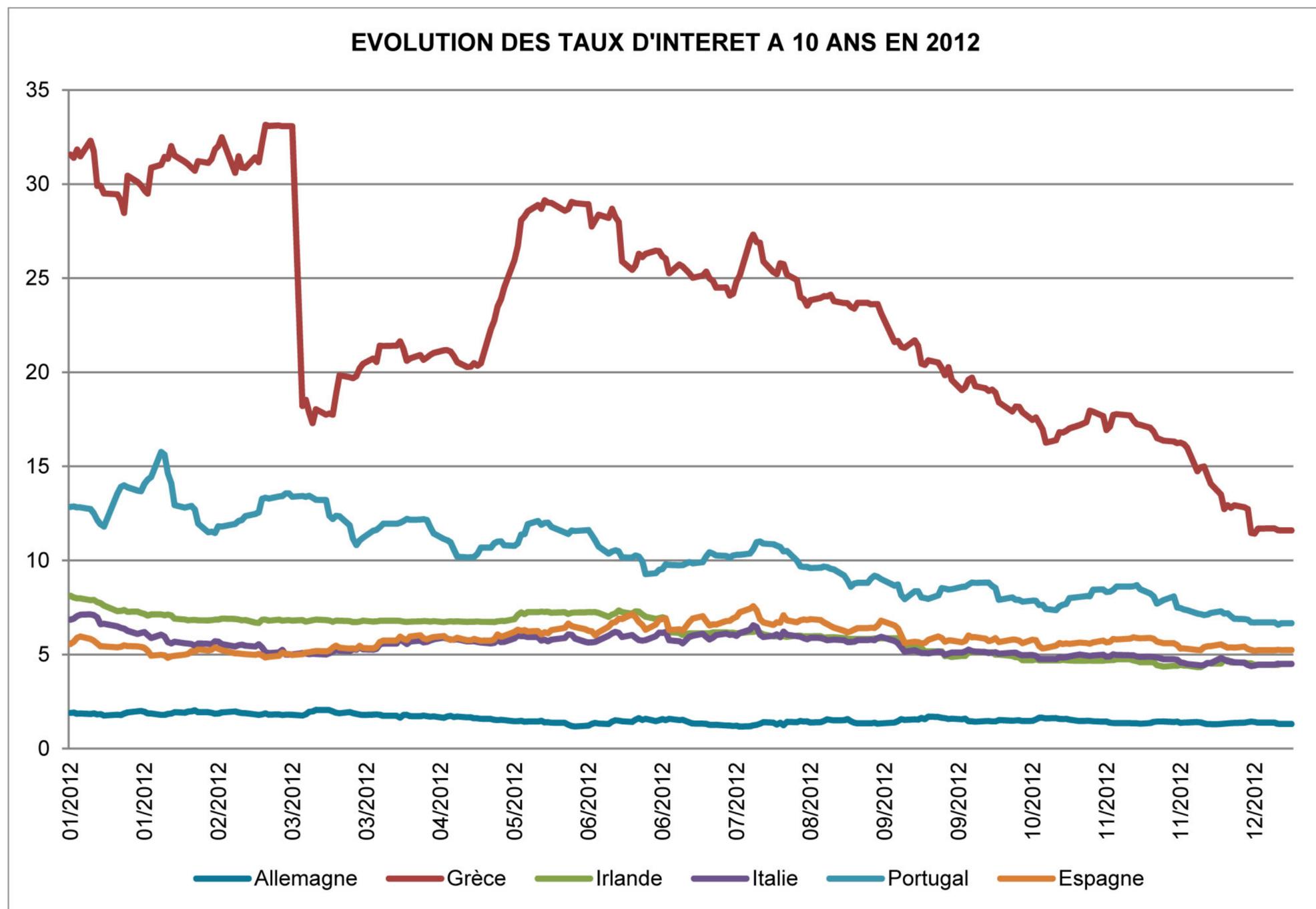


Principaux points stratégiques

Évolutions positives dans la zone euro

En 2012, les autorités européennes ont à nouveau pris différentes initiatives afin de juguler la crise de l'euro. C'est ainsi qu'en octobre 2012 a été établi le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) et que de nouveaux accords ont été conclus en vue de garantir la discipline et la coordination budgétaires. Une aide a été promise aux banques espagnoles et des décisions de principe ont été prises à propos d'une surveillance centralisée et renforcée des banques qui aboutira à une union bancaire. La Banque Centrale Européenne a également fait part en août 2012 du lancement du "Outright Monetary Transactions" (OMT) dans le cadre duquel elle peut acheter, sous certaines conditions, des obligations à court terme des pays de la zone euro, éventuellement pour des montants non limités.

EVOLUTION DES TAUX D'INTERET A 10 ANS EN 2012



Le graphique ci-dessus présente une comparaison de l'évolution des taux des pays de la périphérie avec celle de l'Allemagne pour les emprunts à 10 ans. En dépit du pic observé au milieu de l'année, les taux des pays de la périphérie ont globalement baissé durant l'année 2012. Vers la fin de l'année, certains pays pouvaient à nouveau envisager de se financer dans le marché pour des durées plus longues ou ont même pu obtenir un tel financement. Les différences de taux avec l'Allemagne sont toutefois restées considérables du fait également que les taux allemands ont à nouveau affiché des records à la baisse.

Les deux points ci-dessous ont pour objet d'analyser deux conséquences directes des mesures européennes sur la dette de l'Etat belge, à savoir l'introduction des "Collective Action Clauses" (CAC) à partir du 1er janvier 2013, d'une part, et les mesures limitant ce que l'on appelle le "short selling" des obligations d'Etat et les transactions sur "Credit Default Swaps" sur obligations d'Etat, d'autre part.

1.1 Collective Action Clauses (CAC's)

Le traité européen instituant le Mécanisme Européen de Stabilité déterminait qu'à partir du 1er janvier 2013, l'ensemble des pays de la zone euro

doivent reprendre les "Collective Action Clauses" (CAC) dans la documentation de leurs emprunts d'Etat d'une durée supérieure à un an. Les CAC sont des dispositions contractuelles ou réglementaires qui facilitent l'établissement d'un accord sur un (éventuel) rééchelonnement de dette entre un Etat et ses investisseurs. Une majorité qualifiée des détenteurs d'obligations a ainsi la possibilité d'imposer, d'une manière juridiquement contraignante, une modification des conditions d'émission à l'ensemble des autres investisseurs. En l'absence de telles clauses, il est quasiment impossible d'obtenir une restructuration étant donné que chaque détenteur d'obligations doit donner son accord individuellement. Cette majorité qualifiée est de 75% ou de 66 2/3% en fonction de la modification souhaitée.

Dans le courant de l'année 2012, les pays de la zone euro se sont mis d'accord sur un texte standardisé. En effet, de trop grandes différences dans les clauses portant sur les titres souverains des différents Etats de la zone euro ne faciliterait pas la comparaison entre les titres et provoquerait une diminution de la liquidité dans le marché, ce que l'on voulait éviter.

Toutefois, les titres souverains déjà émis peuvent être rouverts après le 1er janvier 2013 sans qu'il soit question de CAC dans leur documentation. Les pays de la zone euro se sont mis d'accord pour instaurer des maxima pour les émissions de titres sans CAC : pour 2013, ce maximum s'élève à 45% du total des émissions. Les années suivantes, ce pourcentage est diminué progressivement.

En Belgique, les CAC sont repris dans la documentation des OLO, des EMTN et des bons d'Etat. Les certificats de Trésorerie et les "Belgian Treasury Bills" ne sont pas concernés étant donné que leur maturité ne dépasse pas un an. Quant aux "Schuldscheine", ils n'entrent pas en ligne de compte puisqu'il ne s'agit pas de titres mais bien de prêts.

L'on notera que l'introduction des CAC n'a pas exercé d'influence sensible sur les taux des nouvelles émissions d'OLO en 2013.

1.2 Short Selling Regulation (SSR)

La "Short Selling Regulation" européenne est entrée en vigueur en mars 2012. L'objectif de cette réglementation est de combattre les transactions spéculatives sur obligations souveraines. Cette réglementation qui est d'application du reste dans l'ensemble de l'Espace Economique Européen depuis novembre 2012 vise spécialement (i) ce que l'on appelle la vente à découvert de titres souverains par des contreparties autres que les "market makers" (en ce sens qu'il ne sera plus possible de vendre des titres souverains que l'on ne possède pas encore et pour lesquels l'on ne dispose pas en outre d'un contrat qui prévoit la livraison de ces titres souverains) et (ii) l'achat de "Credit Default Swaps" (CDS) lorsque l'on ne possède pas les obligations souveraines ou les actifs qui sont étroitement corrélés à ces obligations souveraines.

Les autorités européennes sont en effet d'avis que ces pratiques ont contribué dans le passé à générer des mouvements ascendants et rapides sur les taux des pays de la zone euro qui connaissaient des difficultés. Les volumes enregistrés sur le marché des CDS pour les obligations souveraines ont diminué de manière significative, ce qui est dû entre autres à l'entrée en vigueur de cette réglementation.

Garanties et participations de l'État dans certaines institutions financières

Afin de préserver la stabilité du système financier belge, le gouvernement a décidé en 2008 de mettre sur pied un système pour l'octroi d'une garantie d'Etat pour les engagements contractés par toute institution de crédit ou holding financier satisfaisant aux critères et aux conditions déterminés par arrêté royal. Ce système est resté d'application les années suivantes.

La Trésorerie a été chargée du suivi de ces dossiers. Ce suivi est assuré en particulier par le Service de Support de la Dette (SSD – Dette Garantie) en étroite collaboration avec l'Agence de la Dette et le Service MSF (Marchés et Services Financiers).

Le tableau ci-dessous reprend par institution un aperçu des montants garantis en circulation en EUR au 31.12.2011 et 31.12.2012. L'on notera que le portefeuille de RPI a été vendu en 2013.

MONTANTS GARANTIS EN CIRCULATION PAR INSTITUTION		
	Encours au 31.12.2011	Encours au 31.12.2012
Dexia	14 717 241 718,38 EUR	11 895 287 082,04 EUR
Dexia SA	13 068 000 000,00 EUR	32 674 575 033,14 EUR
RPI	4 422 234 852,11 EUR	4 224 008 313,63 EUR
FORTIS IN	1 500 000 000,00 EUR	0,00 EUR
FORTIS CASHES	2 350 000 000,00 EUR	870 910 000,00 EUR
KBC	10 902 195 000,00 EUR	9 392 355 000,00 EUR
SNCB	16 390 881,70 EUR	0,00 EUR
	46 976 062 452,20 EUR	59 057 135 428,82 EUR

En 2012, l'Etat belge a reçu au total 882,335 millions d'EUR (Budget des Voies et Moyens – art. 16.11.04) comme rémunération des garanties

accordées citées ci-dessus (contre 630,032 millions d'EUR en 2011).

