AGENCE
FÉDÉRALE
DE LA DETTE

Rapport annuel 2019

TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS DE MONSIEUR ALEXANDER DE CROO, VICE-PREMIER MINISTRE ET MINISTRE DES FINANCES 3

LES GRANDS CHIFFRES DE LA DETTE PUBLIQUE ...4

1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

1.1. ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES TAUX D'INTÉRÊT....8
- 1.1.1. ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE....8
- 1.1.2. ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT....9

1.2. ÉVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2019 11
- 1.2.1. ÉVOLUTION AU NIVEAU DES DIFFÉRENTS SOUS-SECTEURS....11
- 1.2.2. RECETTES ET DÉPENSES....12
- 1.2.3. EVOLUTION DES CHARGES D'INTÉRÊTS SUR LA DETTE PUBLIQUE 15

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

2.1. BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT.... 20

2.2. DIRECTIVES GÉNÉRALES ET MAÎTRISE DES RISQUES....21
- 2.2.1. RISQUES DE REFINANCEMENT ET DE REFIXATION DES TAUX – DURÉE MOYENNE 21
- 2.2.2. RISQUE DE CRÉDIT....22

2.3. CONSOLIDATION DES ACTIFS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES FÉDÉRALES 25

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1. OBLIGATIONS LINÉAIRES (OLO)....29
- 3.1.1. MARCHÉ PRIMAIRE – SYNDICATIONS 29
- 3.1.2. MARCHÉ PRIMAIRE – ADJUDICATIONS....34
- 3.1.3. MARCHÉ SECONDAIRE 39
- 3.1.4. RACHATS....42
- 3.1.5. TITRES SCINDÉS (STRIPS)....44

3.2. CERTIFICATS DE TRÉSORERIE 45
- 3.2.1. MARCHÉ PRIMAIRE 46
- 3.2.2. MARCHÉ SECONDAIRE 51

3.3. BONS D'ÉTAT....54

3.4. EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) ET SCHULDSCHEINE 55

3.5. EURO COMMERCIAL PAPER (ECP) 56

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.1. SUPPRESSION DE LA DETTE EN DEVISES 58

4.2. OPTIONAL REVERSE INQUIRY (ORI) 61

4.3. RÉDUCTION DU NOMBRE DE DEALERS....62

4.4. PUBLICATION DES RAPPORTS GREEN OLO...64

ANNEXES

A. GARANTIES D'ÉTAT ACCORDÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES 67

B. ÉVOLUTION DU RATING DU ROYAUME DE BELGIQUE 68

C. DEALERS ET ÉTABLISSEMENTS PLACEURS (SITUATION AU 29/05/2020) 69

D. ORGANIGRAMME DE L'AGENCE FÉDÉRALE DE LA DETTE....70

E. COLOPHON 71

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

Vous trouverez ci-après le trente troisième rapport annuel de la dette de l'Etat fédéral pour l'année 2019. L'Agence fédérale de la Dette y publie les opérations financières qu'elle a réalisées 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: le démantèlement et la suppression totale de la dette en monnaies étrangères non-couverte; le recours aux « optional reverse inquiries » (ORI), qui consiste en une facility permettant de réaliser des adjudications d'obligations linéaires selon certaines modalités; la diminution du nombre des dealers actifs sur notre dette publique; la publication des rapports ayant trait à l'OLO verte émise par le Royaume de Belgique dans le cadre du changement climatique.

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

En 2019, la Belgique a affiché un taux de croissance de 1.4%, dépassant le taux de croissance de la zone euro (1.2%) pour la première fois depuis 2014. Il faut noter des facteurs positifs dans cette évolution comme le niveau de notre demande intérieure ainsi qu'une nouvelle amélioration de l'emploi et une diminution du taux de chômage qui est redescendu à 5.4% de la population active en 2019.

En matière de finances publiques, le déficit de la Belgique en 2019 a été de 1.9% du PIB. Le taux d'endettement de notre État a, quant à lui, diminué et atteint 98.7% du PIB, en dessous donc de la barre des 100%.

Pour couvrir ses besoins de financement, l'Agence a émis des emprunts à moyen et long terme en 2019 pour un montant de 30.30 milliards d'euros: 29.74 milliards en OLO, 0.55 milliard en EMTN et près de 4 millions d'euros en bons d'Etat.

Par ailleurs, en affichant 16.37 années, la durée moyenne des émissions de l'Agence est restée très élevée en 2019 et la durée moyenne de la dette fédérale en euros a augmenté pour passer de 9.62 années en 2018 à 9.81 années en 2019.

Enfin, dans un contexte de taux d'intérêt très bas, les charges d'intérêt de la dette publique fédérale ont continué à diminuer et sont passées de 8.66 milliards à 8.36 milliards d'euros entre 2018 et 2019. Le taux d'intérêt moyen pondéré sur les instruments en euros de la dette est, quant à lui, passé de 2.17% fin 2018 à 2.00% à la fin de l'année sous revue.

Je terminerai cet avant-propos en constatant avec satisfaction le haut degré de professionnalisme dont l'Agence fédérale de la Dette a continué à faire preuve 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	2018	2019
1. Encours brut de la dette fédérale	**389.08**	**393.85**
• Octroi de crédits du Trésor à des entités du secteur des administrations publiques	1.46	1.26
• Opérations de gestion du Trésor	1.21	0.00
• Titres en portefeuille (Opérations de gestion)	5.64	6.68
• Titres en portefeuille (Titres SACA[1])	2.49	0.00
• Placements à court termes SACA	0.41	0.35
• Réserve pour placements (BNB)	0.00	0.08
Encours net de la dette fédérale	**377.87**	**385.48**
2. Instruments de la dette		
A. Instruments en EUR (après swaps) **:**	**389.08**	**393.85**
• Obligations linéaires (OLO)	337.93	342.78
• Certificats de Trésorerie	24.87	27.50
• Euro Medium Term Notes (EMTN) en EUR	4.56	5.07
• Schuldscheine	2.06	2.01
• Bons d'Etat	0.39	0.16
• Euro Commercial Paper (ECP)	0.20	0.40
• Emprunts privés, interbancaires et divers	13.18	12.74
• EMTN émis en devises	5.66	2.98
• Dette de certains organismes, pour laquelle l'Etat fédéral intervient dans les charges financières	0.23	0.21
En % de la dette en EUR :		
• *Obligations linéaires (OLO)*	*86.85 %*	*87.03 %*
• *Certificats de Trésorerie*	*6.39 %*	*6.98 %*
• *EMTN (EUR + devises)*	*2.63 %*	*2.04 %*
• *Schuldscheine*	*0.53 %*	*0.51 %*
• *Bons d'Etat*	*0.10 %*	*0.04 %*
• *Autres*	*3.50 %*	*3.39 %*
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	2018	2019
1. Evolution en milliards d'EUR	**4.21**	**7.61**
• Solde net à financer	3.97	7.43
• Différences de change	0.04	-0.01
• Capitalisation d'intérêts	0.00	0.00

[1] SACA : Services administratifs à comptabilité autonome

• Dette de certains organismes	-0.02	-0.02
• Reprises de dettes et d'actifs	0.00	0.00
• Octroi de crédits à des entités du secteur des administrations publiques	0.20	0.20
• Divers	0.02	0.01
2. Evolution en %	*1.13 %*	*2.01 %*

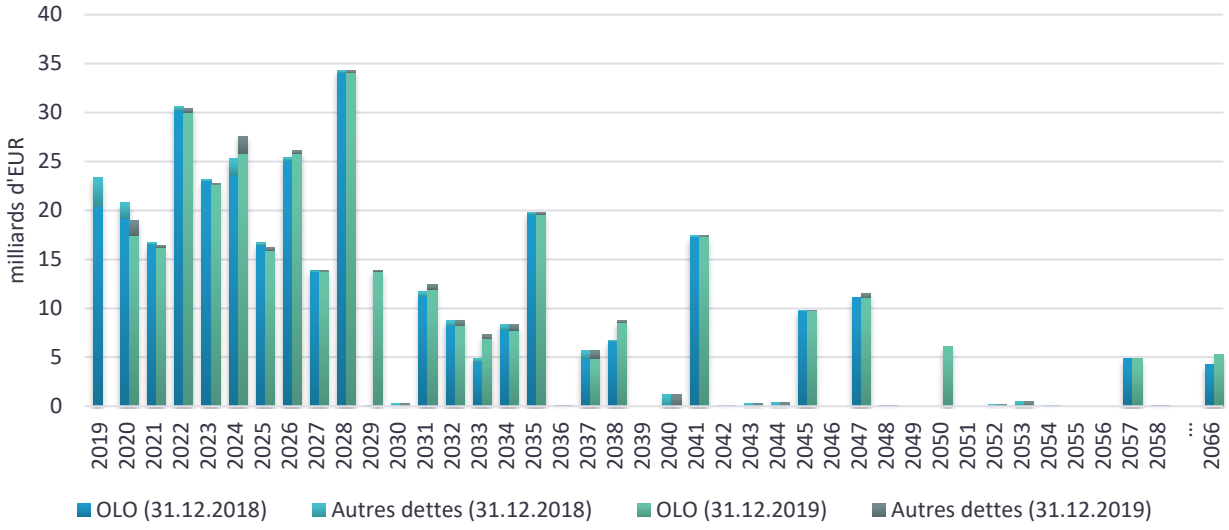
III. CARACTERISTIQUES DE LA DETTE DE L'ETAT FEDERAL	2018	2019
1. Rating octroyé par les agences de rating (long terme)		
• S&P	AA	AA
• Moody's	Aa3	Aa3
• Fitch	AA-	AA-
• DBRS	AA (élevé)	AA (élevé)
2. Répartition selon les monnaies (après swaps)		
• *Dette en EUR*	*100.00 %*	*100.00 %*
• *Dette en devises*	*0.00 %*	*0.00 %*
3. Répartition selon le terme		
• *Long et moyen termes (>1 an)*	*90.64 %*	*90.14 %*
• *Court terme*	*9.36 %*	*9.86 %*
4. Répartition selon le taux		
• *Taux fixe*	*90.26 %*	*89.64 %*
• *Taux variable*	*9.74 %*	*10.36 %*
5. Duration effective de la dette en EUR (en années)	8.56	9.45
6. Durée moyenne pondérée de la dette en EUR (en années)	9.62	9.81
7. Charges d'intérêt de l'Etat fédéral	8.66	8.36
8. Taux d'intérêt moyen pondéré [2]	*2.17 %*	*2.00 %*

IV. PASSAGE DE LA DETTE FEDERALE A LA DETTE DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS	2018	2019
1. Encours de la dette fédérale	389.08	393.85
2. Encours de la dette d'autres entités fédérales[3]	16.18	16.09
3. Dette des communautés et régions, des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale	88.14	89.14
4. Effet de consolidation	34.23	31.80
5. Autres corrections	-0.11	-0.13
Dette consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)	**459.06**	**467.16**
6. Produit intérieur brut (PIB)	459.53	473.09
Ratio d'endettement de l'ensemble des pouvoirs publics (1+2+3-4+5)/6	***99.90%***	***98.75%***

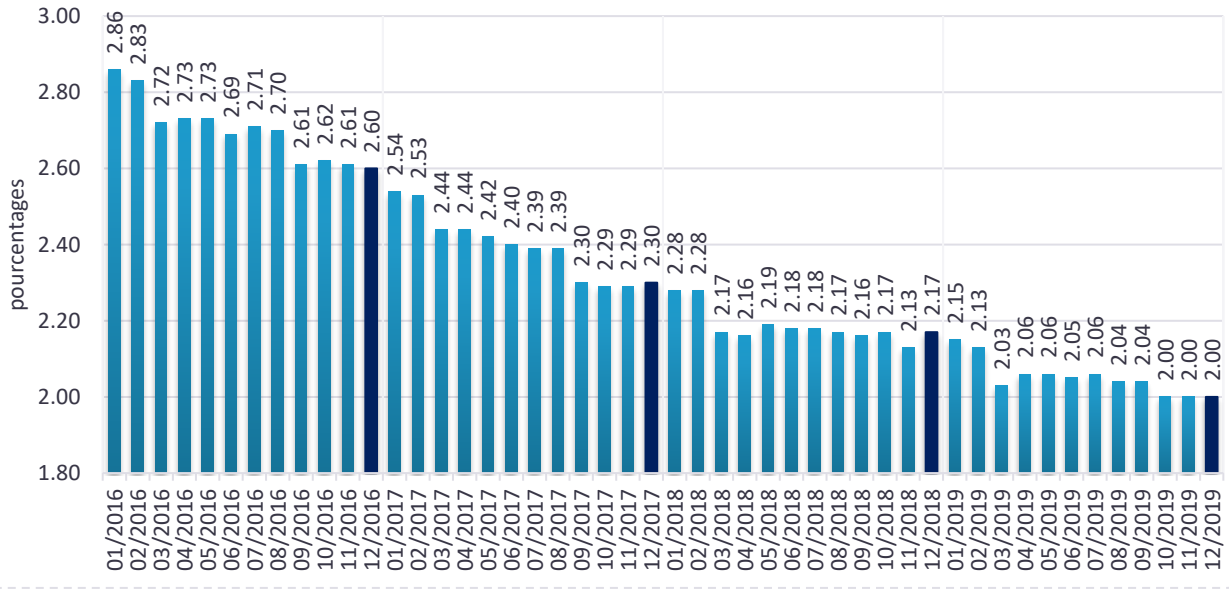
[2] Moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les instruments en euros de la dette à fin d'année.

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

Échéancier de la dette de l'État à long terme



Taux actuariel moyen pondéré de la dette



1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

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

1.1.1. Évolution de l'économie

La croissance économique mondiale a continué à ralentir pour passer de 3.6% du PIB en 2018 à 2.9% en 2019, soit le niveau le plus bas depuis la crise économique et financière de 2008-2009. Ceci est essentiellement dû aux incertitudes pesant sur la politique commerciale entre la Chine et les Etats-Unis ainsi que celles entourant le Brexit, dans une moindre mesure.

Les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis ont touché l'ensemble des acteurs participant aux chaines de production concernées, surtout donc l'industrie manufacturière. Dans ce contexte, les incertitudes ont également pesé sur les investissements. Par contre, le secteur des services est resté plus résilient et a soutenu la création d'emplois et les revenus des ménages. La demande intérieure, quant à elle, a été soutenue par des conditions de financement avantageuses en 2019 en raison de politiques monétaires plus accommodantes.

L'on notera que la décélération de l'activité économique s'est manifestée tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes. La croissance du PIB est ainsi passée par exemple de 2.9% à 2.3% aux Etats-Unis entre 2018 et 2019, de 1.9% à 1.2% dans la zone euro et de 6.6% à 6.1% en Chine.

Dans la zone euro, ce recul de la croissance résulte principalement de la décélération du commerce international et de la croissance mondiale affectant particulièrement l'industrie manufacturière et les exportations. En outre, le recul de l'activité industrielle s'est surtout manifesté dans l'industrie automobile touchée par des changements réglementaires en matière technologique et environnementale. La construction, le secteur tertiaire et les investissements ont continué à apporter une contribution positive à la croissance économique.

En outre, à la suite de la hausse du revenu disponible des ménages, liée à l'augmentation de l'emploi et des salaires, la consommation privée a continué de croître en 2019. Le marché du travail est resté dynamique avec une augmentation de l'emploi et une diminution du chômage dans la zone euro. En outre, en dépit de l'augmentation des coûts salariaux, l'inflation s'est ralentie sous l'effet de la diminution de la croissance, de la baisse des prix importés et surtout des prix de l'énergie.

En Belgique, la croissance économique a diminué mais dans une moindre mesure que dans la zone euro. L'augmentation du PIB belge s'est élevée à 1.4% en 2019 contre 1.5% en 2018. L'activité belge a, en effet, été moins affectée par les tensions commerciales internationales étant donné l'importance moins significative de l'industrie manufacturière en Belgique.

Comme en 2018, les exportations ont été freinées par l'état du commerce mondial en 2019 tandis que la demande intérieure est restée le principal moteur de la croissance belge. En outre, l'activité dans les services et la construction est restée soutenue.

L'emploi a continué de croitre, affichant une augmentation de 1.6% entre 2018 et 2019 avec la création de plus de 77 000 nouveaux postes. Le taux de chômage a ainsi baissé jusqu'à 5.4% de la population active, un niveau plus atteint depuis des années.

Le taux d'inflation, quant à lui, s'est replié en 2019 pour atteindre 1.2% contre 2.3% en 2018.

L'augmentation des salaires, les diminutions d'impôts et des prix de l'énergie ont eu un effet positif sur le pouvoir d'achat qui a augmenté de 2.5% entre 2018 et 2019. Cette croissance du pouvoir d'achat s'est répercutée sur l'investissement résidentiel essentiellement.

1.1.2. Évolution des taux d'intérêt

La faiblesse de l'inflation a généré de nouveaux assouplissements des politiques monétaires notamment aux Etats-Unis et dans la zone euro.

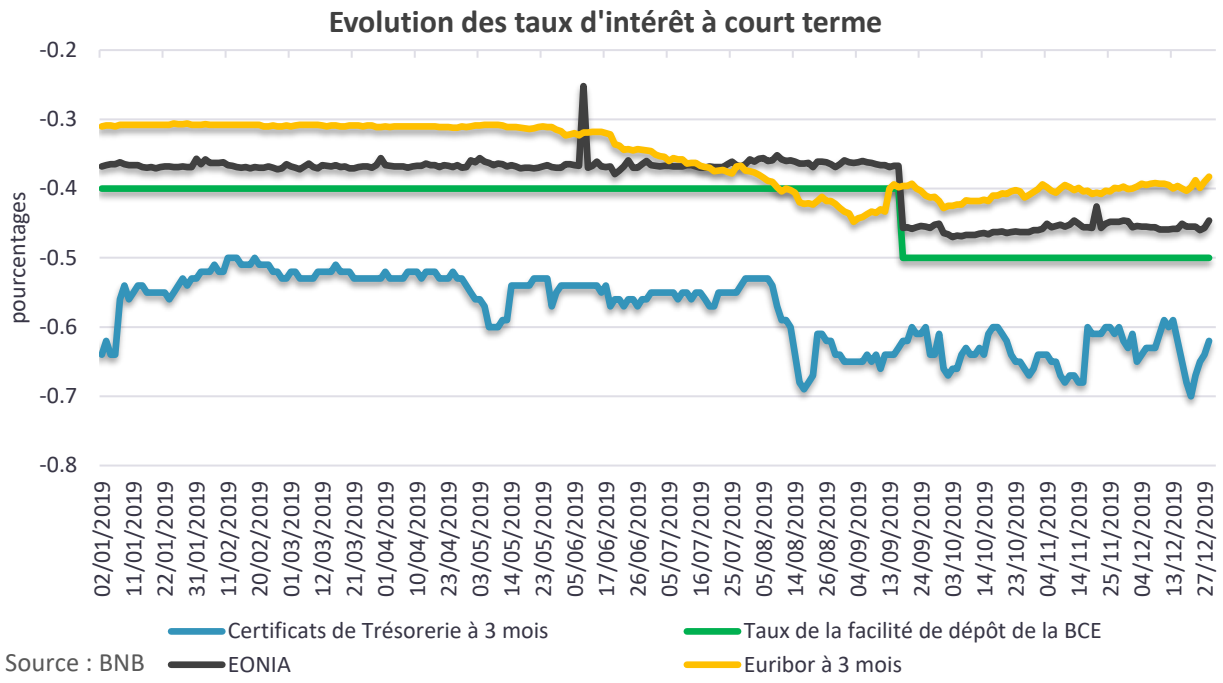
Ainsi, aux Etats-Unis, la baisse de l'inflation et les risques potentiellement négatifs entourant l'environnement international ont incité la Réserve fédérale à diminuer à trois reprises ses taux directeurs en 2019. Le taux des fonds fédéraux a ainsi finalement été ramené dans une fourchette allant de 1.50% à 1.75% en octobre 2019. Les taux longs américains, quant à eux, ont affiché une tendance baissière jusqu'en été pour ensuite remonter légèrement en fin d'année. La baisse des taux directeurs et la légère remontée des taux longs ont stoppé l'inversion de la courbe des taux américains. L'emprunt de référence américain à 10 ans est ainsi passé en moyenne de 2.73% en janvier à 1.65% en août pour remonter progressivement jusqu'en décembre à 1.86%. L'on notera que les taux américains sont restés en territoire positif sur l'ensemble de la courbe des maturités.

Dans un contexte d'affaiblissement de la situation économique et de diminution de l'inflation au sein de la zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a décidé, en septembre 2019, de prendre différentes mesures d'assouplissement de la politique monétaire. La BCE a ainsi diminué de 10 points de base son taux de référence du marché monétaire, à savoir le taux de la facilité de dépôt, qui est passé de -0.40% à -0.50%. Elle a également décidé de reprendre les achats nets de titres publics et privés à concurrence de 20 milliards d'euros par mois à partir de novembre 2019.

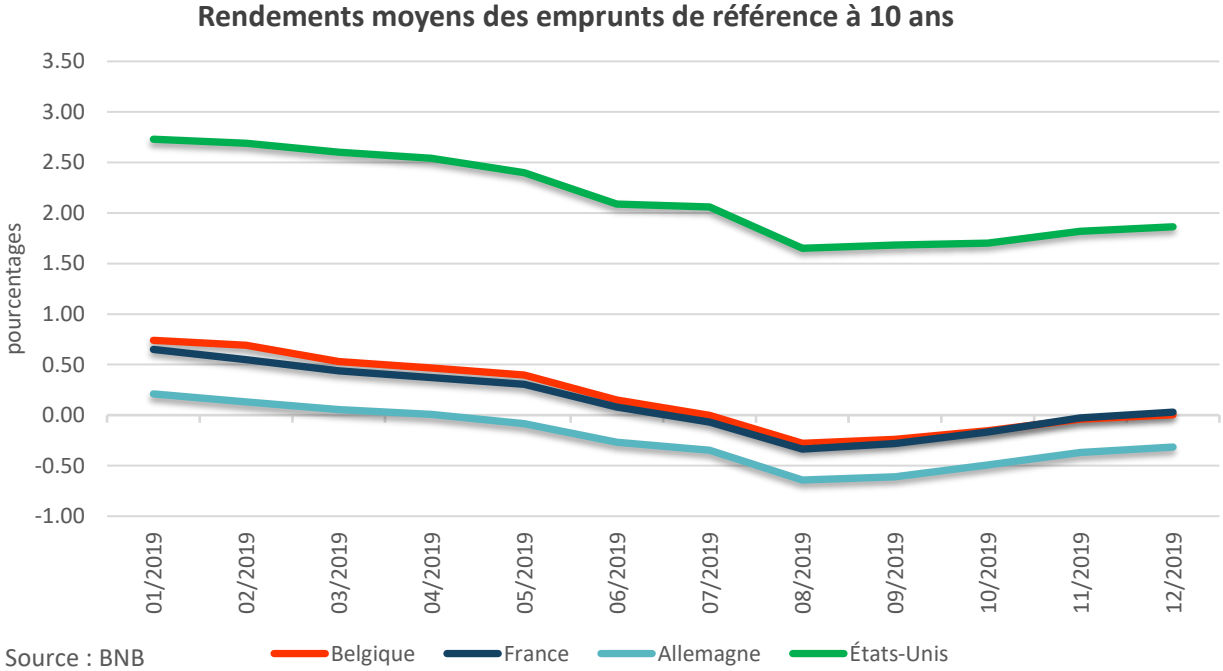
Ces mesures ont pesé sur les taux d'intérêt à court terme ainsi que sur les taux sans risque à moyen et long termes de la zone euro. La courbe des taux s'est ainsi retrouvée en grande partie en territoire négatif.

Tout comme en 2018, les taux d'intérêt du marché monétaire de la zone euro sont restés très bas en 2019. L'EONIA (Euro Overnight Index Average) a suivi une évolution stable avec une moyenne de -0.366% jusqu'à la mi-septembre. Ensuite, après la baisse du taux de la facilité de dépôt à -0.50%, l'EONIA s'est situé à des niveaux moins élevés pour atteindre une moyenne de -0.457% jusqu'à la fin de l'année.

Comme mentionné plus haut, cette évolution à la baisse des taux courts s'est répercutée sur les taux longs y compris en Belgique. Le rendement du benchmark à 10 ans a évolué à la baisse pour passer de 0.71% en début d'année à des niveaux plus proches de 0% à la mi-juillet 2019, période après laquelle ce taux est entré en territoire négatif avec une moyenne de -0.22% jusqu'en septembre pour finalement très légèrement remonter à 0% à fin décembre. Les écarts de taux avec l'Allemagne sont restés serrés au cours de l'année sous revue. Le spread moyen entre les emprunts de référence à 10 ans allemands et belges a ainsi été de 49 points de base en moyenne au premier semestre et 34 points de base pour le second semestre 2019.



Source : BNB



Source : BNB

1. EVOLUTION ÉCONOMIQUE ET DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS

1.2. ÉVOLUTION DES FINANCES DES POUVOIRS PUBLICS EN 2019

Selon les chiffres publiés par l'Institut des Comptes Nationaux (ICN) le 20 avril 2020, le déficit de l'ensemble des administrations publiques belges s'élevait à 1.9% du PIB en 2019. Le solde de financement s'est détérioré par rapport à l'année précédente, où un déficit de 0.8% du PIB avait été enregistré.

Avec ce résultat, notre pays n'a pas atteint l'objectif fixé dans le programme de stabilité 2019-2022 soumis aux autorités européennes en avril 2019, qui prévoyait un déficit de 0.8% du PIB pour 2019.

L'augmentation du déficit peut s'expliquer par une augmentation des prestations sociales et des mesures ponctuelles. Les mesures temporaires concernent notamment la diminution des recettes de l'impôt sur les sociétés après une augmentation temporaire en 2017 et 2018.

L'impact du cycle économique sur les finances publiques a été légèrement positif. Le programme de stabilité 2019-2022 est basé sur les hypothèses macroéconomiques du budget économique de février 2019. À cette époque, le PIB devait augmenter de 1.3% en 2019. Toutefois, selon les chiffres de la Banque nationale de Belgique, le PIB a augmenté de 1.4% cette année-là.

1.2.1. Évolution au niveau des différents sous-secteurs

Les données de l'ICN, compilées sur la base du SEC 2010, montrent que le déficit de 1.9% du PIB est composé d'un déficit de 1.8% dans l'entité I (administration fédérale et sécurité sociale) et d'un déficit de 0.1% dans l'entité II (communautés, régions et administrations locales).

Dans l'entité I, le pouvoir fédéral a enregistré un déficit de 2.0% du PIB, tandis que les comptes de la sécurité sociale ont enregistré un excédent de 0.2%. Dans l'entité II, les Communautés et les Régions ont enregistré un déficit de 0.2%, tandis que les budgets des autorités locales ont enregistré un excédent de 0.1%.

Contrairement aux années précédentes, le programme de stabilité n'a fourni qu'une estimation au niveau des entités et non au niveau des administrations publiques[4]. Le programme de stabilité a estimé le déficit de l'entité I à 0.7% du PIB. Pour l'entité II, un déficit limité de 0.1% du PIB était attendu.

Les résultats budgétaires sont donc nettement moins bons que les projections du programme de stabilité au niveau de l'entité I. Pour l'entité II, ils sont conformes aux objectifs.

La réalisation d'un excédent dans le domaine de la sécurité sociale est principalement due à l'augmentation des transferts du gouvernement fédéral.

