

COUR DES COMPTES

**Le recours aux produits
dérivés dans le cadre de la
gestion de la dette publique**

*Rapport de la Cour des comptes transmis
à la Chambre des représentants*

Bruxelles, mars 2006



COUR DES COMPTES

Le recours aux produits dérivés dans le cadre de la gestion de la dette publique

*Rapport de la Cour des comptes transmis
à la Chambre des représentants*

*Rapport adopté le 8 février 2006
par l'assemblée générale de la Cour des comptes*

Synthèse

Processus décisionnel

Par le vote du budget des voies et moyens, la Chambre des représentants autorise le ministre des Finances à recourir aux produits dérivés dans le cadre de la gestion de la dette publique.

La Trésorerie a recours aux produits dérivés dans le but d'alléger les charges financières de la dette publique par une gestion active des risques liés à la volatilité des taux d'intérêt et des cours des devises. Les produits dérivés permettent également au Trésor d'optimiser la structure du portefeuille de la dette et de se couvrir contre les risques qui accompagnent les futures émissions et opérations de change.

La décision de recourir à un produit dérivé est prise collégalement par le comité stratégique de la dette dont les membres sont l'administrateur général de la Trésorerie, qui le préside, le représentant du ministre des Finances, les trois directeurs de l'Agence de la dette, l'auditeur général des Finances, chef du service de la dette publique, et l'auditeur interne de l'Agence.

L'audit de la Cour des comptes couvre toutes les opérations passées entre janvier 2002 et septembre 2004.

Produits de couverture contre le risque de change

Bien que la dette en devises soit marginale par rapport à la dette en euros, le Trésor reste exposé au risque de change, qui consiste en une augmentation du coût de remboursement du capital ou du paiement des intérêts suite à une appréciation de la devise par rapport à l'euro.

Ce risque, qui existe au moment où le Trésor doit acheter des devises, concerne les emprunts émis ou convertis dans les trois devises auxquelles le Trésor a recours : franc suisse, yen et dollar américain.

Le Trésor se couvre contre ce risque par l'achat à terme de devises ou par l'utilisation de produits optionnels.

Il convient également de citer les swaps de change où le Trésor s'engage à revendre les devises achetées pour rembourser un emprunt qui arrive à échéance. Ces swaps sont principalement utilisés en fin d'année pour réduire les liquidités excédentaires. Une conséquence de ces swaps est une diminution temporaire de l'encours de la dette en devises.

Vu la relative stabilité des cours de change entre la signature et l'échéance des contrats, les pertes et gains de change consécutifs à l'utilisation des produits dérivés ont été minimes pour le Trésor. La situation aurait été différente en cas de grande instabilité des cours.

Produits de couverture contre le risque de taux

Les charges d'intérêt, qui représentent environ un quart des dépenses de l'Etat (hors amortissement), sont fonction du montant des émissions et de l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés financiers.

Le risque principal est que, suite à une augmentation des taux, les charges d'intérêt dépassent les crédits prévus au budget.

Afin d'éliminer toute incertitude sur une éventuelle hausse des taux, des produits dérivés permettent de fixer au préalable les taux d'intérêt qui seront payés pour les futures émissions. C'est dans ce but que le Trésor a fixé à l'avance le taux d'émission d'une partie des certificats de Trésorerie et des obligations linéaires par des swaps ou des *forward rate agreements*.

Par contre, d'autres swaps sont utilisés pour transformer un coupon fixe en un coupon flottant dans le but de diminuer les charges d'intérêt. En effet, dans le cas d'une structure par terme normale (ascendante) de la courbe des taux, ces swaps entraînent immédiatement une économie sur les charges d'intérêt, laquelle subsiste pendant toute la durée du swap, à condition que les taux à court terme soient toujours inférieurs au taux fixe à recevoir. Le recours à cette stratégie est toutefois limité par les directives générales, en raison du risque d'augmentation des charges d'intérêt en cas de hausse des taux.

Le Trésor a également décidé de recourir aux swaps dans des circonstances particulières telles que les placements ou l'émission d'emprunts à très long terme.

Pour les années 2002 à 2004, le gain pour le Trésor consécutif à l'utilisation de produits de couverture contre le risque de taux d'intérêt est évalué à 237 millions d'euros.

Conclusions

En conclusion du rapport, la Cour des comptes estime que la majorité des produits dérivés utilisés par la Trésorerie lui permettent de se couvrir partiellement contre une hausse des cours de change ou des taux d'intérêt ou encore de profiter d'une éventuelle baisse des taux.

L'utilisation de tels produits de couverture est pertinente dans le cadre de la gestion de la dette publique et s'inscrit dans les objectifs assignés par l'article 8, §2, de la loi contenant le budget des voies et moyens.

L'audit comprend également des recommandations portant notamment sur un cahier interne de procédure, la prise en compte des coûts d'opportunité et l'annulation d'un produit dérivé dont le sous-jacent a disparu.

Table des matières

Introduction

Références légales	7
Portée de l'audit	7
Méthodologie	8

Chapitre 1

Analyse du processus décisionnel et de la sélection de la contrepartie

1.1	Processus décisionnel	9
1.2	Risque de crédit	10
1.3	Choix de la contrepartie	11
1.4	Procédures administratives	12

Chapitre 2

Analyse des produits dérivés utilisés par le Trésor

2.1	Produits de couverture contre le risque de change	14
2.1.1	Contexte	14
2.1.2	Achat à terme de devises	15
2.1.3	Produits optionnels	16
2.1.4	Swaps de change	19
2.2	Produits de couverture contre le risque de taux	20
2.2.1	Contexte	20
2.2.2	Couverture des émissions de certificats de Trésorerie	21
2.2.3	Swaps de pré-couverture des émissions d'obligations linéaires	22
2.2.4	Convertir une dette émise à taux fixe en une dette à taux flottant	24
2.2.5	<i>Duration swaps</i>	26
2.2.6	Couverture des placements auprès de Credibe	26
2.2.7	Couverture de la vente du Berlaymont	27
2.2.8	Couverture du rachat de certificats de Trésorerie	27
2.3	Autre produit dérivé: l' <i>asset swap</i>	28

Chapitre 3

Analyse de l'impact du recours aux produits dérivés sur le niveau des risques définis dans les directives générales

3.1	Risque de change	29
3.2	Risque de refinancement	29
3.3	Risque de taux	29

Chapitre 4

Conclusions et recommandations

31

Annexes

–	Comptabilisation des opérations	36
–	Réponse du SPF Finances	38
–	Réponse du ministre des Finances	44

Introduction

Références légales

- 1 L'autorisation de recourir à des produits dérivés dans le cadre de la gestion de la dette publique est une prérogative parlementaire, exprimée par le vote de l'article 8 du projet de loi contenant le budget des voies et moyens et principalement le §3, 1, e):

«Le ministre des Finances est autorisé à conclure toute opération de gestion financière dans les limites déterminées en application du §2 ci-dessus.

Par opération de gestion financière, on entend:

e) les swaps d'intérêt et les swaps de devises, les options, les contrats à terme et tout autre instrument de gestion des risques financiers, budgétaires et de crédit liés à la dette de l'État et autorisés par le ministre des Finances en application du §2 ci-dessus».

L'article 8, §2 de la loi contenant le budget des voies et moyens spécifie que la gestion de la dette publique a pour principal objectif de minimiser le coût financier de la dette de l'État et celle des autres entités publiques de l'administration centrale, dans le cadre d'une gestion des risques de marché et des risques opérationnels et dans le respect des objectifs généraux de la politique budgétaire et de la politique monétaire.

A cette fin, le ministre des Finances détermine, sur proposition du comité stratégique de la dette, les directives générales applicables à la gestion de la dette. Ces directives portent sur la structure du portefeuille de la dette et sur le niveau des risques qui peuvent lui être associés.

- 2 L'autorisation donnée par le Parlement au ministre des Finances de recourir aux produits dérivés est renouvelée chaque année par le vote du budget des voies et moyens et porte sur tous les types de produits dérivés.
- 3 Avec les placements et les opérations de rachats sur le marché secondaire, le recours aux produits dérivés constitue l'un des principaux outils utilisés par la Trésorerie dans le cadre de la gestion financière du portefeuille de la dette publique, constitué principalement d'obligations linéaires et de certificats de trésorerie.

Portée de l'audit

- 4 L'objectif de l'audit consiste à présenter et à analyser les différents produits dérivés utilisés par la Trésorerie pour se couvrir contre les variations des cours de change et des taux d'intérêt.
- 5 Les principaux thèmes abordés sont les suivants:
 - l'analyse du processus décisionnel, de la sélection de la contrepartie et de la gestion du risque de crédit;
 - l'analyse de l'impact du recours à ces produits sur le portefeuille de la dette publique et sur le niveau des risques de marché, tels que définis dans les directives générales;
 - l'examen du coût des différentes opérations.

Méthodologie

- 6 Par un courrier du 25 mai 2003, la Cour des comptes a informé le ministre des Finances de son intention de procéder à un examen des produits dérivés.

L'avant-projet de rapport a été envoyé le 26 avril 2005 à l'administrateur général de la Trésorerie pour une première phase contradictoire. Les commentaires de la Trésorerie, repris dans un courrier du 2 juin 2005, ont été soit directement incorporés dans le texte, soit insérés dans le rapport avec une mention dans la marge.

Ensuite, un projet de rapport a été soumis au ministre des Finances qui a répondu le 6 décembre 2005. Les commentaires du ministre ont également été insérés de manière visible.

Les courriers de l'administrateur général de la Trésorerie et du ministre des Finances ont été intégralement repris à la fin du rapport.

- 7 Le présent rapport couvre toutes les opérations passées entre janvier 2002 et septembre 2004.
- 8 La Cour des comptes est informée de chaque nouveau contrat signé par la Trésorerie¹ et les informations complémentaires ont été obtenues par des échanges de correspondances avec l'administration. Il convient ici de souligner la parfaite collaboration de tous les fonctionnaires que les représentants de la Cour ont contactés pendant ce contrôle.
- 9 L'examen comptable des produits dérivés doit s'effectuer par une analyse des écritures passées sur les comptes d'ordre et de trésorerie plutôt que par l'examen des imputations budgétaires qui ne fournissent qu'un solde global des différentes opérations.

Un examen des dépenses relatives aux produits dérivés par le biais des ordonnances soumises au visa de la Cour des comptes n'est pas complet vu que les dépenses comptabilisées sur un compte de trésorerie ne sont pas soumises au visa.

Actuellement le suivi comptable des opérations ne peut se faire que sur la base des informations du service comptabilité de la Trésorerie. Pour les produits dérivés, les documents comptables sont surtout les instructions envoyées par le *backoffice* de l'Agence de la dette au Caissier de l'Etat (Banque nationale)².

¹ D'un commun accord entre la Trésorerie et les représentants de la Cour des comptes, certains swaps de moindre incidence financière ne sont pas communiqués. La liste de ces opérations est néanmoins disponible sur une base de données consultable par la Cour des comptes.

² Voir les points 27 à 31 – Procédures administratives.