2.1 Dexia – garantie 2008

Fin 2009, l'engagement total de la Belgique ne pouvait pas dépasser 60,5 milliards d'EUR. Sur cette partie de la garantie, Dexia n'a plus fait d'émissions depuis juin 2010. Il en résulte que le montant garanti en circulation diminue constamment depuis lors. L'encours mentionné dans le tableau représente la partie à la charge de l'Etat belge, soit 60,50% de l'encours total.

Chaque mois, Dexia paie à l'Etat une prime de garantie. Pour les transactions inférieures à un an, la prime s'élève à 0,50% tandis que pour celles supérieures à 1 an, elle est de 0,865%.

En 2012, l'Etat belge a reçu des primes d'un montant de 106,81 millions d'EUR pour la garantie 2008 de Dexia.

2.2 Dexia S.A. – garantie 2011

Il s'agit d'une garantie supplémentaire pour Dexia S.A. Les entités garanties sont Dexia S.A. et Dexia Crédit Local (DCL). En décembre 2011, l'Etat belge a accordé une garantie provisoire de maximum 45 milliards d'EUR pour une durée de six mois, courant jusqu'au 31 mai 2012. En 2012, cette garantie provisoire a été rehaussée de 10 milliards d'EUR, la portant ainsi à un maximum de 55 milliards d'EUR et la prolongeant jusqu'en janvier 2013.

La part de la Belgique est de 60,5%, la France de 36,5% et le Luxembourg de 3%. En chiffres absolus, ceci signifie que les autorités belges se portent garantes pour un maximum de 33.275.000.000 euros.

La prime de garantie s'élève à :

- pour les opérations à court terme : une part fixe de 120 points de base + un spread (qui peut varier de 20 à 40 points de base) dépendant du rating de l'entité garantie ;
- pour les opérations à moyen terme : une part fixe de 50 points de base + un spread (qui peut varier de 20 à 40 points de base) dépendant du rating de l'entité garantie.
- pour les opérations à long terme, la prime est calculée selon une formule qui dépend des CDS à 5 ans de Dexia Crédit Local (DCL), iTraxx Europe, de la Belgique et des pays de l'Union européenne.

En 2012, l'Etat belge a reçu un montant de 368,084 millions d'EUR en commissions de mise en place et en primes pour la garantie 2011 de Dexia.

2.3 FORTIS OUT (RPI)

Il s'agit ici des créances senior détenues par Fortis Banque S.A. à la charge de Royal Park Investments S.A.

Le montant garanti en circulation a diminué de 198 millions d'EUR par rapport à 2011.

La rémunération de la garantie s'élève à 0,70% du montant garanti.

2.4 FORTIS IN

Dans le courant de l'année 2012, le Ministre des Finances Steven Vanackere et BNP Paribas Fortis SA ont conclu un accord sur la fin anticipée de l'accord de garantie d'Etat du 12 mai 2009.

Dans cet accord, l'Etat belge garantissait les pertes éventuelles sur un portefeuille d'investissement spécifique pour un montant maximal de 1,5 milliard d'EUR.

Le 18 décembre 2012, il a été mis fin à la garantie d'Etat et le 20 décembre 2012, l'Etat belge a reçu le paiement d'une prime finale pour un montant de 17.300.000 EUR.

L'on notera que l'Etat belge n'a pas dû effectuer le moindre paiement en vertu de cet accord de garantie.

2.5 FORTIS CASHES

Ceci concerne les créances détenues par Fortis Banque S.A. à la charge de Fortis S.A. sur la base de la "Relative Performance Note" conclue entre Fortis Banque S.A. et Fortis S.A. en rapport avec les CASHES (Convertible And Subordinated Hybrid Equity-linked Securities) émis par Fortis Banque S.A. en décembre 2007.

Le montant garanti en circulation a diminué pour passer de 2,35 milliards à 870,91 millions d'EUR et ce, via l'acquisition par BNPP de 62,94% des CASHES en février 2012.

La rémunération de la garantie s'élève à 0,70% du montant garanti.

2.6 KBC

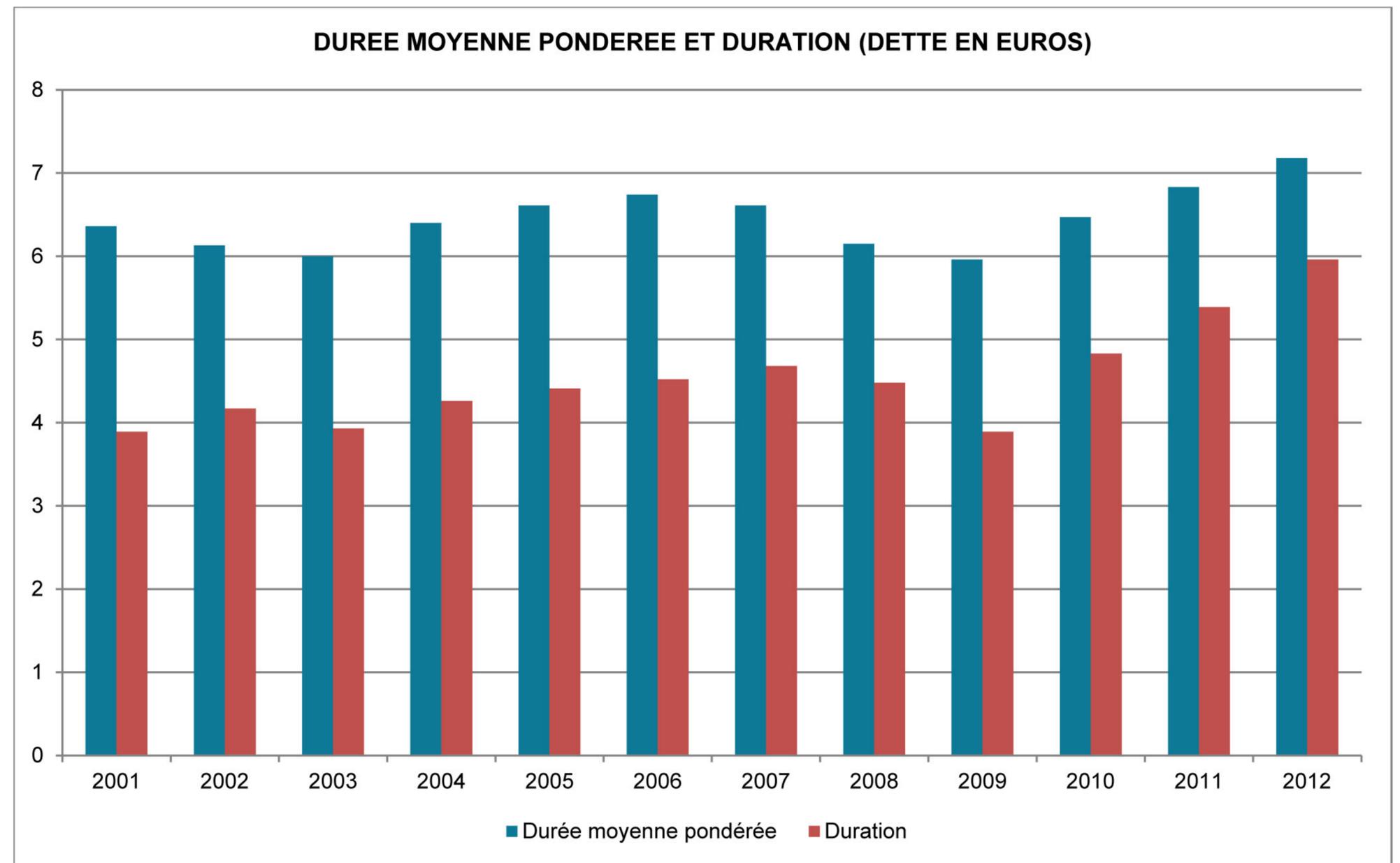
Il s'agit des pertes encourues par KBC Groupe S.A., KBC Banque S.A. et leurs filiales sur un portefeuille d'instruments financiers composé de produits dérivés de crédit et de "collateralized debt obligations" (CDOs).

Le montant garanti en circulation a diminué de 1,51 milliard d'EUR par rapport à l'année 2011.

Évolution de la durée moyenne pondérée et de la durée de la dette de l'Etat fédéral

La partie II.3. du présent rapport traite de la diminution des risques de refinancement et de refixation de taux à nouveau réalisée en 2012. Cette diminution allait de pair avec une augmentation de la durée moyenne pondérée de la dette ainsi que de la durée.

La durée moyenne pondérée représente la moyenne pondérée du temps qui s'écoulera entre le moment de la mesure, d'une part, et les dates des coupons et des remboursements du principal des diverses dettes composant le portefeuille, d'autre part.



Le graphique ci-dessus illustre la hausse ininterrompue de cette durée moyenne depuis 2009.

Pour la première fois depuis l'année 2000, elle a même dépassé 7 années. En fait la diminution survenue en 2008 et 2009 n'était que passagère : elle était causée par la part relativement importante des dettes à court terme contractées afin de recapitaliser et/ou financer les institutions financières à la fin 2008 et au début 2009. En outre, juste après le déclenchement de la crise, il était difficile pour la Belgique d'emprunter à très long terme. La dette à court terme a ensuite été ramenée entretemps à des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant la crise. Le Trésor a également pu émettre toute une série d'emprunts à long et très long termes. C'est ainsi que la durée moyenne des OLO émises en 2012 s'est élevée à 11,61 années.

La durée constitue une autre mesure de la durée moyenne. Dans le cas de la durée, on calcule la moyenne pondérée de la valeur escomptée (actuelle) des coupons et des remboursements. Une hausse/baisse des taux du marché fait diminuer/augmenter la durée étant donné que la modification des taux est proportionnellement plus importante pour les flux de caisse qui se situent dans le futur. Depuis l'année 2000, les taux d'intérêt ont globalement diminué et le graphique indique que la durée au cours de cette période a effectivement connu une augmentation plus importante que la durée moyenne pondérée. Cette dernière constitue donc une mesure plus précise de la durée implicite du portefeuille de dette. Toutefois, étant donné que la durée fournit une bonne indication sur la sensibilité de la valeur de marché d'un portefeuille à des changements de taux, celle-ci fait l'objet d'un suivi généralement actif ce qui fait que le Trésor la communique également.