La Communauté flamande a enregistré un excédent en 2019, et la Région wallonne est parvenue à réduire son déficit. Dans les autres communautés et régions, à l'exception des commissions communautaires, le solde de financement s'est détérioré en 2019.

[4] Le programme de stabilité 2019-2022 ne comprenait pas d'estimations au niveau des administrations publiques, car des élections fédérales et régionales ont eu lieu le 26 mai 2019. Les gouvernements suivants ont dû reconsidérer et décider des objectifs budgétaires conformément à la procédure prévue dans l'accord de coopération du 13 décembre 2013. Les estimations et la trajectoire des entités et des administrations publiques dans leur ensemble ont donc été présentées à titre purement indicatif.

L'effet du règlement résultant de la détermination finale du facteur d'autonomie dans l'impôt régional sur le revenu des personnes physiques en 2018 a disparu en 2019 et n'affecte donc plus le solde du gouvernement fédéral de manière positive et le solde des trois régions de manière négative.

REALISATIONS EN MATIERE DE SOLDE DE FINANCEMENT (EN % DU PIB)[5]			
	Réalisations (SEC) 2018	Programme de stabilité 2019-2022	Estimations (SEC) 2019
Ensemble des pouvoirs publics	-0.8	-0.8	-1.9
Entité I	**-0.2**	**-0.7**	**-1.8**
- Pouvoir fédéral	-0.2	-	-2.0
- Sécurité sociale	0.0	-	0.2
Entité II	**-0.5**	**-0.1**	**-0.1**
- Communautés et régions	-0.4	-	-0.2
- Administrations locales	-0.1	-	0.1

1.2.2. Recettes et dépenses

Recettes

Les recettes totales des administrations publiques ont diminué de 1.1 point de pourcentage du PIB en 2019 et s'élèvent ainsi à 50.3% du PIB.

Cette baisse est principalement due à la diminution des recettes fiscales et parafiscales de 1.0 point de pourcentage du PIB et, dans une moindre mesure, des recettes non fiscales et parafiscales de 0.1 point de pourcentage du PIB.

La diminution des recettes fiscales et parafiscales est principalement due à la baisse des recettes de l'impôt sur les sociétés. Après une augmentation significative sur la période 2017-2018, ces recettes ont diminué de 0.6 point de pourcentage du PIB pour atteindre 3.8% du PIB en 2019.

Les versements anticipés des entreprises ont fortement augmenté au cours de la période 2017-2018 en raison de la nouvelle augmentation du taux de majoration de l'impôt en cas de paiements anticipés insuffisants, qui est passé de 2.25% à 6.75%, ce qui a encouragé les entreprises à effectuer des versements anticipés plus importants. Il s'est avéré qu'il s'agissait d'un déplacement des revenus dans le temps, ce qui a entraîné une diminution des montants retenus en 2019.

Les impôts sur le revenu du travail ont diminué. Les recettes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ont diminué de 0.5 point de pourcentage du PIB à la suite des mesures prises dans le cadre de la troisième et dernière phases du tax shift. L'exonération fiscale a été harmonisée et augmentée, la tranche d'imposition de 40% a été élargie et la prime fiscale au travail a été augmentée.

Les recettes provenant des prélèvements sur les autres revenus et les actifs ont légèrement diminué en raison de la faiblesse des taux d'intérêt qui a fait baisser les recettes provenant du précompte mobilier. La réforme des droits de succession introduite en Région flamande depuis septembre 2018 a également entraîné une légère diminution des recettes provenant des droits de succession.

Les taxes sur les biens et services ont légèrement diminué. Les recettes de la TVA et des droits d'accises ont été freinées par la faible croissance de la consommation des ménages privés. A noter aussi l'effet de la décision du gouvernement fédéral de ne pas indexer les taux d'accises en 2019.

Les autres impôts indirects ont augmenté de 0.1% du PIB, en grande partie en raison de l'augmentation des recettes provenant des droits d'enregistrement due au comportement anticipatif de la suppression du bonus logement en Région flamande.

[5] Chiffres conformes à SEC 2010. Ces chiffres ne tiennent pas compte des paiements anticipés dans le cadre des centimes additionnels régionaux, mais sont basés sur les centimes additionnels effectivement enrôlés.

Les recettes non fiscales et parafiscales ont diminué en raison de la baisse du dividende versé par Belfius au gouvernement fédéral.

Dépenses

Les dépenses primaires sont restées relativement stables en 2019. Cette année, la part des dépenses primaires dans le PIB a légèrement augmenté de 0.1 point de pourcentage du PIB pour atteindre 50.2% du PIB. Par conséquent, elle n'est pas revenue à la tendance à la baisse au cours de la période 2014-2017, qui a été interrompue en 2018.

Les dépenses courantes ont augmenté de 0.25 point de pourcentage du PIB, principalement en raison d'une augmentation des prestations sociales. Cela est dû, entre autres, au vieillissement de la population. Les dépenses d'investissement ont diminué, en partie à cause de la baisse des investissements des autorités locales. La faiblesse des taux d'intérêt a entraîné une nouvelle baisse des charges d'intérêt. Ces deux évolutions ont compensé l'impact négatif de l'augmentation des dépenses courantes sur le solde de financement.

Les différentes catégories de dépenses de prestations sociales ont augmenté de 0.2 point de pourcentage du PIB, à l'exclusion des allocations de chômage, des pensions de retraite anticipée et des interruptions de carrière. La croissance a été la plus prononcée pour les soins de santé, les pensions et les prestations de maladie et d'invalidité.

Les achats de biens et de services ont légèrement diminué, tandis que les salaires des employés du secteur public ont stagné. Au niveau fédéral, ces évolutions ont été facilitées par le fait qu'en 2019, il y avait un gouvernement en affaires courantes dans lequel les dépenses étaient réglementées par des douzièmes provisoires et soumises à des restrictions.

Depuis 2014, les dépenses en matière d'allocations de chômage n'ont cessé de diminuer. Ce déclin est dû à plusieurs facteurs : la situation économique favorable, l'étroitesse du marché du travail, le retrait important de la génération du baby-boom de la population active et les mesures prises pour durcir les conditions d'accès aux prestations.

L'investissement public a diminué en raison de la baisse des dépenses d'investissement des collectivités locales. Ce déclin est spécifique au cycle d'investissement des autorités locales. À l'approche des élections locales de 2018, les dépenses d'investissement locales ont temporairement augmenté au cours de la période 2017-2018.

RECETTES ET DÉPENSES DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS (EN % DU PIB)

	Réalisations 2018	Estimations 2019
Recettes totales	51.4	50.3
(dont recettes fiscales et parafiscales)	44.2	43.2
Dépenses primaires	50.1	50.2
Dépenses totales	**52.2**	**52.2**

La combinaison des recettes et des dépenses primaires en pourcentage du PIB a permis de dégager un excédent primaire de 0.1% du PIB en 2019. C'est le niveau le plus bas depuis 2012.
Ce résultat est également nettement moins favorable que l'objectif fixé dans le programme de stabilité, qui prévoyait un excédent de 1.3% du PIB.

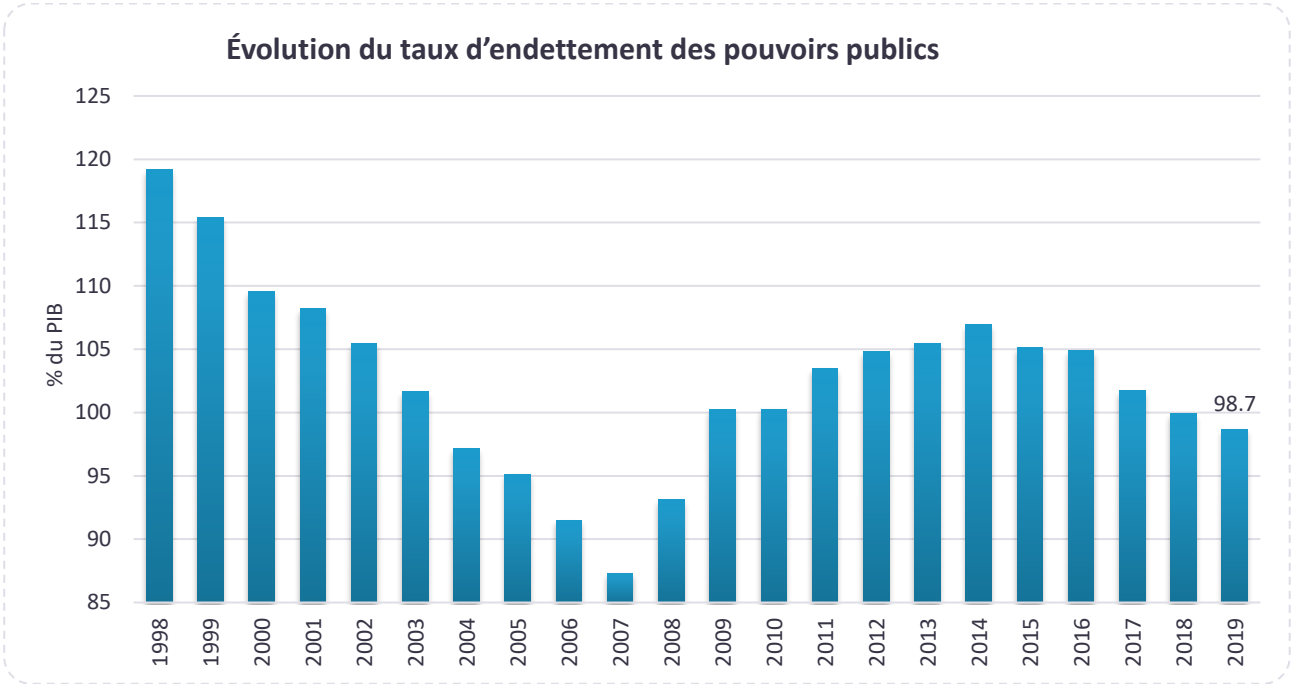
La baisse des charges d'intérêt sur la dette publique s'est poursuivie en 2019. Elles ont diminué de 0.1 point de pourcentage du PIB par rapport à 2018 et s'élèvent à 2.0% du PIB.

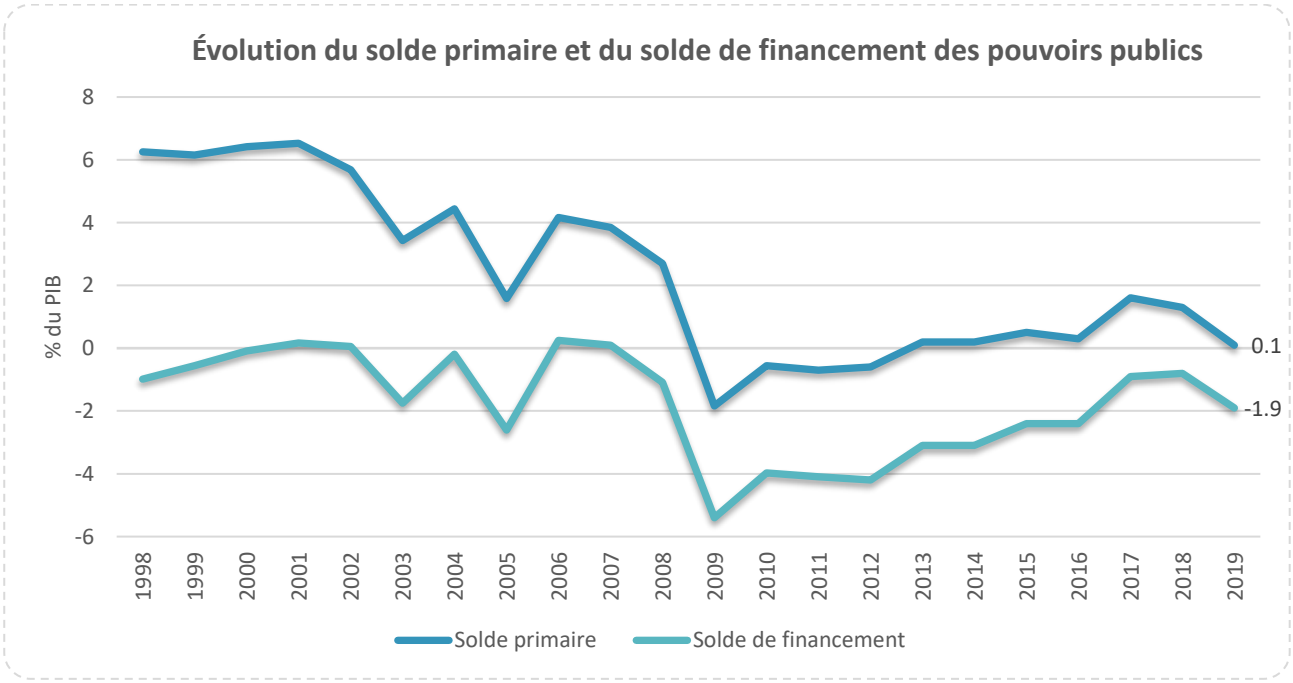
Cette évolution est entièrement due à la baisse du taux d'intérêt implicite sur la dette. En effet, les taux d'intérêt du marché payés sur les nouvelles émissions sont restés inférieurs à ceux des titres et des prêts arrivés à échéance. À court et à long terme, le taux d'intérêt négatif a même permis à l'État de se procurer des rentrées financières.

Le ratio de la dette publique qui était de 99.9% du PIB en 2018 est passé à 98.7% à fin 2019. Avec cette diminution de 1.2 point de pourcentage du PIB, le ratio d'endettement reste donc en dessous de la barre des 100%.

La baisse du taux d'endettement est due à l'influence favorable de facteurs endogènes. Ces

facteurs sont principalement liés à l'écart positif entre la croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt implicite sur la dette publique, ainsi qu'à l'excédent primaire (0.1% du PIB), dont la contribution a été nettement inférieure à celle des années précédentes. Les facteurs exogènes ont eu un effet neutre sur le taux d'endettement.



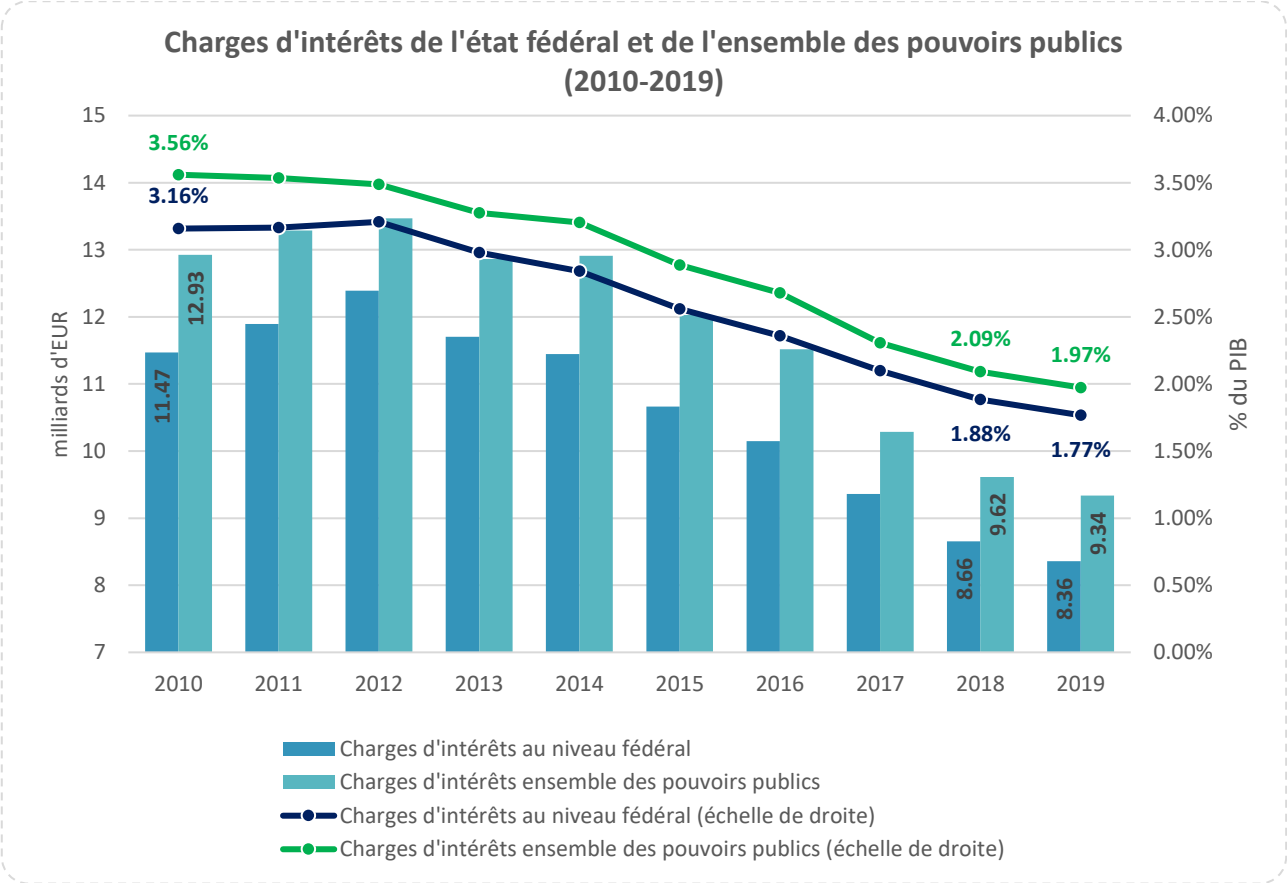


1.2.3. Evolution des charges d'intérêts sur la dette publique

Dans le chapitre précédent, il a été fait référence à la diminution de la charge d'intérêts sur la dette publique de 0.1% du PIB en 2019 (de 2.1% à 2.0% du PIB). En 2019, il s'agit plus précisément d'une réduction de 280 millions d'euros.

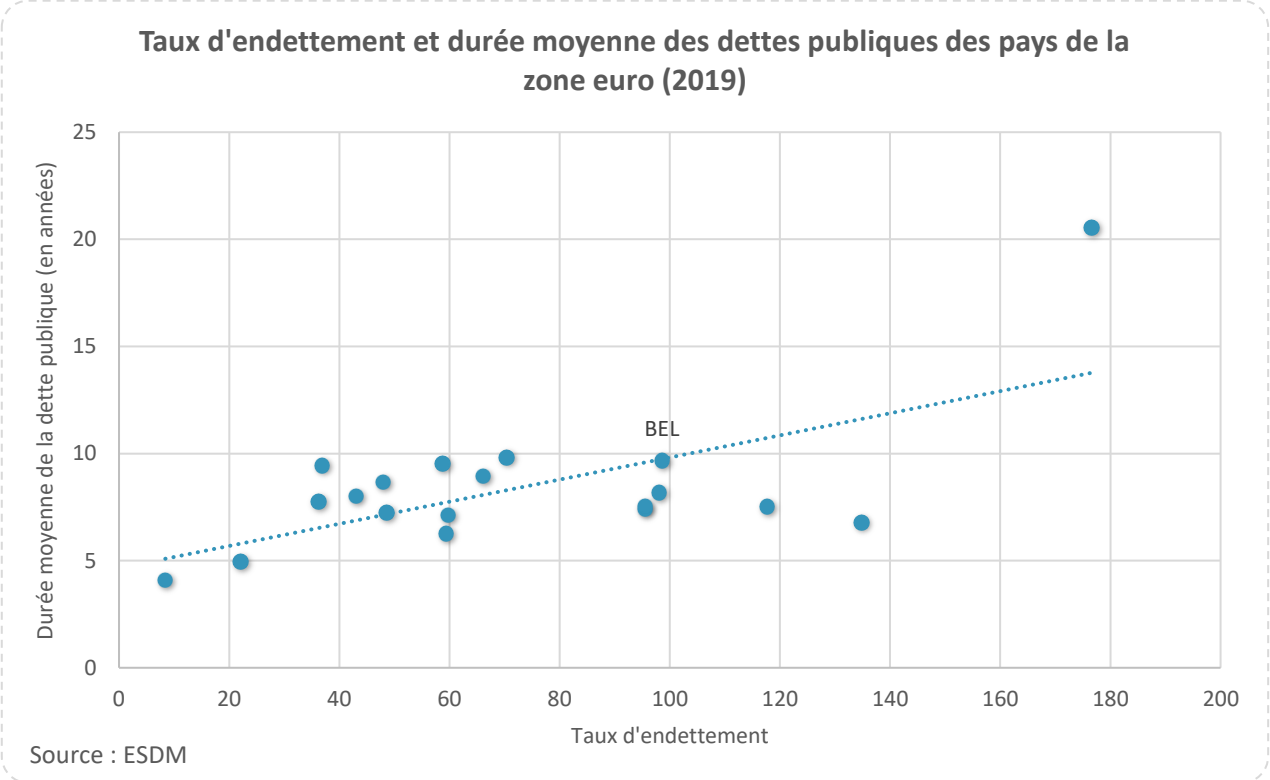
Ces charges diminuent régulièrement depuis de nombreuses années. En 1995, première année pour laquelle les comptes nationaux sont disponibles selon la méthodologie actuelle du SEC 2010, les charges d'intérêts sur la dette publique s'élevaient encore à 19.82 milliards d'euros, soit 8.99% du PIB à l'époque. Quinze ans plus tard, en 2010, ces charges d'intérêts étaient tombées à 12.93 milliards d'euros, soit 3.56% du PIB. Au début de la dernière décennie, cette diminution semblait avoir pris fin mais elle a rapidement repris et les charges d'intérêts ont continué à baisser pour atteindre 9.34 milliards d'euros en 2019, soit 1.97% du PIB.

Ces charges d'intérêt ont toujours été largement supportées par le gouvernement fédéral puisque c'est cette entité qui assume la majeure partie de la dette publique. En outre, l'évolution des charges d'intérêts sur la dette publique fédérale correspond à l'évolution de la dette publique : en 2019, les charges d'intérêt fédérales s'élevaient à 8.36 milliards d'euros (1.77% du PIB).



Au cours de la dernière décennie et conformément aux directives générales transmises chaque année par les ministres des finances à l'Agence fédérale de la Dette, la durée moyenne de la dette publique fédérale a été considérablement allongée, pour atteindre 9.81 années à la fin de 2019,. La durée moyenne est ainsi devenue l'une des plus élevées de la zone euro. Du point de vue du taux d'endettement - la Belgique a l'un des taux d'endettement les plus élevés de la zone euro - ce choix était logique. Grâce à cette durée moyenne élevée, le gouvernement fédéral a pu limiter les risques sur la dette publique belge relativement élevée puisque l'allongement de la durée a pour résultat la diminution des montants à refinancer annuellement à des taux d'intérêt nouveaux et inconnus d'avance. Dans le même temps, la charge d'intérêts totale évolue de manière stable et prévisible.

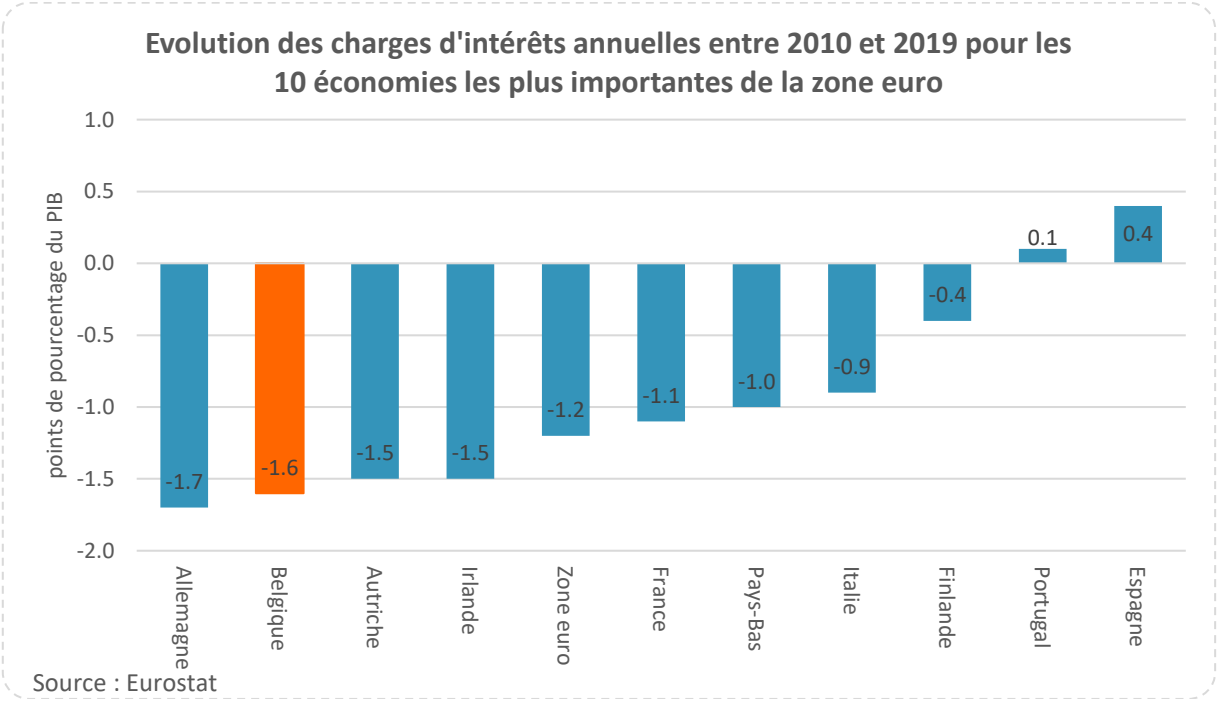
Vu sous cet angle, les pays ayant un faible taux d'endettement peuvent prendre plus de risques et maintenir une durée moyenne de leur dette plus faible. Néanmoins, un certain nombre de pays de la zone euro ayant un taux d'endettement inférieur à celui de la Belgique ont également augmenté la durée de leur dette publique à des niveaux comparables à celui de la Belgique. Dans le groupe des pays ayant les taux d'endettement les plus élevés, la Belgique occupe la deuxième position en matière de durée moyenne la plus élevée de la dette publique. Au final, la Belgique se trouve sur la droite de régression entre taux d'endettement et durée moyenne de la dette dans la zone euro.



Source : ESDM

Afin de se conformer aux directives générales, l'Agence a principalement opté pour des (très) longues durées pour ses nouveaux emprunts. Les emprunts à long terme sont plus chers car la courbe des taux d'intérêt est presque toujours ascendante. Étant donné que la Belgique, plus que la plupart des autres pays de la zone euro, a opté pour ces durées plus longues, la question se pose de savoir dans quelle mesure ce choix a influencé l'évolution des charges d'intérêts sur la dette du gouvernement fédéral belge et donc aussi sur la dette de l'ensemble des pouvoirs publics belges.

Par rapport à l'évolution des charges d'intérêts dans les dix principales économies de la zone euro, la réduction des charges d'intérêts sur la dette publique en Belgique d'environ 1.6% du PIB au cours de la dernière décennie est déjà un bon résultat. Dans ce groupe de pays, seule l'Allemagne a obtenu un résultat (légèrement) meilleur. La baisse constatée en Belgique est également plus importante que celle de la moyenne de la zone euro. Cette moyenne est bien entendu également influencée par l'évolution observée dans les pays situés à la périphérie de la zone euro, où les charges d'intérêt ont beaucoup moins diminué, voire augmenté, en partie en raison de l'augmentation du taux d'endettement dans certains de ces pays. En effet, l'évolution des charges d'intérêt ne résulte pas seulement des choix des gestionnaires de la dette publique ; en outre, les pays avec une dette publique et donc des charges d'intérêts relativement élevées, comme la Belgique, présenteront rapidement une différence nominale significative de ces charges d'intérêt. Pour se faire une idée de l'influence de la stratégie suivie sur les charges d'intérêt, il y a donc lieu d'utiliser un autre indicateur.