Chapitre 1

Analyse du processus décisionnel et de la sélection de la contrepartie

1.1 Processus décisionnel

- 10 L'Administration de la Trésorerie, et plus particulièrement l'Agence de la dette, a recours aux produits dérivés dans le but d'alléger les charges financières de la dette publique par une gestion active des risques liés à la volatilité des taux d'intérêt et des cours des devises. Les produits dérivés permettent également au Trésor d'optimiser la structure du portefeuille et de se couvrir contre les risques qui accompagnent les futures opérations de change et émissions.
- 11 L'Agence de la dette, mise en place en 1998 au sein de l'Administration de la Trésorerie, est responsable de la gestion opérationnelle de la dette publique fédérale. Elle est composée de trois directions: le *front office* (salle des marchés), le *middle office* (gestion des risques et marketing) et le *back office* (traitement administratif des opérations et gestion du système informatique).
- 12 La décision de recourir à un produit dérivé est prise collégialement par le comité stratégique de la dette institué par l'article 8, §2, de la loi contenant le budget des voies et moyens. Les membres de ce comité sont l'administrateur général du Trésor, qui le préside, le représentant du ministre des Finances, les trois directeurs de l'Agence de la dette, l'auditeur général des Finances, chef du service de la dette publique et l'auditeur interne de l'Agence.
- 13 Le comité stratégique se base sur des propositions motivées du comité exécutif présidé alternativement par les trois directeurs de l'Agence et dont les membres sont les sous-directeurs de l'Agence, l'auditeur général des Finances, chef du service de la dette publique et l'auditeur interne de l'Agence.
- 14 Les stratégies de couverture sont développées au sein de l'Agence mais pour des montages particuliers, certaines propositions faites par le comité exécutif sont basées sur des informations communiquées par des spécialistes en valeurs du Trésor (*primary dealers*)³. Ces banques sont d'ailleurs évaluées semestriellement notamment sur la qualité de l'information et des recommandations faites au Trésor. L'Agence est donc responsable de l'analyse technique de toute l'information recueillie de sources extérieures.
- 15 Lorsque le comité stratégique marque son accord, le comité exécutif et ensuite le comité des marchés sont chargés de la réalisation des opérations. Le comité des marchés se réunit chaque jour à cet effet. Il est présidé par le directeur du *front office* et est composé du directeur du *middle office*, de l'auditeur général des Finances, chef du service de la dette publique, et de divers collaborateurs (dont les traders de la salle des marchés).
- 16 Les décisions les plus importantes prises par ces comités sont reprises dans des procès-verbaux.

³ Les *primary dealers* sont des banques sélectionnées par le ministre des Finances pour favoriser le placement des titres émis par le Trésor, assurer leur liquidité sur le marché secondaire et promouvoir la dette de l'État belge.

- 17 L'article 8, §5, du budget des voies et moyens autorise le ministre des Finances à déléguer aux fonctionnaires généraux de l'Administration de la Trésorerie et aux membres du personnel de l'Agence de la dette le pouvoir de conclure les contrats relatifs aux produits dérivés.

En application de cet article, le ministre des Finances prend annuellement un arrêté ministériel de délégation de pouvoir qui reprend nominativement toutes les personnes habilitées à conclure les opérations de gestion⁴. Il s'agit de l'administrateur général de la Trésorerie, du directeur et des agents du *front office* et du directeur du *middle office*. Par contre, seuls l'administrateur général de la Trésorerie, le directeur et les responsables du *back office* sont habilités à signer les documents d'exécution relatifs à ces opérations.

1.2 Risque de crédit

- 18 Le risque de crédit est le risque que la contrepartie ne remplisse pas ses obligations de paiement ou de livraison.

Le Trésor considère que le risque de crédit n'est pas un risque opérationnel au sens de l'article 8, §2, de la loi contenant le budget des voies et moyens, les risques opérationnels se limitant aux risques qui vont de pair avec une erreur dans le traitement des opérations administratives, en raison ou non d'une défaillance technologique.

Commentaires de
l'administration

La Cour des comptes estime que le risque de crédit devrait, dès lors, être cité dans l'article 8, §2, de la loi contenant le budget des voies et moyens, aux côtés des risques de marché et des risques opérationnels.

Le ministre des Finances répond que l'article 8, §3, e, de la loi contenant le budget des voies et moyens autorise le recours aux instruments de gestion des risques financiers, budgétaires et de crédit, en application de l'article 8, §2. En conséquence, il estime que les textes actuels indiquent déjà clairement que le risque de crédit doit être géré.

Commentaires du
ministre

- 19 Afin de limiter au maximum ce risque, l'Agence de la dette prend diverses précautions :

- la contrepartie doit avoir signé la documentation ISDA⁵. C'est une convention-cadre de notoriété mondiale composée d'un texte de base et d'une annexe, qui définissent la base juridique de l'opération. La convention ISDA reprend également des définitions qui simplifient la rédaction des confirmations rédigées après la transaction ;
- la contrepartie doit également disposer de suffisamment de fonds propres⁶ et, au minimum, d'une cotation d'une des trois agences de rating les plus

⁴ Arrêté ministériel du 6 janvier 2004 relatif aux délégations à accorder aux fonctionnaires de l'Administration de la trésorerie ainsi qu'aux membres du personnel de l'Agence de la dette en matière d'autorisation d'emprunter ou de gestion de la dette de l'État.

⁵ Il s'agit plus spécifiquement de la convention 1992 *Multicurrency-Cross Border ISDA Master Agreement*. L'*International Swaps and Derivatives Association* est une association basée aux États-Unis qui a pour mission d'encourager le développement prudent et efficace du commerce des produits dérivés. Les grandes banques sont représentées dans son conseil d'administration.

⁶ La notion de fonds propres est celle reprise dans l'accord de Bâle sur les fonds propres rédigé en 1988 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Ce comité est composé des banques centrales et des organismes de réglementation et de surveillance bancaire des principaux pays industrialisés et se réunit à la Banque des règlements internationaux.

réputées (Standard and Poor's, Moody's et Fitch Ratings). De plus, chaque cotation attribuée doit être au moins A⁷. Les contreparties du Trésor ont en moyenne une cotation «AA».

- 20 Sur la base des ratings et fonds propres (publiés dans le rapport annuel des banques et dans certaines bases de données financières), le *middle office* calcule la limite de crédit pour chaque contrepartie, qui est le plafond des opérations autorisées avec cette banque. Les différentes opérations passées avec celle-ci (produits dérivés, placements, *repos* et *reverse repos*) constituent l'exposition au risque de crédit et ne peuvent pas dépasser le plafond fixé.

Pour les produits dérivés, l'exposition au risque de crédit tient compte de leur valorisation *marked to market*⁸ majorée d'un *add-on* qui reflète la volatilité du marché. Les *add-ons* utilisés par le Trésor sont inspirés de ceux utilisés par la Banque européenne de reconstruction et de développement et sont plus prudents que les normes internationales recommandées par la Banque des règlements internationaux.

- 21 Avant de négocier avec une contrepartie, le trader doit s'assurer que l'exposition au risque de crédit de cette contrepartie ne dépasse pas la limite calculée par le Trésor.
- 22 Les agents du *middle office* sont responsables de paramétrer le système informatique et de rédiger chaque mois à l'attention du comité stratégique une note sur la gestion du risque de crédit.
- 23 Le Trésor étudie également la possibilité de demander des garanties (*collaterals*) aux contreparties les plus exposées au risque de crédit.

1.3 Choix de la contrepartie

- 24 Pour les opérations en produits dérivés, la contrepartie est toujours un *primary* ou un *recognized*⁹ *dealer*. Il s'agit là d'un des principaux avantages accordés par l'Agence aux spécialistes en valeurs du Trésor, avec les commissions versées lors des syndications¹⁰.

Cet avantage est repris dans les cahiers des charges des *primary dealers* (contreparties *privilégiées* du Trésor pour ses opérations de gestion) et des *recognized dealers* (contreparties *éligibles* par le Trésor pour ses opérations de gestion).

- 25 Selon l'opération, le comité stratégique ou le comité des marchés détermine la (les) contrepartie(s) retenue(s)¹¹.

⁷ Le rating maximum est AAA.

⁸ Une valorisation *marked to market* est basée sur la valeur actuelle nette des flux futurs.

⁹ Les *recognized dealers* ont pour principale mission de prospecter de nouveaux marchés et forment en outre la «réserve de recrutement» pour le corps des *primary dealers*.

¹⁰ Le principe d'une émission par syndication est qu'un groupe de banques se charge, pour le compte de l'émetteur et moyennant le paiement d'une commission, de placer les titres auprès des investisseurs. Ce type d'émission offre au Trésor la garantie que l'entièreté de l'émission sera placée. La syndication est utilisée pour l'émission de la première tranche d'une nouvelle ligne d'obligation linéaire.

¹¹ Pour les opérations plus routinières sur le marché des changes, le trader dispose d'une plus grande autonomie dans le choix de la contrepartie.

Pour choisir la contrepartie, le Trésor tient compte principalement de cinq critères :

- l'exposition au risque de crédit ;
- l'accord de la contrepartie sur l'annexe de la documentation ISDA ;
- la qualité de l'information fournie par la banque sur les conditions de marché ;
- la performance de la banque sur les marchés primaire et secondaire ;
- le nombre de contrats déjà conclus avec chaque contrepartie afin d'assurer une répartition équilibrée.

En outre, le Trésorerie tient compte, dans certains cas, de la spécialisation et du savoir-faire de ses contreparties.

- 26 Le trader contacte la contrepartie retenue pour demander le prix du produit dérivé, qui est ensuite comparé avec le prix théorique calculé par les logiciels de l'Agence. Si le prix donné par la contrepartie ne satisfait pas le trader, il passe un ordre à la banque, c'est-à-dire qu'il lui impose son prix. La banque peut refuser l'ordre ; dans ce cas, le trader contacte une autre contrepartie.

1.4 Procédures administratives

- 27 Après que les traders aient conclu une transaction, la contrepartie rédige une pré-confirmation qui reprend les éléments les plus importants de l'opération (montant, durée,...). Le *back office* a besoin de cette pré-confirmation (envoyée rapidement par télécopie ou par courriel) et de la confirmation officielle (rédigée à partir de la documentation ISDA) pour valider l'opération dans le système informatique et assurer le suivi administratif de celle-ci.
- 28 En vertu de l'arrêté ministériel de délégation, le trader qui a conclu l'opération ne peut jamais signer la confirmation officielle (document d'exécution)¹².
- 29 A chaque échéance de paiement, les *back offices* s'envoient un relevé des montants à payer ou à recevoir. Après vérification, le *back office* de l'Agence donne instruction au Caissier de l'Etat (Banque nationale) de payer la contrepartie ou d'encaisser la recette.
- 30 Dès que le paiement est effectué ou que la recette est encaissée, le Caissier de l'Etat envoie à la Trésorerie un état de ces opérations qui permet à la comptabilité d'imputer ces opérations sur les différents comptes.
- 31 A partir de 2005, l'Administration de la Trésorerie a pour projet de développer un module de comptabilité en partie double¹³. Ce module devrait être intégré dans le logiciel qui reprend toutes les opérations passées par les traders de l'Agence de la dette ainsi que les flux financiers validés par le *back office*.