Les niveaux plus élevés de la durée moyenne pondérée ont pour effet de diminuer les risques portant sur la dette de l'Etat qui augmente à

nouveau. Les évolutions futures de cette durée dépendront de la stratégie suivie par le Trésor mais également de la demande future pour des placements à long et très long termes.

La distribution de la dette fédérale belge

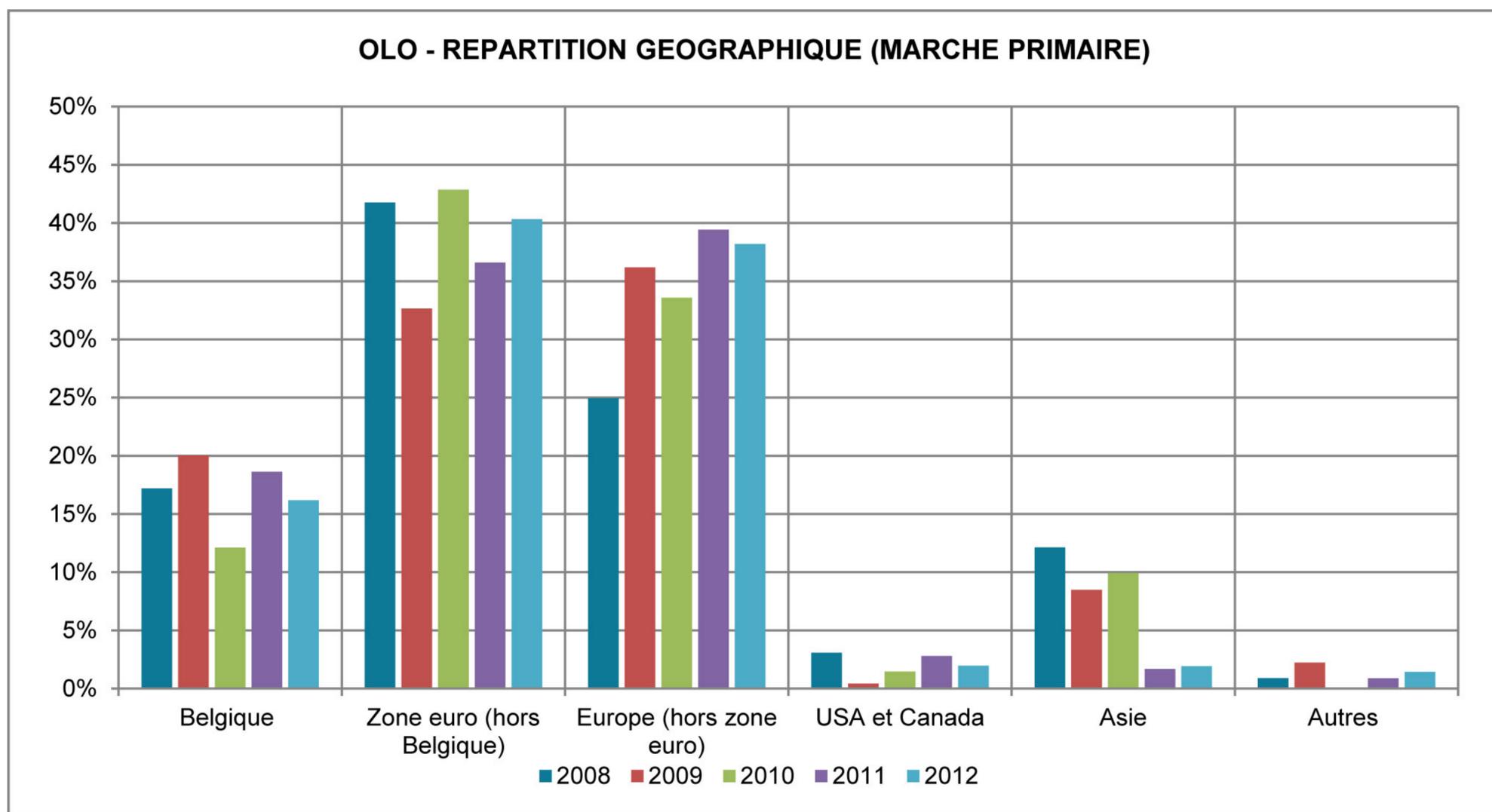
4.1 Marché primaire

4.1.1 Le marché primaire des OLO¹

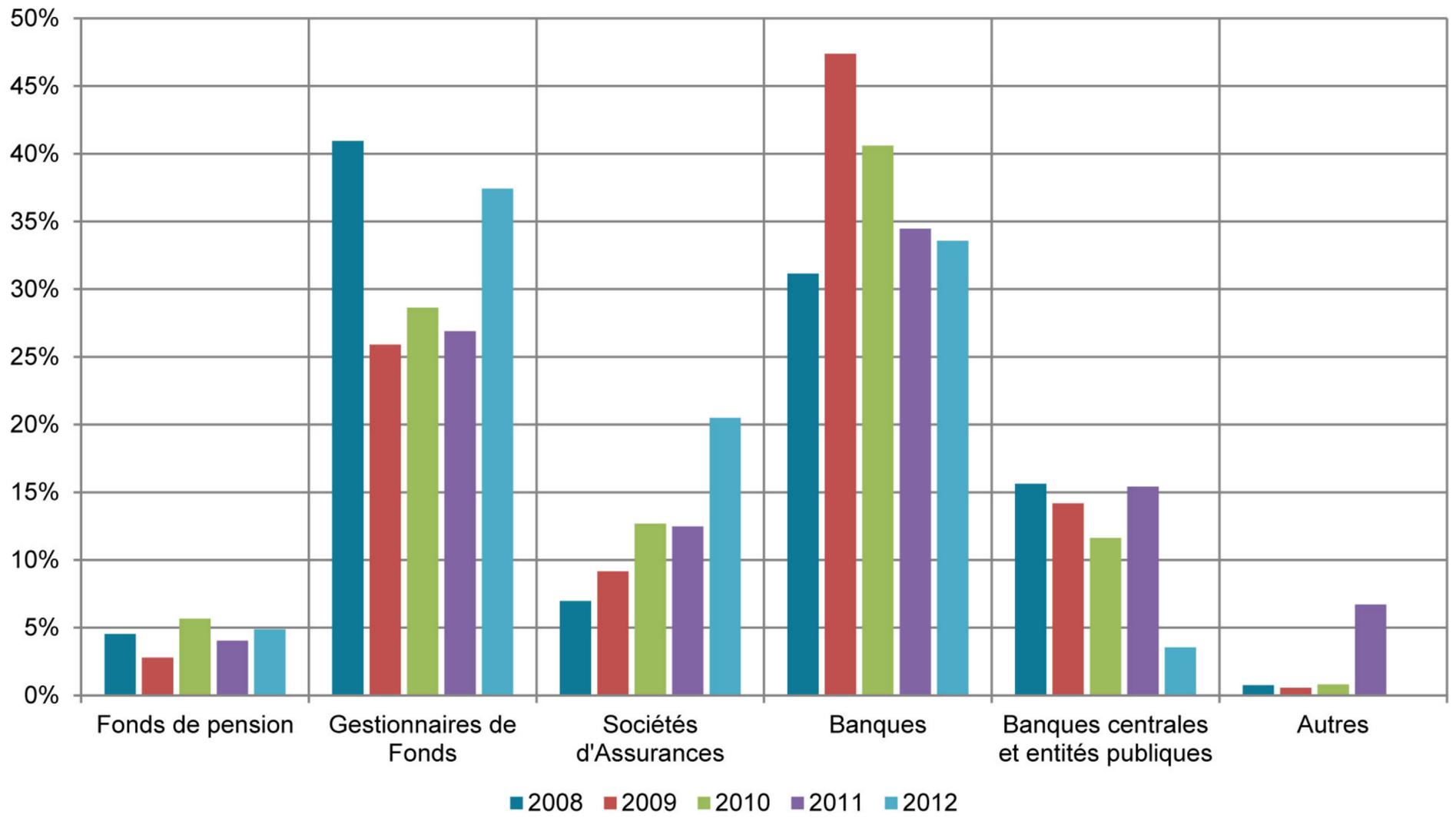
La demande des investisseurs en provenance de la zone euro (Belgique + les autres pays de la zone euro) a légèrement augmenté et est passée à 56,51% du total. Le montant pris par les investisseurs belge s'élevait en 2012 à 16,17% du montant total placé, soit une légère diminution par rapport à l'année précédente. Il faut toutefois noter que cette diminution suivait une forte augmentation en 2011.

Pour la deuxième année consécutive, la demande en provenance de l'Asie a été très limitée (1,92%) alors qu'elle était encore de 9,92% en 2010. La demande de l'entité Amérique/Canada s'est avérée, elle aussi, limitée (1,96%).