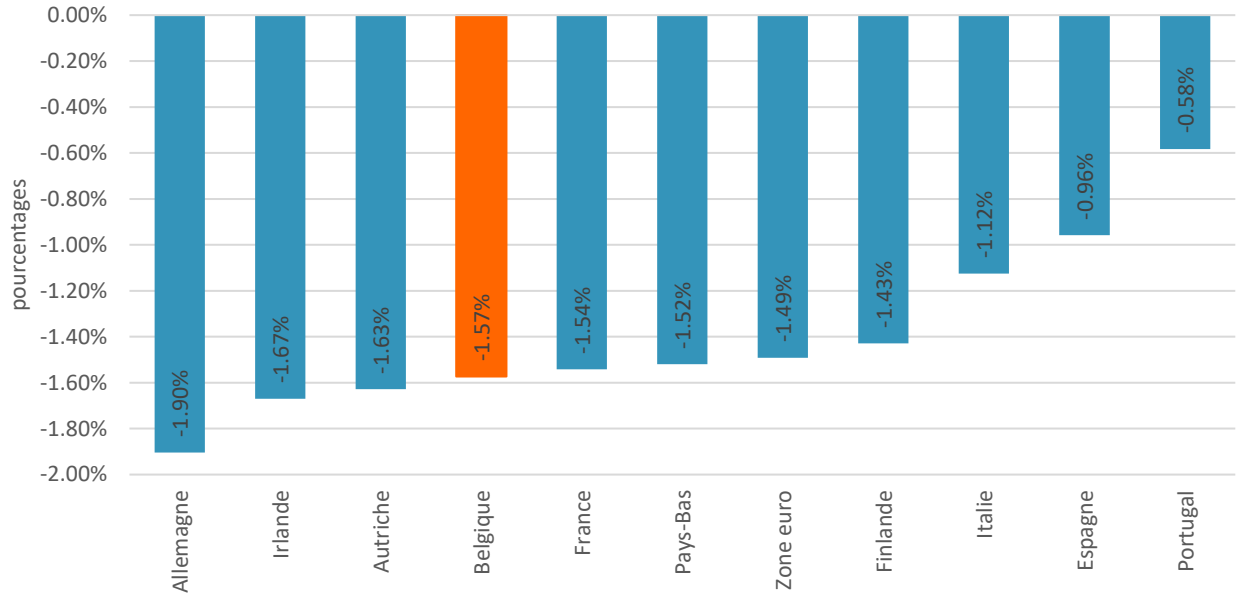


Source : Eurostat

En combinant les charges d'intérêts annuelles avec le ratio - moyen - de la dette, on parvient à une bonne estimation du taux d'intérêt moyen (implicite) que les pays paient sur leur dette publique. L'importance relative de la dette publique n'affecte pas ce taux d'intérêt implicite. Son évolution au cours des dernières années a été principalement influencée par le choix de la durée des émissions et par l'évolution des taux d'intérêt du marché que connaissent les différents pays.

Ce taux d'intérêt implicite s'avère avoir baissé au cours de la dernière décennie pour les dix économies les plus importantes de la zone euro. Ici aussi, nous constatons la plus forte baisse pour l'Allemagne (-1.90%). La baisse du taux d'intérêt implicite est moins prononcée pour la Belgique (-1.57%). Toutefois, avec une quatrième place dans le classement et un chiffre très similaire à celui de l'Autriche, de la France et des Pays-Bas, il n'y a pas d'effet négatif de l'allongement de la durée sur les charges d'intérêt belges.

Evolution du taux implicite de la dette publique entre 2010 et 2019 pour les 10 économies les plus importantes de la zone euro



Source : Eurostat

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

2.1. BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT

En 2019, les besoins bruts de financement des autorités fédérales se sont élevés à 34.74 milliards d'euros. Ce montant était 4.63 milliards d'euros supérieur aux 30.11 milliards d'euros repris dans le plan de financement pour 2019 tel que publié à fin 2018.

L'augmentation de ces besoins de financement résulte en partie d'un solde net à financer en hausse qui s'élevait à 7.43 milliards d'euros, soit un dépassement de 2.08 milliards d'euros par rapport au solde à financer initialement prévu. Cette augmentation est également due à un niveau de préfinancement plus élevé pour 2020 et les années suivantes ; le rachat du portefeuille OLO de la Caisse des Dépôts et Consignations pour un montant nominal de 2.39 milliards d'euros y a joué un rôle important.

Néanmoins, les montants émis en instruments de dette à long terme (30.30 milliards d'euros) ont été pratiquement identiques à ce qui était prévu. L'on notera que les émissions en OLO ont été plus importantes que prévu (29.74 milliards d'euros) au détriment des autres instruments de financement que sont les Euro Medium Term Notes et les Schuldscheine qui n'ont été émis qu'à concurrence de 0.55 milliard d'euros. Etant donné le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt, le montant émis sur les bons d'Etat a également été très limité.

Tout ceci a engendré une intensification des émissions de dette à court terme amenant l'encours des certificats de Trésorerie à augmenter de quelque 2.63 milliards d'euros sur une base annuelle. Le solde des autres dettes à court terme et des dépôts a également augmenté de 1.80 milliard d'euros.

LE FINANCEMENT DU TRESOR EN 2019 (EN MILLIARDS D'EUR)		
	Plan de financement 2019	Réalisation au 31.12.2019
I. Besoins bruts de financement 2019	30.11	34.74
■ Déficit budgétaire de l'Etat fédéral	5.35	7.43
■ Dette venant à échéance en 2019	23.35	23.37
■ Préfinancement des titres échéant en 2020 et ultérieurement	1.16	3.94
■ Autres besoins de financement	0.25	0.00
II. Moyens de financement (long et moyen termes)	30.25	30.30
■ OLO	28.00	29.74
■ Euro Medium Term Notes / Schuldscheine	2.00	0.55
■ Bons d'Etat	0.25	0.00
III. Evolution nette de la dette à court terme en devises	0.00	0.01
IV. Variation dans le stock de certificats de Trésorerie	0.00	2.63
V. Evolution nette dans les autres dettes à court terme et dans les actifs financiers	-0.14	1.80

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

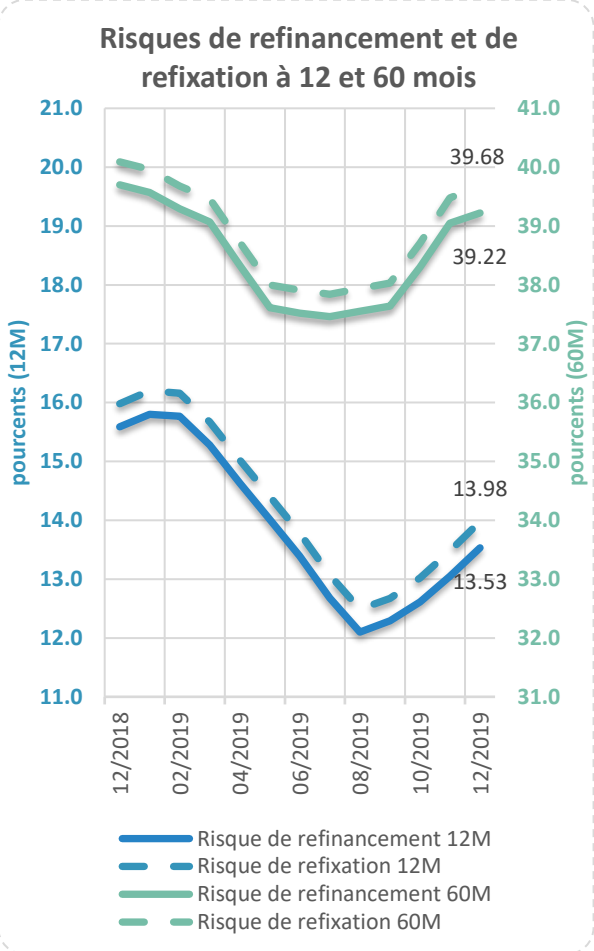
2.2.1. Risques de refinancement et de refixation des taux – Durée moyenne

Dans ses Directives Générales pour l'année 2019, le Ministre des Finances n'a introduit aucune modification concernant les limites de risque par rapport à l'année 2018. Les risques de refinancement et de refixation de taux à 12 mois[6] devaient donc à nouveau rester limités à 17.50%. Concernant les risques de refinancement et de refixation de taux à 60 mois, leur limite maximale était de 42.50%. La durée moyenne, quant à elle, devait à nouveau s'élever à un minimum de 9.00 années.

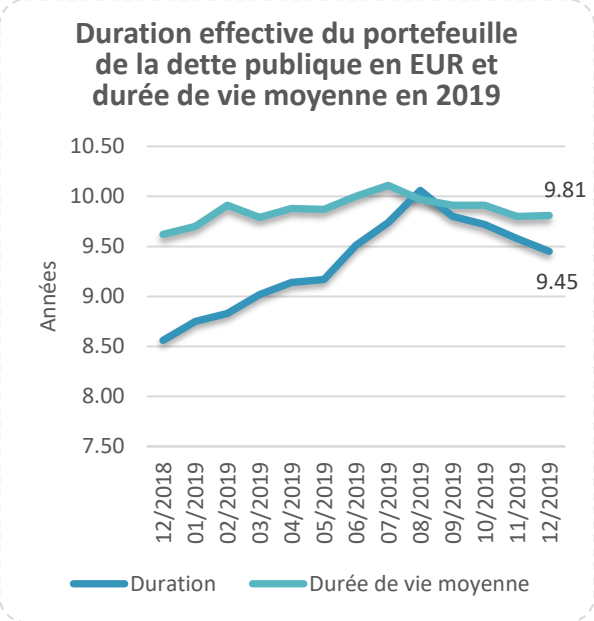
Ces limites ont été largement respectées tout au long de l'année. En 2019, le risque de refinancement à 12 mois est passé de 15.59% à 13.53%. Ce risque a affiché une valeur minimale de 12.10% en août. Le risque de refixation de taux correspondant a lui aussi diminué et est passé de 15.98% au début de l'année à 13.98% à la fin 2019. Il a atteint une valeur minimale de 12.49% en août.

Les risques de refinancement et de refixation de taux à 60 mois ont également diminué mais dans une moindre mesure. Le risque de refinancement à 60 mois qui s'établissait encore à 39.70% au début de l'année s'élevait à 39.22% à fin décembre 2019. Quant au risque de refixation à 60 mois, il a diminué de 0.41 point de pourcentage sur base annuelle : ce risque a terminé l'année sur une valeur de 39.68%. Ces deux risques ont sensiblement diminué dans les premiers mois de 2019 mais leur augmentation au quatrième trimestre a annulé en grande partie l'effet de cette diminution. L'on notera toutefois que ces risques sont continuellement restés à plus de 2.50 points de pourcentage sous leur limite maximale.

La durée moyenne du portefeuille de dette a connu une légère augmentation sur une base annuelle pour passer de 9.62 à 9.81 années. Dans le courant de l'année sous revue, la durée moyenne a brièvement dépassé la barre des 10 ans.



[6] Le risque de refinancement à 12 mois représente la partie de la dette, mesurée en termes nets et basée sur une moyenne mobile sur 6 mois, qui arrive à échéance dans les 12 mois. Le risque de refixation de taux à 12 mois représente la partie de la dette pour laquelle un nouveau taux d'intérêt est fixé dans les 12 mois. Ce risque est également mesuré en termes de dette nette et sur la base d'une moyenne mobile sur 6 mois.



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.

La calibration des règles déterminant les limites de crédit[7] a été revue en 2019, en augmentant de 20% les limites pour les contreparties ayant un rating A et AA car ces plafonds avaient été fixés lors de la crise de 2008 de manière conservatrice, et ont pu être légèrement revus à la hausse. Pour les produits dérivés ou les repos, l'Agence impacte la valeur de marché nette positive[8] sur la ligne de crédit. Si un C*redit Support Annex* (CSA) a été conclu avec la contrepartie dans le cas des produits dérivés ou si un contrat *European Master Agreement* (EMA)[9] a été conclu dans le cas de repos, l'Agence tient alors compte de la garantie (collatéral) éventuellement fournie par la contrepartie. Pour les placements (dépôts), l'Agence impacte également leur valeur de marché sur la ligne de crédit.

Cette année, l'Agence a diversifié son risque de crédit en ajoutant une dizaine de lignes de crédit auprès de nouvelles contreparties.

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 des trésoreries d'autres pays européens. En 2019, une augmentation du montant moyen placé quotidiennement auprès des contreparties de marché a été constatée (+401%) ; ceci est dû à une accélération des volumes des émissions en début d'année. Les émissions à long terme avaient été anticipées en 2019 car l'Agence a préféré assurer le coût de son financement dans un contexte international (incertitudes liées au Brexit) plus sensible.

En dépit d'une politique consistant à privilégier les *reverse repos*, aucune transaction de ce type n'a été conclue en 2019 comme c'était déjà le cas en 2018. 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 le Trésor 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 depuis lors car les taux d'intérêt de marché des *reverse repos* sont devenus moins avantageux que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt[10] rendant ce marché inefficient.

Au 31 décembre 2019, l'exposition totale en produits dérivés entraînant un risque de crédit s'élevait à 616 millions d'euros, soit une hausse de

[7] Le montant des lignes de crédit est fonction de deux facteurs, la classe de rating et les fonds propres de la contrepartie.

[8] 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 contrat EMA. Pour les contreparties sans contrat CSA ou EMA, l'Agence n'applique pas de compensation (netting) et ne tient donc pas compte de valeurs de marché négatives.

[9] 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.

[10] Deposit facility rate : c'est 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.

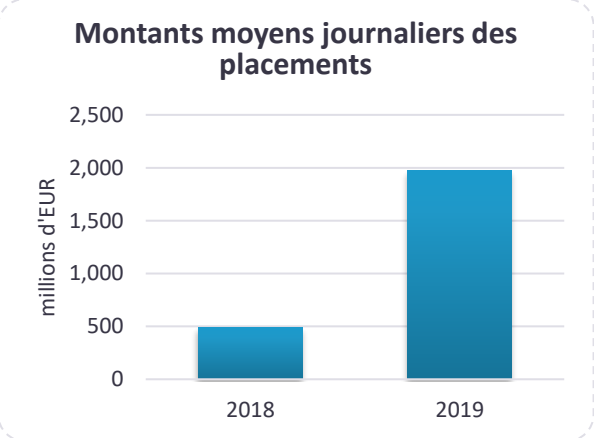
60% par rapport à la fin de l'année précédente (385 millions d'euros). Grâce aux accords de CSA que le Trésor a conclus avec l'ensemble de ses primary dealers et avec quelques autres contreparties, le Trésor s'est couvert en grande partie contre ce risque de crédit. A la fin 2019, il avait en effet reçu pour 509 millions d'euros de collatéral, grâce auquel le risque de crédit réel en produits dérivés ne s'élevait qu'à 107 millions d'euros, soit une baisse de 12% par rapport à la fin de l'année précédente (122 millions d'euros).

La grande majorité de ce risque (96%) se situait auprès de contreparties de la catégorie de rating A[11]. La part de ce risque associée à des contreparties avec un rating inférieur à A a encore diminué pour passer de 6% à la fin 2018 à moins de 4% à la fin 2019 et n'est due qu'à une seule contrepartie, héritée lors de la reprise d'une part de la dette de la SNCB par l'Agence en 2002. A la fin de l'année sous revue, le risque de crédit total en produits dérivés des contreparties de la catégorie de rating A était quant à lui couvert à 83% par du collatéral (contre 69% à la fin 2018). La part de 4% du risque total en produits dérivés de la contrepartie avec un rating inférieur à A n'était quant à lui pas couvert par du collatéral (pas de CSA avec cette dernière contrepartie).

Les données qui précèdent sont relatives à une situation de fin d'année alors qu'en valeur moyenne, le risque de crédit total en produits dérivés s'est élevé à 587 millions d'euros en 2019, soit 70% de plus qu'en 2018 (346 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 2019 à 149 millions d'euros, ce qui représente une augmentation de 37% par rapport au montant moyen de 2018 (109 millions d'euros), mais même si les montants augmentent, ce risque après collatéral reste proportionnellement inférieur à celui de l'année précédente, passant de 32% à 25% cette année.

L'augmentation de valeur de marchés des produits dérivés entre la fin 2018 et la fin 2019 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 180 millions d'euros. Le risque de crédit des autres produits dérivés[12] était nul. Suite à ces évolutions, le risque de crédit total en produits dérivés au 31 décembre 2019 porte majoritairement sur les swaps de taux (70%) mais les swap de devises représentent désormais une part non-négligeable de l'exposition (30% contre 1% en 2018). Les changements dus aux variations d'inventaires et aux fluctuations des courbes et cours sur le marché ont constitué les principales raisons de l'augmentation de l'exposition liée aux swaps.

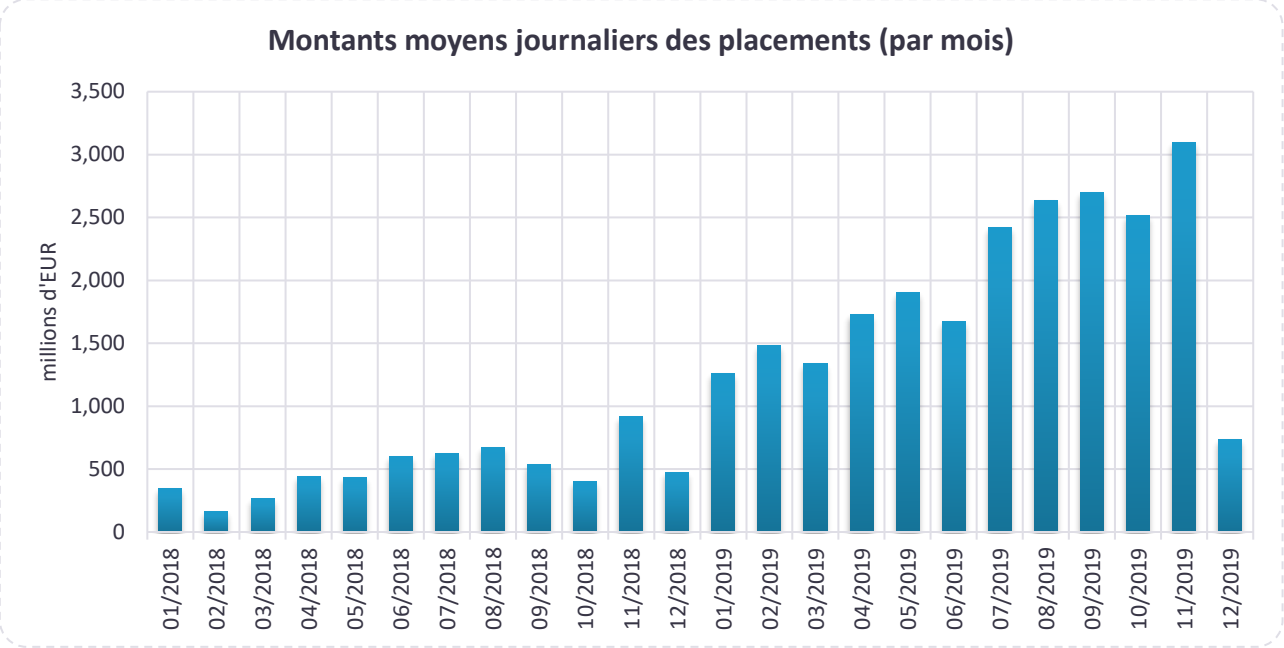
La majorité du risque de crédit total en produits dérivés avant collatéral était constitué à fin 2019 de transactions d'une durée résiduelle d'au moins 10 ans. La part de ces transactions a toutefois fortement diminué. A la fin 2018, sa proportion était de 101.6% contre 74% en 2019. Ceci est principalement dû aux swaps de devises dont les volumes se situent en grande partie dans les segments en dessous de 5 ans. Le risque lié au swaps de taux d'intérêt est quant à lui constitué de transactions ayant une longue maturité résiduelle, car 95% de ce type de produit est présent dans le segment supérieur à 10 ans. La valeur de marché totale des transactions dans le segment 6 à 10 ans était pratiquement nulle en 2019 (-0.5%), celle des swaps de taux à ces maturités (12%) étant compensée par une valorisation négative des swaps de devises (-29%).



[11] L'Agence accepte exclusivement des contreparties dotées d'un rating de minimum A lors de la conclusion du contrat. Si ce rating descend sous ce seuil avant la maturité du contrat, l'Agence a alors le droit de terminer cet engagement.

[12] Fin 2019, cette catégorie ne comprend aucune transaction.

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT



RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATINGS AU 31.12.2019							
Rating[13]	#	%	Risque total avant collatéral	%	Collatéral	Risque total	%
AAA	0	0.0 %	-	0.0 %	-	-	0.0 %
AA	0	0.0 %	-	0.0 %	-	-	0.0 %
A	35	97.2 %	611 741 180.28	99.3 %	508 900 000.00	102 841 180.28	96.2 %
< A	1	2.8 %	4 098 334.76	0.7 %	-	4 098 334.76	3.8 %
Total	36	100.0 %	615 839 515.04	100.0 %	508 900 000.00	106 939 515.04	100.0 %

RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR NIVEAU DE RATING ET PAR TYPE DE PRODUITS AU 31.12.2019						
Rating[13]	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	427 887 669.75	99.1 %	183 853 510.53	100.0 %	-	0.0 %
< A	4 098 334.76	0.9 %	-	0.0 %	-	0.0 %
Total	431 986 004.51	100.0 %	183 853 510.53	100.0 %	-	0.0 %

RÉPARTITION DU RISQUE DE CRÉDIT POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE AU 31.12.2019				
	Total	Swaps de taux d'intérêt	Swaps de devises	Autres dérivés
< 1 an	13.9 %	0.0 %	46.5 %	0.0 %
1 à 5 ans	12.6 %	-6.2 %	56.8 %	0.0 %
6 à 10 ans	-0.5 %	11.6 %	-29.1 %	0.0 %
≥ 10 ans	74.0 %	94.5 %	25.8 %	0.0 %
Total	100.0 %	100.0 %	100.0 %	0.0 %

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

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

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[14] 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 S.1311 (administration centrale) et S.1314 (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 de l'Agence fédérale de la Dette et/ou les investir en instruments financiers émis par l'Etat fédéral.

Cependant, conformément à l'article 117 de cette même loi et en fonction des besoins spécifiques d'un organisme, le ministre des Finances peut déterminer d'autres modalités que celles prévues à l'article 115 pour le placement et l'investissement de ses disponibilités. L'octroi d'autres modalités autorise ainsi un organisme à détenir des actifs financiers non consolidés.

Au 31 décembre 2019, les actifs financiers consolidés et non consolidés des entités qui relèvent des secteurs de l'administration centrale et de la sécurité sociale s'élevaient à 24.20 milliards d'euros. Ils étaient en grande partie aux mains des organismes de sécurité sociale.

Au 31 décembre 2019, le montant consolidé total s'est élevé à 23.13 milliards d'euros et le montant non consolidé à 1.07 milliard d'euros.

Pour l'année 2019, les remarques suivantes s'imposent :

- Entrée en vigueur de la loi du 2 mai 2019 modifiant l'article 115, alinéa 2 de la loi du 21 décembre 2013. Cette modification entraîne l'obligation pour les organismes publics de droit privé de procéder à la consolidation de leurs actifs financiers. Le montant consolidé des organismes publics de droit privé s'élevait ainsi à fin 2019 à 691.65 millions d'euros, soit une augmentation de 681.76 millions d'euros par rapport à 2018. Cette disposition augmente donc considérablement le montant consolidé de ces organismes.

- Intégration de la Monnaie Royale de Belgique au sein du SPF Finances. Suite au transfert des actifs financiers de la Monnaie Royale de Belgique au SPF Finances, le solde du compte bpost (disponibilités à vue) de la Monnaie Royale de Belgique s'élevait à fin 2019 à 0.38 million d'euros, soit une diminution de 210.33 millions d'euros par rapport à 2018. A partir du 1er janvier 2020, ce compte sera entièrement intégré au SPF Finances.

- Diminution du montant consolidé de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) de 801.37 millions d'euros par rapport à fin 2018. Cette diminution est due au versement fin décembre 2019 par la CDC d'un montant de 1.3 milliard d'euros au Trésor. Ce montant représente la contribution du Fonds de Garantie et du Fonds de Résolution. Par ailleurs, la CDC a procédé fin 2019 à la vente d'OLO pour un montant nominal de 2.39 milliards d'euros. La recette a été versée sur le compte bpost (disponibilités à vue) de la CDC.

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

ACTIFS FINANCIERS CONSOLIDÉS ET NON CONSOLIDÉS DES INSTITUTIONS RELEVANT AU NIVEAU FÉDÉRAL DES SOUS-SECTEURS S.1311 ET S.1314 (EN EUR)			
	Situation au 31.12.2018	Situation au 31.12.2019	Différence
I. DISPONIBILITÉS À VUE AUPRÈS DE			
bpost (consolidés)	8 144 642 459	10 215 477 598	2 070 835 139
Autres institutions (non consolidés)	188 354 612	113 166 119	-75 188 493
II. PLACEMENTS À COURT TERME AUPRÈS DE			
Trésorerie (consolidés)	2 875 286 235	3 037 762 342	162 476 107
Autres institutions (non consolidés)	945 238 311	245 393 869	-699 844 442
III. PLACEMENTS À LONG TERME EN			
Instruments émis par l'Etat fédéral (consolidés)	12 158 260 304	9 872 771 680	-2 285 488 624
Instruments émis par les Communautés et Régions (non consolidés)	325 250 000	265 250 000	-60 000 000
Instruments financiers d'autres institutions (non consolidés)	499 665 927	447 661 892	-52 004 035
TOTAL	**25 136 697 848**	**24 197 483 500**	**-939 214 348**
Consolidés	23 178 188 998	23 126 011 620	-52 177 378
Non consolidés	1 958 508 850	1 071 471 880	-887 036 970

2. POLITIQUE DE FINANCEMENT

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.

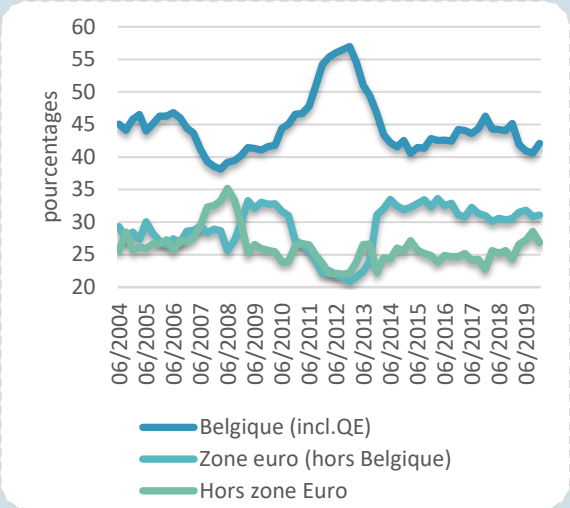
Etant donné qu'il s'agit d'instruments flexibles, taillés sur mesure pour l'investisseur, ils ne peuvent être émis que s'ils présentent un bon rapport coût/efficacité. Ceci implique que leur coût à l'émission doit être inférieur ou égal à celui d'une OLO de même maturité. Il en résulte que ces deux instruments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

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1. OBLIGATIONS LINÉAIRES (OLO)

En 2019, l'Agence fédérale de la Dette a émis des OLO pour un montant total de 29.74 milliards d'euros contre un volume de 33.94 milliards d'euros en 2018. Ce montant inclut les émissions par syndication (11.00 milliards d'euros) ainsi que par adjudication (18.74 milliards d'euros).