La comptabilité en partie double devrait notamment donner une situation actualisée de tous les engagements relatifs aux produits dérivés (y compris les engagements qui n'ont pas encore généré des flux financiers).

¹² Arrêté ministériel du 6 janvier 2004, article 3, 3°.

¹³ Dans le budget de la dette publique pour l'année 2005, un crédit de 150.000 euros est prévu sur l'allocation de base 45.40.74.04 pour le développement d'un module de *back office* et de comptabilité en partie double.

- 32 Par la valorisation *marked to market* présentée dans le rapport mensuel sur la gestion du risque de crédit rédigé par le *middle office*, le Comité stratégique peut suivre l'évolution des swaps en fonction des taux d'intérêt. De même, le Comité stratégique reçoit chaque trimestre une note du *front office* reprenant les opérations qui impliquent une utilisation d'instruments dérivés sur le marché des changes ainsi que les gains ou pertes de change.

L'Agence de la dette actualise chaque mois le budget de la dette publique et mentionne dans ses rapports analytiques le résultat réalisé, grâce aux produits dérivés, sur les charges d'intérêt à court et long terme. Cette actualisation est communiquée au comité stratégique de l'Agence de la dette, aux cellules de gestion stratégique des SPF Finances et Budget ainsi qu'à la Banque nationale.

Chapitre 2

Analyse des produits dérivés utilisés par le Trésor

2.1 Produits de couverture contre le risque de change

2.1.1 Contexte

- 33 Bien que la dette en devises soit marginale par rapport à la dette en euros¹⁴, le Trésor reste exposé au risque de change, qui consiste en une augmentation du coût de remboursement du capital ou du paiement des intérêts suite à une appréciation de la devise par rapport à l'euro.
- 34 Ce risque, qui existe au moment où le Trésor doit acheter des devises, concerne les emprunts émis ou convertis dans les trois devises auxquelles le Trésor a recours : franc suisse, yen et dollar américain.
- 35 Face à ce risque, le Trésor dispose de plusieurs stratégies pour acheter les devises¹⁵ :
- il est tout d'abord possible d'attendre le jour de l'échéance de l'emprunt ou des coupons et d'acheter à ce moment les devises sur le marché des changes. Une variante à cette stratégie consiste à étaler l'achat de devises sur une certaine période pour diversifier le risque ;
 - une deuxième stratégie consiste à acheter à terme les devises, c'est-à-dire à acheter aujourd'hui des devises qui seront livrées plus tard. L'achat à terme permet de transformer, avant son échéance, une dette en devises en une dette en euros ;
 - en troisième lieu, le Trésor peut utiliser des produits optionnels qui lui permettent de disposer des devises si certaines conditions de marché sont rencontrées. A la différence d'un achat à terme, la contrepartie qui achète une option a le droit mais non l'obligation de procéder à la transaction.
- 36 A côté de ces stratégies, le Trésor peut estimer qu'il n'est pas opportun d'acheter des devises pour rembourser l'emprunt qui arrive à échéance. Dans ce cas, le remboursement sera financé par l'émission d'un nouvel emprunt à court terme en devises. Dans cette hypothèse, la dette en devises ne diminue pas et le risque de change perdure.
- 37 Enfin, il convient de citer les swaps de change où le Trésor s'engage à revendre les devises achetées pour rembourser un emprunt qui arrive à échéance. Ces swaps sont principalement utilisés en fin d'année pour réduire les liquidités excédentaires. Une conséquence de ces swaps est une diminution temporaire de l'encours de la dette en devises.

¹⁴ Fin novembre 2004, la dette en devises ne représentait que 1,44% de l'endettement total de l'Etat.

¹⁵ Les diverses stratégies sont développées dans les points 2.1.2 à 2.1.4.

2.1.2 Achat à terme de devises

- 38 Par ce contrat, la contrepartie s'engage à livrer au Trésor, à une date déterminée dans le futur (le jour de l'échéance de l'emprunt), une certaine quantité de devises à un cours fixé à l'avance (cours *forward*). Le Trésor peut négocier un contrat à terme s'il estime que le risque est réel que les cours de change seront, au moment du remboursement des devises, plus désavantageux que les cours *forward* valables à ce moment.
- 39 L'achat à terme permet donc de garantir le montant en euros d'une dette à terme libellée en devises (le sous-jacent) et de se protéger contre une éventuelle hausse de la devise au moment du remboursement de l'emprunt.
- 40 A l'échéance du contrat, le Trésor est donc obligé de prendre livraison des devises et de payer à la contrepartie le prix convenu même si le cours de change spécifié dans le contrat est moins avantageux que le cours du jour (cours *spot*).
- 41 Le cours fixé dans le contrat à terme (le cours *forward*) n'est pas une spéculation sur l'évolution des cours de la devise mais dépend uniquement des taux d'intérêt de l'euro et de la devise négociée. Il est d'ailleurs très peu probable que le cours en vigueur le jour de la livraison soit le cours *forward*.

Opérations réalisées

Date	Nombre de contrats	Devises achetées à terme	Sous-jacent
Janvier 2002	5	5.000.000.000 JPY	Capital, emprunt 50.000.000.000 JPY, 6,875%, 1991-2001 ¹⁶
Juin 2002	4	87.227.116 USD	BTB
Juillet 2002	5	129.347.895 USD	BTB
Novembre 2002	2	35.909.262 USD	BTB
Mai 2003	1	2.916.986.301 JPY	Coupons, emprunt 65.000.000.000 JPY, 4,50%, 1994-2004
Novembre – décembre 2003	4	204.935.776 CHF	BTB
Décembre 2003	1	8.099.237 CHF	Coupons, emprunt 60.000.000.000 JPY (swappé), 1993-2003
Février 2004	4	150.000.000 CHF	BTB
Mars – juin 2004	20	60.000.000.000 JPY	Capital, emprunt 65.000.000.000 JPY, 4,50%, 1994-2004
Août 2004	6	300.000.000 USD	Capital, emprunt 500.000.000 USD, 9,20%, 1990-2010
Août – septembre 2004	3	150.000.0000 CHF	BTB

¹⁶ A l'échéance de l'emprunt, le cours de change n'était pas avantageux pour le Trésor et il a été décidé de financer le remboursement de celui-ci par l'émission de BTB en yens. Alors que le certificat de trésorerie n'est émis qu'en euros, le *Belgian Treasury Bill* (BTB) est un titre émis à court terme dans une monnaie d'un pays membre de l'OCDE. Les cinq contrats repris dans le tableau concernent l'achat à terme de yens pour rembourser les BTB qui arrivaient à échéance en 2002.

42 L'achat à terme, en août 2004, de 300 millions de dollars américains est à distinguer vu le terme particulièrement long. En effet, le Trésor a acheté les dollars 6 ans à l'avance. Les responsables de l'Agence justifient cette décision par des cours du dollar historiquement bas. De plus, cet achat à terme a permis de transformer toute la dette émise à long terme en dollar, en dette à long terme émise en euros.

A l'opposé, les achats à terme de francs suisses de septembre 2004 se caractérisent par un terme très court d'un jour.

43 Le service comptabilité de la Trésorerie calcule le gain ou la perte de change en comparant le cours *forward* avec le cours en vigueur (le cours *spot*) à l'échéance du contrat, soit au moment où la contrepartie doit livrer les devises.

Si le cours *spot* euro/devise est supérieur au cours *forward*, le Trésor enregistre une perte de change. Dans la situation inverse, le Trésor comptabilise un gain de change.

Année des opérations	Total des devises achetées à terme, exprimé en euros	Gain (+)/perte (-) de change (euros)	%
2002	300.429.865,27	+ 1.429.794,48	0,48
2003	157.903.731,01	-922.132,17	0,58
2004	635.189.239,37	-9.692.303,29	0,15

44 Sur les trois années, les pertes et les gains de change sont marginaux.

2.1.3 Produits optionnels

Vente d'une option d'achat (call)

45 Lorsque le Trésor n'est pas certain de l'évolution du cours d'une devise, il a la possibilité de vendre, contre une prime en euros, une option d'achat qui donne à la contrepartie le droit mais non l'obligation d'acheter au Trésor à une date déterminée dans le futur, des euros contre des devises à un cours déterminé (le *strike*).

46 A l'échéance de l'option¹⁷, il existe deux hypothèses :

- le cours euro/devise est inférieur au *strike* et l'acheteur du *call* n'exerce pas son option. Dans ce cas, le Trésor ne dispose pas des devises et pour rembourser la dette en devises qui arrive à échéance, il doit soit émettre un nouvel emprunt soit acheter les devises au comptant ;
- le cours euro/devise est supérieur au *strike* et l'acheteur du *call* exerce son option pour recevoir du Trésor des euros contre des devises au prix convenu.

¹⁷ Le Trésor s'est fixé comme règle de limiter la durée d'une option à un mois.

47 L'option vendue par le Trésor a deux caractéristiques importantes :

- le *strike* de l'option est toujours supérieur au cours *spot* du jour de la vente de l'option¹⁸. Si la contrepartie exerce son option, le Trésor va acquérir des devises à un cours moins intéressant que le cours du jour mais néanmoins meilleur que celui du jour de la vente de l'option ;
- le Trésor veille également à ce que le *strike* de l'option soit toujours supérieur au *forward* du contrat à terme. Ceci a pour conséquence que si l'option est exercée, le Trésor achète les devises à un cours plus avantageux que s'il les avait achetées à terme.

Opérations réalisées

Date	Nombre de contrats	Montant total des contrats (devises)	Total des primes reçues (euros)	Sous-jacent
Janvier 2002	1	50.000.000 CHF	43.000	BTB
Mars - novembre 2002	12	325.000.0000 USD	1.722.372	BTB
Juin 2003 – avril 2004	15	750.000.000 CHF	1.226.476	BTB
Avril 2004	1	5.000.000.000 JPY	353.065	DP613 ¹⁹
Mai – septembre 2004	8	400.000.000 CHF	602.047	BTB

48 Lorsque la contrepartie exerce son option, le Trésor calcule la perte ou le gain de change en comparant le *strike* de l'option avec le cours *spot* en vigueur à l'échéance de l'option. C'est la même méthode que celle utilisée pour les contrats à terme. Lorsque l'option n'est pas exercée, il n'y a pas de perte ou de gain de change et on n'enregistre que l'encaissement de la prime.

Le Trésor a une perte de change lorsque l'option est exercée mais celle-ci doit être mise en relation avec les primes reçues et avec la décision de se couvrir à un moment donné.

Année des opérations	Total des devises reçues suite à l'exercice de l'option, exprimé en euros	Gain (+)/perte (-) change (euros)	%	Total des primes reçues* (euros)
2002	185.422.168,29	-3.589.482,10	1,94	1.835.371,00
2003	32.208.193,76	-29.072,52	0,09	679.604,15
2004	294.159.805,51	-1.392.430,34	0,47	1.504.983,72

* Y compris les primes reçues pour les options qui n'ont pas été exercées.

¹⁸ Lorsque le *strike* est supérieur au cours *spot* du jour de la vente de l'option, l'option vendue est une option *out of the money*.

¹⁹ Capital, emprunt 65.000.000.000 JPY, 4,50 %, 1994-2004.