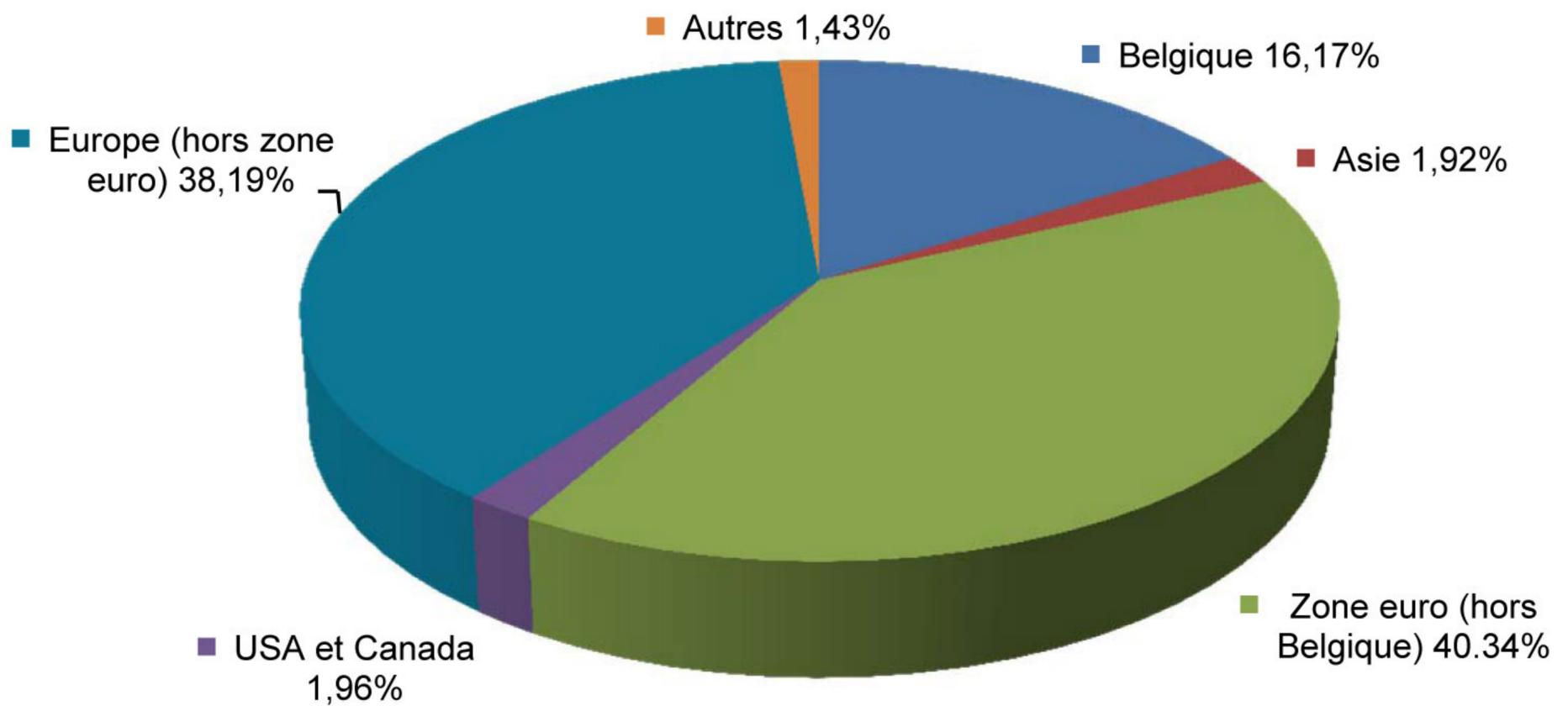
La demande en provenance des autres pays européens qui ne font pas partie de la zone euro a légèrement baissé (38,19% du montant placé). C'est surtout pour le nouvel emprunt de référence à 5 ans (l'OLO 67) qu'il y a eu une demande importante de ces pays (57,5% du montant placé).



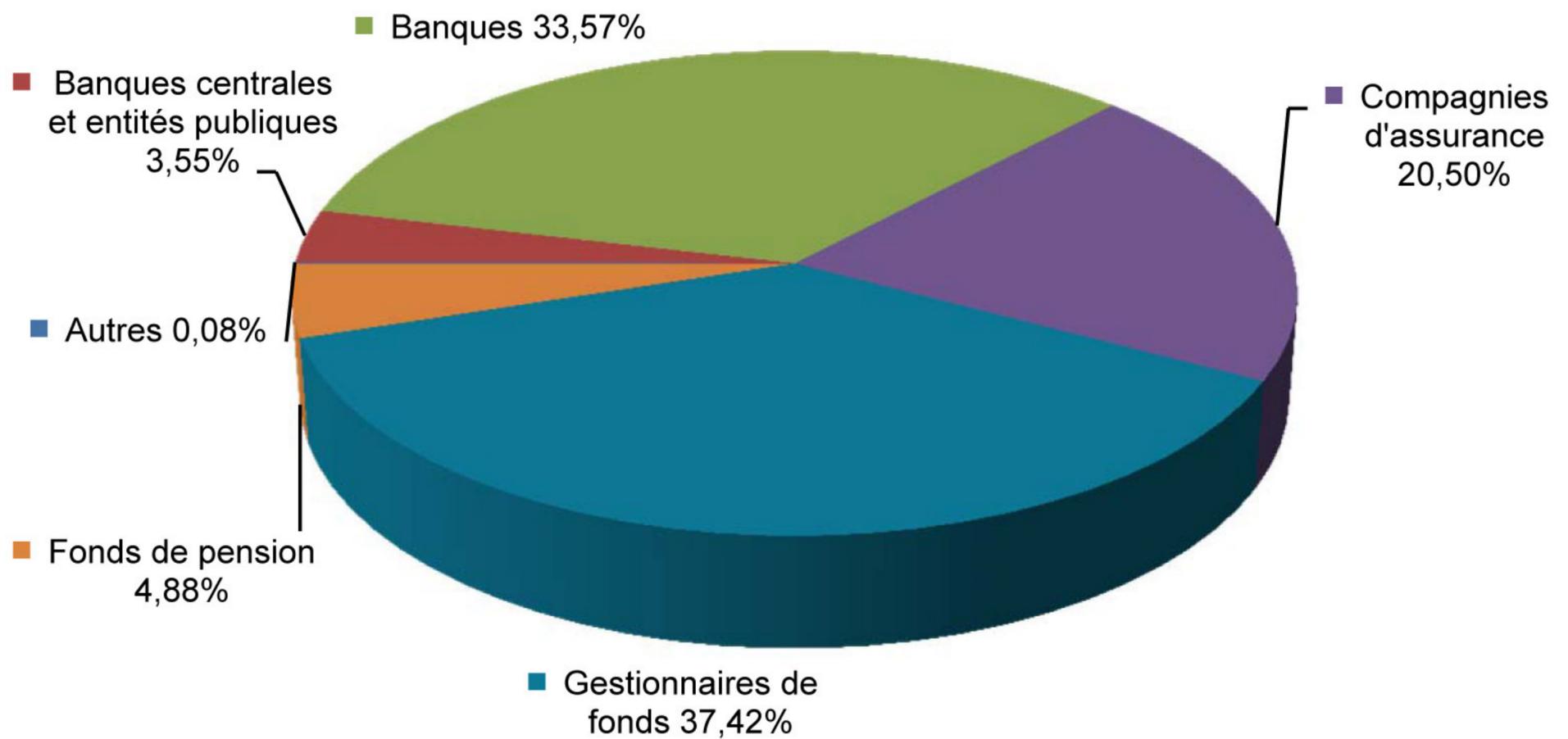
OLO - REPARTITION PAR TYPE D'INVESTISSEUR (MARCHÉ PRIMAIRE)



OLO - RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE EN 2012



OLO - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS EN 2012



En ce qui concerne le type d'investisseurs, il faut constater que la demande en provenance des banques (33,57%) et des fonds de pension (4,88%) est restée relativement stable par rapport à 2011. En outre, l'on constate une forte augmentation de la demande de la part des compagnies d'assurance ainsi que des gestionnaires d'actifs et autres fonds. Ils ont en effet pris respectivement 20,5% et 37,42% du montant placé. Par contre, la forte diminution de la demande en provenance des banques centrales et d'autres institutions publiques a été assez remarquable puisqu'elle est passée de 15,41% en 2011 à 3,55% en 2012.

4.1.2 Le marché primaire des certificats de Trésorerie

Les émissions de certificats de Trésorerie s'effectuent uniquement par des adjudications au cours desquelles les primary et recognized dealers prennent du papier pour compte propre ou pour le compte d'investisseurs. Le Trésor ne dispose dès lors pas de données permettant de déterminer le type d'investisseur ou la zone géographique de placement.

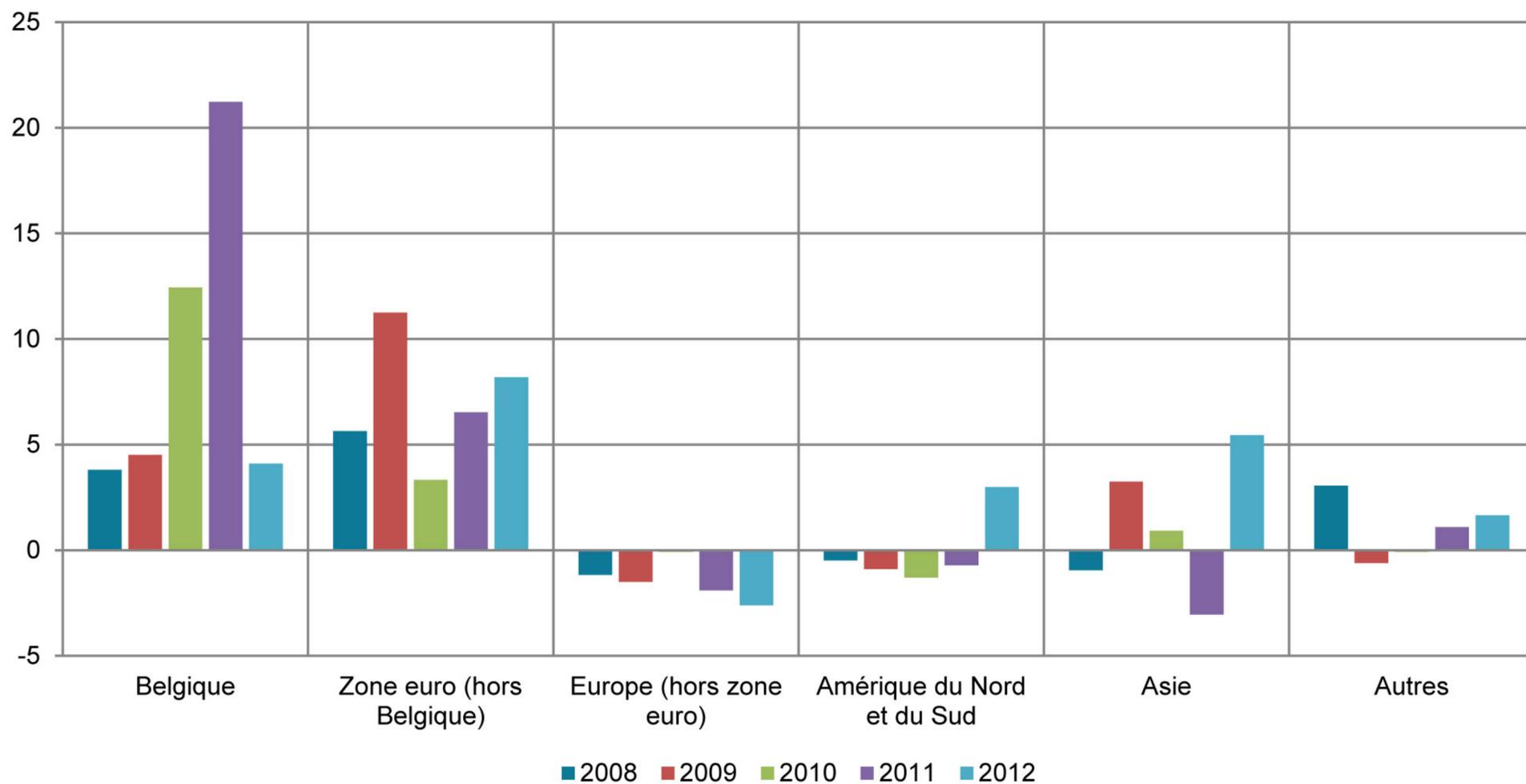
4.2 Le Marché secondaire

Il convient avant tout de mentionner que les conclusions qui suivent sont seulement basées sur les chiffres obtenus 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.