Détention des OLO



La détention des OLO par des investisseurs étrangers a poursuivi sa hausse entamée en 2018.

Les investisseurs de la zone euro continuent à en détenir la majeure partie. Leur détention est restée stable à 31.08% en 2019 contre 30.52% en 2018.

Fin décembre 2019, 42.07% des OLO étaient aux mains d'investisseurs belges contre 45.12% douze mois auparavant.

Tout comme en 2018, le calendrier indicatif des adjudications pour 2019 prévoyait sept adjudications d'OLO.

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 de la nouvelle OLO à 10 ans en janvier, l'Agence a supprimé l'adjudication pour ce mois. Ainsi, durant l'année sous revue, l'Agence a organisé six adjudications sur les sept prévues à l'origine.

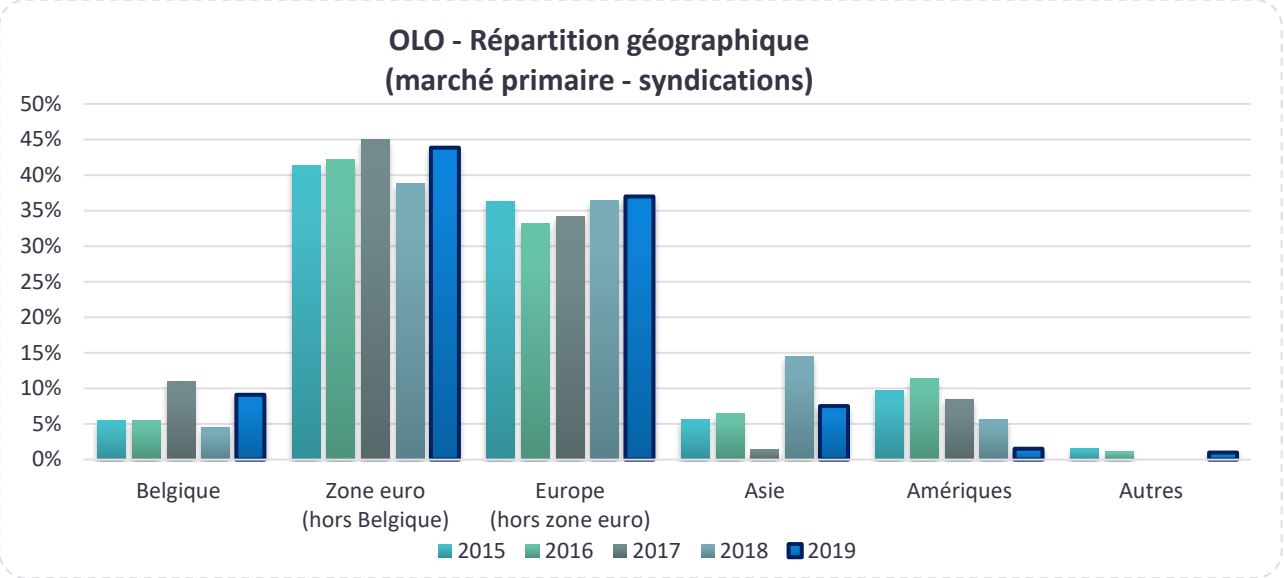
A la fin janvier, les conditions favorables du marché ont également été mises à profit pour émettre un nouvel emprunt de référence à 30 ans.

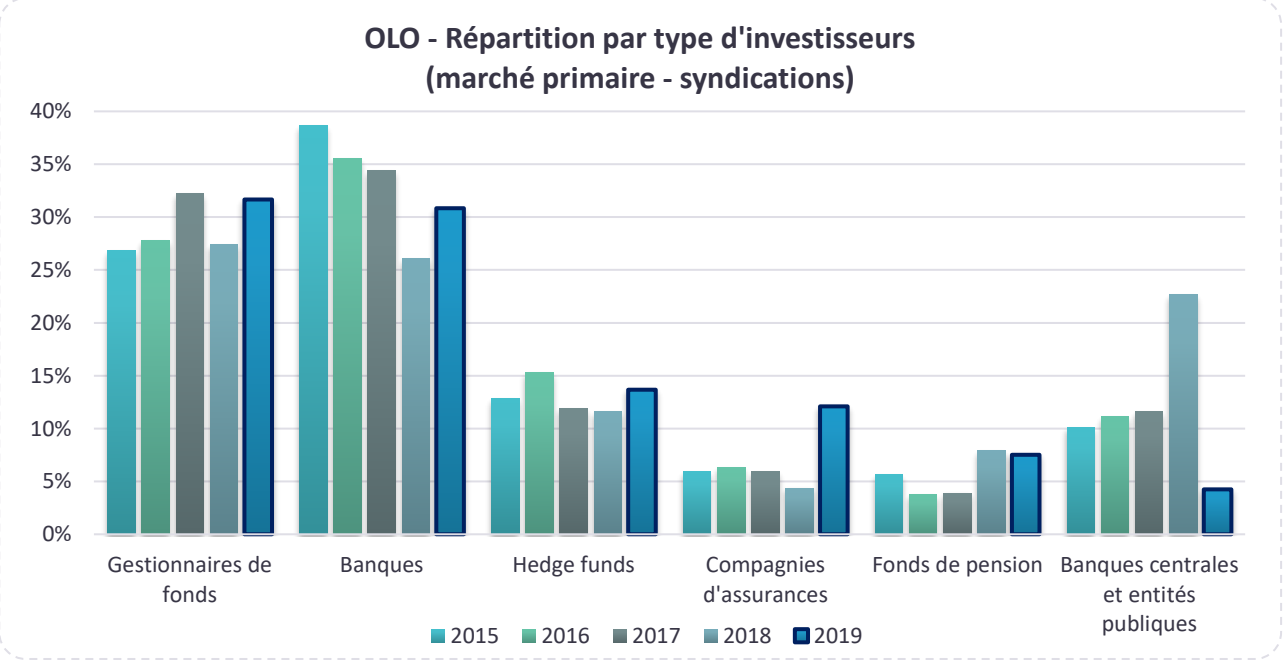
3.1.1. Marché primaire – Syndications

Après une forte baisse observée en 2018, la participation des investisseurs belges aux syndications est repartie à la hausse (9.11%), faisant de 2019 la deuxième meilleure année depuis 2015. Le continent européen (intra et hors zone euro) a également vu sa participation augmenter avec respectivement 43.85% et 36.99%, soit leur participation cumulée la plus importante depuis 5 ans. Les Amériques ont suivi la même tendance avec 7.53%. Toutes ces augmentations se sont faites au détriment de l'Asie dont la participation (1.52%) est retombée à son niveau de 2017, contre 14.57% en 2018.

Concernant le type d'investisseurs, la majorité d'entre eux voient leur participation augmenter au détriment des banques centrales et entités publiques qui voient la leur se diviser par un facteur 5. Les gestionnaires de fonds restent les principaux acheteurs avec 31.66% en 2019, soit juste en dessous de leur plus haut sur 5 ans observé en 2017. Ils sont directement suivis des banques (30.84%) qui, malgré une hausse importante en 2019, ne retrouvent pas leur niveau de 2015-2017. Viennent ensuite les hedge funds dont la participation (13.67%) reste comparable à celle observée au cours des 5 dernières années, et les compagnies d'assurances qui, avec 12.10% en 2019, voient leur niveau doubler par rapport aux dernières années. Bien que se tassant légèrement, la participation des fonds de pension (7.51%) reste à un niveau élevé. Les banques centrales et entités publiques passent, quant à elles, de troisième acheteur le plus important au dernier avec une part de 4.25% en 2019 contre 22.65% en 2018, enregistrant ainsi leur niveau le plus bas depuis 2015.

RÉSULTATS DES SYNDICATIONS EN 2019 (millions d'EUR)							
Date d'émission	OLO	Échéance finale	Coupon	Code ISIN	Montant	Prix	Rendement (%)
08/01/2019	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	6 000	99.566	0.944
29/01/2019	OLO88	22/06/2050	1.70%	BE0000348574	5 000	98.899	1.746
TOTAL					11 000		





3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

NOUVEAU BENCHMARK À 10 ANS (OLO 87) EN JANVIER…

L'Agence fédérale de la Dette a décidé de lancer en janvier 2019 sa première transaction syndiquée de l'année dans un environnement de marché positif et de très forte demande de papier souverain européen. L'Agence a ainsi poursuivi sa stratégie habituelle consistant à émettre une nouvelle OLO de référence d'une maturité de 10 ans pour commencer son programme de syndication.

L'OLO 87, ayant comme échéance finale le 22 juin 2029, a été placée par un syndicat ayant comme *joint-lead managers* BNP Paribas Fortis, HSBC France, J.P. Morgan et Natixis. 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 28.50 milliards d'euros, ce qui représentait l'order book le plus élevé jamais atteint par le Royaume de Belgique pour une OLO. Les ordres provenaient de quelque 225 investisseurs.

Ce volume et la bonne qualité du book ont permis d'émettre un montant total de 6 milliards d'euros. C'est la deuxième fois que l'Agence parvient à émettre un tel montant record pour une émission syndiquée à 10 ans.

Le rendement à l'émission a été fixé à 0.944%, soit un taux de mid-swap +8 points de base, ce qui équivalait à 71.4 points de base au-dessus du Bund allemand (DBR 0.25% Août 2028). Ceci représente une prime d'émission de 3 points de base par rapport à la courbe OLO interpolée. Pour cette transaction, le prix d'émission s'est ainsi élevé à 99.566% et le coupon de l'OLO a été fixé à 0.90%.

Pour le book-building et l'allocation des ordres, l'Agence a, à nouveau, eu recours au système du *mixed pot* (voir page 33). 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 (41.2%), des gestionnaires de fonds (21.3%) et des hedge funds (16.9%). Les compagnies d'assurances (7.8%), les fonds de pension (7.2%) ainsi que les banques centrales et les entités publiques (5.6%) ont pris le reste de la transaction.

Sur le plan géographique, il faut noter une répartition bien équilibrée entre les pays européens les plus importants (86.5%) tandis que les pays non européens ont pris 13.5% de la transaction.

… SUIVI DE PEU PAR UNE NOUVELLE OLO À 30 ANS A LA FIN DU MOIS DE JANVIER (OLO 88)

Le 28 janvier de l'année sous revue, l'Agence fédérale de la Dette annonçait son intention d'émettre une OLO syndiquée d'une maturité de 30 ans en vue d'exécuter la transaction le 29 janvier. La décision de réaliser cette opération assez rapidement après une première syndication obligataire à 10 ans a été très bien reçue par la communauté des investisseurs qui connaissait les intentions de l'Agence d'émettre une OLO sur le segment du plus long terme.

L'accueil réservé à cette OLO a été remarquable dans la mesure où plus de 300 investisseurs ont pris part à cette transaction syndiquée pour un order book final de plus de 27 milliards d'euros.

Du côté de l'Agence, le choix d'une maturité de 30 ans permettait de combler un point de la courbe entre, d'une part, l'ancien benchmark OLO à 30 ans (OLO 78, 1.60%, 22 juin 2047) que l'OLO 88 allait remplacer et, d'autre part, l'OLO on-the-run à 40 ans (OLO 83, 2.25%, 22 juin 2057). En outre, l'Agence parvenait ainsi à maintenir le niveau élevé de la durée moyenne de son portefeuille de dette tout en poursuivant la diminution de son coût de financement.

C'est dans ce contexte favorable que l'Agence a pu émettre un montant final de 5 milliards d'euros ce qui représente une excellente transaction pour une maturité de 30 ans.

Le rendement à l'émission a été fixé à 1.746%, soit un taux de mid-swap +44 points de base, ce qui équivalait à 94.4 points de base au-dessus du Bund allemand (DBR 1.25% Août 2048). Ceci représente

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

une prime d'émission de 3 points de base par rapport à la courbe OLO interpolée. Pour cette transaction, le prix d'émission s'est ainsi élevé à 98.899%. Le taux d'intérêt de l'OLO 88 a été fixé à 1.70% avec un premier coupon court le 22 juin 2019.

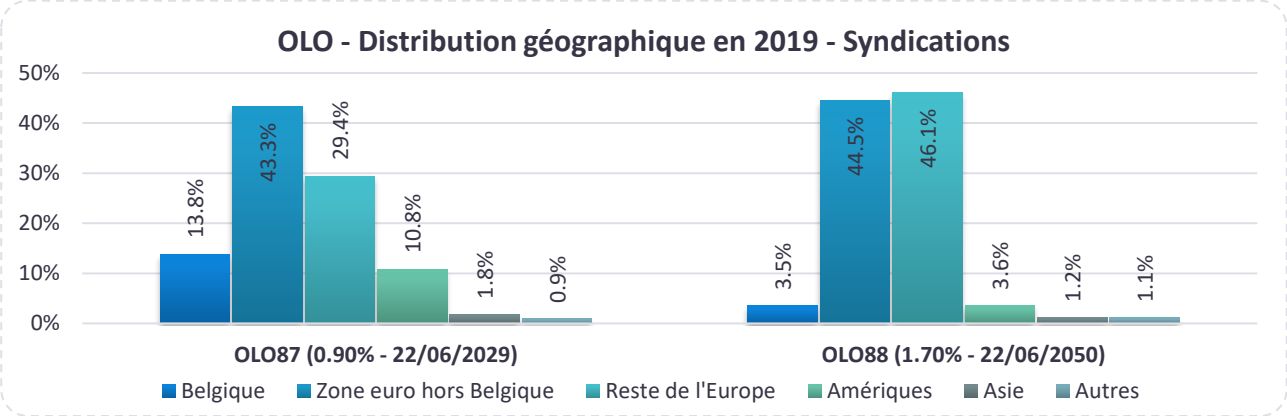
Les conditions de financement peu élevées pour cette OLO syndiquée de 5 milliards d'euros à 30 ans témoignent de la confiance des investisseurs dans le papier belge à un moment où la Banque Centrale Européenne venait d'arrêter son programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP).

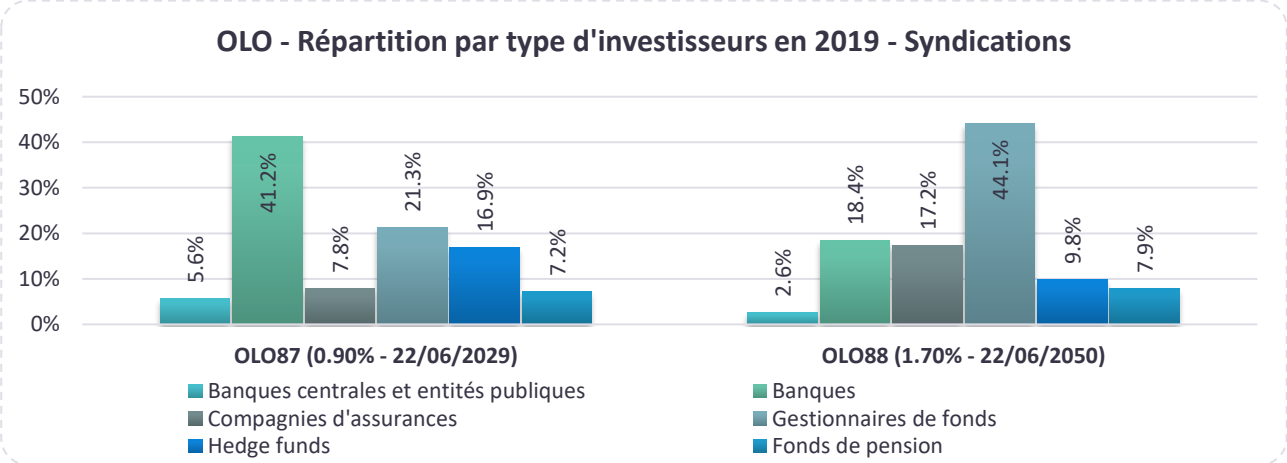
Pour cette syndication, l'Agence a choisi comme *joint-lead managers* les cinq primary dealers suivants: Barclays Bank, Crédit Agricole CIB, J.P. Morgan, NatWest Markets et Société Générale. Les autres primary dealers et recognized dealers ont également participé au placement, respectivement en tant que *co-lead managers* ou membres du *selling group*.

Pour l'allocation des ordres, l'Agence a également eu recours au système du *mixed pot* (voir page 33).

Pour ce qui est de la répartition géographique, cette transaction a été concentrée en Europe (48.0% de la zone euro et 46.1% du reste de l'Europe), le reste du monde représentant 5.9%.

Quant à la répartition par investisseur, elle s'est caractérisée par une forte participation des gestionnaires de fonds (44.1%), des banques (18.4%) et des compagnies d'assurances (17.2%). Les hedge funds (9.8%), les fonds de pension (7.9%) et les banques centrales (2.6%) ont pris le reste.





3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

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 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-lead managers* et le *selling group*. Dans l'allocation de la *réserve stratégique*, l'Agence s'attache à allouer les ordres introduits par les *co-lead managers* et les membres du *selling group* 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.

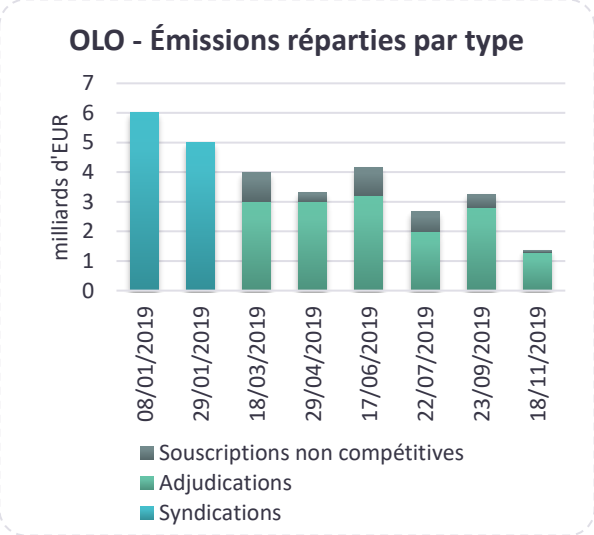
Les *switch orders* constituent des ordres d'achat de la nouvelle OLO sous condition de la vente simultanée d'un autre titre à un prix minimum déterminé. Ce traitement ordonné et efficient des ordres de vente des investisseurs doit limiter les mouvements erratiques dans le marché au moment de la fixation du prix d'une nouvelle OLO.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

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 toujours un calendrier indicatif en décembre reprenant les données sur les adjudications de l'année suivante 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.

Pour 2018, le calendrier prévoyait des adjudications mensuelles à l'exception des mois d'août et de décembre. Etant donné la baisse des besoins de financement, le nombre d'adjudications a dès lors été diminué pour passer de dix à sept et les adjudications de février, de mai et d'octobre ont été supprimées. En 2019, le nombre d'adjudications a également été limité à sept.



En principe, les adjudications se déroulent 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 2019, cela s'est passé en janvier en raison du lancement de l'OLO 87.

Le calendrier d'émission ne mentionne pas quelles lignes seront adjugées l'année suivante ni le nombre de ces lignes. Ces informations sont communiquées la semaine précédant 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.

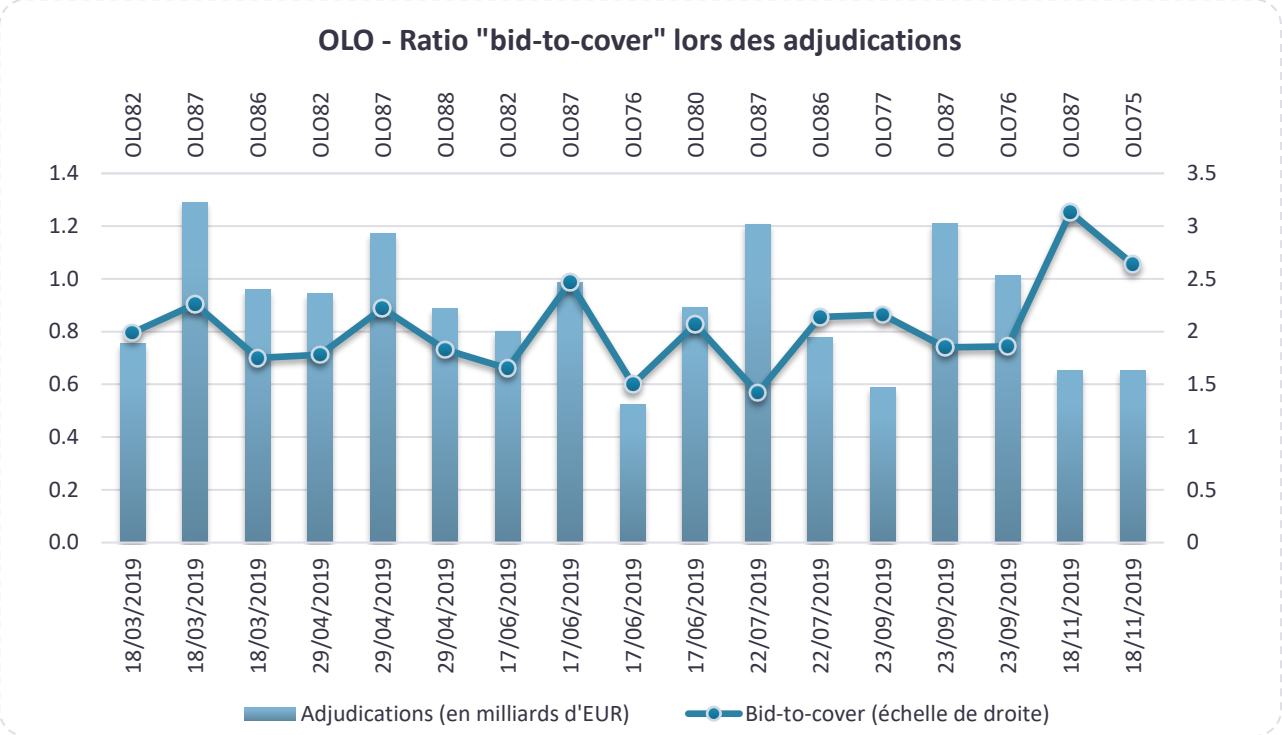
Au cours des six adjudications de l'année 2019, l'Agence a émis deux à quatre lignes d'OLO dotées de maturités différentes. Seule l'OLO 87, le nouvel emprunt de référence à 10 ans, a été proposée lors de chaque adjudication.

L'objectif de l'Agence est de lever un montant suffisamment important par adjudication, en fonction de la demande des investisseurs, et de fournir davantage de liquidité aux lignes d'OLO à moyen, long et très long terme.

L'encours de l'OLO 87 émise via syndication en janvier 2019 a été augmenté à chaque adjudication. C'est ainsi que le montant initial de 6 milliards d'euros est passé à 13.81 milliards d'euros à la fin de l'année.

L'OLO 86, 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, a pu être proposée à deux reprises lors des adjudications de 2019 en vue de financer les dépenses vertes éligibles pour l'année 2019. Le montant en circulation de cette OLO est ainsi passé à 6.89 milliards d'euros.

Dans le segment du moyen terme, l'Agence a adjugé à trois reprises l'OLO 82 échéant le 22 octobre 2024 et une seule fois l'OLO 77 échéant le 22 juin 2026. L'encours de l'OLO 82 est ainsi passé de 7.81 et 10.81 milliards d'euros et celui de l'OLO 77 est passé de 14.39 à 15.10 milliards d'euros. Les taux moyens pondérés des montants adjugés sur ces maturités à moyen terme ont toujours été en territoire négatif et ont varié entre -0.076% et -0.469%.



En outre, l'Agence s'est efforcée d'offrir régulièrement lors des adjudications de 2019 des lignes d'OLO à très long terme (l'OLO 80 échéant le 22 juin 2066 et le nouvel emprunt de référence à 30 ans, l'OLO 88 échéant le 22 juin 2050) afin d'augmenter leur liquidité et de répondre à la demande des investisseurs sur ce segment de la courbe.

L'OLO 80 a été adjugée trois fois, augmentant ainsi l'encours qui est passé de 4.22 à 5.31 milliards d'euros. La nouvelle OLO 88 n'a été adjugée qu'une fois et a permis de récolter au total 1.07 milliard d'euros, ce qui a fait passer son montant en circulation à 6.07 milliards d'euros.

Les autres lignes d'OLO qui ont été proposées une seule fois lors des adjudications étaient l'OLO 75 échéant le 22 juin 2031 et l'OLO 76 échéant le 22 juin 2038. Celles-ci témoignent d'une demande marquée pour ce segment de la courbe des maturités.

Les six adjudications réalisées en 2019 ont rapporté ensemble 18.74 milliards d'euros : 15.31 milliards d'euros lors du tour compétitif et 3.43 milliards d'euros lors des inscriptions non compétitives. Le montant moyen émis par tour compétitif s'est élevé à 2.55 milliards d'euros, soit une diminution de 1 milliard d'euros par rapport à l'année 2018 où le montant moyen s'élevait à 3.58 milliards d'euros. Cet écart s'explique par le niveau plus élevé des émissions en 2018 (24.44 milliards d'euros) réparties sur le même nombre d'adjudications (six sur l'année).

Pour l'ensemble de ces six adjudications, le ratio *bid-to-cover* moyen pondéré s'est élevé à 2.04 contre 1.90 en 2018 et 1.63 en 2017. Le ratio *bid-to-cover* 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 donc assez de demande pour le papier. Un niveau de 2.04 indique que la demande d'OLO était très marquée. En 2019, les valeurs extrêmes de ratio *bid-to-cover* par ligne d'OLO ont été de 1.43 et 3.13. Ces deux valeurs concernaient l'OLO 87 (échéant le 22 juin 2029) au cours des adjudications de juillet et 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

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

demande : une petite *tail* signifie que toutes les offres sont compétitives tandis qu'une longue *tail* indique que les offres non acceptées sont trop prudentes et en dessous des prix du marché. On obtient ainsi une illustration de l'intérêt porté par les primary dealers.

La *tail* de l'OLO 87, le benchmark à 10 ans, qui a été proposé à chaque adjudication, a oscillé entre 14 et 55 cents . Pour toutes les autres OLO qui ont été proposées lors des adjudications, la *tail* a affiché des valeurs comprises entre 9 et 142 cents.

Les données de 2019 montrent que les prix offerts par les dealers ont toujours été proches des prix enregistrés sur le marché secondaire.

Par ailleurs, pour l'ensemble des syndications et des adjudications de l'année, la part relative des maturités à très long terme (à partir de 15 ans) est restée stable mais les montants émis ont légèrement diminué en raison de la diminution des émissions totales d'OLO, respectivement 34.96% et 10.40 milliards d'euros par rapport à 36.06% et 12.24 milliards d'euros en 2018.

Avec une part relative de 52.59% contre 46.43% en 2018, la demande sur les maturités autour de 10 ans est restée particulièrement élevée. Un montant total de 15.64 milliards d'euros a été émis sur ce segment de maturité contre 15.76 milliards d'euros en 2018.

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 2018 et sont passés respectivement de 17.51% à 12.45% et de 5.95 à 3.70 milliards d'euros.

