORTIS, Bruxelles
BPOST BANQUE, Bruxelles
CRELAN, Bruxelles
DEUTSCHE BANK, Bruxelles
DIERICKX, LEYS & Cie, Anvers
GOLDWASSER EXCHANGE, Bruxelles
ING BELGIQUE, Bruxelles
KBC BANK, Bruxelles
LELEUX ASSOCIATED BROKERS, Bruxelles
VAN DE PUT & CO, Anvers
VDK SPAARBANK, Gand

D ORGANIGRAMME DE L'AGENCE FÉDÉRALE DE LA DETTE

D1 FRONT-OFFICE

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

TREASURY & CAPITAL MARKETS

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

INTERNAL CONTROLLER

Alexander WEDNER alexander.wedner@minfin.fed.be	+32 257 62916

SECRETARY'S OFFICE

Linda DHOOGHE linda.dhooghe@minfin.fed.be	+32 257 47082
Bobette NDILU NZUZI bobette.ndilunzuzi@minfin.fed.be	+32 257 62017

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

INVESTOR RELATIONS, LEGAL & PRODUCT DEVELOPMENT

DEPUTY DIRECTOR	
Stefan THEYS stefan.theys@minfin.fed.be	+32 257 47223
EXPERTS INVESTOR RELATIONS	
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 COUNSEL	
Claude VANKERCKHOVEN claude.vankerckhoven@minfin.fed.be	+32 257 59962

BELGIAN DEBT AGENCY
Avenue des Arts, 30
B 1040 Brussels (Belgium)

www.debtagency.be

D3 HR BACK-OFFICE & SYSTEMS

Linda AIT-AMEUR linda.ait-ameur@minfin.fed.be	+32 257 81165

BACK-OFFICE

DEPUTY DIRECTOR	
Dominique DALLE dominique.dalle@minfin.fed.be	+32 257 47263
ASSISTANT DEPUTY DIRECTOR	
Steve MOENS steve.moens@minfin.fed.be	+32 257 47419
EXPERTS BO	
Sara DORU sara.doru@minfin.fed.be	+32 257 58254
François LEGROS francois.legros@minfin.fed.be	+32 257 47402
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

E COLOPHON

CONTACT

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

Tel.: + 32 257 470 80
Courriel : public.debt@minfin.fed.be
Site Internet : www.debtagency.be

ÉDITEUR RESPONSABLE

Jean DEBOUTTE
Directeur D2 Middle Office
Président du Comité exécutif

Date : 05/06/2019