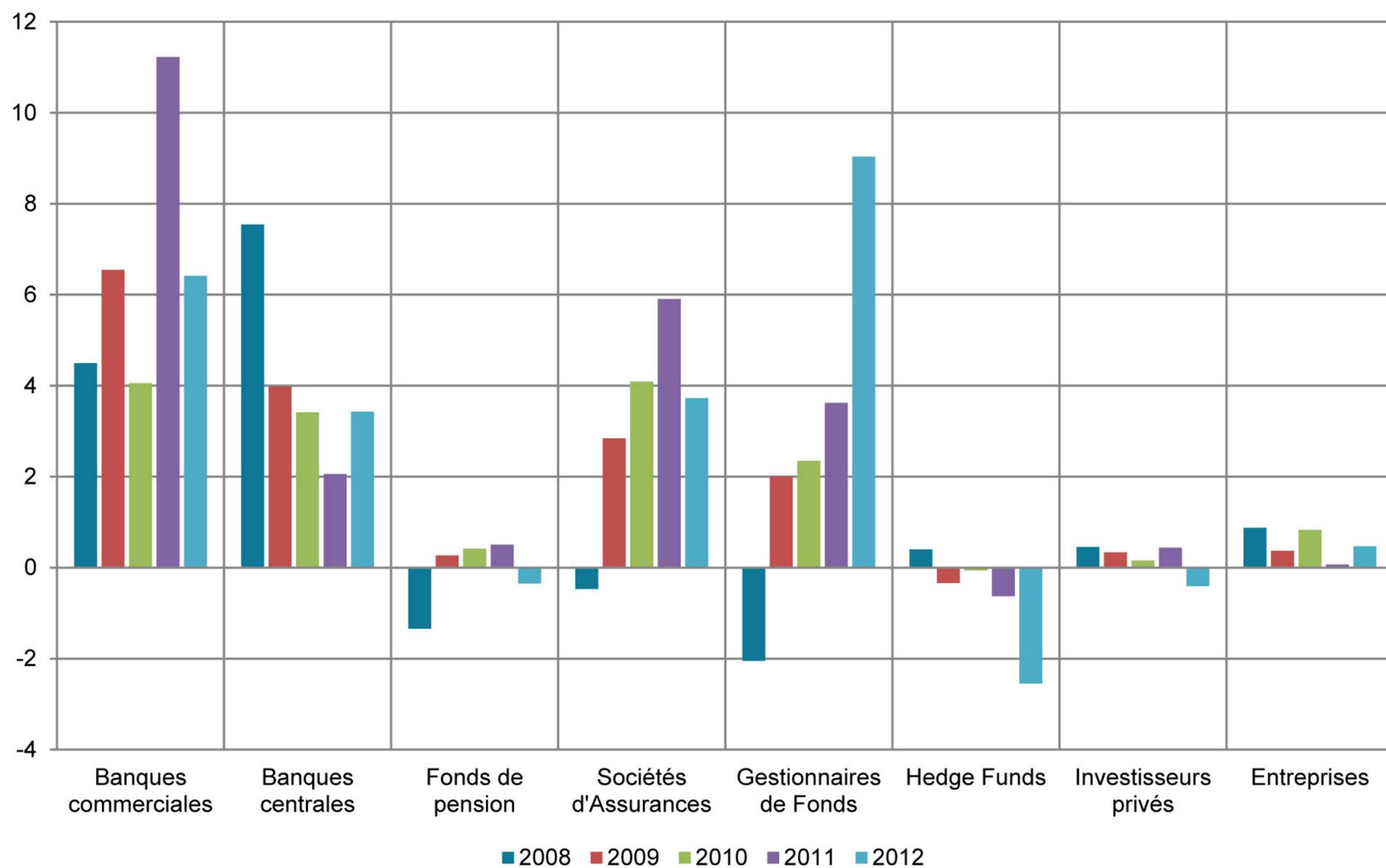
4.2.1 Le marché secondaire des OLO

A l'instar des quatre années précédentes, les volumes négociés ont augmenté (+6%) sur le marché secondaire des OLO en 2012. Les achats nets d'OLO par les investisseurs ont diminué de 15% mais ont été sensiblement supérieurs à ceux de la période 2008-2010.

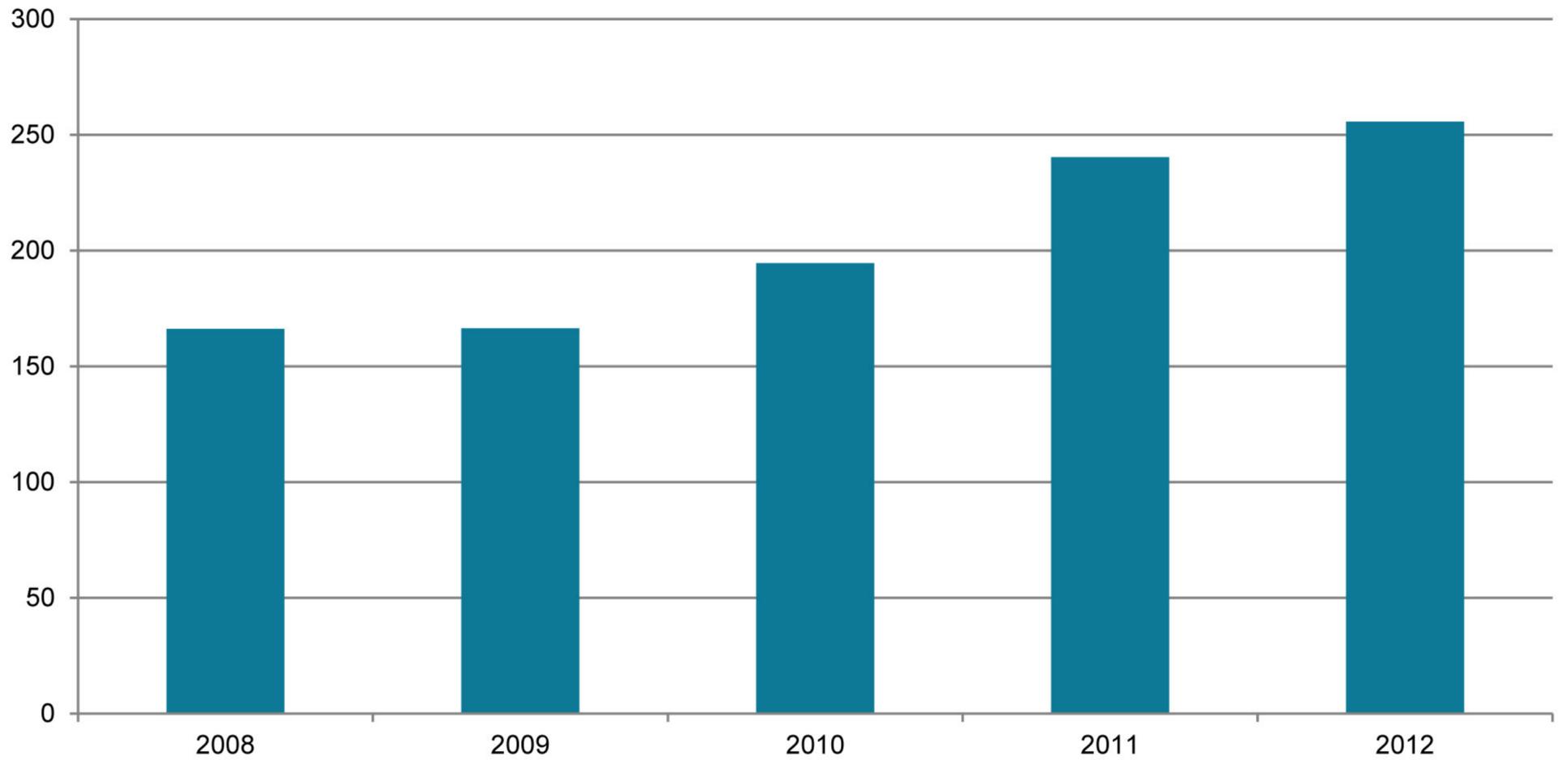
OLO - ACHATS NETS - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (en milliards d'EUR)



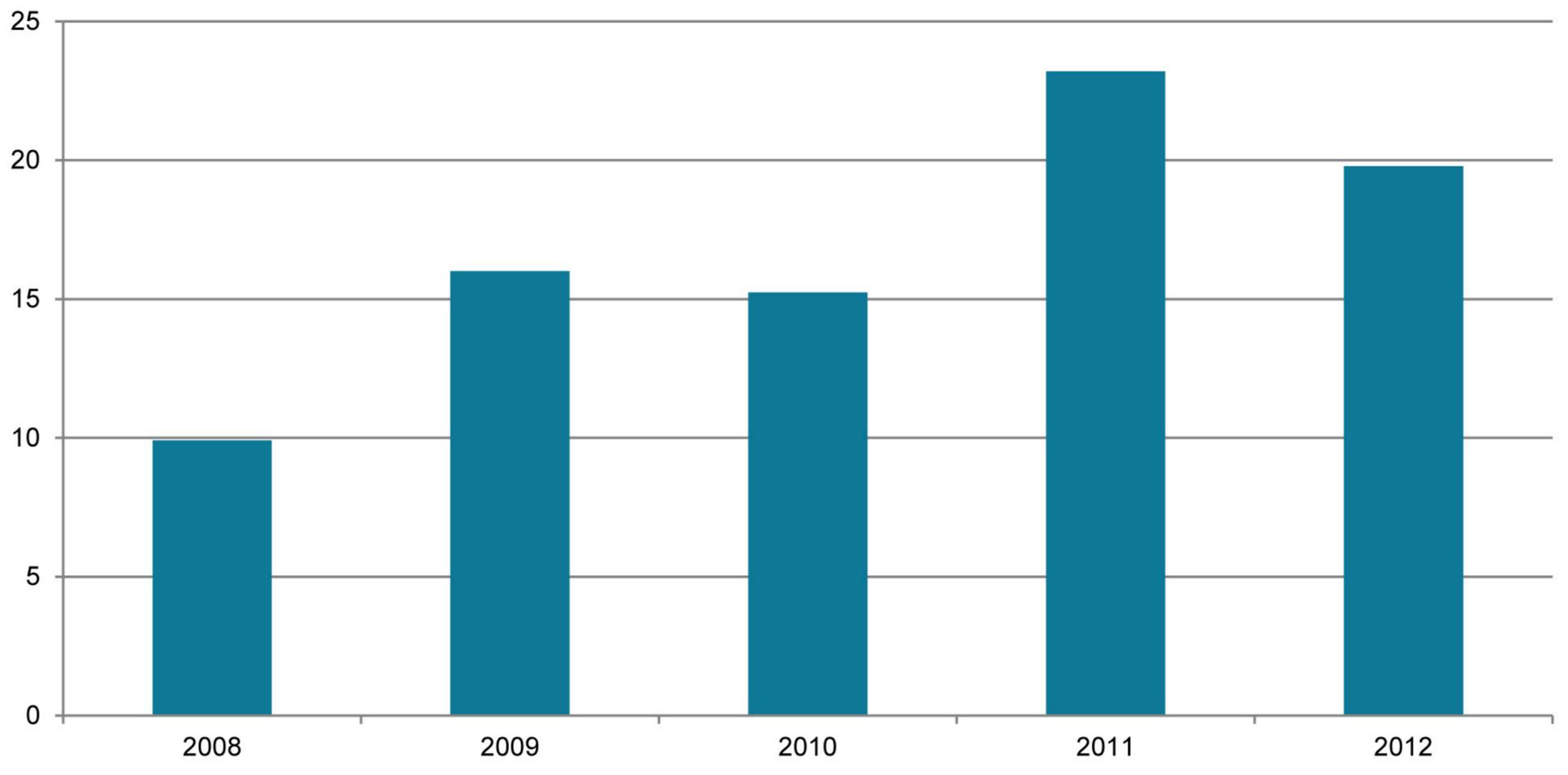
OLO - ACHATS NETS - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS (en milliards d'EUR)