Enfin, les primary et recognized dealers ont reçu les résultats des adjudications après une durée moyenne de 4.8 minutes, et ce à compter du moment où le délai d'introduction des offres est clôturé. La durée la plus courte a été de 2 minutes et a été enregistrée lors de l'adjudication de juillet. La durée la plus longue, à savoir 9 minutes, a été enregistrée lors l'adjudication du mois de juin.

Souscriptions non compétitives

Après le tour compétitif des adjudications, les primary 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.

Après chaque tour compétitif, l'Agence organise des souscriptions non compétitives. Trois jours après le tour compétitif, l'Agence organise des inscriptions non compétitives ordinaires. Cinq jours après ce tour compétitif, vient le tour des inscriptions non compétitives spéciales. A chaque fois, les primary dealers ont fait usage de ce droit mais pas toujours pour le montant total. Pour les adjudications des mois de mars, juin et juillet, 100% du droit aux souscriptions non compétitives ordinaires ont été exercés alors que pour les mois d'avril, septembre et novembre, seuls 15.06%, 58.66% et 8.15% ont été exercés respectivement. Le même type de répartition s'est présenté pour les inscriptions non compétitives spéciales avec respectivement 71.61%, 40.83% et 19.89%. L'exercice de ce droit dépend des conditions de marché au moment de la tenue du tour non compétitif.

Ce droit aux souscriptions non compétitives s'est élevé, pour l'ensemble des primary dealers, à 4.914 milliards d'euros dont 69.80% (soit 3.43 milliards d'euros) ont effectivement été exercés (contre 45.64% soit 2.968 milliards d'euros en 2018).

Certaines institutions publiques disposent également de la possibilité d'introduire des souscriptions non compétitives. Mais contrairement aux primary dealers, ces institutions peuvent seulement y souscrire avant le début du tour compétitif au prix moyen pondéré (qui n'est pas encore connu à ce moment). En 2019, elles n'ont toutefois pas eu recours à cette possibilité.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS D'OLO EN 2019 (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
18/03/2019					6 094	3 005	978	3 983			2.03					2 500	3 000	
	OLO82	22/10/2024	0.50%	BE0000342510	1 501	756	224	980	103.232	-0.076	1.99	103.10/103.28	103.20	100.00	11			8 794
	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	2 915	1 291	440	1 731	103.808	0.518	2.26	103.65/103.84	103.79	42.71	10			7 731
	OLO86	22/04/2033	1.25%	BE0000346552	1 678	958	314	1 272	105.052	0.868	1.75	104.30/105.13	104.97	100.00	11			5 772
29/04/2019					5 901	3 003	314	3 317			1.97					2 500	3 000	
	OLO82	22/10/2024	0.50%	BE0000342510	1 678	945	5	950	103.654	-0.164	1.78	103.54/103.69	103.63	100.00	10			9 744
	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	2 601	1 171	127	1 298	104.554	0.440	2.22	104.20/104.59	104.54	87.79	12			9 029
	OLO88	22/06/2050	1.70%	BE0000348574	1 622	887	182	1 069	104.423	1.521	1.83	103.60/104.47	104.38	100.00	10			6 069
17/06/2019					6 392	3 202	954	4 156			2.00					2 700	3 200	
	OLO82	22/10/2024	0.50%	BE0000342510	1 322	800	266	1 066	104.571	-0.346	1.65	104.46/104.60	104.55	100.00	7			10 810
	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	2 435	987	331	1 318	107.560	0.139	2.47	107.00/107.58	107.55	69.17	7			10 347
	OLO76	22/06/2038	1.90%	BE0000336454	790	525	151	676	120.367	0.747	1.50	119.60/120.55	120.22	100.00	7			7 303
	OLO80	22/06/2066	2.15%	BE0000340498	1 845	890	206	1 096	127.194	1.363	2.07	125.60/127.41	126.95	100.00	11			5 313
22/07/2019					3 382	1 987	669	2 656			1.70					1 600	2 000	
	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	1 718	1 208	334	1 542	109.313	-0.037	1.42	109.06/109.39	109.24	100.00	11			11 889
	OLO86	22/04/2033	1.25%	BE0000346552	1 664	779	335	1 114	113.425	0.255	2.14	112.50/113.48	113.38	100.00	10			6 886
23/09/2019					5 384	2 809	450	3 259			1.92					2 300	2 800	
	OLO77	22/06/2026	1.00%	BE0000337460	1 273	588	120	708	110.083	-0.469	2.16	109.90/110.10	110.06	23.18	8			15 096
	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	2 235	1 210	57	1 267	111.480	-0.262	1.85	111.10/111.51	111.45	100.00	11			13 156
	OLO76	22/06/2038	1.90%	BE0000336454	1 876	1 011	273	1 284	130.450	0.237	1.86	129.00/130.51	130.42	100.00	10			8 587
18/11/2019					3 763	1 304	65	1 369			2.89					1 100	1 300	
	OLO87	22/06/2029	0.90%	BE0000347568	2 036	651		651	109.276	-0.064	3.13	108.85/109.90	109.21	45.02	6			13 807
	OLO75	22/06/2031	1.00%	BE0000335449	1 727	653	65	718	110.657	0.076	2.64	109.80/110.70	110.59	71.82	5			11 946
TOTAL								18 740										

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

ENCOURS DES OLO AU 31.12.2019 (EN EUR)							
Maturité	Coupon	Code ISIN	N°	Net disponible[15]	Rachats en portefeuille	Titres scindés	
						Montant scindé	%
28/09/2020	3.75	BE0000318270	58	17 405 000 000	2 081 000 000	12 466 077	0.07%
28/09/2021	4.25	BE0000321308	61	16 244 000 000	701 000 000	15 381 055	0.09%
28/03/2022	4.00	BE0000308172	48	14 024 000 000	60 000 000		
28/09/2022	4.25	BE0000325341	65	15 999 000 000	247 000 000	19 000 000	0.12%
22/06/2023	2.25	BE0000328378	68	13 115 000 000	537 000 000		
23/10/2023	0.20	BE0000339482	79	9 502 000 000	-		
22/06/2024	2.60	BE0000332412	72	15 015 000 000	870 000 000		
22/10/2024	0.50	BE0000342510	82	10 810 000 000	-		
22/06/2025	0.80	BE0000334434	74	15 943 000 000	509 000 000		
28/03/2026	4.50	BE0000324336	64	10 708 000 000	-		
22/06/2026	1.00	BE0000337460	77	15 096 000 000	-		
22/06/2027	0.80	BE0000341504	81	13 728 000 000	-		
28/03/2028	5.50	BE0000291972	31	19 344 939 136	-	2 031 259 161	10.50%
22/06/2028	0.80	BE0000345547	85	14 724 000 000	-		
22/06/2029	0.90	BE0000347568	87	13 807 000 000	-		
22/06/2031	1.00	BE0000335449	75	11 946 000 000	-		
28/03/2032	4.00	BE0000326356	66	8 204 000 000	-	266 373 683	3.25%
22/04/2033	1.25	BE0000346552	86	6 886 000 000	-		
22/06/2034	3.00	BE0000333428	73	7 784 000 000	-	16 500 000	0.21%
28/03/2035	5.00	BE0000304130	44	19 604 692 800	30 000 000	2 660 552 030	13.57%
22/06/2037	1.45	BE0000344532	84	4 904 000 000	-	2 000 000	0.04%
22/06/2038	1.90	BE0000336454	76	8 587 000 000	-	184 800 000	2.15%
28/03/2041	4.25	BE0000320292	60	17 299 000 000	-	2 536 823 381	14.66%
22/06/2045	3.75	BE0000331406	71	9 737 000 000	-	452 200 000	4.64%
22/06/2047	1.60	BE0000338476	78	11 064 000 000	-	172 600 000	1.56%
22/06/2050	1.70	BE0000348574	88	6 069 000 000	-	6 000 000	0.10%
22/06/2057	2.25	BE0000343526	83	4 878 000 000	-	529 500 000	10.85%
22/06/2066	2.15	BE0000340498	80	5 313 000 000	-	862 250 000	16.23%
		TOTAL		337 740 631 936	5 035 000 000	9 767 705 387	

[15] Disponible dans le marché (montant émis moins les rachats) au 31.12.2019.

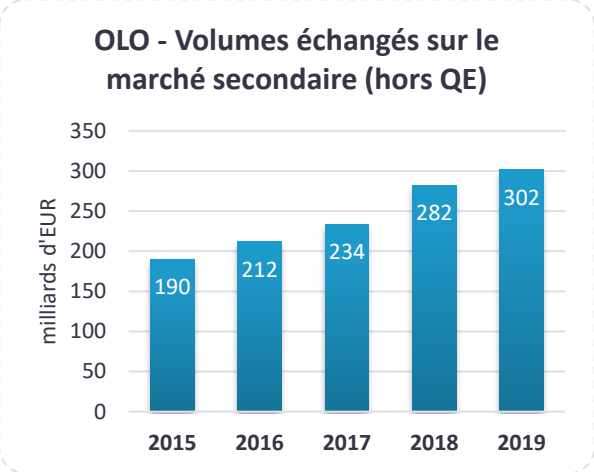
3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

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.

Volumes

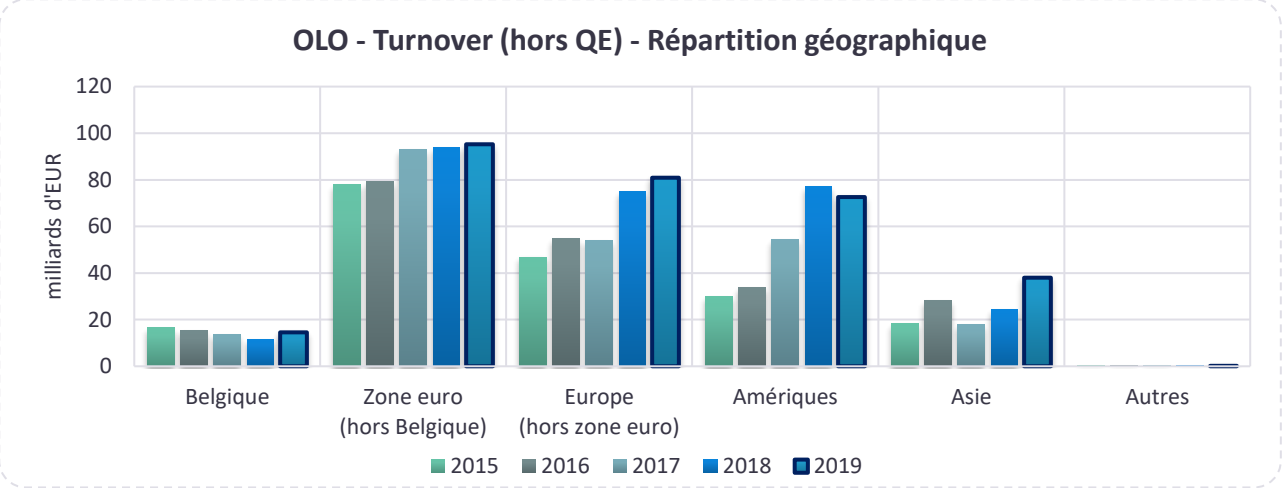
En 2019, et pour la quatrième année consécutive, le volume total des OLO négocié sur le marché secondaire a augmenté (+6.96%), pour s'établir à 301.52 milliards d'euros contre 281.90 milliards en 2018.

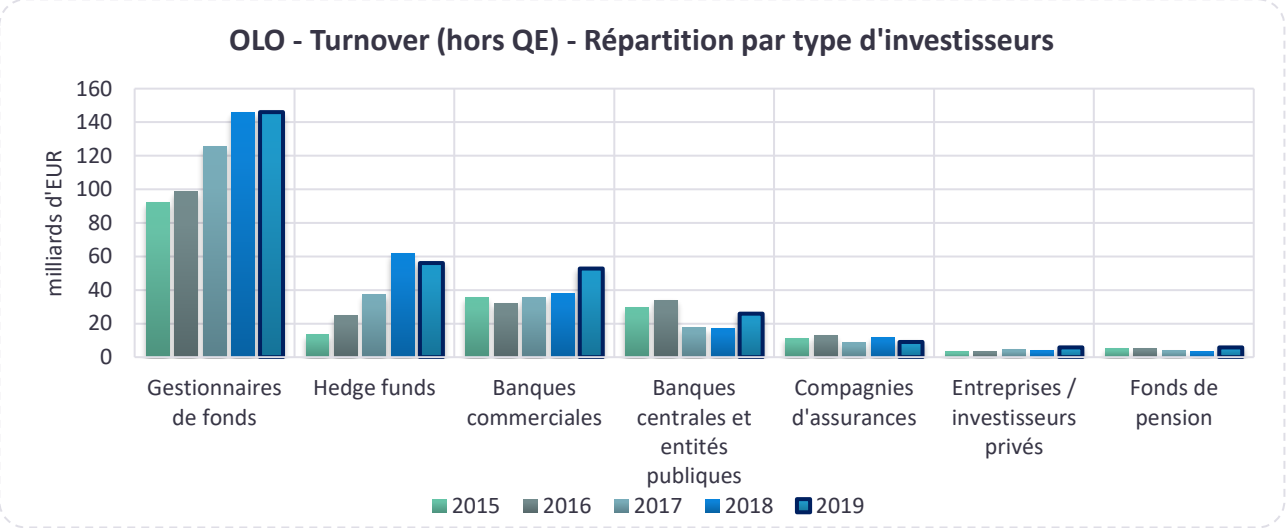


D'un point de vue géographique, cette hausse se vérifie pour l'ensemble des investisseurs à l'exception du continent américain.

Avec 14.56 milliards d'euros échangés en 2019 contre seulement 11.58 milliards en 2018, les investisseurs belges voient leur niveau revenir à celui de 2016-2017. Les investisseurs européens (intra et hors zone euro) atteignent eux, avec respectivement 95.25 et 80.90 milliards d'euros, un plus haut sur les cinq dernières années. Tout comme les investisseurs asiatiques qui, avec 38.01 milliards d'euros en 2019 contre 24.23 milliards en 2018, enregistrent la plus forte progression de 2019. Pour finir, les investisseurs américains, bien qu'enregistrant une légère baisse par rapport à 2018, se maintiennent à un niveau élevé avec 72.60 milliards d'euros.

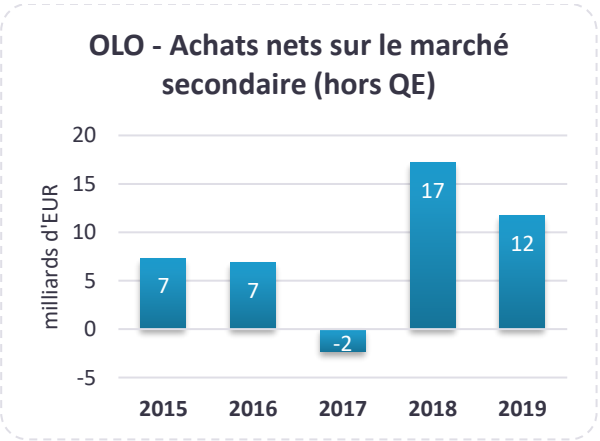
Du point de vue du type d'investisseurs, les gestionnaires de fonds restent de loin les principaux acteurs sur le marché secondaire des OLO. Avec 146.01 milliards d'euros en 2019, ils enregistrent leur plus gros volume sur les cinq dernières années. Viennent ensuite les hedge funds qui, bien qu'en légère diminution, se maintiennent à un niveau élevé avec 56.09 milliards d'euros. Les banques commerciales voient leur volume négocié fortement augmenter avec 52.81 milliards d'euros contre 38.04 milliards en 2018, atteignant ainsi un plus haut sur cinq ans. Après deux années de baisse, les banques centrales et entités publiques enregistrent une hausse avec 25.92 milliards d'euros. Pour finir, les compagnies d'assurances, les entreprises/ investisseurs privés et les fonds de pension se maintiennent à un niveau comparable à celui des cinq dernières années avec respectivement 9.06, 5.83 et 5.81 milliards d'euros.





Achats nets

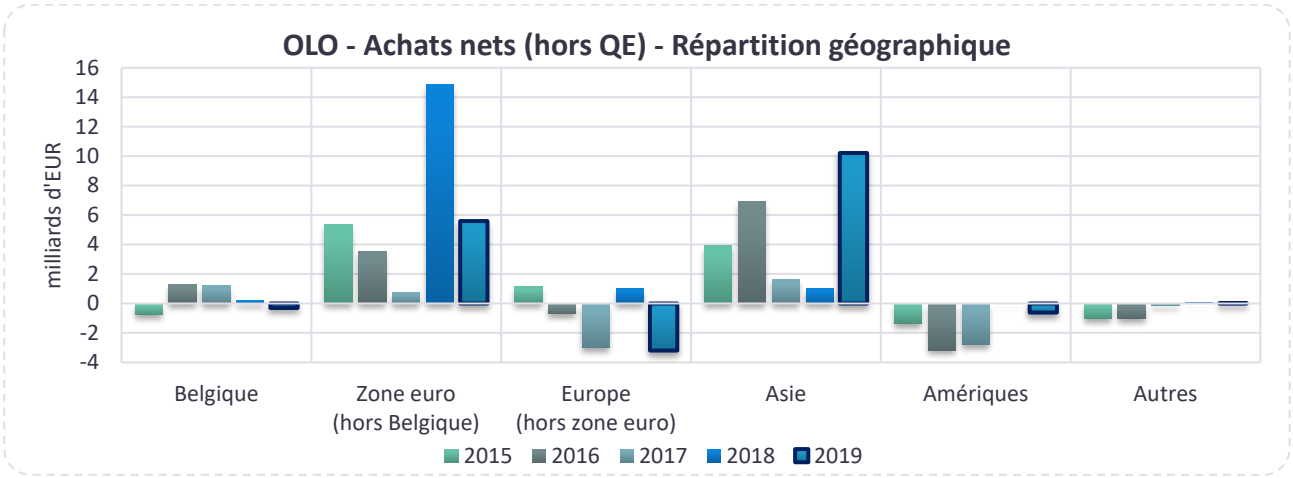
Les achats nets d'OLO sur le marché secondaire par les investisseurs ont quant à eux diminué de 5.45 milliards d'euros pour atteindre un total de +11.72 milliards d'euros fin 2019. Cette baisse des achats nets s'est principalement observée lors du dernier trimestre de l'année, ce qui peut trouver sa justification dans la reprise, en novembre 2019, des achats d'actifs par la BCE d'une part, ainsi que par un volume d'adjudications moins important que lors des années précédentes, d'autre part.

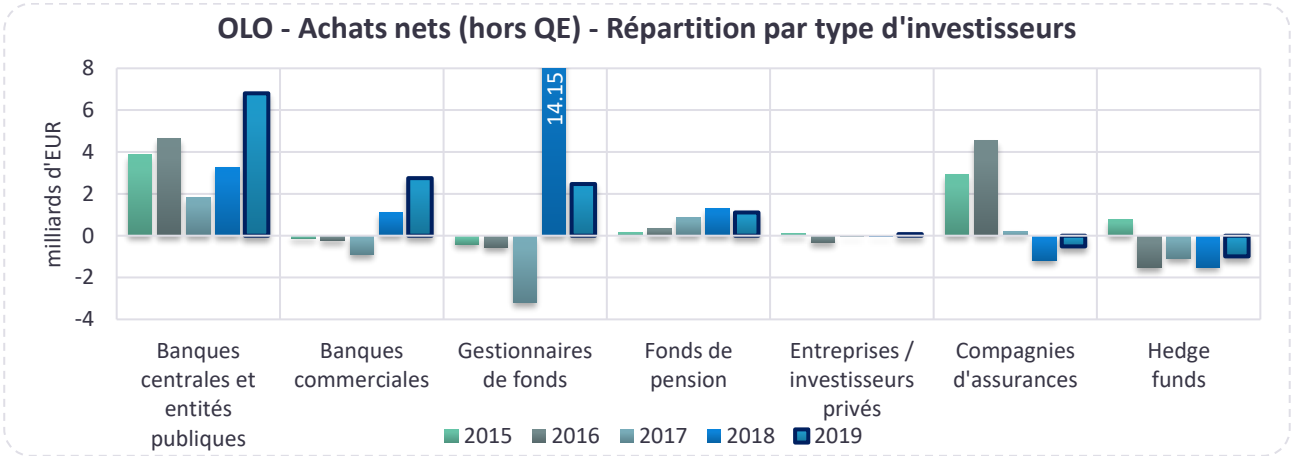


3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

Du point de vue géographique, les investisseurs asiatiques sont les seuls à voir leurs achats nets progresser, devenant même les principaux acheteurs nets avec +10.21 milliards d'euros en 2019 contre seulement +1.00 milliard en 2018. Les investisseurs de la zone euro (hors Belgique) voient leurs achats nets diminuer de plus de moitié avec +5.60 milliards contre +14.83 milliards en 2018. Toutes les autres régions deviennent vendeurs nets, les investisseurs belges notamment avec -0.31 milliard en 2019 contre +0.23 milliard en 2018. C'est également le cas pour les investisseurs américains et européens (hors zone euro) avec respectivement -0.61 et -3.19 milliards en 2019 contre +0.03 et +1.02 milliard en 2018.

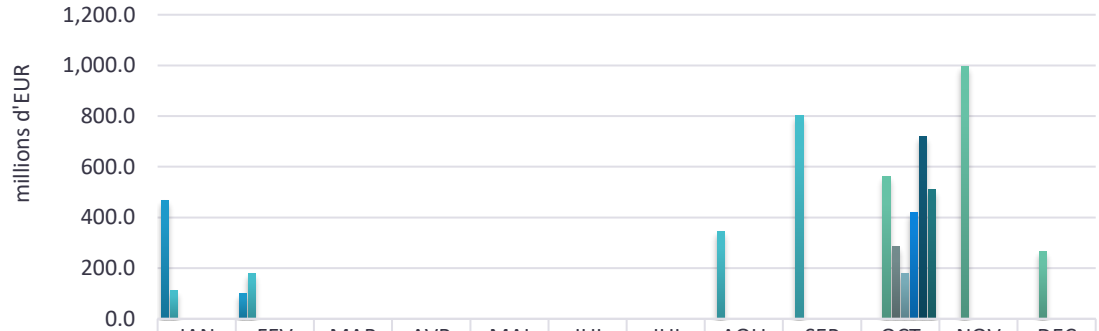
Du point de vue de la répartition par type d'investisseurs, avec des achats nets ayant plus que doublé, les banques centrales et entités publiques redeviennent les principaux acheteurs nets avec +6.81 milliards d'euros en 2019 contre +3.28 milliards en 2018. Il s'agit d'un plus haut sur les cinq dernières années, tout comme pour les banques commerciales avec +2.75 milliards en 2019 contre +1.12 milliard en 2018. Viennent ensuite les gestionnaires de fonds qui, malgré des achats nets divisés par plus de 5 avec +2.70 milliards en 2019 contre +14.15 milliards en 2018, restent acheteurs nets contrairement à la période 2015-2017. Les fonds de pension voient également leur achats nets se réduire à +1.11 milliard en 2019 contre +1.32 milliard en 2018. Les entreprises et investisseurs privés deviennent très légèrement acheteurs nets. Les compagnies d'assurances et hedge funds, quant à eux, restent vendeurs nets avec respectivement -0.51 et -0.99 milliard en 2019 contre -1.19 et -1.50 milliard en 2018.





3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1.4. Rachats



	JAN	FEV	MAR	AVR	MAI	JUI	JUI	AOU	SEP	OCT	NOV	DEC
OLO 55 - Mars 2019	467.0	100.0										
OLO 67 - Septembre 2019	113.0	180.0						343.0	802.0			
OLO 58 - Septembre 2020										560.0	995.0	266.0
OLO 61 - Septembre 2021										286.0		
OLO 65 - Septembre 2022										177.0		
OLO 68 - Juin 2023										420.0		
OLO 72 - Juin 2024										720.0		
OLO 74 - Juin 2025										509.0		

Le rachat d'une OLO arrivant à échéance dans le futur proche présente un double avantage :

- 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 implique une diminution du risque de refinancement ;
- un préfinancement dans l'année précédant l'échéance finale. Ce préfinancement 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 plate-forme de trading électronique MTS Belgium (MTSB) qui offre à la fois liquidité, efficience et transparence du pricing. Les rachats s'opèrent via un écran (Belgian Buy-Backs / BBB) qui est accessible aux primary dealers et sur lequel l'Agence affiche en continu des prix à l'achat. Outre cette possibilité, les dealers peuvent également prendre contact par téléphone 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 2018, l'Agence avait déjà commencé le rachat des lignes d'OLO 55 (échéant le 28 mars 2019) et d'OLO 67 (échéant le 28 septembre 2019). Concernant l'OLO 55, 567 millions d'euros ont encore été rachetés au cours des trois premiers mois de 2019, portant le montant total racheté à 3.20 milliards d'euros, soit 25.05% du montant total émis.

En 2018, l'Agence avait déjà racheté 1.89 milliard d'euros de l'OLO 67 et, avec les rachats de 1.44 milliard d'euros réalisés en 2019, le montant à rembourser à l'échéance finale a diminué pour atteindre 10.76 milliards d'euros, soit une baisse de 23.67%.

A partir du 1er octobre 2019, l'Agence a débuté ses rachats sur l'OLO 58 (échéant le 28 septembre 2020). Le montant en circulation sur cette OLO s'élevait à l'origine à 19.49 milliards d'euros dont 1.82 milliard d'euros, soit 9.35%, ont été rachetés et ce, y compris 280 millions d'euros de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC).

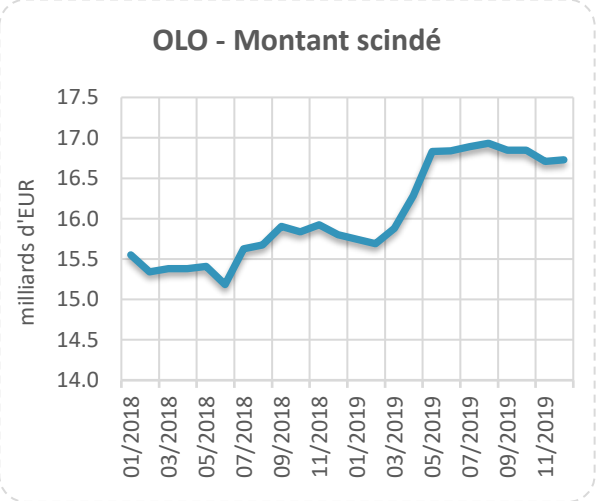
Le 2 octobre 2019, l'Agence a racheté le portefeuille OLO de la CDC. Ce portefeuille représentait un montant nominal de 2.39 milliards d'euros réparti sur 6 lignes d'OLO avec des échéances finales entre le 28 septembre 2020 et le 22 juin 2025. Ces OLO resteront dans le portefeuille jusqu'à leur échéance finale et pourront servir entretemps de collatéral dans le cadre des opérations de cessions-rétrocessions.

Ainsi, les rachats ont porté en 2019 sur un montant total de 5.94 milliards d'euros répartis sur 9 lignes d'OLO : 2.01 milliards d'euros dans les deux lignes échéant en 2019, 1.82 milliard d'euros dans une ligne échéant en 2020 en 2.11 milliards d'euros dans des maturités allant de 2021 à 2025.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.1.5. Titres scindés (strips)

En 2019, l'activité enregistrée sur les BE-strips a été plus importante qu'en 2018. Au total, les scissions se sont élevées à 1.8 milliard d'euros tandis que les remembrements ont atteint 1.4 milliard d'euros.