Zero cost collar

- 49 Un *collar* est une combinaison d'une option d'achat (*call*) et d'une option de vente (*put*). Le Trésor vend une option d'achat à une contrepartie et achète une option de vente à la même contrepartie. A l'échéance de l'option, le *call* donne le droit (mais non l'obligation) à la contrepartie d'acheter des euros contre des devises à un prix déterminé. Parallèlement, le *put* donne le droit (mais non l'obligation) au Trésor de vendre des euros contre des devises au prix convenu. La date de l'exercice de l'option *put* et *call* est identique et les primes se compensent totalement (*zero cost*).
- 50 Si l'euro se déprécie par rapport à la devise à l'échéance de l'option, le Trésor pourra exercer son *put* et disposer de devises à un cours plus avantageux que le cours en vigueur (cours *spot*) sans payer de prime.

En revanche, si l'euro s'apprécie par rapport à la devise, la contrepartie pourra exercer son *call* et le Trésor recevra des devises à un cours moins avantageux que le cours du jour.

Dans les deux hypothèses, le Trésor disposera de devises pour rembourser sa dette.

Opérations réalisées

Date	Nombre de contrats	Montant par contrat (moyenne)	Total des primes reçues (euros)	Sous-jacent
Juin – juillet 2002	2	25.000.000 USD	0	BTB

- 51 La perte ou le gain de change se calcule comme une option, c'est-à-dire en comparant le *strike* avec le cours de change en vigueur sur le marché à l'échéance de l'opération.

Année des opérations	Total des devises reçues suite à l'exercice de l'option, exprimé en euros	Gain (+)/perte (-) de change (euros)	%
2002	50.792.455,95	-1.080.345,91	2,13

Accumulating forward (option à barrière)

- 52 Tant que le cours euro/devise ne descend pas sous un certain niveau (le niveau *knock-out*), le Trésor achète chaque jour une certaine quantité de devises à un cours déterminé à l'avance (*strike*):
- si le cours du jour euro/devise est inférieur au *strike*, le Trésor achète la quantité prévue au cours *strike*,
 - si le cours du jour euro/devise est supérieur au *strike*, le Trésor doit acheter le double de la quantité prévue également au cours *strike*.

Cette opération est intéressante pour le Trésor si le cours euro/devise reste sous le *strike* car le Trésor se procure, sans payer de prime, des devises à un cours plus intéressant que le cours en vigueur.

En contrepartie, si le cours euro/devise est supérieur au *strike*, le Trésor est obligé d'acheter le double de devises à un cours moins intéressant.

Si le cours du jour descend sous le *knock-out*, l'opération s'arrête et le Trésor ne peut garder qu'un pourcentage des devises accumulées les jours précédents.

- 53 Cette option à barrière est le produit dérivé le plus complexe utilisé par le Trésor. Alors que l'option classique est conclue pour environ un mois, l'*accumulating forward*, est négocié pour une période plus longue (généralement 3 mois). Plus la période est longue, plus il est difficile d'anticiper l'évolution du cours d'une devise.

Opérations réalisées

Date	Nombre de contrats	Nombre de jours d'observations	Montant devises à acheter par jour si sous le <i>strike</i>	Montant devises maximum à acheter	Sous-jacent
Janvier 2002	1	67	500.000 USD	67.000.000 USD	BTB
Avril 2002	1	64	500.000 USD	64.000.000 USD	BTB
Mai 2002	1	64	750.000 USD	96.000.000 USD	BTB

- 54 Le résultat des opérations est calculé à la fin de l'*accumulating forward* et il montre que, par rapport à l'achat à terme ou à la vente de *calls*, les pertes de change sont plus importantes. Il apparaît donc plus risqué de se couvrir avec un tel produit.

Année des opérations	Total des devises achetées par <i>accumulating forward</i> , exprimé en euros	Gain (+)/perte (-) de change (euros)	%
2002	148.357.763,70	-10.312.699,98	6,95

2.1.4 Swaps de change

- 55 Un swap de change représente une double opération de change : dans un premier temps, le Trésor achète des devises à une contrepartie au cours du jour (cours *spot*)²⁰ et à l'échéance du swap, généralement après un à trois mois, le Trésor revend ces devises à la même contrepartie à un prix convenu (cours *forward*).
- 56 A la différence des autres produits dérivés, le Trésor s'engage à revendre les devises qu'il a achetées. A l'échéance du swap, le Trésor doit soit émettre un nouvel emprunt en devises soit acheter des devises sur le marché des changes pour disposer des devises nécessaires pour satisfaire la contrepartie.
- 57 Ces swaps sont surtout conclus en fin d'année lorsque le Trésor dispose de liquidités excédentaires. Grâce aux devises livrées dans les derniers mois de l'année par la contrepartie du swap, le Trésor rembourse une partie de sa dette en devises. C'est seulement dans les premières semaines de l'année suivante que le Trésor doit restituer les devises à la contrepartie du swap en émettant de nouveaux BTB ou en achetant les devises sur les marchés.

La technique du swap de change permet d'éviter une augmentation artificielle de la dette de l'ensemble des pouvoirs publics, au sens du Traité de Maastricht et a pour conséquence de diminuer temporairement l'encours de la dette en devises en fin d'année.

²⁰ Ces devises vont servir à rembourser un emprunt en devises qui arrive à échéance.

Opérations réalisées – Swap de change de fin d'année

Date	Nombre de contrats	Montant total échangé	Sous-jacent
Décembre 2002	6	1.134.541.285 CHF	BTB
Octobre 2003	6	442.000.000 CHF	BTB
Novembre 2003	8	1.430.781.707 CHF	BTB
Décembre 2003	6	1.018.000.000 CHF	BTB

58 Ces swaps sont également utilisés en cours d'année lorsque le Trésor a un excédent de caisse en euros et qu'il estime que les conditions ne sont pas favorables à l'émission de BTB en devises pour rembourser un emprunt qui arrive à échéance. Ce type d'opération s'est développé à partir de 2004 (21 contrats pour échanger 3,5 milliards de francs suisses contre des euros depuis avril 2004).

59 Une utilisation particulière du swap de change consiste à le combiner avec un BTB dans le but d'emprunter des devises à un taux d'intérêt plus avantageux.

Par exemple, le Trésor peut estimer, en fonction des différents taux d'intérêt, qu'il est plus intéressant d'émettre un BTB en livres sterling, combiné avec un swap de change livres sterling/francs suisses plutôt que directement emprunter en francs suisses, le taux d'intérêt lié à cette devise étant moins favorable que le taux d'intérêt de la livre sterling.

L'opération se déroule de la manière suivante: le Trésor place un BTB en livres sterling auprès d'une contrepartie avec laquelle il conclut un swap de change pour une durée similaire à la maturité du BTB. Par le swap, les livres sterling reçues à l'émission du BTB sont vendues contre des francs suisses, au cours du jour (cours *spot*).

A l'échéance du BTB, le Trésor doit disposer de livres sterling pour rembourser le capital majoré d'un intérêt. Comme convenu dans le swap, les livres sterling seront livrées par la contrepartie contre des francs suisses (que le Trésor devra emprunter ou acheter comptant).

Cette technique est régulièrement utilisée par le Trésor.

2.2 Produits de couverture contre le risque de taux

2.2.1 Contexte

60 Les charges d'intérêt, qui représentent environ un quart des dépenses de l'Etat²¹ (hors amortissement), sont fonction du montant des émissions et de l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés financiers.

Le risque principal est que, suite à une augmentation des taux, les charges d'intérêt dépassent les crédits prévus au budget.

²¹ Pour l'année 2005, les charges d'intérêt sont évaluées à 12,1 milliards d'euros alors que les crédits d'ordonnement s'élèvent à 46,6 milliards d'euros (hors amortissement et financement de l'Union européenne). Cf. Exposé général du budget 2005, *Doc. parl.*, Chambre, 2004-2005, DOC 51-1369/001, pp. 14 et 307.

- 61 Afin d'éliminer toute incertitude sur une éventuelle hausse des taux, des produits dérivés permettent de fixer au préalable les taux d'intérêt qui seront payés pour les futures émissions. C'est dans ce but que le Trésor a fixé à l'avance le taux d'émission d'une partie des certificats de Trésorerie et des obligations linéaires par des swaps ou des *forward rate agreements* (FRA).
- 62 Par contre, d'autres swaps sont utilisés pour transformer un coupon fixe en un coupon flottant dans le but de diminuer les charges d'intérêt. En effet, dans le cas d'une structure par terme normale (ascendante) de la courbe des taux, ces swaps entraînent immédiatement une économie sur les charges d'intérêt, laquelle subsiste pendant toute la durée du swap, à condition que les taux à court terme soient toujours inférieurs au taux fixe à recevoir. Le recours à cette stratégie est toutefois limité par les directives générales, en raison du risque d'augmentation des charges d'intérêt en cas de hausse des taux.
- 63 Le Trésor a également décidé de recourir aux swaps dans des circonstances particulières telles que les placements ou l'émission d'emprunts à très long terme.

2.2.2 Couverture des émissions de certificats de Trésorerie

- 64 Les certificats de Trésorerie sont des titres à court terme émis par adjudication. Jusque fin 2003²², le Trésor proposait chaque semaine une ligne de maturité de 3 mois accompagnée d'une ligne de maturité de 6 mois ou de 12 mois.

L'encours des certificats de Trésorerie représente environ 10% du montant global de la dette publique.

- 65 A chaque adjudication de certificats de Trésorerie, le Trésor s'expose au risque d'une augmentation des taux court terme (taux euribor²³), qui pourrait générer une charge d'intérêt supérieure à celle prévue dans le budget.
- 66 Pour éviter ce risque, le Trésor a fixé au préalable le taux d'émission d'un quart des émissions des certificats de Trésorerie pour l'année 2002 au moyen de swaps de taux. Par ces swaps, le Trésor paie à une contrepartie des charges d'intérêt calculées sur un taux fixe (toujours inférieur au taux prévu dans le budget) et a contrario, la contrepartie paie des charges d'intérêt calculées sur la base d'un taux flottant (taux euribor).

Le but est que la seule charge d'intérêt relative à l'adjudication de certificats soit, pour le Trésor, le taux fixe à payer à la contrepartie du swap.

- 67 Pour les émissions couvertes par les swaps de taux, ces produits impliquent que le Trésor ne profitera pas d'une éventuelle baisse des taux mais, en revanche, la charge d'intérêt est connue et le Trésor a la certitude de ne pas dépasser les prévisions budgétaires.
- 68 Pour l'année 2003, le Trésor a également couvert une grande partie des émissions à 6 et 12 mois non plus par des swaps de taux mais par des *forward rate agreements* (FRA), produits dérivés permettant également de fixer à l'avance le taux d'intérêt d'un emprunt.

²² Depuis le 1^{er} janvier 2004, l'adjudication des certificats de Trésorerie est bimensuelle.

²³ Les taux euribor sont la moyenne des taux auxquels un panel de banques est disposé à prêter de l'argent à une autre banque pour une durée maximum de 12 mois.