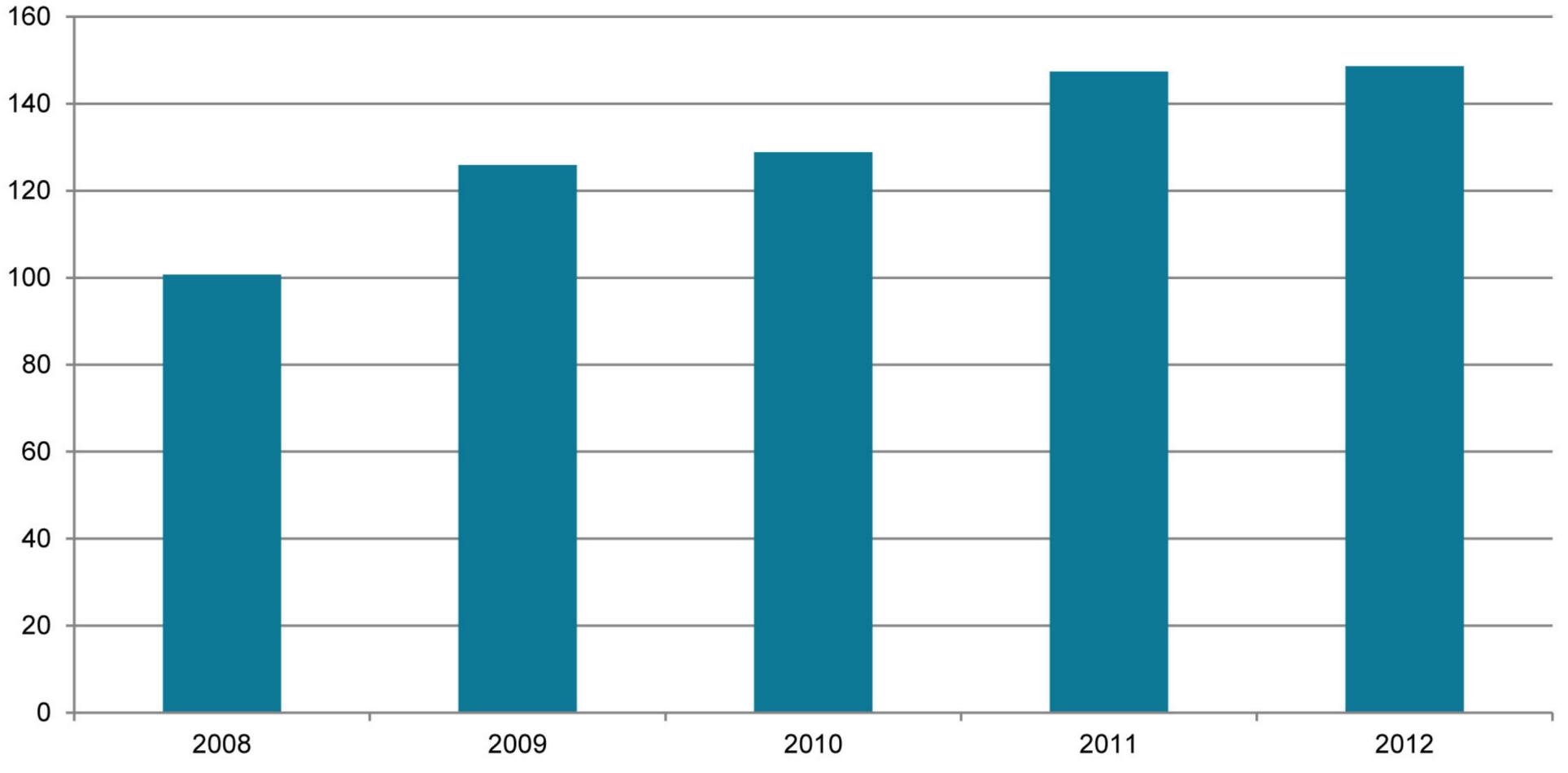
OLO - VOLUMES ECHANGES SUR LE MARCHE SECONDAIRE (en milliards d'EUR)



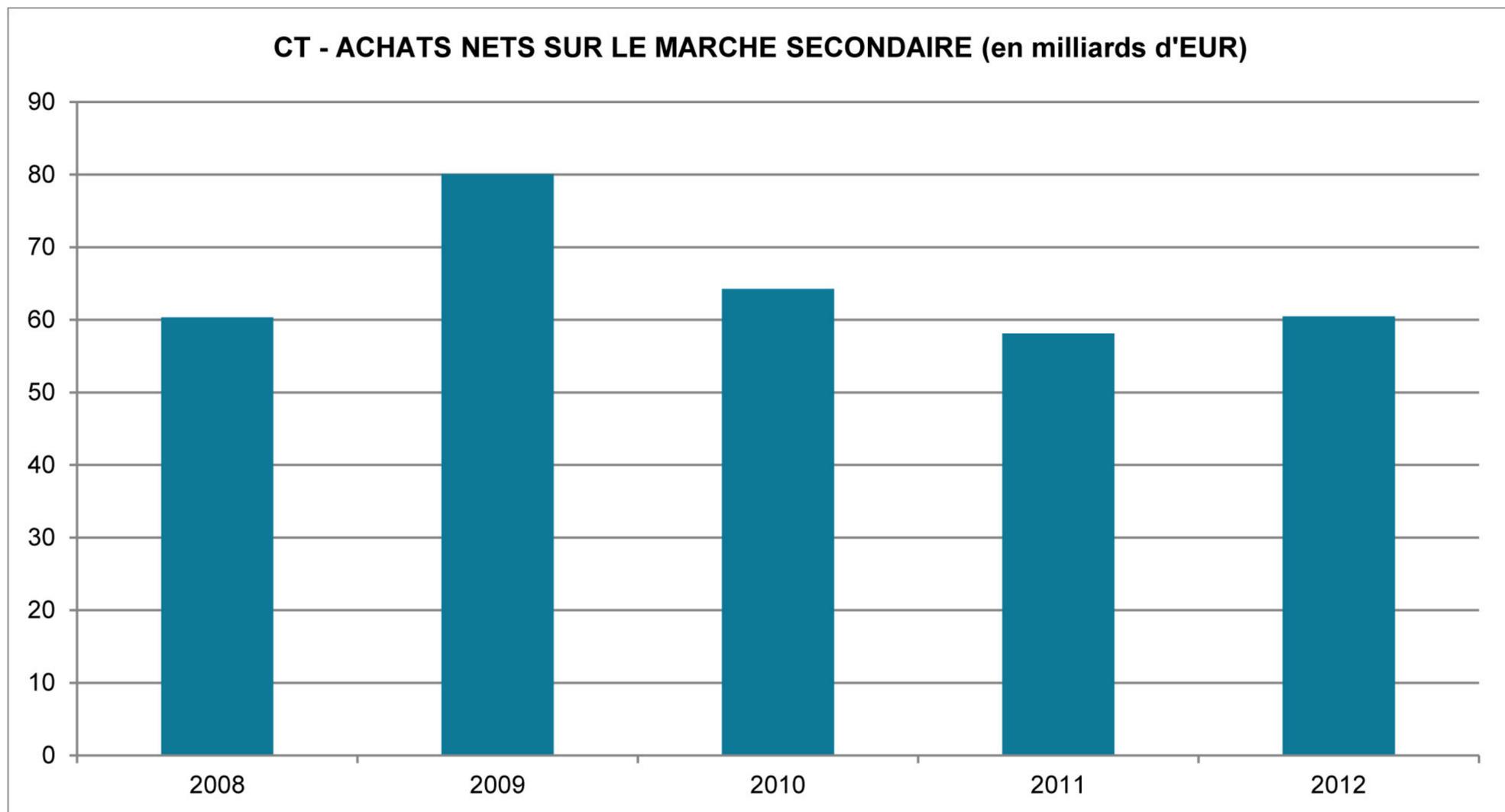
OLO - ACHATS NETS SUR LE MARCHE SECONDAIRE (en milliards d'EUR)



CT - VOLUMES ECHANGES SUR LE MARCHE SECONDAIRE (en milliards d'EUR)



CT - ACHATS NETS SUR LE MARCHE SECONDAIRE (en milliards d'EUR)



Malgré cette diminution, l'on notera la présence de toute une série d'investisseurs pour lesquels les achats nets ont augmenté. C'est ainsi que les achats nets des investisseurs en provenance des autres pays de la zone euro ont augmenté de 25%. Les investisseurs asiatiques et américains (nord et sud confondus) ont également considérablement accru leur intérêt pour le marché secondaire des OLO. Alors qu'ils étaient encore vendeurs nets en 2011, ils sont devenus acheteurs nets pour des volumes considérables. L'augmentation s'est surtout produite à partir du mois de juin.