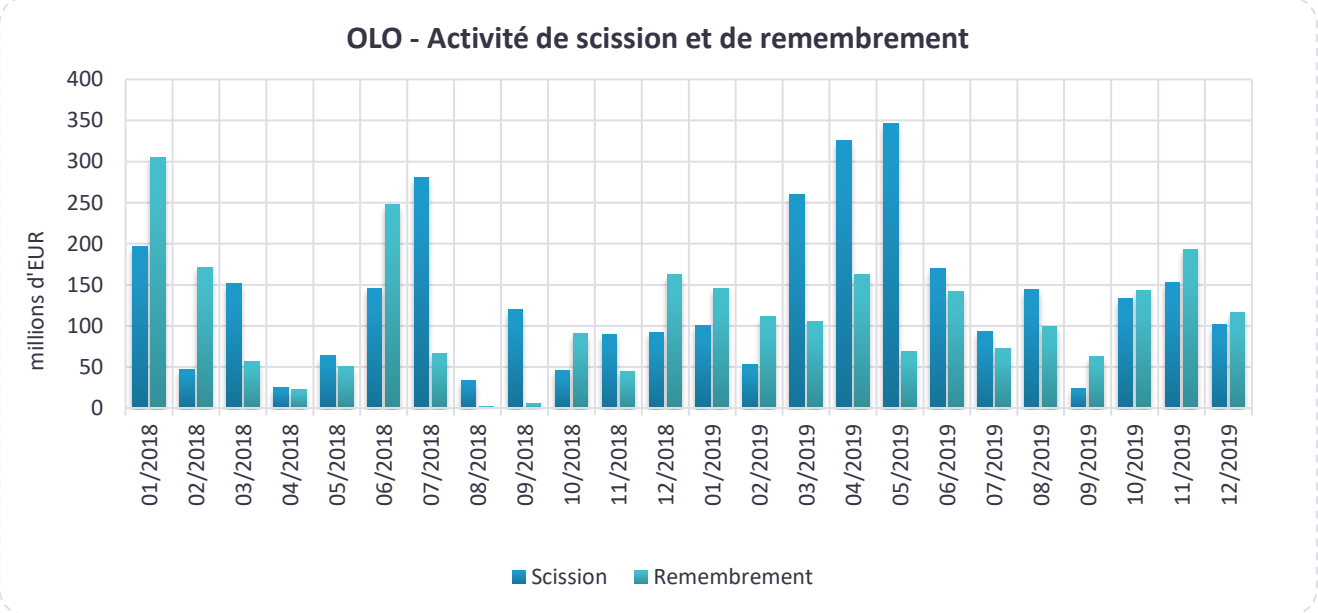


L'on notera que, pour les emprunts à long terme, il y a eu davantage de scissions dans les lignes ayant une échéance de coupon le 22 juin. L'OLO 80 avec comme échéance finale 2066 et l'OLO 83 avec comme échéance finale 2057 ont été scindées pour respectivement 335 et 610 millions.

Etant donné la demande des investisseurs pour des instruments à coupon zéro à long terme, ce sont principalement les OLO dotées d'une plus longue échéance résiduelle qui ont été scindées. Un bon nombre des BE-strips, ayant fait l'objet d'une demande moindre, ont été reconstitués en OLO dotées de maturités résiduelles plus courtes que les OLO initialement scindées. A fin 2019, il y avait ainsi pour l'échéance du mois
de juin huit OLO dont l'encours nominal était plus élevé que le montant émis au début, soit une augmentation de 289 millions d'euros.

Comme les années précédentes, l'ensemble des nouvelles lignes d'OLO ont été scindables dès la date valeur de leur émission.

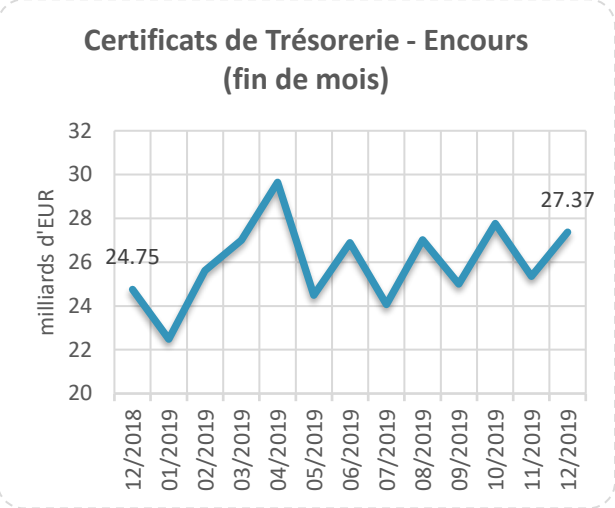
Les BE-strips ont également été activement négociés sur les plateformes électroniques: un montant record de 3.44 milliards d'euros (avec double comptage) a été acheté et vendu entre les primary dealers.



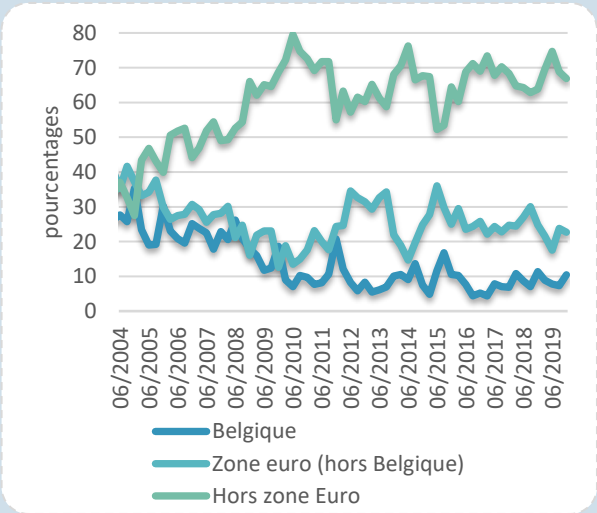
3.2. CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

L'encours des certificats de Trésorerie est passé de 24.75 milliards d'euros au début de l'année 2019 à 27.37 milliards d'euros à la fin de l'année. Dans le courant de l'année, l'encours a évolué dans une fourchette de 24 à 28 milliards d'euros avec des valeurs extrêmes de 19.73 et 29.65 milliards respectivement le 11 janvier et le 11 avril. Les variations les plus importantes résultent du nouveau schéma d'émission des certificats de Trésorerie prévoyant six lignes au lieu de douze auparavant. Ce nouveau schéma est maintenant pleinement effectif après une année de transition en 2018 avec comme implication des échéances plus volumineuses.

L'augmentation des émissions en mars résulte de déficits de caisse provisoires financés par des certificats de Trésorerie. Par le passé, les besoins supplémentaires (en raison d'une échéance d'OLO par exemple) étaient principalement couverts par l'émission d'ECP. Etant donné la détérioration des conditions d'émission d'ECP en 2019, l'Agence a exceptionnellement rouvert des certificats de Trésorerie avec une durée résiduelle de 1 et 2 mois (*Cash Management Bills*). Cette possibilité, déjà utilisée dans le passé, est prévue dans le plan de financement. C'est ainsi que lors des deux adjudications du mois de mars 2019, la ligne de mai a chaque fois été adjugée en plus pour un montant d'environ un milliard d'euros servant à financer le remboursement d'OLO du 28 mars. Par ailleurs, l'Agence a annulé l'avant-dernière adjudication de l'année prévue pour le 3 décembre 2019 en vue d'éviter un excédent de trésorerie en fin d'exercice.



Détention des certificats de Trésorerie



L'intérêt des investisseurs belges pour la détention des certificats de Trésorerie a légèrement diminué en 2019 avec 10.43% à la fin décembre, le reste (89.57%) 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.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.2.1. Marché primaire

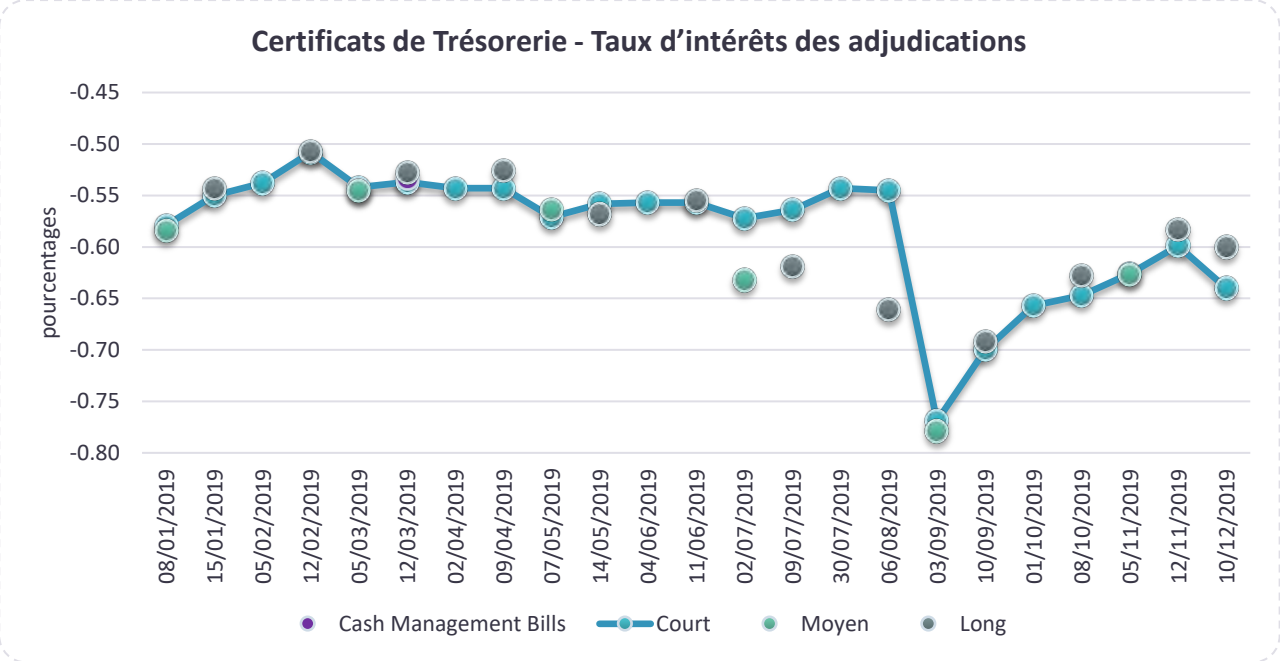
La transition de 12 à 6 lignes de certificats de Trésorerie s'est très bien passée. A côté du marché français, le marché belge des certificats de Trésorerie est toujours considéré comme une référence en termes de liquidité et de transparence. A l'ouverture d'une nouvelle ligne, les montants recherchés ont été obtenus à des taux semblables ou meilleurs à ceux en vigueur sur le marché secondaire. A la réouverture d'une ligne ayant une durée résiduelle de 11 mois, les montants recherchés ont également été levés sans difficultés. Il en a résulté que les nouvelles lignes ont été très liquides dès leur première émission. Après deux émissions, chaque ligne disposait déjà d'un encours supérieur à 2.9 milliards d'euros. Au total, 21.1 milliards d'euros ont été adjugés sur des échéances courtes (entre 2 et 4 mois), 5.6 milliards d'euros sur une échéance à moyen terme (6 mois) et 17.3 milliards d'euros sur des échéances longues (11 et 12 mois).

Dans un contexte de taux d'intérêt négatifs, l'Agence a reçu 147.7 millions d'euros d'intérêts lors de ses adjudications en 2019.

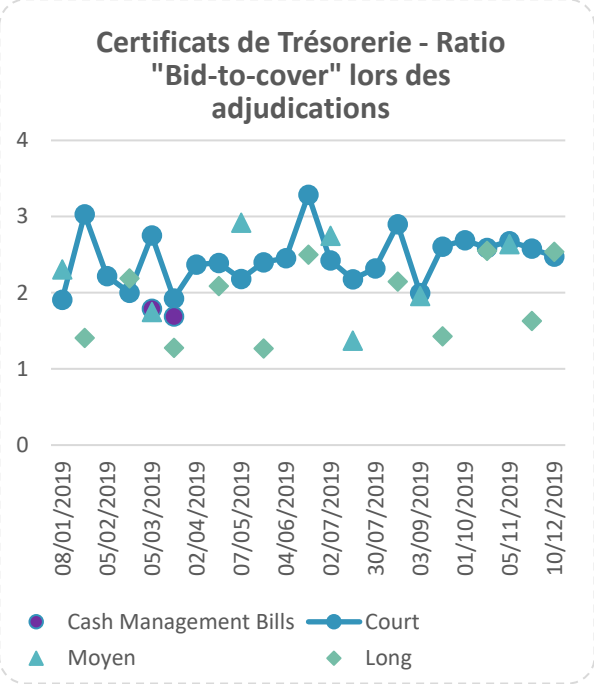
Les taux moyens pondérés des émissions de certificats à court, moyen et long termes se sont élevés à respectivement -0.581%, -0.634% et - 0.586%. Lors des adjudications et au cours des périodes où aucune modification de taux de la BCE n'était attendue, la courbe des taux a affiché un profil plat. Lorsque l'on s'attendait à une modification, les taux moyens pondérés les plus bas se sont situés dans les maturités les plus longues. C'est ainsi que lors de l'adjudication du 6 août, les émissions à 3 et 11 mois ont été adjugées à des taux moyens pondérés de respectivement - 0.545% et -0.661.

Le ratio bid-to-cover, qui est le rapport entre les offres et les montants retenus aux adjudications, a à peine changé par rapport à l'année 2018 et ce pour les trois maturités.

Pour le court et moyen termes, ce ratio bid-to-cover s'est élevé à 2.4 alors que pour les longues maturités, il s'est élevé à 1.9. En 2018, le ratio pour les maturités courtes et moyennes était quasiment pareil alors que pour le long terme, il était de 0.3 inférieur à celui de 2018 (alors de 2.2).

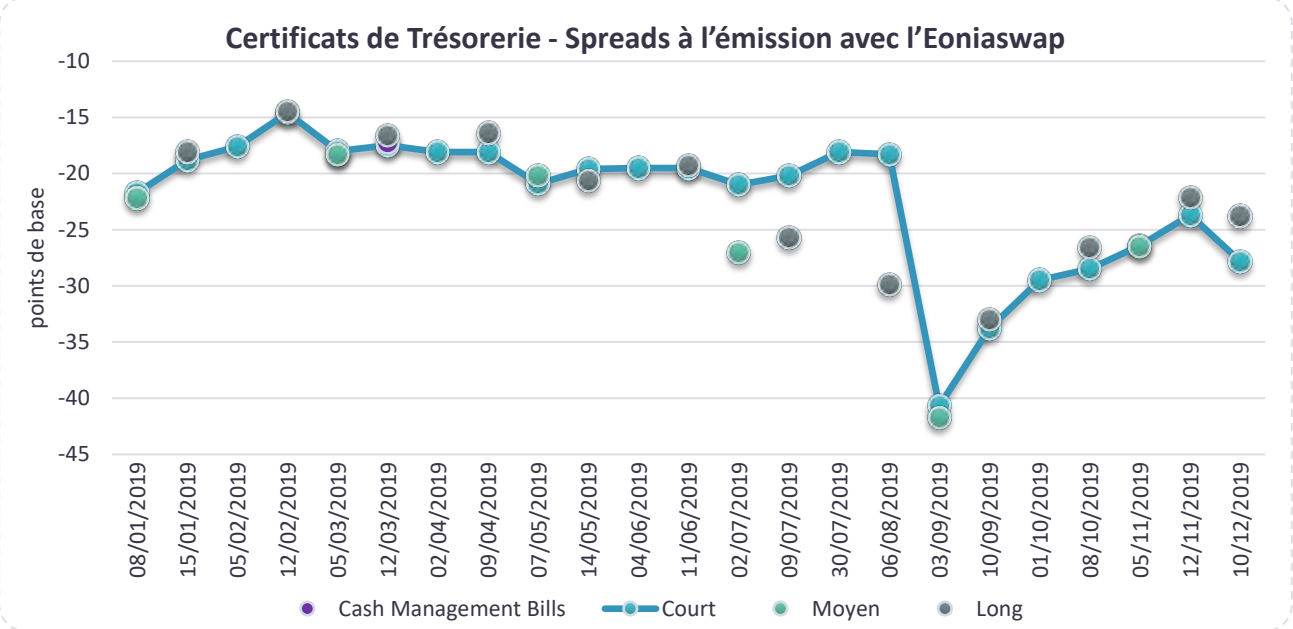


3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS



Le ratio bid-to-cover constitue un indicateur pertinent de la profondeur du marché mais ne rend pas compte de la qualité des offres présentées lors d'une adjudication. Les offres introduites à un taux d'intérêt inférieur à celui du marché secondaire sont reprises dans le ratio bid-to-cover mais sont rarement retenues. Depuis des années, les participants à l'adjudication ont accès à la grille d'adjudication anonyme (bidding grid) pour une analyse plus approfondie des offres. La Belgique fait partie des quelques pays de la zone euro à être transparents sur la grille d'adjudication.

Les spreads moyens par rapport à l'EONIA dans les segments du court, moyen et long termes ont été respectivement de -18.2, -19.2 et -13.7 points de base. En 2018, ils étaient encore de -31 points de base pour le court terme, -30.5 points de base pour le moyen terme et -26 points de base pour le long terme. Ceci représente ainsi une détérioration linéaire de 13 points de base dans les trois segments de maturités. Etant donné que les taux moyens pondérés sur les segments du moyen et long terme se sont améliorés en 2019 et que celui du court terme n'a cédé que deux points de base, la diminution du spread n'est due qu'à une évolution à la baisse de la courbe EONIA après la décision de la BCE de baisser en septembre son taux de la facilité de dépôt de 10 points de base le ramenant ainsi de -0.40% à -0.50%. Le marché avait anticipé depuis un certain temps cette diminution de taux qui s'est reflétée dans les taux d'intérêt offerts.



3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

SOUSCRIPTIONS NON COMPÉTITIVES

En 2019, les primary dealers ont exercé leur droit aux souscriptions non compétitives dans une mesure bien plus importante qu'en 2018. Au total, ce droit a été exercé pour 11 adjudications sur 23 : 12.70% au premier tour (souscriptions non compétitives ordinaires) et 8.36% au second tour (souscriptions non compétitives spéciales).

Ce pourcentage dépend du fait que cette option de souscriptions non compétitives était in the money ou non. Le montant auquel chaque primary dealer a droit constitue également un élément déterminant. Parfois, le montant à exercer est si peu élevé que cela ne vaut pas la peine de l'exercer. De même, la durée résiduelle relativement courte des lignes proposées a souvent pour effet que ces options in the money ne soient pas exercées. Afin de rendre ces souscriptions plus attrayantes à partir de 2020, l'Agence a décidé d'adapter les conditions d'accès aux souscriptions non compétitives spéciales en donnant ce droit à l'ensemble des primary dealers au lieu de le limiter aux cinq dealers les mieux classés en fonction de leur performance en matière de cotation.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

RÉSULTATS DES ADJUDICATIONS DE CERTIFICATS DE TRÉSORERIE EN 2019 (millions d'EUR)

Date adjudication	Date échéance	ISIN	Durée	Montant offert	Montant accepté (compétitives)	Souscriptions (non-compétitives)	Montant Total	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
08/01/2019				4 324	2 055	0	2 055			2.10						1 800	2 200	
	9/05/2019	BE0312764369	S	2 004	1 049		1 049	100.192	-0.579	1.91	-0.582/-0.555	-0.575	100.00	11	-22.05			3 516
	11/07/2019	BE0312765374	M	2 320	1 006		1 006	100.296	-0.584	2.31	-0.588/-0.540	-0.578	23.53	8	-22.47			2 961
15/01/2019				5 140	2 720	38	2 758			1.89						2 400	2 800	
	9/05/2019	BE0312764369	S	2 425	800	38	838	100.171	-0.550	3.03	-0.553/-0.520	-0.548	50.00	9	-19.22			4 565
	16/01/2020	BE0312768402	L	2 715	1 920		1 920	100.552	-0.543	1.41	-0.550/-0.510	-0.536	100.00	13	-18.94			
05/02/2019				2 355	1 060	0	1 060			2.22						800	1 200	
	9/05/2019	BE0312764369	S	2 355	1 060		1 060	100.136	-0.538	2.22	-0.545/-0.518	-0.535	100.00	7	-18.68			5 403
12/02/2019				4 188	1 988	78	2 066			2.11						1 600	2 000	
	9/05/2019	BE0312764369	S	1 760	880	78	958	100.119	-0.508	2.00	-0.520/-0.487	-0.501	100.00	9	-14.69			6 463
	16/01/2020	BE0312768402	L	2 428	1 108		1 108	100.476	-0.507	2.19	-0.520/-0.480	-0.501	100.00	11	-15.55			1 920
05/03/2019				5 610	2 617	0	2 617			2.14						2 400	2 800	
	9/05/2019	BE0312764369	S	2 755	1 001		1 001	100.095	-0.542	2.75	-0.545/-0.490	-0.536	43.33	6	-36.70			7 421
	11/07/2019	BE0312765374	S	1 430	801		801	100.191	-0.544	1.79	-0.560/-0.515	-0.536	43.33	9	-18.25			3 967
	12/09/2019	BE0312766380	M	1 425	815		815	100.287	-0.545	1.75	-0.560/-0.515	-0.540	100.00	9	-18.66			3 088
12/03/2019				5 960	3 800	0	3 800			1.57						3 400	3 800	
	9/05/2019	BE0312764369	S	2 151	1 116		1 116	100.084	-0.537	1.93	-0.542/-0.500	-0.532	94.29	6	-17.71			8 422
	11/07/2019	BE0312765374	S	1 529	904		904	100.177	-0.534	1.69	-0.547/-0.500	-0.530	100.00	11	-18.38			4 768
	12/03/2020	BE0312769418	L	2 280	1 780		1 780	100.537	-0.528	1.28	-0.545/-0.500	-0.520	100.00	12	-17.82			
02/04/2019				1 860	785	0	785			2.37						600	1 000	
	11/07/2019	BE0312765374	S	1 860	785		785	100.148	-0.543	2.37	-0.547/-0.525	-0.541	100.00	7	-17.13			5 672
09/04/2019				3 770	1 715	142	1 857			2.20						1 400	1 800	
	11/07/2019	BE0312765374	S	1 435	600		600	100.137	-0.543	2.39	-0.565/-0.515	-0.533	100.00	7	-17.73			6 457
	12/03/2020	BE0312769418	L	2 335	1 115	142	1 257	100.494	-0.526	2.09	-0.537/-0.500	-0.521	100.00	8	-15.18			1 780
07/05/2019				4 265	1 670	71	1 741			2.55						1 400	1 800	
	12/09/2019	BE0312766380	S	1 800	825	7	832	100.200	-0.571	2.18	-0.576/-0.540	-0.568	100.00	8	-21.96			3 903
	7/11/2019	BE0312767396	M	2 465	845	64	909	100.286	-0.564	2.92	-0.568/-0.550	-0.562	100.00	8	-19.93			3 085
14/05/2019				4 240	2 635	0	2 635			1.61						2 400	2 800	
	12/09/2019	BE0312766380	S	1 895	790		790	100.185	-0.558	2.40	-0.563/-0.529	-0.556	100.00	8	-19.28			4 735
	14/05/2020	BE0312770424	L	2 345	1 845		1 845	100.578	-0.568	1.27	-0.575/-0.544	-0.558	100.00	11	-19.38			
04/06/2019				1 974	804	0	804			2.46						600	1 000	
	12/09/2019	BE0312766380	S	1 974	804		804	100.152	-0.557	2.46	-0.570/-0.515	-0.550	100.00	7	-18.73			5 525
11/06/2019				4 490	1 605	0	1 605			2.80						1 400	1 800	
	12/09/2019	BE0312766380	S	1 985	604		604	100.141	-0.557	3.29	-0.570/-0.523	-0.551	62.07	8	-19.10			6 329
	14/05/2020	BE0312770424	L	2 505	1 001		1 001	100.521	-0.555	2.50	-0.562/-0.525	-0.552	35.00	9	-14.79			1 845
02/07/2019				4 150	1 603	20	1 623			2.59						1 400	1 800	
	7/11/2019	BE0312767396	S	1 945	802		802	100.201	-0.572	2.43	-0.580/-0.550	-0.570	54.55	10	-15.47			3 994
	16/01/2020	BE0312768402	M	2 205	801	20	821	100.345	-0.632	2.75	-0.640/-0.605	-0.628	18.42	10	-17.64			3 028
09/07/2019				4 215	2 604	0	2 604			1.62						2 400	2 800	
	7/11/2019	BE0312767396	S	1 750	804		804	100.187	-0.564	2.18	-0.570/-0.500	-0.562	79.17	9	-13.66			4 796
	9/07/2020	BE0312771430	L	2 465	1 800		1 800	100.630	-0.619	1.37	-0.641/-0.600	-0.612	100.00	12	-11.92			
30/07/2019				1 845	795	0	795			2.32						600	1 000	
	7/11/2019	BE0312767396	S	1 845	795		795	100.148	-0.543	2.32	-0.550/-0.520	-0.540	100.00	9	-11.22			5 600
06/08/2019				4 013	1 653	514	2 167			2.43						1 400	1 800	
	7/11/2019	BE0312767396	S	1 770	610	147	757	100.138	-0.545	2.90	-0.550/-0.520	-0.542	100.00	7	-9.68			6 395
	9/07/2020	BE0312771430	L	2 243	1 043	367	1 410	100.621	-0.661	2.15	-0.670/-0.640	-0.657	100.00	10	-10.51			1 800
03/09/2019				4 237	2 147	0	2 147			1.97						1 800	2 200	
	16/01/2020	BE0312768402	S	1 601	801		801	100.285	-0.769	2.00	-0.776/-0.740	-0.762	100.00	7	-22.89			3 849
	12/03/2020	BE0312769418	M	2 636	1 346		1 346	100.411	-0.779	1.96	-0.787/-0.755	-0.775	100.00	8	-21.05			3 037
10/09/2019				4 730	2 660	102	2 762			1.78						2 400	2 800	
	16/01/2020	BE0312768402	S	2 060	790	65	855	100.246	-0.700	2.61	-0.715/-0.675	-0.693	100.00	7	-17.33			4 650
	10/09/2020	BE0312772446	L	2 670	1 870	37	1 907	100.705	-0.692	1.43	-0.710/-0.665	-0.683	100.00	11	-8.79			
01/10/2019				2 355	875	159	1 034			2.69						600	1 000	
	16/01/2020	BE0312768402	S	2 355	875	159	1 034	100.192	-0.657	2.69	-0.660/-0.600	-0.652	100.00	4	-19.09			5 505

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

08/10/2019			4 217	1 646	76	1 722			2.56						1 400	1 800	
16/01/2020	BE0312768402	S	1 557	601	44	645	100.177	-0.647	2.59	-0.665/-0.620	-0.639	26.19	9	-18.23			6 539
10/09/2020	BE0312772446	L	2 660	1 045	32	1 077	100.590	-0.628	2.55	-0.650/-0.600	-0.623	100.00	8	-7.83			1 907
05/11/2019			5 210	1 955	0	1 955			2.66						1 800	2 200	
12/03/2020	BE0312769418	S	3 095	1 155		1 155	100.220	-0.626	2.68	-0.635/-0.598	-0.620	100.00	6	-16.57			4 383
14/05/2020	BE0312770424	M	2 115	800		800	100.330	-0.627	2.64	-0.640/-0.604	-0.621	56.00	7	-15.87			2 846
12/11/2019			5 005	2 603	184	2 787			1.92						2 400	2 800	
12/03/2020	BE0312769418	S	2 070	802	103	905	100.198	-0.599	2.58	-0.610/-0.550	-0.595	48.15	7	-14.66			5 538
7/11/2019	BE0312773451	L	2 935	1 801	81	1 882	100.593	-0.583	2.28	-0.590/-0.550	-0.580	75.56	10	-10.98			
10/12/2019			5 020	2 001	20	2 021									1 800	2 200	
12/03/2020	BE0312769418	S	2 475	1 000		1 000	100.162	-0.640	2.58	-0.642/-0.580	-0.635	60.00	3	-19.00			6 443
12/11/2020	BE0312773451	L	2 545	1 001	20	1 021	100.563	-0.600	2.54	-0.605/-0.560	-0.596	43.75	4	-12.70			1 882
TOTAL						45 400											

Totaux	S	M	L
Offres compétitives	21 054	5 613	17 329
Offres compétitives & non-compétitives	21 695	5 697	18 008

	S	M	L
Rendement moyen	-0.581	-0.634	-0.586

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

3.2.2. Marché secondaire

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.