Opérations réalisées

Date	Nombre de contrats	Adjudications couvertes	Emissions couvertes	Instrument
Octobre/novembre 2001	13	Adjudications de janvier à décembre 2002	Certificats à 3 mois	Swap de taux
Avril 2002	43	Adjudications de mai à décembre 2002	Certificats à 3,6 et 12 mois	Swap de taux
Novembre 2002	12	Adjudications de janvier à décembre 2003	Certificats à 12 mois	FRA
Novembre 2002	12	Idem	Certificats à 6 mois	FRA

- 69 La constante baisse des taux d'intérêt depuis juin 2002 a eu pour effet de diminuer le coût d'émission des certificats de trésorerie, mais elle a également fortement augmenté le coût d'opportunité de la couverture.

Date de la mise en place de la couverture	Emissions couvertes	Taux moyen de la couverture	Taux moyen sur les marchés (euribor) ²⁴	Gain(+)/perte(-) des swaps et des FRA (euros)
Octobre/novembre 2001	Certificats émis à 3 mois en 2002	2,93%	3,32%	+ 5.136.975,79
Avril 2002	Certificats émis à 3 mois en 2002	3,84%	3,32%	-4.599.906,93
Avril 2002	Certificats émis à 6 mois en 2002	3,94%	3,35%	-9.107.711,11
Avril 2002	Certificats émis à 12 mois en 2002	4,19%	3,49%	-27.408.458,36
Novembre 2002	Certificats émis à 6 mois en 2003	3,14%	2,30%	-25.104.719,81
Novembre 2002	Certificats émis à 12 mois en 2003	3,35%	2,33%	-59.911.897,42

- 70 Pour les émissions de l'année 2003, le coût d'opportunité de la couverture a représenté environ 15% de la charge d'intérêt des certificats de trésorerie émis à 6 et 12 mois²⁵.

2.2.3 Swaps de pré-couverture des émissions d'obligations linéaires

- 71 Les obligations linéaires sont des titres à long terme émis par syndication ou adjudication. Ces titres représentent près de 80% de l'encours de la dette publique fédérale et sont détenus pour la moitié environ par des investisseurs étrangers.
- 72 Comme pour les certificats de Trésorerie, le Trésor est face au risque d'une hausse des taux d'intérêt qui pourrait entraîner l'augmentation du coût de l'emprunt et conduire à un dépassement budgétaire.

²⁴ Moyenne annuelle des taux euribor repris sur le site www.euribor.org.

²⁵ Les charges d'intérêt pour les certificats de trésorerie émis à 6 et 12 mois en 2003 sont évaluées à 557,5 millions d'euros.

- 73 Pour se couvrir, l'Etat conclut, quelque temps avant une nouvelle émission, un swap où le Trésor paie à une contrepartie des charges d'intérêt calculées sur un taux fixe et reçoit de cette même contrepartie les charges d'intérêt calculées sur la base d'un taux flottant. Le swap, qui devrait commencer autour du jour de la nouvelle émission, est basé sur un capital notionnel qui couvre une partie ou la totalité de l'émission. Bien que le swap ait la même maturité que les obligations linéaires émises, il est prévu de l'annuler peu après la date de l'émission.
- 74 Le coût d'annulation d'un swap est une prime calculée sur la différence entre le taux fixe du swap et le taux en vigueur le jour de l'annulation, compte tenu de la durée restante du contrat. Si les taux d'intérêt ont monté entre le jour de la conclusion du swap et le jour de son annulation (jour de l'émission), le swap a une valeur nette positive et le Trésor encaisse une prime qui compense l'augmentation du coût de l'émission. En cas de baisse des taux, c'est exactement l'inverse.

Opérations réalisées

Date de la mise en place de la couverture	Nombre de contrats	Emission couverte (euros)	Montant couvert (euros)	Prime reçues (+) ou à payer (-) (euros)
Novembre 2001 – janvier 2002	11 (avec diverses banques)	Syndication du 17 janvier 2002 : 5.000.000.000	1.500.000.000	20.318.000
Février – mars 2002	2 (avec la même banque)	Adjudication du 25 mars 2002 : 4.133.300.000	200.000.000	-5.898.000 ²⁶
Juin 2002	5 (avec diverses banques)	Adjudication du 29 juillet 2002 : 2.623.000.000	1.250.000.000	-21.195.000
Novembre 2002 – janvier 2003	8 (avec diverses banques)	Syndication du 23 janvier 2003 : 5.000.000.000	3.500.000.000	-109.537.000 (voir point n° 75)
Juin 2004	2 (avec la même banque)	Adjudication du 26 juillet 2004 : 3.478.000.000	1.000.000.000	-12.300.000
Juillet 2004	2 (avec la même banque)	Adjudication du 27 septembre 2004 : 3.173.000.000	1.000.000.000	-24.470.000

- 75 La couverture de la syndication de janvier 2003, exposée ci-dessous, est une exception au principe selon lequel les swaps de pré-couverture sont annulés peu après le jour de l'émission.

Le 23 janvier 2003, le Trésor a émis par syndication et pour 10 ans, un emprunt de 5 milliards d'euros avec un coupon de 4,25%. Afin de couvrir cette émission, le Trésor avait préalablement conclu, en novembre et décembre 2002, sept swaps de pré-couverture pour un montant de 2,5 milliards d'euros et d'une durée égale à l'emprunt à émettre. Le taux moyen de la couverture était de 4,64%.

Six jours avant la syndication, le Trésor a conclu un nouveau swap de pré-couverture pour 1 milliard d'euros avec un taux de couverture de 4,32%. Ce swap a été annulé le jour de la syndication et, en raison d'une baisse des taux, le Trésor a payé une prime de 6,8 millions d'euros.

²⁶ Les swaps ont été annulés plus de quatre mois après l'adjudication.

Etant donné la baisse des taux d'intérêt entre la passation des swaps et le moment de l'émission, le Trésor a souhaité neutraliser provisoirement le paiement des primes d'annulation des sept autres swaps de pré-couverture. Il a conclu, la veille de la syndication, un swap inverse d'un montant équivalent de 2,5 milliards d'euros où il a reçu cette fois une charge d'intérêt calculée sur un taux fixe.

Près de six mois après la syndication, alors que les taux d'intérêts avoisinaient les 3,85%, le Trésor a annulé les sept swaps de pré-couverture (paiement d'une prime de 205,3 millions d'euros) et le swap inverse de 2,5 milliards d'euros (encaissement d'une prime de 102,5 millions d'euros).

Au total, le Trésor a payé 109,5 millions d'euros de primes d'annulation, ce qui représente environ 5% de la charge d'intérêt à payer pour cette émission²⁷.

2.2.4 Convertir une dette émise à taux fixe en une dette à taux flottant

76 Dans le but de réduire ses charges d'intérêt, le Trésor convertit un emprunt émis à taux fixe en un emprunt à taux flottant au moyen de swaps de taux. Le principe est qu'un swap de taux soit normalement adossé à un emprunt précis (le sous-jacent) et que le taux fixe du swap soit le taux d'intérêt de cet emprunt.

Le Trésor paie à une contrepartie des charges d'intérêt calculées sur la base d'un taux flottant et a contrario, la contrepartie paie au Trésor des charges d'intérêt calculées sur la base du taux fixe²⁸.

77 L'objectif est que les charges d'intérêt à payer aux investisseurs (coupons à taux fixe) s'annulent avec la partie fixe du swap de taux et qu'en finale, la seule charge pour le Trésor soit la partie flottante à payer à la contrepartie du swap.

78 Cette stratégie est intéressante pour le Trésor tant que les taux flottants sont, en moyenne, inférieurs au taux fixe qui est reçu en exécution du swap. On peut également recourir à ce produit pour des raisons plus techniques comme ramener la durée²⁹ du portefeuille dans les limites prescrites.

79 Le Trésor a également conclu des swaps pour modifier la charge flottante d'un swap existant (par exemple pour passer d'un taux euribor 6 mois à une moyenne des taux eonia sur 3 mois).

²⁷ Les charges d'intérêt pour cette émission s'élèvent à 2,1 milliards d'euros (soit 5 milliards x 4,25% x 10 ans).

²⁸ Les taux flottants utilisés sont les taux euribor et le taux eonia. Les taux euribor sont la moyenne des taux auxquels un panel de banques est disposé à prêter de l'argent à une autre banque pour une durée maximum de 12 mois tandis que le taux eonia est le taux effectif moyen auquel ce même panel de banques effectue, au jour le jour, ses transactions de prêts non garantis.

²⁹ La durée mentionnée dans les directives générales de la dette est la *modified duration*. Cette durée est une indication de la volatilité du prix d'un produit portant des intérêts tels qu'une obligation. Un portefeuille de dette avec une faible durée signifie que la charge d'intérêt est plus volatile et vice versa. (Annexe V des directives générales de la dette pour 2002).

Opérations réalisées

Date de l'achat des swaps	Nombre de contrats	Sous-jacent	Durée	Taux fixe	Taux flottants	Capital notionnel
Juin 2001 et juin 2002	21 (avec diverses banques)	OLO 2001-2011, 5%	Idem que le sous-jacent, soit 10 ans	5 %	Plusieurs taux flottants (eonia, euribor 3 mois,...)	8.250.000.000 euros, soit 80% de l'encours du sous-jacent

- 80 Cette stratégie a été positive pour le Trésor durant les premières années de l'emprunt :

Sous-jacent	Période	Flux d'intérêt (euros)		
		A payer	A recevoir	Netting
OLO 5 % 2001-2011	Juin 2001 – septembre 2001	-57.594.515,97	+ 70.068.493,61	+ 12.473.977,64
	Septembre 2001 – septembre 2002	-273.671.420,15	+ 412.705.479,45	+ 139.034.059,30
	Septembre 2002 – septembre 2003	-194.810.697,53	+ 412.500.000,00	+ 217.689.302,47
	Septembre 2003 – septembre 2004	-146.671.606,59	+ 412.500.000,00	+ 265.828.393,41
	Septembre 2004 – septembre 2011	nc	nc	nc

Ces swaps ont permis au Trésor de réduire les charges d'intérêt de l'OLO 5 % – 2011 de 623 millions d'euros sur les coupons à payer en 2002, 2003 et 2004 soit respectivement une économie de 26 %, 41 % et 50 % de la charge d'intérêt pour cet emprunt.

Cas particulier

- 81 Comme annoncé dans les directives générales pour l'année 2003, le Trésor a conclu, en juin 2003, trois swaps de taux avec la même contrepartie pour un capital notionnel de 5 milliards d'euros.

Il s'agit de swaps d'une maturité de 10 ans qui convertissent un coupon fixe en un coupon flottant. Ces swaps ne sont pas adossés à des emprunts spécifiques mais à un montant global d'endettement.

Toutefois cette stratégie est neutralisée pour une période de 3 ans par des *forward rate agreements* (FRA) dont le capital notionnel est également de 5 milliards d'euros.

- 82 Le Trésor a répété cette stratégie en 2004 où il a conclu 9 swaps de taux d'une maturité de 15 ans et pour un capital notionnel de 5 milliards d'euros. Cette opération a également été neutralisée jusqu'en 2011 par des FRA et par un swap.
- 83 Comme les taux fixes des swaps (à recevoir) sont plus élevés que les taux garantis par les FRA (à payer), le Trésor s'assure un gain les premières années.