Les achats nets des investisseurs belges ont diminué. Il faut toutefois noter que cette diminution suivait une forte augmentation en 2010 et 2011.

Tout comme en 2011, les investisseurs européens hors zone euro sont restés des vendeurs nets d'OLO.

Les achats nets des banques commerciales (-43%) et des compagnies d'assurance (37%) ont accusé une forte diminution. Les gestionnaires de fonds (+149%) et les banques centrales (+67%), par contre, ont acheté significativement plus d'OLO qu'en 2011. Les fonds de pension, les "hedge funds" (fonds spéculatifs) et les épargnants privés, quant à eux, ont été des vendeurs nets d'OLO.

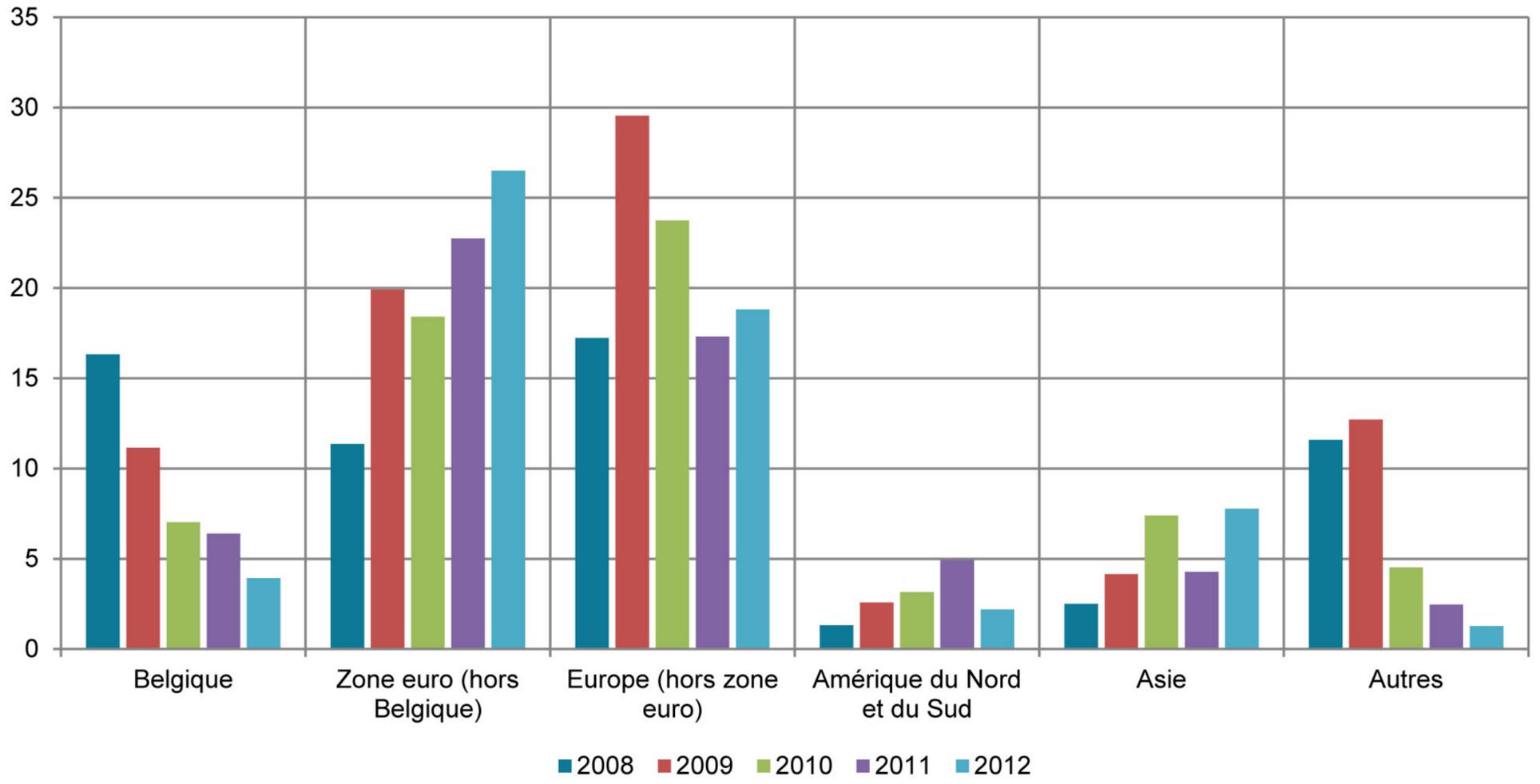
4.2.2 Le marché secondaire des certificats de Trésorerie

Les volumes négociés en certificats de Trésorerie sur le marché secondaire n'a quasiment pas changé (+1%).

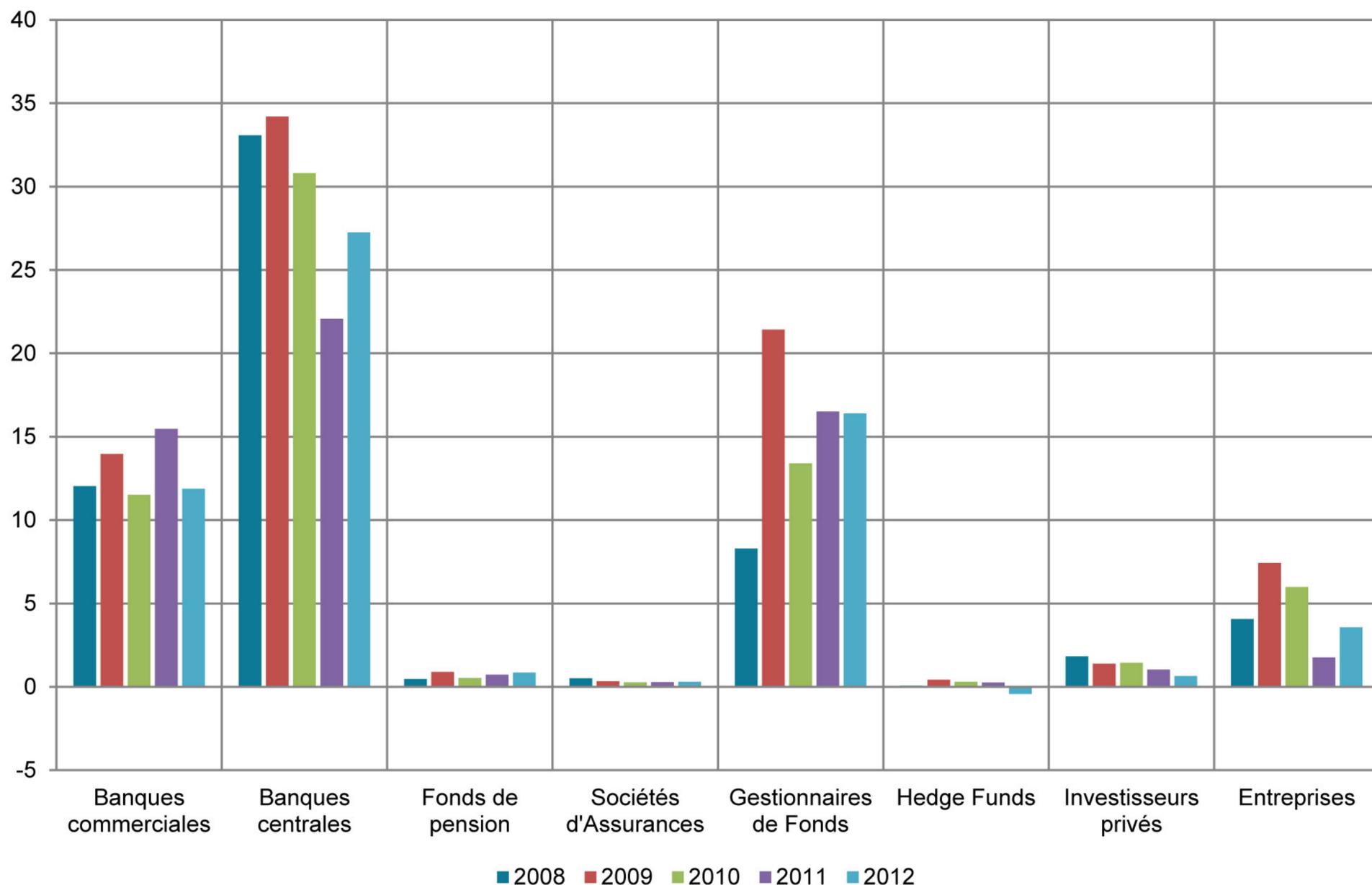
Les achats nets de certificats de Trésorerie ont augmenté de 4%.

Il y a eu d'importants achats nets de certificats de Trésorerie essentiellement de la part d'investisseurs en provenance des autres pays de la zone euro et d'Europe non euro. Après une chute en 2011, les achats nets de certificats ont à nouveau augmenté en provenance de l'Asie pour atteindre les niveaux de l'année 2010. En outre, l'on notera une diminution des achats nets des investisseurs américains et belges.