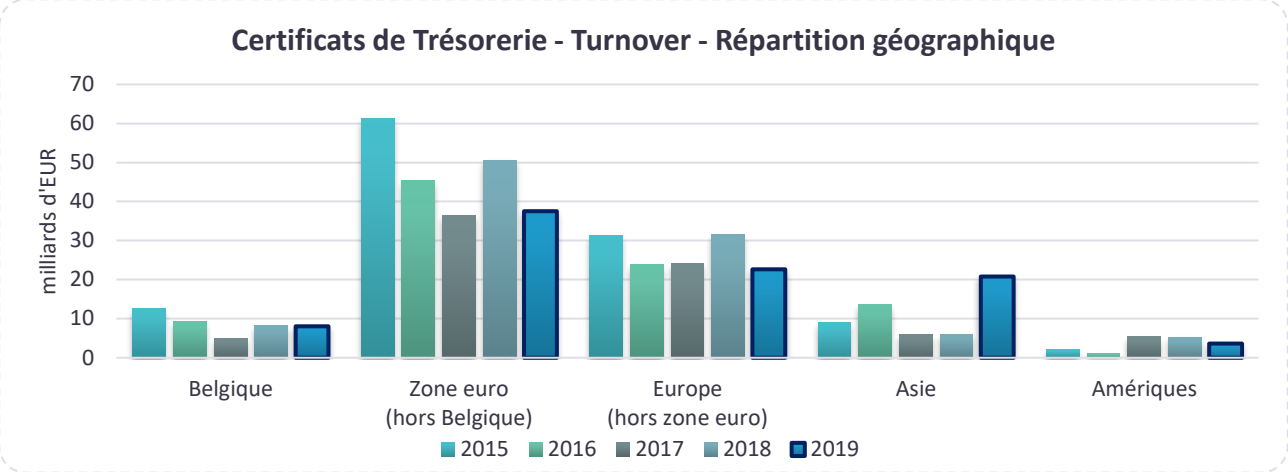
Volumes

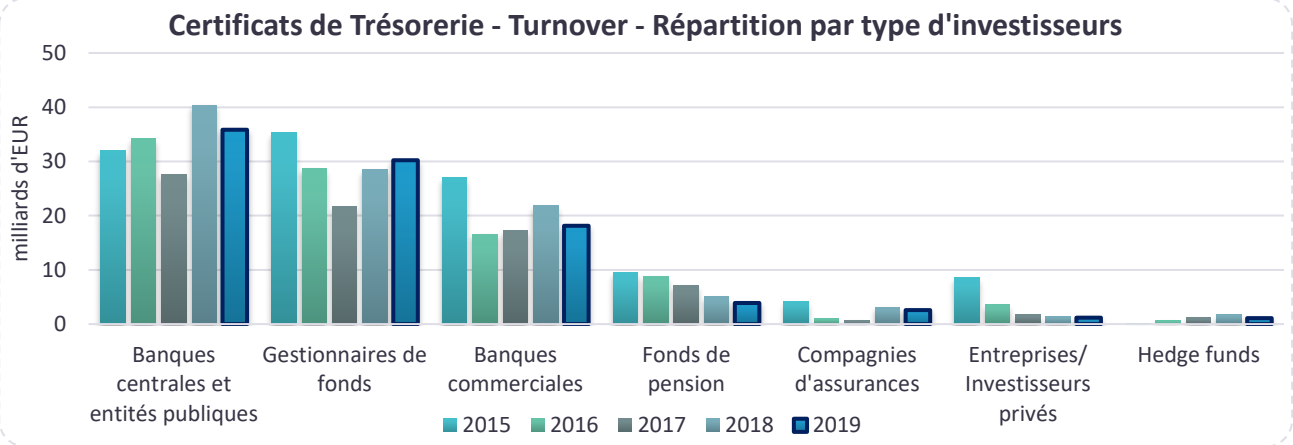
Après la hausse observée l'année dernière, les volumes négociés en certificats de Trésorerie sont repartis à la baisse avec 92.94 milliards d'euros enregistrés en 2019. Ils perdent 8.98% par rapport au volume de 2018, revenant ainsi à leur niveau de 2016.

D'un point de vue géographique, les volumes négociés par les investisseurs belges restent inchangés par rapport à l'année dernière à 8.05 milliards d'euros.

Au niveau européen (intra et hors zone euro) par contre, ils baissent pour quasiment atteindre leur niveau le plus bas depuis les cinq dernières années avec respectivement 37.53 et 22.65 milliards d'euros. L'Asie voit son volume négocié se multiplier par plus de 3 jusqu'à 20.80 milliards d'euros contre seulement 6.03 milliards en 2018, atteignant ainsi un plus haut sur les cinq dernières années. Malgré une légère diminution, le continent américain se maintient à son niveau habituel avec 3.63 milliards d'euros.

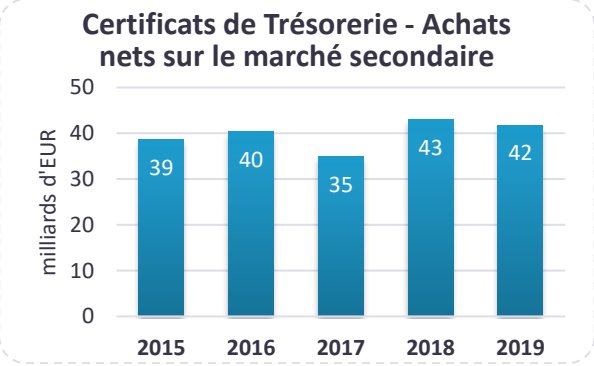
Du point de vue du type d'investisseurs, l'ordre d'importance reste inchangé par rapport à l'année dernière. Les banques centrales et entités publiques demeurent les acteurs principaux sur le marché secondaire des certificats de Trésorerie avec 35.84 milliards d'euros en 2019, en diminution par rapport à l'année dernière mais toujours à un niveau supérieur à la période 2015-2017. Viennent ensuite les gestionnaires de fonds qui, avec 30.22 milliards d'euros négociés en 2019, sont les seuls investisseurs à voir leur volume augmenter par rapport à 2018, et reviennent ainsi à un niveau plus atteint depuis 2015. Les banques commerciales diminuent à 18.13 milliards d'euros. Tout comme les fonds de pension, pour qui la baisse est continue depuis 2015, voyant leur volume diminuer de plus de moitié sur cette période jusqu'à 3.89 milliards d'euros en 2019. Enfin, les compagnies d'assurances, les entreprises/investisseurs privés et les hedge funds restent à leur niveau habituel avec respectivement 2.58, 1.18 et 1.10 milliard d'euros en 2019.





Achats nets

Les achats nets sur le marché secondaire se sont également légèrement repliés en 2019, s'élevant à +41.74 milliards d'euros, soit une baisse de 2.72%. Ils restent cependant élevés sur une période de cinq ans.

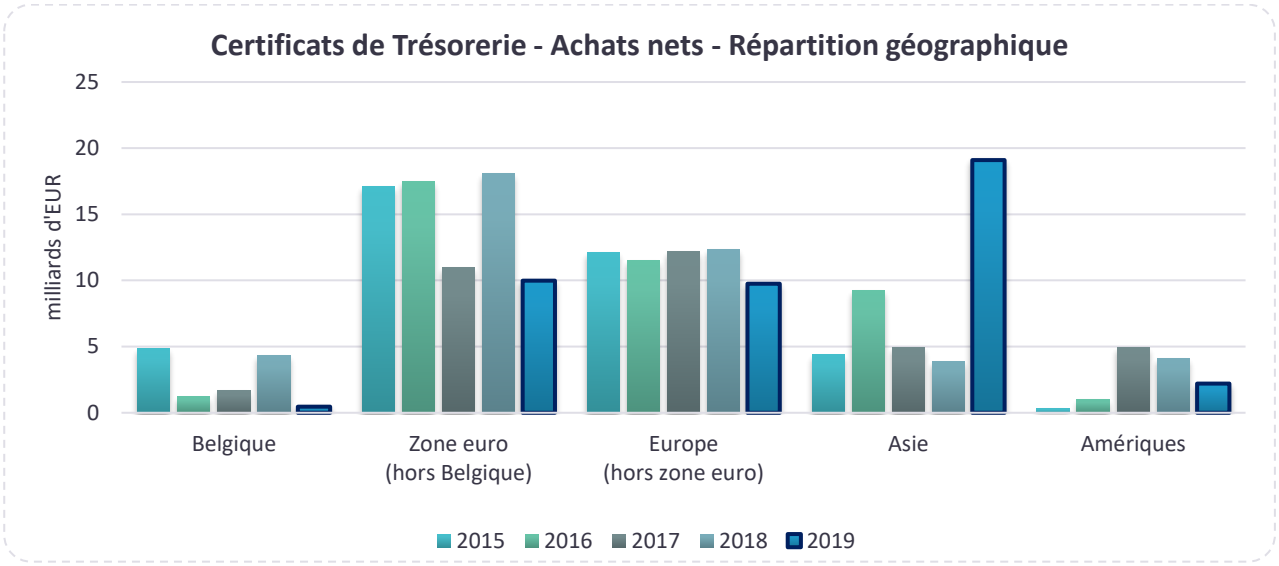


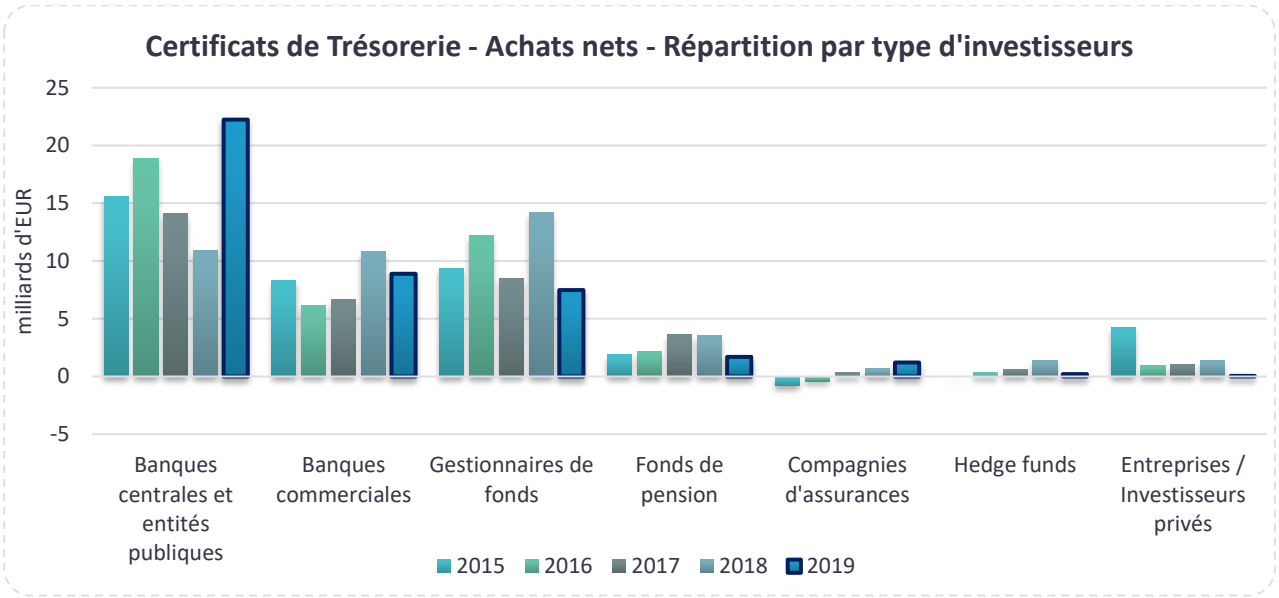
La répartition géographique montre que, tout comme pour les OLO, la plupart des zones géographiques voient leurs achats nets diminuer au profit des investisseurs asiatiques. En effet, ceux-ci deviennent, de loin, les principaux acheteurs nets de certificats de Trésorerie avec +19.10 milliards d'euros en 2019 contre seulement +3.89 milliards en 2018. A l'opposé, les investisseurs belges voient leurs achats nets se replier jusqu'à +0.46 milliard en 2019 contre +4.31 milliards en 2018. Il en va de même pour les investisseurs européens (intra et hors zone euro) avec respectivement +9.99, +9.75 milliards, soit leur plus bas niveau depuis cinq ans. Tout comme le continent américain qui, avec +2.21 milliards en 2019 contre +4.12 milliards en 2018, diminue également. Le reste du monde, quant à lui, se caractérise par une très légère augmentation des achats nets jusqu'à +0.27 milliard en 2019 contre +0.18 milliard en 2018.

3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

Du point de vue du type d'investisseurs, les banques centrales et entités publiques deviennent les principaux acheteurs nets avec +22.24 milliards d'euros en 2019, soit leur plus haut niveau sur cinq ans, suivies par les banques commerciales et les gestionnaires de fonds, avec respectivement +8.89 et +7.48 milliards en 2019 contre +10.86 et +14.21 milliards en 2018, modifiant juste l'ordre de ce trio inchangé depuis plusieurs années. Les fonds de pension et les hedge funds ont vu leur position d'acheteurs nets diminuer fortement jusqu'à respectivement +1.70 et +0.21 milliard en 2019 contre +3.53 et +1.37 milliard en 2018. Tandis que les compagnies d'assurances l'ont vue se renforcer jusqu'à +1.21 milliard en 2019 contre +0.69 milliard en 2018.

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





3. OFFRE DE PRODUITS DIVERSIFIÉS

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 2019, l'Agence n'a émis de bons d'Etat qu'à une seule reprise, en mars 2019. Les émissions de juin, septembre et décembre ont en effet été annulées en raison du niveau très peu élevé des taux d'intérêt.

Lors de cette émission, un seul bon à 10 ans a été proposé, le montant de cette souscription s'est élevé à 3.98 millions d'euros.

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 2019				
Emissions	Type	Coupon	Prix	Total souscrit
04.03.2019	BE à 10 ans	0.55 %	100 %	3 979 300 EUR
04.06.2019	-	-	-	-
04.09.2019	-	-	-	-
04.12.2019	-	-	-	-
TOTAL				3 979 300 EUR

3.4. EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) ET SCHULDSCHEINE

En 2019, deux emprunts ont été émis sous le programme EMTN établi en 2008 par l'Agence fédérale de la Dette.

Le 21 mars 2019, l'Agence a émis une obligation EMTN pour un montant de NOK 500 millions échéant le 2 avril 2024 et portant un coupon de 1.44%. Après swap, ce montant s'est élevé à une contre-valeur 52 millions d'euros.

Enfin, le 18 octobre 2019, l'Agence a émis une obligation EMTN liée à l'inflation européenne et portant un coupon de 0.10%. Le montant émis était, quant à lui, de 500 millions d'euros.

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

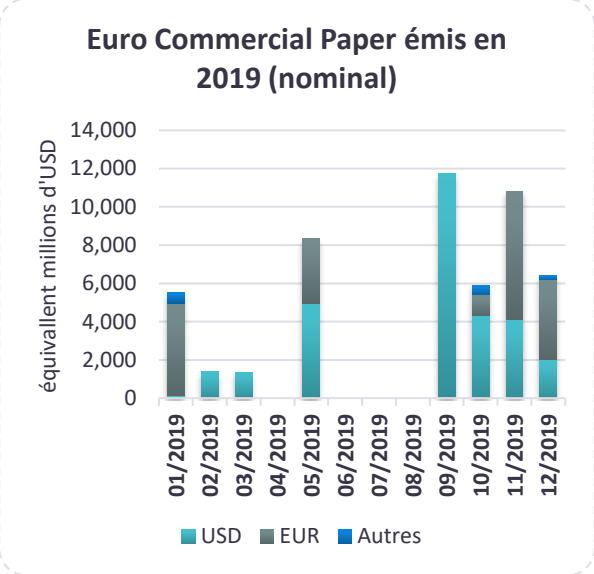
Rappelons en effet que de telles émissions ne sont réalisées que si le coût à l'émission est inférieur ou égal au coût d'une OLO de même maturité. Il est bien entendu que le recours à ces nouveaux instruments ne peut compromettre la liquidité des OLO. Les émissions sous le programme EMTN sont ainsi considérées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

Par ailleurs, l'Agence n'a pas conclu de contrats Schuldscheine en 2019.

TRANSACTIONS EMTN EN 2019				
Date valeur	**Echéance**	**Montant**	**Contrevaleur EUR**	**Type de taux**
02/04/2019	02/04/2024	500 000 000 NOK	52 002 080.08 EUR	Fixe
25/10/2019	25/07/2047	500 000 000 EUR	500 000 000.00 EUR	Fixe + lié à l'inflation
Total			**552 002 080.08 EUR**	

3.5. EURO COMMERCIAL PAPER (ECP)

A l'instar des années précédentes, le programme ECP a été utilisé pour apurer les déficits de caisse restant après l'émission des certificats de Trésorerie. Dans la pratique, l'Agence a eu le plus souvent recours à ce programme pour le financement des échéances finales en OLO ainsi que pour le financement de déficits de caisse au cours des quatre derniers mois de l'année. La dette encore en circulation en CHF a été totalement remboursée dans le courant du premier trimestre 2019 (voir chapitre 4.1. ci-après) et n'a donc plus dû être financée via de l'ECP comme c'était le cas les années précédentes.



Au total, l'Agence a émis des ECP pour un montant équivalent à 46.7 milliards d'euros dont 64% ont été financés sur des périodes allant jusqu'à un mois. Comme ce fut déjà le cas en 2018, les conditions d'émission ont été quelque peu moins avantageuses, du moins par rapport aux rendements des certificats de Trésorerie de même maturité. Il n'empêche que l'Agence a tout de même reçu un montant de 20.6 millions d'euros en intérêts négatifs. Deux raisons peuvent expliquer que les conditions d'émissions étaient quelque peu moins attrayantes :

- Tout d'abord, le swap de base USD/EUR s'est détérioré. Il en a résulté qu'un montant important a été directement émis en EUR. La part de marché des émissions directes en EUR s'est ainsi élevé à 39% contre 22% en 2018.

- Ensuite, il y a également eu un effet d'éviction (crowding out) plus prononcé qu'en 2018. Certains émetteurs souverains avaient en effet des besoins de financement tellement importants que les prix ont été gonflés.

Tout comme en 2018, les banques centrales ont été les principaux investisseurs en ECP. Ce programme multidevises leur offre la possibilité d'y placer leurs réserves en devises. En outre, la base d'investisseurs est très différenciée sur le plan régional. Environ un quart des émissions ont été placées auprès d'investisseurs américains et un autre quart auprès d'investisseurs asiatiques. Les ECP émis par l'Agence constituent bel et bien un autre moyen de financement que les certificats de Trésorerie et possèdent un statut de référence à défendre sur le plan international dans le segment des « Sovereign Supranational Agencies » (SSA).

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.1. SUPPRESSION DE LA DETTE EN DEVISES

Historiquement, une part importante de la dette était détenue en monnaies autres que le franc belge. En 1984, cette dette en devises représentait même 23.9% de la dette brute totale. Depuis l'introduction de l'euro, il n'y a plus eu qu'une dette non couverte en devises libellée en USD, JPY et CHF et qui était limitée à 4.2% de la dette brute totale à fin 1999. A ce moment-là, la dette en CHF représentait 54% de la dette en devises contre 32% pour celle en JPY et 14% en USD. Le Trésor a alors décidé de réduire progressivement la dette en devises lorsque les circonstances de marché le permettaient. La part relative de la dette en devises est ainsi passée à 3.4% à fin 2000 et 2.8% à fin 2001. Dans le courant de l'année 2004, la dette en USD a été complètement remboursée et la dette en devises est passée pour la première fois en dessous de la barre de 1% de la dette brute totale.

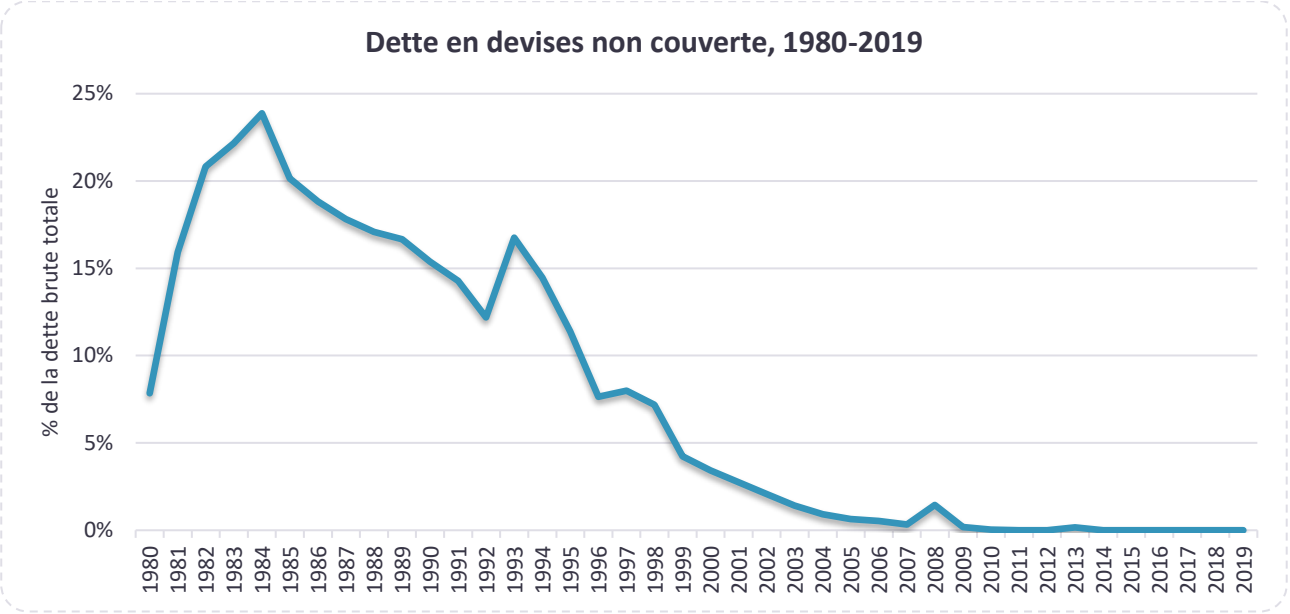
En 2008, la dette non couverte en devises a augmentée de manière inattendue en raison du financement du "Special Purpose Vehicle" Royal Park Investments, un véhicule mis en place pendant la crise financière pour reprendre et démanteler les actifs toxiques de Fortis Banque. Outre une augmentation de la dette en USD, cet évènement a également eu pour effet de créer une nouvelle dette en GBP et en AUD. A fin 2008, la dette totale en devises représentait ainsi 2% de la dette brute totale. Dans le courant de l'année 2009, la Société Fédérale de Participations et d'Investissement a cependant pu rembourser ces devises et la dette en monnaies étrangères a alors diminué pour atteindre 0.47% du total à la fin de cette année. Enfin, en 2010, la dette en JPY a été complètement remboursée.

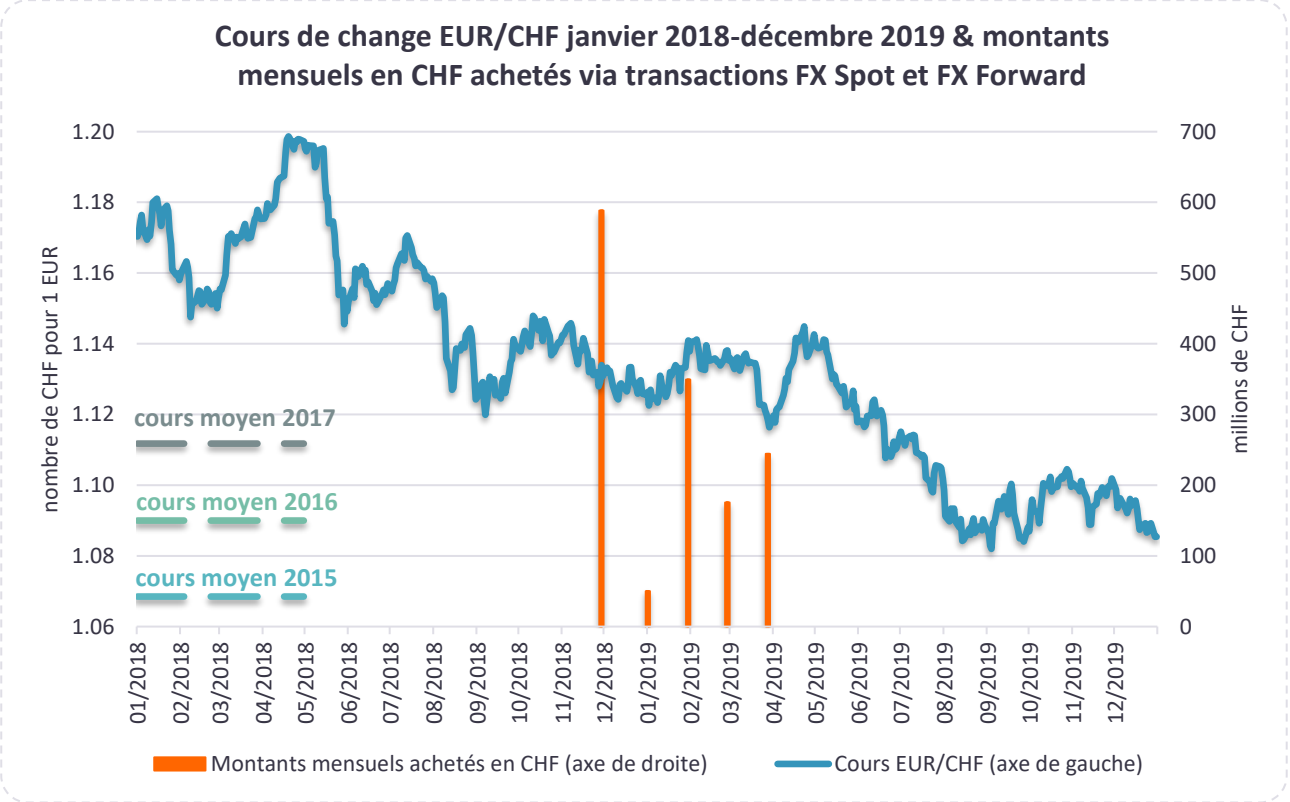
Depuis lors, le pourcentage de la dette en devises par rapport à la dette brute totale est restée quasiment nulle à fin d'année. Tout au long de l'année, la dette non couverte en devises était principalement financée via des ECP mais en fin d'année, l'Agence optait pour le financement de cette dette en devises au moyen d'excédents de trésorerie en euros swappés en devises afin de limiter l'encours de la dette brute totale. Sur la période 2011-2018, le pourcentage de la dette en devises est resté constant tout au long de l'année, à environ 0.35% de la dette brute totale. Au second semestre 2018, l'Agence de la Dette a décidé de réduire encore la dernière dette libellée en devises étrangères qui représentait alors un montant d'environ 1.4 milliard de CHF, soit 0.3% de la dette brute totale. Une analyse interne approfondie a été réalisée pour mettre en balance, d'une part, le différentiel de taux d'intérêt entre un financement en francs suisses et en euros et, d'autre part, l'évolution des taux de change des deux monnaies. En outre, la réduction et la suppression de la dette en francs suisses permettrait de suivre plus efficacement la caisse de l'Etat.