Pour les budgets 2004-2007 (optique de caisse), ces gains sont estimés par le Trésor à 298 millions d'euros :

Budget	Gain estimé (euros)
2004	22.471.273,00
2005	170.524.492,41
2006	80.088.189,32
2007	24.596.809,41

En revanche, à l'expiration de la période de neutralisation, le Trésor sera exposé au risque que les taux à court terme soient à ce moment plus élevés que le taux fixe initial. Les charges d'intérêt seraient plus élevées que celles résultant de la non-exécution de l'opération.

2.2.5 *Duration swaps*

- 84 Comme le taux d'intérêt d'un emprunt augmente, le plus souvent, en fonction de la durée de celui-ci, la décision d'émettre un emprunt à très long terme risque de menacer l'équilibre budgétaire en raison d'un accroissement des charges d'intérêt. Ce risque est accru lorsque l'émission à très long terme n'est pas planifiée ou lorsqu'elle connaît un succès inattendu.

Afin de ne pas dépasser les limites budgétaires, il est possible de combiner deux *duration swaps* qui permettent au Trésor de payer temporairement pour un emprunt émis à très long terme (par exemple 30 ans), les charges d'intérêts d'un emprunt de moindre durée (par exemple 5 ans). Pendant cette période (5 ans), le Trésor réalise une économie. Toutefois, à la fin de cette période, l'emprunt émis à très long terme est transformé en emprunt à taux flottant et le Trésor est alors exposé au risque de taux.

- 85 En mai 2002, afin de répondre à une demande du marché et bien qu'il ait été initialement prévu d'émettre un emprunt d'une maturité de 5 ans, le Trésor a émis par syndication 5 milliards d'euros d'obligations linéaires d'une maturité de 15 ans (OLO 2017 – 5,5%).

Pour respecter les limites budgétaires, le Trésor a conclu des *duration swaps*.

Pendant 5 ans, cette combinaison de swaps permet au Trésor de payer pour la totalité de l'emprunt émis à 15 ans le coupon d'un emprunt émis à 5 ans. En contrepartie, le Trésor s'expose à un risque de taux les 10 dernières années pendant lesquelles l'emprunt émis à taux fixe est transformé en un emprunt à taux flottant.

- 86 La même technique a été mise en œuvre lorsqu'en mai 2004, l'émission par syndication d'une OLO à très long terme (30 ans) a connu un grand succès auprès des investisseurs³⁰.

Des *duration swaps* ont, dès lors, été conclus pour 3 milliards d'euros afin de rester dans les limites budgétaires prévues.

Ces *duration swaps* ont pour effet que les huit premières années, le Trésor paiera pour un emprunt émis à 30 ans un taux d'intérêt pour un emprunt émis à 8 ans (ce qui représente une économie) mais en contrepartie, le Trésor s'expose à un risque de taux les 22 dernières années pendant lesquelles l'emprunt émis à taux fixe est transformé en un emprunt à taux flottant.

2.2.6 *Couverture des placements auprès de Credibe*

- 87 Credibe est une société anonyme de droit public ayant succédé à l'Office central de crédit hypothécaire (OCCH), dont l'Etat a vendu les actifs durant l'année 2003 par l'intermédiaire de la Société fédérale de participations.

Une partie du financement de Credibe a été assurée par des placements effectués par la Trésorerie et rémunérés sur la base d'un taux négocié avec Credibe.

³⁰ Encours de 6,8 milliards d'euros au 31 décembre 2004, soit 2 milliards de plus que prévu.

Afin de transformer le coupon fixe d'une partie des produits de ce financement en coupon flottant, l'Etat a souhaité couvrir environ 20 % de ces placements par huit swaps de taux conclus entre mars 2002 et janvier 2003. Par ces swaps, le Trésor paie à une contrepartie des charges d'intérêt calculées sur un taux fixe (proche du taux du placement) et reçoit de cette même contrepartie un intérêt calculé sur la base d'un taux flottant.

- 88 L'évolution des taux n'est pas favorable pour cette couverture qui a coûté, jusqu'à présent, près de 8,9 millions d'euros au Trésor.
- 89 Malgré la vente des actifs de Credibe et l'annulation des placements (le sous-jacent), qui s'élevaient à environ 1,8 milliard d'euros, le Trésor a décidé de ne pas annuler ces swaps³¹.

2.2.7 Couverture de la vente du Berlaymont

- 90 Dans le cadre de la rénovation et de la cession du Berlaymont à la Commission européenne, l'Etat belge lui a accordé un prêt³² de 552.879.207 euros remboursable en 27 annuités avec un intérêt de 5,37%.

Le prêt à la Commission européenne est devenu effectif lorsque celle-ci a pris définitivement possession du bâtiment fin 2004³³. Comme le taux du prêt avait été fixé en 2002 durant les travaux de rénovation, le risque existait alors que le taux de 5,37% soit inférieur au taux en vigueur au moment où le prêt serait devenu effectif.

C'est pour se couvrir contre ce risque que le Trésor a conclu un swap qui a pour effet, en ce qui concerne le Trésor, de replacer le prêt dans des conditions similaires à celles en vigueur au moment où celui-ci est devenu effectif. Ce swap a une durée de 27 ans égale à la durée du prêt.

Ce swap a été annulé en février 2005 soit quelque temps après que le prêt à la Commission européenne soit entré en vigueur. Pour l'annulation du swap, le Trésor a payé une prime de 102,5 millions d'euros, étant donné que le taux de 5,37% négocié avec la Commission européenne était plus intéressant que le taux en vigueur à ce moment.

Il convient de préciser que, pour le Trésor, le montant de la prime d'annulation sera compensé au terme de la durée du prêt par la perception d'intérêts calculés à un taux plus intéressant que celui en vigueur lorsque le prêt est devenu effectif.

2.2.8 Couverture du rachat de certificats de Trésorerie

- 91 En fin d'année, le Trésor dispose souvent d'un excédent de liquidités.

Dans le but d'éviter alors une augmentation artificielle de la dette de l'ensemble des pouvoirs publics au sens du Traité de Maastricht, une partie de ces liquidités a été utilisée, en décembre 2002, pour racheter des certificats de Trésorerie qui ont été gardés en portefeuille. Ces certificats ont été revendus, dans les premières semaines de janvier 2003, à la même contrepartie.

³¹ Ces swaps ne doivent pas être confondus avec les swaps repris par l'Etat lorsque celui-ci a repris la dette de Credibe.

³² Il s'agit en réalité d'un bail emphytéotique mais celui-ci s'apparente, sur la base des flux financiers, à un prêt.

³³ Le bail emphytéotique a été signé le 22 décembre 2004.

Pour se couvrir, durant cette période, d'une hausse des taux d'intérêt qui aurait eu pour conséquence de diminuer la valeur des titres au moment de la revente, le Trésor a combiné le rachat des certificats avec des swaps.

Cette opération a été reconduite en 2003 avec la même contrepartie.

2.3 Autre produit dérivé: l'asset swap

- 92 Durant l'année 2002, le Trésor a racheté sur le marché secondaire des titres qui offraient un coupon bien supérieur au taux en vigueur au moment du rachat. Cette différence de taux a contraint le Trésor à payer d'importantes primes de remboursement.

Afin de neutraliser l'impact négatif du paiement de ces primes de remboursement sur le ratio dette/PIB, le Trésor a conclu des *asset swaps*.

Le principe de ces swaps est que la contrepartie restitue au Trésor les primes de remboursement payées lors des opérations de rachat et qu'en échange, le Trésor paie, pour le capital racheté et jusqu'à l'échéance de l'emprunt, un taux fixe à savoir le coupon de l'emprunt racheté.

- 93 Contrairement au principe de transparence budgétaire, ces swaps créent une situation semblable à l'hypothèse où les rachats n'auraient pas existé: le paiement des primes de remboursement d'un montant de 487 millions d'euros n'apparaît pas au budget et le Trésor continue à payer des intérêts élevés sur des titres rachetés. Seul l'encours de la dette a diminué de la valeur faciale des titres rachetés et amortis.

Le Trésor ne conteste pas le manque de transparence budgétaire mais souhaite préciser que cette opération apporte néanmoins de la transparence en termes de comptabilité SEC 95. Eurostat a d'ailleurs explicitement autorisé l'opération.

Commentaires de
l'administration

Opérations réalisées

Date de l'opération	Rachat couvert	Titres rachetés	Montant rachetés (euros)	Primes de remboursement (euros)
Mars 2002	Adjudication à l'envers de mars 2002	Ph XVII 7% - 2004	2.355.100.000 ³⁴ (soit 25% de l'encours)	140.246.205
Décembre 2002	Adjudication à l'envers de décembre 2002	OLO 8% - 2012	780.000.000 ³⁵ (soit 9% de l'encours)	206.232.000
Décembre 2002	idem	OLO 8% - 2015	480.000.000 (soit 6% de l'encours)	140.256.000

³⁴ Ce rachat a connu un grand succès et a été financé par une émission d'obligations linéaires à taux flottant.

³⁵ Ces titres rachetés n'ont pas été amortis directement mais gardés en portefeuille.

Chapitre 3

Analyse de l'impact du recours aux produits dérivés sur le niveau des risques définis dans les directives générales

- 94 Les directives générales qui constituent un cadre de référence pour l'utilisation des produits dérivés abordent trois risques de marché: le risque de change, le risque de refinancement et le risque de taux d'intérêt.

3.1 Risque de change

- 95 Pour le risque de change, les directives générales applicables aux opérations des années considérées ont stipulé que: *«la diminution de la dette en devises est poursuivie pour autant que les conditions de marché soient favorables. Par conséquent, il ne peut être émis de dette en devises que pour financer la dette en devises venant à échéance»*.
- 96 Les diverses opérations réalisées par le Trésor sur le marché des changes (achat à terme de devises, utilisation de produits optionnels, swaps de change) respectent le cadre des directives générales.

Toutefois un produit optionnel comme la vente d'option d'achat présente l'inconvénient que le Trésor doit respecter la décision de la contrepartie et n'est pas certain de disposer des devises. C'est pour cette raison que les options ne sont pas utilisées lorsque le Trésor doit obligatoirement disposer de devises à une date déterminée. Quant aux swaps de change utilisés pour réduire les liquidités excédentaires, ils ont pour conséquence de diminuer temporairement l'encours de la dette en devises et le risque de change.

3.2 Risque de refinancement

- 97 Le risque de refinancement est perçu comme le risque d'un dépassement budgétaire dans l'hypothèse où la Belgique devrait, à un moment donné, payer le renouvellement d'emprunts venus à échéance à un taux sensiblement plus élevé que le taux de marché, par exemple en cas de pénurie sur les marchés financiers. Ce risque se mesure en fonction de l'échéancier et en tenant compte de l'encours de la dette à court terme et de l'encours de la dette à long terme qui arrive à échéance dans l'année. La gestion de ce risque passe par un échéancier de la dette aussi régulier que possible et non pas par le recours aux produits dérivés.

3.3 Risque de taux

- 98 Par contre, les produits dérivés et en particulier les swaps de taux et les FRA jouent un rôle important dans la gestion du risque de taux.