CT - ACHATS NETS - REPARTITION GEOGRAPHIQUE (en milliards d'EUR)



CT - ACHATS NETS - REPARTITION PAR TYPES D'INVESTISSEURS (en milliards d'EUR)



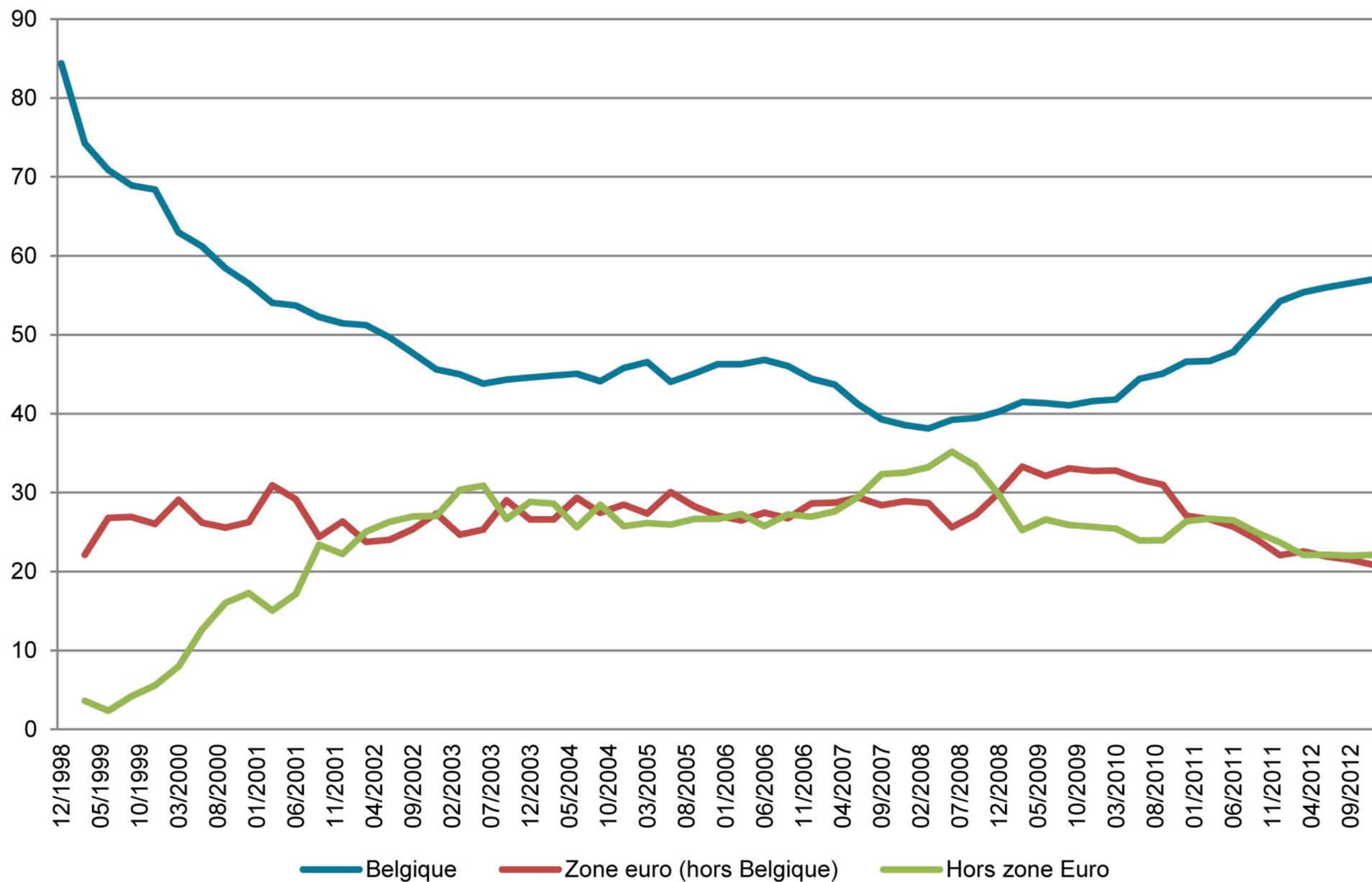
Les banques centrales sont restées de loin les principaux acheteurs nets de certificats de Trésorerie. Après une forte chute en 2011, leurs achats nets sont remontés de 23%. Les banques commerciales et les gestionnaires de fonds sont également restés d'importants acheteurs nets de certificats de Trésorerie. Les achats nets des banques commerciales ont diminué de 23% tandis que ceux des gestionnaires de fonds sont restés stables.

Les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les "hedge funds" et les épargnants privés n'ont pas montré d'intérêt pour les certificats de Trésorerie, comme à l'accoutumée.

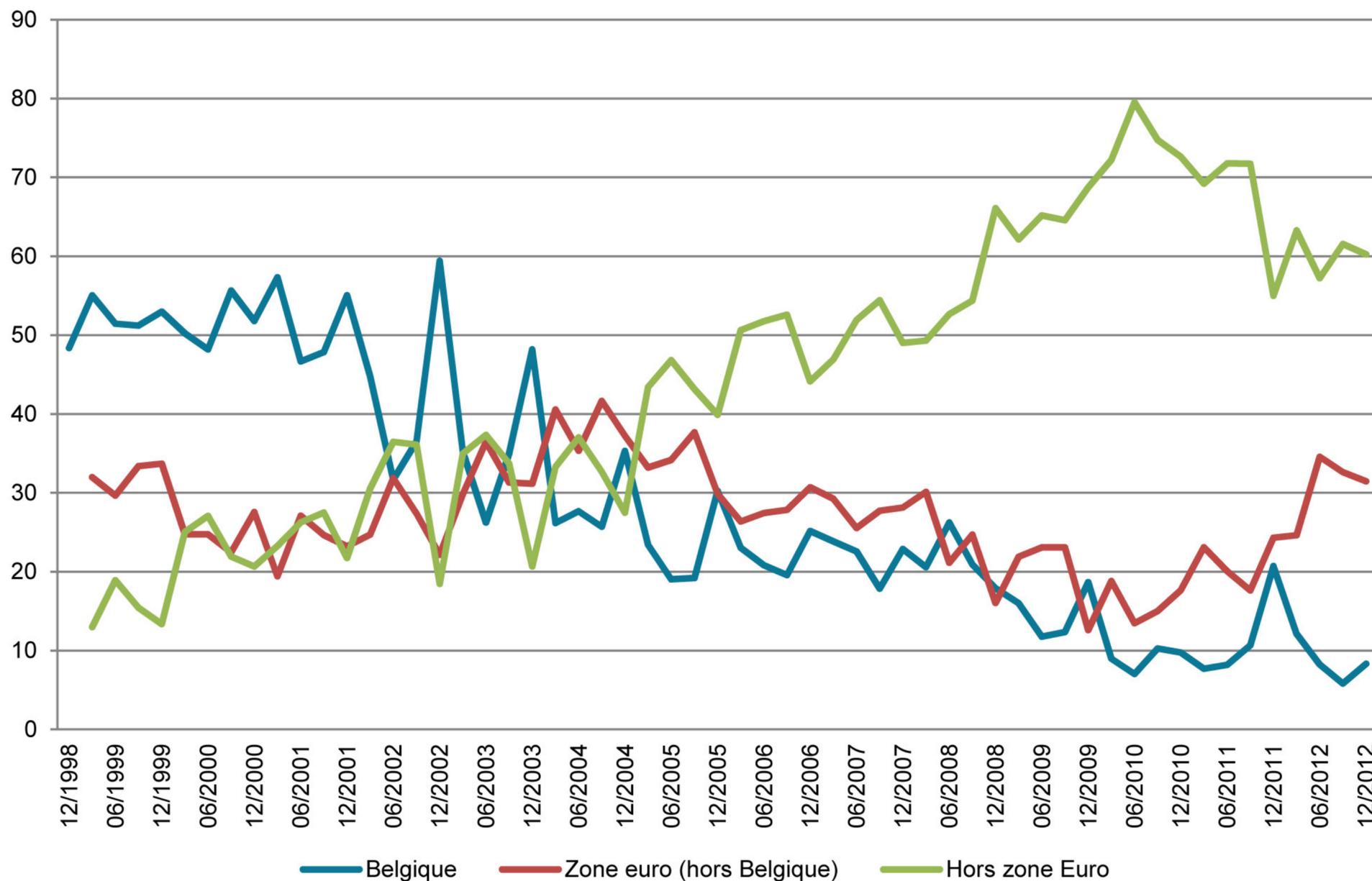
4.2.3 La détention des OLO et des certificats de Trésorerie

La détention des OLO par des investisseurs étrangers a diminué en 2012. A fin décembre 2012, 42,9% des OLO étaient aux mains d'investisseurs étrangers. Ainsi, la tendance qui s'était amorcée à la mi-2008 s'est poursuivie.

OLO - EVOLUTION DE LA DÉTENTION (en % du total)



CT - EVOLUTION DE LA DÉTENTION (en % du total)



En ce qui concerne les certificats de Trésorerie, la tendance à une plus grande internationalisation s'est poursuivie en 2012. C'est ainsi qu'à fin décembre, 91,7% des certificats de Trésorerie étaient détenus par des investisseurs étrangers. Un pic historique a été atteint à la fin du mois de septembre avec 94,2% des certificats détenus hors Belgique.

1. Les conclusions sont seulement basées sur les chiffres que les joint - et co-lead managers fournissent au Trésor dans le cadre des émissions via syndications. Lors d'une émission via adjudication, le Trésor ne dispose en effet pas de telles données.

Les emprunts perpétuels

Les emprunts perpétuels sont des emprunts sans échéance finale que l'Etat a décidé de rembourser.

Le remboursement de ces emprunts perpétuels présente plusieurs avantages et génère des économies sur le plan technique, fiscal, comptable et administratif et ce, pour différentes institutions telles que le Fonds des Rentes et la Trésorerie et plus particulièrement le Service de Support de la dette publique ainsi que le Service des Grands-Livres.

C'est ainsi que comme l'avait annoncé le Ministre des Finances le 26 septembre 2012, il a déposé un projet de loi afin de pouvoir rembourser à leur valeur nominale (100%) les emprunts perpétuels suivants :

- "Dette 2,5%", code ISIN BE0000101049;
- "Dette 3,5% 1937", code ISIN BE0000105081;
- "Dette unifiée 4%, 1ère série", code ISIN BE0000112152;
- "Dette unifiée 4%, 2ème série", code ISIN BE0000113168;
- "4% Libération", code ISIN BE0000114174.

L'intention est de réaliser le remboursement de ces emprunts dans le courant de l'année 2013.

A la fin 2012, les montants en circulation s'élevaient par emprunt à :

Emprunt	Encours au 31.12.2012
"Dette 2,5%"	5 249 247,78 EUR
"Dette 3,5% 1937"	2 299 013,96 EUR
"Dette unifiée 4%, 1e série"	2 239 561,29 EUR
" Dette unifiée 4%, 2e série "	26 046 483,57 EUR
"4% Libération"	3 059 352,86 EUR

Au total, le montant en circulation sur ces emprunts perpétuels s'élevait à 38.893.659,46 EUR, ce qui représentait seulement 0,011% de la dette fédérale totale à la fin 2012.

Le niveau peu élevé des encours des emprunts perpétuels constitue ainsi une première indication de leur manque de liquidité. En outre, ces emprunts sont cotés sur Euronext Bruxelles mais pas sur une base journalière. Les cours sont fixés par le Fonds des Rentes sur la base d'un marché quasiment inexistant pour ce type d'emprunts. Leurs cours ne suivent donc pas dans la même mesure les évolutions de marché comme c'est le cas des cours des autres obligations d'Etat.

Il faut également noter que les emprunts perpétuels "Dette unifiée 1ère et 2ème séries" sont des cas à part. Les détenteurs de tels titres peuvent en effet utiliser ceux-ci pour le paiement des droits de succession et ce, à leur valeur nominale (100%). C'est pour cette raison que depuis quelque temps déjà, ces deux emprunts sont cotés près du pair.