Au cours des années précédentes, cette dette était principalement financée par des ECP ce qui assurait une présence régulière sur le marché de l'ECP. Ensuite, les émissions d'ECP réalisées dans le cadre de la gestion de la dette ont fortement augmenté et l'activité sur ce marché est devenue suffisamment importante pour assurer des émissions régulières en devises swappées en euros.

Après des contacts préparatoires avec les primary dealers en vue d'analyser le marché et la liquidité, l'Agence a commencé en novembre 2018 à acheter des francs suisses sur le marché des changes. Le choix s'est porté sur le recours à des ordres limites intra-journaliers d'un montant maximal de 50 millions de CHF par transaction afin de répartir les risques et de pouvoir acheter le montant nécessaire sans peser sur la liquidité ou le taux de change du marché.

Grâce à une combinaison d'achats de devises au comptant et à terme, exécutés via des ordres limites intra-journaliers pour des montants limités, un total d'environ 1.4 milliard de CHF a été acheté sur le marché des changes à un taux de change moyen de 1.1353 alors que le taux de change moyen de clôture entre la première et la dernière transaction était de 1.1319.





4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

DETTE EN DEVISES NON COUVERTE ET DETTE EN DEVISES SWAPPEE

La réduction de la dette en monnaies étrangères fait référence à la dette non couverte en devises étrangères. Ceci signifie que les montants empruntés en devises étrangères n'étaient pas couverts et comportaient donc un risque de change de la devise empruntée par rapport au franc belge au début et par rapport à l'euro par la suite.

L'Agence continue à avoir recours à l'endettement en monnaies étrangères pour se financer mais exclusivement sur une base entièrement swappée. Ceci signifie qu'au moment où l'Agence emprunte en devises étrangères, tous les paiements futurs dans cette devise (autrement dit, l'ensemble des paiements d'intérêts et le remboursement du capital à l'échéance finale) sont déjà couverts par ce que l'on appelle un *cross currency swap* à long terme ou un FX-swap à court terme, ce qui élimine le risque de change. De la sorte, tout paiement en devises étrangères dans le cadre d'un emprunt est compensé par le réception de précisément le même montant dans le cadre du swap et vice versa. Par solde, il ne reste que les paiements en euros dans le cadre du swap. L'Agence utilise cette technique à part entière dans le cadre de ses programmes ECP et EMTN. Elle se base sur le critère selon lequel un coût de financement après swap ne doit pas excéder celui d'un financement via un emprunt direct en euros.

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.2. OPTIONAL REVERSE INQUIRY (ORI)

Dans le cadre de sa stratégie de financement en 2020, l'Agence fédérale de la Dette peut avoir recours à une technique qu'elle avait utilisée en 2012 afin de renforcer la liquidité sur les marchés secondaires. Il s'agit d'une *facility* consistant à réaliser des adjudications *Optional Reverse Inquiry*. Cette *ORI facility* consiste en une demande inversée où ce sont les primary dealers qui approchent l'émetteur pour solliciter une émission de titres.

Les primary dealers, qui sont les seuls à pouvoir participer aux adjudications ORI, informent l'Agence de l'existence d'une demande spécifique pour certaines OLO. D'une part, cette *ORI auction facility* permet aux dealers de souscrire à un emprunt en dehors des adjudications traditionnelles d'OLO, par exemple pour couvrir des positions. D'autre part, elle permet à l'Agence de couvrir ses besoins de financement et lui évite également de proposer quatre lignes d'OLO lors des adjudications où de préférence trois lignes sont proposées au maximum.

En outre, étant donné que la Banque Centrale Européenne (BCE) a été amenée à recourir, dans le cadre d'une politique monétaire non conventionnelle, à des achats de titres de dettes parmi lesquels figurent les OLO, certains primary dealers peuvent parfois éprouver des difficultés à trouver les titres pour lesquels ils sont *short*. Ceci est d'autant plus vrai qu'après avoir arrêté progressivement ses achats nets d'actifs, la BCE a annoncé les reprendre à partir de novembre 2019 à concurrence de 20 milliards d'euros par mois. L'*ORI facility* permet ainsi aux primary dealers de ne plus être short dans certaines maturités en demandant à l'Agence d'émettre les titres dont ils ont besoin.

Il faut également noter que, dans le cadre de sa gestion optimale de la dette, l'Agence a, ces dernières années, émis des OLO à très long terme. Les primary dealers ont régulièrement des montants à couvrir sur ce segment de maturité très particulier en terme de risque. A nouveau, l'*ORI facility* leur permet de répondre, le cas échéant, à ce besoin spécifique.

D'un point de vue stratégique, il est important de souligner que cette *facility* contribue à promouvoir la liquidité de la dette belge.

Concrètement, les modalités pratiques dans la mise en œuvre de cette *facility* peuvent se résumer de la manière suivante. Comme pour les adjudications traditionnelles d'OLO, l'Agence établit un calendrier ORI sur une base annuelle. Tout en s'apparentant à des adjudications d'OLO, les adjudications d'OLO ORI ont des spécificités qui les en distinguent. Pour 2020, ces adjudications se tiennent un vendredi. Le jeudi précédant l'adjudication ORI prévue dans le calendrier ORI, les primary dealers peuvent informer l'Agence de leur demande concernant une ou plusieurs lignes d'OLO à taux fixe. Etant donné que cette adjudication ORI revêt un caractère optionnel, c'est l'Agence qui décide le jour précédent vers 17 heures si elle organise ou non une adjudication ORI. Si c'est le cas, l'Agence propose alors un maximum de deux lignes d'OLO à taux fixe.

En outre, le montant à émettre est limité à un maximum de 500 millions d'euros par adjudication ORI pour les deux OLO. Cette limitation du montant et du nombre de lignes se justifie par la volonté de l'Agence de bien distinguer l'*ORI auction facility* d'une adjudication traditionnelle d'OLO. Cette facility ne doit en effet normalement répondre qu'à une demande spécifique d'un nombre restreint de primary dealers.

Il est enfin important de remarquer que, contrairement aux adjudications traditionnelles d'OLO, il n'y a pas de tour non compétitif pour les adjudications ORI et que celles-ci n'entrent donc pas en ligne de compte pour l'évaluation des primary dealers.

4.3. RÉDUCTION DU NOMBRE DE DEALERS

La diminution du nombre de banques opérant en tant que primary dealer est une tendance marquante ces dernières années en Europe. Le nombre de primary dealers actifs en Belgique a ainsi diminué et est passé à douze dans le courant de l'année 2019.

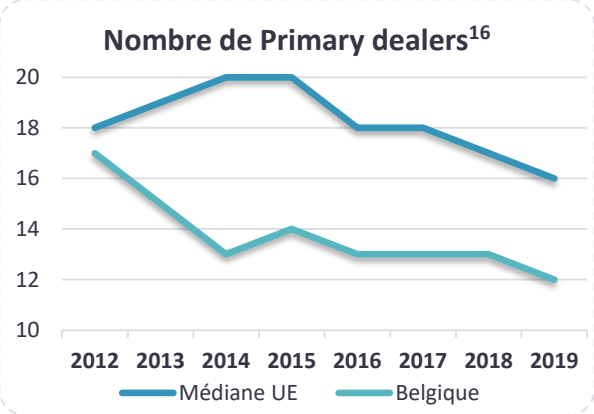
Depuis le début des années nonante, l'Etat belge désigne des banques qui ont un accès exclusif aux adjudications des titres d'Etat - les OLO et les certificats de Trésorerie – et qui sont ensuite chargées de la promotion et la distribution de ces titres dans la communauté internationale des investisseurs. En échange de cet accès exclusif, les primary dealers doivent remplir un certain nombre d'obligations. C'est ainsi qu'ils sont tenus d'obtenir sur une base annuelle des quotas minimum déterminés lors des adjudications et de s'engager à coter de manière continue les OLO et les certificats de Trésorerie sur les plateformes de trading électroniques.

En contrepartie de cette fonction, les primary dealers ont un accès exclusif aux souscriptions non compétitives que l'Agence organise quelques jours après le tour compétitif des adjudications. Ils sont en outre éligibles pour participer en tant que chefs de file (lead managers) aux syndications des nouvelles obligations linéaires. Quand ils obtiennent ce rôle de chef de file, les primary dealers reçoivent alors des commissions.

Avant l'introduction de l'euro, c'était essentiellement les banques locales qui remplissaient cette fonction de primary dealers en titres d'Etat dans l'ensemble des pays européens. Depuis l'euro, les marchés locaux ont été ouverts, ce qui a permis la naissance d'un groupe de banques qui sont devenues actives en tant que primary dealers dans un grand nombre de pays européens.

Pour pouvoir travailler avec succès dans cette fonction, les banques doivent être organisées de manière à répondre à un certain nombre d'exigences essentielles: disposer d'une clientèle suffisamment large permettant d'avoir accès aux informations nécessaires sur les ordres et les investissements, disposer d'une capacité bilantaire suffisante permettant d'avoir d'importantes positions obligataires, avoir un accès permanent aux marchés financiers (en particulier, les marchés pour le financement et la couverture de leurs positions obligataires), pouvoir gérer les risques associés à l'ensemble de ces positions ainsi que de disposer du savoir-faire en *market making* permettant d'afficher des prix concurrentiels aux investisseurs et ce, y compris dans des marchés volatils. Un grand nombre de ces primary dealers qui réussissent bien sont constitués des plus grandes banques internationales qui remplissent cette tâche dans différents pays européens.

Au cours des dernières années, on a pu constater d'une part, que dans tous les pays européens, peu de nouvelles banques ont demandé à devenir primary dealer et, d'autre part, que certains des primary dealers existants se sont retirés de ce rôle. La même tendance a pu être observée sur le marché belge: depuis 2013, le nombre de primary dealers a progressivement diminué, passant d'un maximum de 18 primary dealers en 2012 à 13 à la fin de 2018. Il est vrai que ce ne sont pas toujours les banques qui ont souhaité cesser elles-mêmes leur activité de primary dealer ; dans certains cas, cela a également été le résultat de l'évaluation par l'Agence de leur rôle de dealer. En 2019, la Banque ING a également annoncé qu'elle renonçait à sa fonction de primary dealer, ce qui a pour résultat que la Belgique dispose encore de 12 primary dealers en titres de la dette belge. Par ailleurs, sur les six recognized dealers qui agissaient avec moins de contraintes en tant que *market maker* pour la dette belge, aucun n'a finalement choisi de rejoindre le groupe des primary dealers.

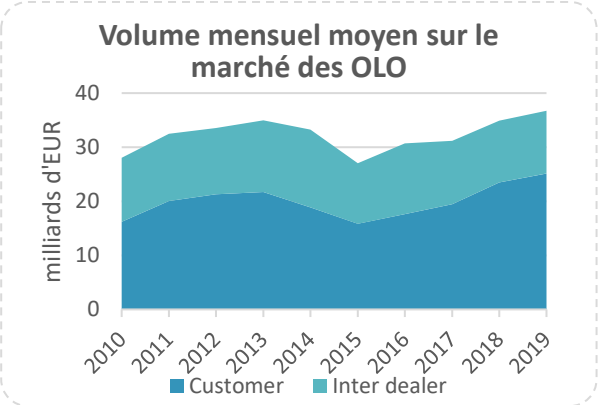


Diverses raisons contribuent sans doute à cette tendance qui a débuté après la crise financière de 2008 et la crise de la dette souveraine européenne de 2011-2012. Il est certain celles-ci ont incité la plupart des banques à réévaluer leur modèle d'entreprise et que cela a globalement diminué leur appétit pour le risque dans le cadre de leur activité de *market making*. Au cours de ces mêmes années, le cadre réglementaire des banques a été renforcé, ce qui a affecté les exigences en matière de fonds propres pour l'activité de *market making* au sein des banques ainsi que les coûts associés. En outre, les évolutions propres à cette activité nécessitent des investissements importants dans les technologies de l'information. Certaines activités sont ainsi aujourd'hui assurées au moyen d'algorithmes. Enfin, au cours des cinq dernières années, les finances publiques en Europe se sont améliorées en moyenne, réduisant les montants qui devaient être financés sur le marché et, par conséquent, les commissions que les banques pouvaient percevoir sur le placement de cette dette.

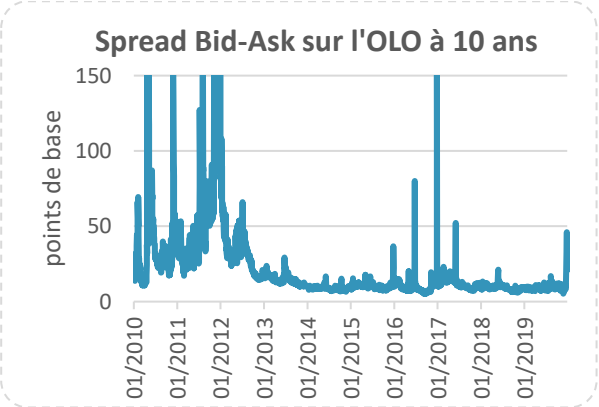
L'ensemble de ces évolutions concourent à la réalisation d'économies d'échelle et corollairement à une concentration des activités de *market making*.

L'Agence suit de près ces tendances en se basant sur l'éventualité d'effets négatifs sur les transactions en titres de la dette belge, ce qui ne semble pas être le cas du tout pour le moment:

Les volumes négociés, en particulier les volumes négociés en OLO avec les investisseurs finaux, ont fortement augmenté au cours des cinq dernières années et ce, en dépit du nombre moins élevé de primary dealers ;



L'écart entre les cours acheteur et vendeur sur les plateformes de trading électroniques (le *bid-ask spread*) s'est réduit depuis les crises et - à l'exception de quelques jours hors norme - est resté stable.



Enfin, la performance des primary dealers entre eux, telle que mesurée et suivie en interne par l'Agence, n'est pas devenue plus inégale ou nettement plus concentrée au cours de ces années: il existe donc toujours une saine concurrence au sein du groupe des primary dealers de la dette publique belge.

[16] Le nombre médian de primary dealers en Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, Grèce, Irlande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Slovénie et Suède.
Source : Association for Financial Markets in Europe.

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

4.4. PUBLICATION DES RAPPORTS GREEN OLO

En février 2018, l'Agence fédérale de la Dette a émis sa syndication inaugurale de l'OLO verte pour un montant de 4.5 milliards d'euros. Cette souche fut abondée par adjudication en mars 2019 pour un montant nominal de 1.27 milliard d'euros et en juillet 2019 pour un montant nominal de 1.11 milliard d'euros. Fin 2019, l'encours total de l'OLO verte s'élevait à 6.89 milliards d'euros.

Dans le *Green OLO Framework* encadrant l'émission de l'OLO verte, l'Agence s'engageait à fournir deux types de rapports. Le premier, le rapport d'allocation, fut publié le 19 juin 2019. Le second, le rapport d'impact, fut publié le 10 décembre 2019.

Le rapport d'allocation

Ce premier rapport d'allocation détaille les différents projets de l'Etat belge financés par l'OLO verte. Pour cette première émission, des projets de 2016 (dans certains cas), de 2017 et de 2018 sont rapportés.

Trois grandes catégories de dépenses doivent être distinguées :

- Les dépenses du budget fédéral
- Les dépenses fiscales
- Les investissements d'agences gouvernementales

Un montant total de dépenses éligibles de 3.8 milliards d'euros a été alloué aux dépenses du budget fédéral. Concernant les dépenses fiscales, un montant de 576 millions d'euros a été financé par l'OLO verte. Enfin, 118 millions d'euros d'investissements effectués par des agences gouvernementales ont été financés par l'OLO verte.

En ce qui concerne les secteurs verts énumérés dans les *Green Bond Principles* et vu l'importance des dépenses dans les chemins de fer belges, via la SNCB et Infrabel, la majorité des dépenses sont liées aux transports propres (3.9 milliards d'euros), suivis par les énergies renouvelables (253 millions d'euros), l'économie circulaire (112 millions d'euros), les ressources vivantes et l'utilisation des terres (109 millions d'euros) et par l'efficacité énergétique (85 millions d'euros).

Du point de vue des *Global Challenges*, la grande majorité des dépenses éligibles sont liées au changement climatique (4.4 milliards d'euros), suivi par les ressources naturelles (111 millions d'euros) et la biodiversité (11 millions d'euros).

Conformément au *Green OLO Framework*, la société KPMG a vérifié l'allocation des dépenses et en a conclu que les critères d'allocation déterminés dans le Framework avaient été correctement respectés.

Le rapport d'impact

De son côté, le rapport d'impact analyse les effets écologiques de l'émission de l'OLO verte, principalement calculés en émissions de CO_2 évitées.

Vu la multitude et la complexité des différentes méthodologies d'analyse, il a été décidé de limiter l'analyse à certaines dépenses éligibles. Au total, le rapport d'impact porte sur 39% des dépenses éligibles de l'OLO verte. Une attention particulière fut apportée dans le choix de données publiques et de méthodologies claires et préalablement acceptées par le marché.

Au total, six types de dépenses vertes sont analysés dans le rapport.

- Les investissements de la SNCB dans les nouveaux trains M7, pour un montant alloué de 222 millions d'euros, permettent de réduire les émissions de CO_2 de 68 kt, sur la durée de l'investissement.
- Du côté d'Infrabel, le programme de maintenance de l'infrastructure ferroviaire (768 millions d'euros) a permis de réduire les émissions CO_2 de 1 512 kt.
- Chaque année, l'Etat belge supporte une partie du surcoût de l'électricité verte produite par les éoliennes offshore, pour un montant total alloué de 173 millions d'euros. Cette dépense a permis de diminuer les

émissions de CO_2 de 637 kt sur la période rapportée.
- Les réductions d'impôts pour promouvoir les transport propres (transports en commun et indemnité de bicyclette) ont permis une réduction d'émissions de 327 kt de CO_2 pour un montant investi de 404 millions d'euros en 2017-2018.
- La réutilisation de bouteilles en verre fait partie intégrante du quotidien des belges et est incitée par une diminution des taxes sur les contenants. Cette mesure a permis d'éviter 299 kt de CO_2 en 2017 et 2018 ainsi qu'une utilisation réduite de 398 kt de matières premières (soude, sable et chaux).
- Finalement, de par les investissements de Bio-Invest dans des projets d'énergies renouvelables, l'OLO verte a permis d'éviter 28 kt de CO_2 émises en 2017 et 2018.

L'Agence continuera à abonder cette souche d'OLO verte dans le futur, comme elle l'a indiqué lors de l'émission initiale afin de contribuer à la liquidité de cette OLO.

A l'avenir, le rapport d'allocation sera émis annuellement. Le rapport d'impact, quant à lui, sera émis en fonction de la disponibilité des données des projets financés dans le futur.

4. PRINCIPAUX POINTS STRATÉGIQUES

ANNEXES

A. GARANTIES D'ÉTAT ACCORDÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION ET PRIMES RECUES (EN EUR)				
	Encours au 31.12.2018	Encours au 31.12.2019	Prime 2018	Prime 2019
Dexia-garantie 2013	33 663 741 295	31 118 241 945	17 580 401	17 297 878

ANNEXES

B. ÉVOLUTION DU RATING DU ROYAUME DE BELGIQUE

- **FITCH RATINGS**
  - 03/04/2020 : Notation AA- confirmée, perspectives négatives
  - 04/10/2019 : Notation AA- confirmée, perspectives stables
  - 05/04/2019 : Notation AA- confirmée, perspectives stables

- **S&P**
  - 18/03/2020 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 20/09/2019 : Notation AA confirmée, perspectives stables
  - 22/03/2019 : Notation AA confirmée, perspectives stables

- **MOODY'S**
  - 09/11/2018 : Notation Aa3 confirmée, perspectives stables

- **DBRS**
  - 14/02/2020 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives stables
  - 16/08/2019 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives stables
  - 15/02/2019 : Notation AA (élevé) confirmée, perspectives stables

- **JAPANESE CREDIT RATING AGENCY**
  - 05/08/2019 : Notation AAA confirmée, perspectives stables

- **RATING AND INVESTMENT INFORMATION, INC.**
  - 27/01/2020 : Notation AA+ confirmée, perspectives stables
  - 04/02/2019 : Notation AA+ confirmée, perspectives stables

- **SCOPE RATINGS**
  - 07/02/2020 : Notation AA confirmée, perspectives négatives.

ANNEXES

C. DEALERS ET ÉTABLISSEMENTS PLACEURS
(SITUATION AU 17/06/2020)

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

DEALERS (ECP)
- ABN AMRO BANK, Amsterdam
- BARCLAYS BANK, Londres
- BRED BANQUE POPULAIRE, Paris
- CITIBANK INTERNATIONAL, Londres
- CREDIT AGRICOLE, Paris
- ING BANK, Amsterdam
- COÖPERATIEVE RABOBANK U.A, Utrecht

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

Belgian Debt Agency | 01.06.2020

www.debtagency.be
info@debtagency.be
Av. des Arts, 30 - B 1040 Brussels (Belgium)

D1 FRONT OFFICE

Maric POST maric.post@debtagency.be	+32 2 282 61 14

TREASURY & CAPITAL MARKETS	frontoffice@debtagency.be +32 2 282 61 20
DEPUTY DIRECTOR	
Stefaan DE SMEDT stefaan.desmedt@debtagency.be	+32 2 282 61 10
NEW PRODUCT MANAGER	
Marc COMANS marc.comans@debtagency.be	+32 2 282 61 21
TRADERS	
Aziz AKAHLOUN aziz.akahloun@debtagency.be	+32 2 282 61 26
Nicolas BORREMAN nicolas.borreman@debtagency.be	+32 2 282 61 11
Jan GILIS jan.gilis@debtagency.be	+32 2 282 61 19
Jonas VERVOORT jonas.vervoort@debtagency.be	+32 2 282 61 15

INTERNAL CONTROLLER	
Alexander WEDNER alexander.wedner@debtagency.be	+32 2 576 29 16

SECRETARY'S OFFICE	+32 2 574 70 80
Linda DHOOGHE linda.dhooghe@debtagency.be	+32 2 574 70 82
Bobette NDILU NZUZI bobette.ndilunzuzi@debtagency.be	+32 2 576 20 17

D2 MIDDLE OFFICE

Jean DEBOUTTE jean.deboutte@debtagency.be	+32 2 574 72 79

STRATEGY & RISK MANAGEMENT	risk@debtagency.be +32 2 574 71 70
DEPUTY DIRECTOR	
Laurent BOUILLON laurent.bouillon@debtagency.be	+32 2 576 58 44
EXPERTS RISK MANAGEMENT	
Komla AGBATI komla.agbati@debtagency.be	+32 2 576 79 15
Thibaut GREGOIRE thibaut.gregoire@debtagency.be	+32 2 578 41 63
Fabienne LAENEN fabienne.laenen@debtagency.be	+32 2 574 71 91
Annemie VAN DE KERKHOVE annemie.vandekerkhove@debtagency.be	+32 2 574 73 51

INVESTOR RELATIONS, LEGAL & PRODUCT DEVELOPMENT	info@debtagency.be +32 2 574 71 60
DEPUTY DIRECTOR	
Stefan THEYS stefan.theys@debtagency.be	+32 2 574 72 23
EXPERTS INVESTOR RELATIONS	
Didier DELETRAIN didier.deletrain@debtagency.be	+32 2 574 73 96
Charles PONCHAU charles.ponchau@debtagency.be	+32 2 575 91 15
Jan VANGOIDSENHOVEN jan.vangoidsenhoven@debtagency.be	+32 2 574 71 69
LEGAL COUNSEL	
Claude VANKERCKHOVEN claude.vankerckhoven@debtagency.be	+32 2 575 99 62

D3 HR BACK OFFICE & ICT

Catherine LE RICHE catherine.leriche@debtagency.be	+32 2 576 76 48

BACK OFFICE	backoffice@debtagency.be +32 2 574 75 10
DEPUTY DIRECTOR	
Dominique DALLE dominique.dalle@debtagency.be	+32 2 574 72 63
ASSISTANT DEPUTY DIRECTOR	
Steve MOENS steve.moens@debtagency.be	+32 2 574 74 19
EXPERTS BACK OFFICE	
Sara DORU sara.doru@debtagency.be	+32 2 575 82 54
François LEGROS francois.legros@debtagency.be	+32 2 574 74 02
Jos WAUTERS jos.wauters@debtagency.be	+32 2 574 71 68
Ghislain YANS ghislain.yans@debtagency.be	+32 2 574 72 27

ICT DEVELOPMENT	systems@debtagency.be +32 2 574 70 20
DEPUTY DIRECTOR	
Els ANDRIESSENS els.andriessens@debtagency.be	+32 2 574 70 04
EXPERTS DEVELOPMENT	
Maurice BOLABOTO maurice.bolaboto@debtagency.be	+32 2 574 75 11
Philippe HUBERT philippe.hubert@debtagency.be	+32 2 574 71 57
Filip OVERMEIRE filip.overmeire@debtagency.be	+32 2 574 70 81
David PASGANG david.pasgang@debtagency.be	+32 2 576 58 77

ICT OPERATION	systems@debtagency.be +32 2 574 70 20
DEPUTY DIRECTOR	
Marc STERCKX marc.sterckx@debtagency.be	+32 2 574 74 22
EXPERT OPERATION	
Patrick MATHIEUX patrick.mathieux@debtagency.be	+32 2 574 71 64

- **FAX :** D1/D2/D3 ICT/Secretaries : +32 2 579 58 43 ▪ D3 Back-Office : +32 2 230 33 35
- **CONFERENCE CALL DEVICE :** +32 2 572 20 69
- **MEETING ROOM BDA** (A213) : +32 2 572 10 36
- **INFORMATION PAGES :** Thomson-Reuters : BEDA/MENU ▪ Bloomberg : BEDA

- **EXECUTIVE COMMITTEE :** D1 : M. POST ▪ D2 : J. DEBOUTTE ▪ D3 : C. LE RICHE
- **STRATEGIC COMMITTEE :** GATree : A. DE GEEST ▪ D1 : M. POST ▪ D2 : J. DEBOUTTE ▪ D3 : C. LE RICHE ▪ KCFIN : M. BOEYKENS ▪ InspFin : K. DEBRUYNE

ANNEXES

E. COLOPHON

CONTACT

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

Tel.: + 32 257 470 80
Courriel : info@debtagency.be
Site Internet : www.debtagency.be

ÉDITEUR RESPONSABLE

Jean DEBOUTTE
Directeur D2 Middle Office
Président du Comité exécutif

Photos : © 2020 BDA

Date : 17/06/2020

ANNEXES