Le risque de taux est le risque que les charges d'intérêt dépassent le montant prévu au budget. Il se mesure notamment par le risque de refixation qui est le pourcentage maximum de la dette totale en euros dont les intérêts peuvent être refixés dans l'année.

Le risque de refixation d'une année est composé de l'encours de la dette à court terme, de l'encours de la dette à long terme avec un taux fixe qui arrive à échéance dans l'année et de l'encours de la dette à long terme avec un taux flottant. Cette dernière composante est fortement influencée par les swaps de taux qui transforment le coupon fixe d'un emprunt en un coupon flottant et qui augmentent le risque de refixation³⁶.

A l'inverse, un swap de pré-couverture³⁷, conclu pour couvrir une émission d'un emprunt long terme, est un swap où le Trésor paie un taux fixe (le taux de couverture) et reçoit un taux flottant. Tant que ce swap n'est pas annulé, il diminue le risque de refixation en réduisant l'encours de la dette à long terme avec un taux flottant. Ce principe est également valable pour les *asset swaps*.

Il résulte de l'ensemble des produits dérivés liés au risque de taux que, fin octobre 2004, l'encours de la dette à long terme avec un taux flottant s'élevait à 8,16 milliards d'euros soit la ligne d'OLO émise à taux flottant (2 milliards) et la ligne d'OLO 5% - 2011 swappée en taux flottant (8,25 milliards) diminuées des *asset swaps* conclus lors du rachat des OLO 8% 2012 et 2015 (-1,26 milliards), des swaps liés à Credibe (-277 millions) et du swap de pré-couverture conclu dans le cadre de la vente de l'immeuble Berlaymont (-553 millions).

- 99 Globalement et malgré un léger dépassement des limites en mars et septembre 2004, le Trésor a respecté le niveau du risque de refixation prévu dans les directives.
- 100 Toutefois, deux opérations, dont l'objet est de transformer le coupon fixe en coupon flottant de la dette émise à long terme, n'apparaissent pas dans le risque de refixation car elles sont neutralisées pour plusieurs années par des swaps ou des FRA.

Ces opérations sont :

- la conclusion de swaps d'une maturité de 10 ans qui transforment 5 milliards de dette émise à taux fixe en taux flottant (opération autorisée dans les directives générales de la dette pour l'année 2003). Cette opération est neutralisée jusqu'en 2006 par des FRA ;
- la conclusion de swaps d'une maturité de 15 ans qui transforment 5 milliards de dette émise à taux fixe en taux flottant (opération autorisée dans les directives générales de la dette pour l'année 2004). Cette opération est neutralisée jusqu'en 2011 par des FRA et un swap ;

Il importe pour le Trésor que le niveau de risque de taux fixé par les directives soit encore respecté lorsque ces opérations ne seront plus neutralisées.

- 101 Il faut également tenir compte des *duration swaps* conclus en 2002 et 2004 pour un montant de 8 milliards d'euros dans le cadre des émissions des OLO 2017 – 5,5% (maturité 15 ans) et 2035 – 5% (maturité 30 ans). Ces *duration swaps* vont augmenter le risque de refixation à partir respectivement de 2007 et 2012.

³⁶ Voir point 2.2.4 – Convertir une dette émise à taux fixe en une dette à taux flottant.

³⁷ Voir point 2.2.3 – Swaps de pré-couverture des émissions d'obligations linéaires.

Chapitre 4

Conclusions et recommandations

- 102 Le Trésor a régulièrement besoin de devises (dollars américains, yens et francs suisses) pour rembourser les emprunts qui arrivent à échéance ou pour payer les coupons. Le recours aux produits dérivés sur le marché des changes doit permettre au Trésor de se couvrir contre l'imprévisibilité des cours de change avec l'espoir d'acquérir des devises au meilleur prix. Les instruments utilisés sont les achats à terme de devises et le recours aux produits optionnels (vente d'option d'achat).
- 103 Vu la relative stabilité des cours de change entre la signature et l'échéance des contrats, les pertes et gains de change consécutifs à l'utilisation de ces produits ont été minimes pour le Trésor. La situation aurait été différente en cas de grande instabilité des cours.
- 104 Concernant le recours au swap de change et comme le Trésor s'est engagé à revendre les devises qu'il a achetées, ce produit a pour conséquence de diminuer temporairement la dette en francs suisses (surtout en fin d'année)³⁸.

Comme les taux d'intérêt de cette devise sont inférieurs aux taux de l'euro, le Trésor souhaite une diminution très progressive de la dette en francs suisses. Une diminution brutale de cette dette et son refinancement en euros auraient un impact négatif sur le budget. Il s'agit donc d'un compromis entre une diminution progressive du risque de change et une économie sur les charges d'intérêt.

- 105 En conclusion, en ce qui concerne l'utilisation des produits dérivés dans la gestion du risque de change, seuls les *accumulating forwards* (options à barrière)³⁹ se révèlent être des produits plus risqués ayant conduit à des pertes de change plus importantes.
- 106 Le risque principal d'une hausse des taux d'intérêt est une augmentation des coupons des nouvelles émissions et un dépassement budgétaire. Pour éviter ce risque, des produits dérivés comme des swaps ou des *forward rate agreements* permettent de fixer au préalable le coupon des futures émissions. Le Trésor a eu recours à ces produits pour couvrir une partie des émissions de certificats de trésorerie et d'obligations linéaires.
- 107 En fixant au préalable le taux d'émission, le Trésor élimine le risque d'un dépassement budgétaire mais accepte, considérant le caractère imprévisible de l'évolution des taux d'intérêt, de payer un éventuel coût d'opportunité.

Ces trois dernières années, la tendance à la baisse des taux d'intérêt a généré un coût d'opportunité pour le Trésor. Ce coût est évalué à 121 millions d'euros pour les émissions de certificats de trésorerie et à 153 millions d'euros pour les émissions d'obligations linéaires⁴⁰.

Toutefois, l'objectif du Trésor n'était pas de réaliser un gain financier mais bien d'éliminer un risque potentiel.

³⁸ Dans l'hypothèse où les devises à livrer à la contrepartie du swap de change sont obtenues par l'émission d'un nouvel emprunt en devises.

³⁹ Voir les points 52 à 54.

⁴⁰ Voir les points 69 et 74.

108 Dans le but de diminuer les charges d'intérêt, des swaps permettent de transformer le coupon fixe d'un emprunt en un coupon flottant. Toutefois, le risque existe que la stratégie devienne déficitaire suite à une hausse assez prononcée des taux d'intérêt sur les marchés monétaires. Par conséquent, les directives générales édictées par le ministre des Finances limitent, par le risque de refixation, le recours à cette stratégie.

109 Actuellement, la dette à long terme émise à taux fixe est transformée en dette à taux flottant pour un montant proche de 18 milliards d'euros⁴¹. Toutefois, le Trésor a décidé de neutraliser, pendant plusieurs années, cette stratégie à concurrence de 10 milliards d'euros.

Jusqu'à présent, cette stratégie, qui concernait 8 milliards d'euros en 2004, a permis de diminuer les charges d'intérêt de 623 millions d'euros⁴².

Lorsque ces opérations ne seront plus neutralisées et dans l'hypothèse d'une stabilité de l'encours de la dette à court terme, il importe que la limite fixée actuellement pour le risque de refixation dans les directives générales soit encore respectée.

110 L'utilisation d'*asset swaps* pour éviter de mettre à charge du budget le paiement d'importantes primes de remboursement est critiquable sur le plan de la transparence budgétaire. De plus, ces swaps génèrent le paiement de coupons élevés pour des emprunts qui sont soit amortis, soit gardés en portefeuille par le Trésor.

Le Trésor souhaite préciser que la dette a diminué grâce aux *asset swaps* et que l'économie en résultant compense le paiement de coupons élevés, rendant ainsi l'opération financièrement neutre.

Commentaires de
l'administration

111 Le Trésor a conclu des swaps dans le but de couvrir les placements réalisés auprès de Credibe. On peut s'interroger sur les raisons du maintien de ces swaps dans les livres du Trésor, alors que le sous-jacent a disparu après la vente de Credibe.

Le Trésor estime qu'il n'est pas opportun d'annuler ces swaps vu qu'ils génèrent actuellement une diminution des positions à taux flottant. Ces swaps doivent être considérés dans le cadre global de la gestion de la dette.

Commentaires de
l'administration

La Cour des comptes considère néanmoins que les dérivés ne sont plus des produits de couverture dès la disparition du sous-jacent.

112 L'administration a pris plusieurs mesures pour garantir la fiabilité des opérations (prise de décision collégiale, gestion du risque de crédit,...). Toutefois, celles-ci ne sont pas centralisées dans un document unique. La Cour des comptes recommande la rédaction d'un cahier interne de procédure qui reprenne les différents types de risques et les moyens mis en œuvre pour les maîtriser.

⁴¹ Si on tient compte des *duration swaps* (voir point 2.2.5), c'est 26 milliards d'euros de titres dont le coupon passera de taux fixe à taux flottant.

⁴² Voir point 80.

Considérations finales

- 113 Dans un contexte où il est très difficile de prévoir l'évolution des taux, le recours aux produits dérivés de couverture implique un compromis entre deux stratégies opposées. Alors que la première consiste à attendre les échéances en acceptant le risque d'une évolution défavorable des taux, ou en profitant totalement d'une évolution favorable de ceux-ci, la seconde se traduit par une utilisation massive des produits dérivés. Il est toutefois communément admis qu'il n'existe pas de solution idéale unique entre ces deux extrêmes.
- 114 Entre 2002 et 2004, le Trésor a choisi un recours modéré aux swaps de taux: la majorité des titres émis n'a pas été couverte par des produits dérivés et un pourcentage limité de l'encours de la dette à long terme a été transformé en dette à taux flottant.

Seul le prêt à la Commission européenne a été totalement couvert.

Cependant la stratégie suivie par le Trésor n'a pas été étayée par une justification détaillée de l'étendue de la couverture mise en œuvre.

Opérations	Etendue de la couverture (absence de couverture: 0% et couverture totale: 100%)
Couverture des émissions de certificats de trésorerie réalisées en 2002 (voir points 64 à 70)	27%
Couverture des émissions de certificats de trésorerie réalisées en 2003	38%
Couverture des émissions d'obligations linéaires réalisées en 2002 (voir points 71 à 75)	12%
Couverture des émissions d'obligations linéaires réalisées en 2003	15%
Couverture des émissions d'obligations linéaires réalisées en 2004	9%
Transformation de la dette à long terme émise à taux fixe en dette à taux flottant (voir points 76 à 83)	8% ⁴³
Couverture des placements auprès de Credibe (voir points 87 à 89)	16%
Couverture du prêt accordé à la Commission européenne	100%

- 115 Pour les années 2002 à 2004 et sans tenir compte des *asset swaps*⁴⁴ et des opérations neutralisées⁴⁵, le gain pour le Trésor consécutif à l'utilisation de produits de couverture contre le risque de taux d'intérêt est évalué à 237 millions d'euros comme le montre le tableau ci-après.

⁴³ Par rapport à l'encours total des obligations linéaires au 30 septembre 2004 (213,5 milliards d'euros).

⁴⁴ Les *asset swaps* ont été utilisés par le Trésor pour ne pas imputer d'importantes primes de remboursement sur le budget et non comme instrument de couverture.

⁴⁵ Les swaps, autorisés par les directives générales, qui permettent de convertir 10 milliards de dette émise à taux fixe en dette à taux flottant sont actuellement neutralisés par des FRA. Cette neutralisation a généré un profit qui est déjà pris en considération dans les comptes (suivant le principe d'enregistrement sur la base de l'exercice).

Opérations	Gains (+) et pertes (-) comptabilisés par le Trésor (euros)
Couverture des émissions de certificats de trésorerie réalisées en 2002	-35.979.100
Couverture des émissions de certificats de trésorerie réalisées en 2003	-85.016.617
Couverture des émissions d'obligations linéaires réalisées en 2002	-6.775.000
Couverture des émissions d'obligations linéaires réalisées en 2003	-109.537.000
Couverture des émissions d'obligations linéaires réalisées en 2004	-36.770.000
Transformation du coupon fixe de l'OLO 5% 2011 en coupon flottant	+ 622.551.754 ⁴⁶
Couverture des placements auprès de Credibe	-8.862.270 ⁴⁷
Couverture du prêt accordé à la Commission européenne	-102.500.000
Total	237.111.767

L'interprétation du résultat financier d'une stratégie mise en place uniquement pour réduire les charges d'intérêt (transformation de la dette émise à taux fixe en dette à taux flottant) et celui d'une stratégie mise en place pour éliminer un risque (couverture d'une émission) est différente.

Pour la seconde stratégie, la perte éventuelle est un coût d'opportunité à consentir pour éliminer le risque d'une évolution défavorable des taux. Le coût d'opportunité peut également être interprété comme le montant que le Trésor aurait économisé s'il avait accepté le risque.

- 116 Le recours aux produits dérivés pour se couvrir partiellement contre une hausse des cours de change ou des taux d'intérêt ou encore pour profiter d'une éventuelle baisse des taux a pour objectif de réduire les charges financières de la dette publique.

Cette démarche est pertinente dans le cadre de la gestion de la dette publique et s'inscrit dans les objectifs assignés par l'article 8, §2, du budget des voies et moyens.

Toutefois, il convient d'anticiper un éventuel coût d'opportunité au moment de recourir à un produit dérivé.

A l'instar des maxima fixés dans les directives générales, pour le risque de refixation, limitant le recours aux swaps de taux transformant une dette émise à taux fixe en dette à taux variable, la Cour des comptes recommande de fixer, dans ces mêmes directives générales, un coût d'opportunité à ne pas dépasser pour le recours aux produits de couverture.

⁴⁶ Vu que l'opération ne se clôturera qu'en 2011, le montant de 622.551.754 euros est un résultat partiel qui ne couvre que les années 2002, 2003 et 2004.

⁴⁷ Le montant de 8.862.270 euros est également un résultat partiel.

Le Trésor précise que le coût d'opportunité peut théoriquement être considérable (les taux d'intérêt pourraient par exemple tomber à 0% dans un cas extrême) et est donc difficile à prédire. De plus, il est très difficile de le limiter au préalable à un certain niveau sans créer d'autres risques.

La Trésorerie est également d'avis qu'elle doit toujours avoir la possibilité, en concertation avec le ministre des Finances, de diminuer les risques de refixation dans un futur proche lorsque cela semble indiqué, par exemple pour des raisons budgétaires. C'est d'ailleurs pour cette raison que les directives générales ne font pas état d'un risque minimal de refixation.

De manière générale, la Trésorerie souhaite faire remarquer que l'analyse du recours aux produits dérivés doit se faire en tenant compte d'un cadre général formé des directives générales, des objectifs budgétaires et par l'activité d'émission et de refinancement d'emprunts.

Ainsi, dans les directives générales, le ministre des Finances a fixé depuis 2004 des pourcentages maximaux pour le risque de refixation, basés sur des analyses du Trésor, qui ont démontré qu'un portefeuille de dette assorti d'un risque de refixation à 12 mois juste inférieur à 25% est optimal en termes de coût et de risque⁴⁸. Dans certains cas, les produits dérivés ont contribué à ce que le portefeuille reste proche de cet optimum. Dans ces cas, il est, dès lors, moins indiqué de considérer le résultat financier séparément de l'utilisation d'un produit dérivé.

Les produits dérivés permettent aussi au Trésor de maintenir la structure optimale du portefeuille quand il souhaite réagir à la demande du marché pour un emprunt à maturité particulière. Cette situation est illustrée par l'émission de l'OLO à 15 ans (2002) qui, grâce à des swaps, présente le profil d'intérêt d'un emprunt à 5 ans. Si le Trésor avait, à cette occasion, émis une OLO 5 ans à la place de cet emprunt, il n'aurait pas eu recours à des produits dérivés.

Le ministre des Finances comprend le souci de la Cour des comptes à propos de la fixation d'une limite de coût d'opportunité à ne pas dépasser pour le recours aux produits de couverture, mais pense que la fixation de telles limites n'est pas opportune, parce qu'il n'existe, la plupart du temps, qu'un risque minime voire très minime d'un coût d'opportunité considérable.

La fixation de telles limites aurait donc pour conséquence que guère voire aucune opération de couverture ne serait encore effectuée, à moins que le Trésor ne veille, lors de chacune de ces opérations, à ce que le coût d'opportunité ne dépasse pas un niveau fixé préalablement. Or, une telle garantie a un coût et risque de faire augmenter considérablement le montant des opérations de couverture.

Le ministre estime qu'il suffit d'accorder une attention suffisante au coût d'opportunité éventuel lors de la décision du recours aux produits dérivés, sans toutefois fixer de plafond général.

La Cour des comptes est d'avis qu'il convient que la prise en compte des éventuels coûts d'opportunités apparaisse clairement dans les procès-verbaux des réunions du comité stratégique de la dette.

⁴⁸ Auparavant, un étalonnage en termes de durée était fixé mais la remarque est également valable *mutatis mutandis* dans le présent cas.

– Comptabilisation des opérations

Actuellement, tous les paiements et les encaissements réalisés par le Caissier de l'Etat sont comptabilisés dans les livres du Trésor et plus particulièrement sur des comptes d'ordre et des comptes de trésorerie. A la fin de l'année, si le solde du compte est positif, le surplus est soit transféré vers un autre compte, soit versé au budget des voies et moyens. Par contre si le solde est négatif, celui-ci est apuré soit par un versement provenant d'un autre compte, soit par une imputation à charge du budget général des dépenses, section 51 – Dette publique.

Opérations	Compte	Situation débitrice régularisée par une imputation à charge du budget général des dépenses	Versement du solde positif
Produits dérivés dont le sous-jacent est la dette en devises à court terme	11.03.02 – Opérations de capital relatives aux options en devises	51.45.11.91.03 – Dépenses de remboursement résultant des fluctuations des cours de change	Budget des voies et moyens
Produits dérivés dont le sous-jacent est constitué par le capital de la dette en devises à long terme	11.03.03 – Opérations en intérêts relatives aux options en devises	51.45.11.91.03 – Dépenses de remboursement résultant des fluctuations des cours de change	10.72.00 – Service financier des emprunts consolidés en monnaies étrangères
Produits dérivés dont le sous-jacent est constitué par les coupons de la dette en devises à long terme	11.03.00 – Financement par le Trésor des intérêts en devises	51.45.10.21.13 – Dépenses d'intérêt résultant d'opérations de gestion de la dette publique	10.65.00 – Intérêts et frais des bons du Trésor
Produits dérivés dont le sous-jacent est la dette en euros à court terme	10.65.00 – Intérêts et frais des bons du Trésor	51.45.10.21.08 – Intérêt de la dette à court terme en euros et en monnaies étrangères	–
Produits dérivés dont le sous-jacent est la dette en euros à long terme (jusqu'en 2004)	84.01.09 – Intérêts des obligations linéaires	51.45.10.21.01 – Intérêts des emprunts à long terme en francs belges et en euros	–
Produits dérivés dont le sous-jacent est la dette en euros à long terme (à partir de 2004)	10.61.04 – Swaps long terme euros	51.45.10.21.01 – Intérêts des emprunts à long terme en francs belges et en euros	84.01.09 - Intérêts des obligations linéaires
Produits dérivés dont le sous-jacent sont des placements (par ex. placements auprès de Credibe)	10.66.03 – Gestion du Trésor: résultats	10.65.00 – Intérêts et frais des bons du Trésor	10.65.00 – Intérêts et frais des bons du Trésor
Primes reçues lors de la vente d'une option ou de l'annulation d'un swap	11.03.01 – Primes sur options en devises	51.45.10.81.12 – Dépenses relatives à la gestion des risques financiers	Budget des voies et moyens

Remarque :

Précédemment, les primes reçues ou payées lors de l'annulation d'un swap de pré-couverture étaient comptabilisées sur le compte de trésorerie qui enregistre les primes encaissées lors de la vente d'une *option call*. Actuellement et avec l'accord d'Eurostat⁴⁹, ces primes ne sont plus considérées comme des primes de capital mais comme des flux d'intérêt à enregistrer sur la durée de vie de l'emprunt auquel le swap est lié.

Cette mesure ne concerne que l'annulation des swaps de pré-couverture. Dans les autres cas, les primes d'annulation sont toujours considérées comme des primes de capital. C'est notamment le cas pour les primes payées pour annuler les swaps repris par l'Etat lorsque celui-ci a repris la dette de Credibe.

⁴⁹ Courrier d'Eurostat du 3 avril 2003.

TRADUCTION

SPF Finances
Trésorerie
Agence de la dette

Bruxelles, le 2 juin 2005
Adresse de correspondance :
Agence de la dette
Avenue des Arts, 30
1040 Bruxelles
Monsieur BRICH
Premier auditeur-directeur
Rue de la Régence, 2
1000 Bruxelles

Vos références : F – 2.278.334 N2

Concerne : Examen par la Cour des comptes du recours aux produits dérivés pour la gestion de la dette publique.

Monsieur le Premier auditeur-directeur,

J'ai lu avec attention le rapport provisoire de l'auditorat de la Cour des comptes concernant l'examen du recours aux produits dérivés dans le cadre de la gestion de la dette publique et j'ai l'honneur de vous communiquer ci-après mes commentaires sur ce rapport.

Je souhaiterais tout d'abord formuler la remarque générale suivante. Je suis d'avis que le rapport pourrait, pour ce qui est de certains points, se référer davantage au cadre général dans lequel les opérations relatives aux produits dérivés prennent place. Ce dernier est formé des directives générales, des objectifs budgétaires et de l'activité d'émission et de refinancement d'emprunts.

Ainsi, dans les directives générales, le ministre des Finances a fixé depuis 2004 des pourcentages maximaux pour le risque de refixation, basés sur des analyses du Trésor, qui ont démontré qu'un portefeuille de dette assorti d'un risque de refixation à 12 mois juste inférieur à 25% est optimal en termes de coût et de risque⁵⁰. Dans certains cas, les produits dérivés ont contribué à ce que le portefeuille reste proche de cet optimum. Dans ces cas, il est dès lors moins indiqué de considérer le résultat financier séparément de l'utilisation d'un produit dérivé.

⁵⁰ Auparavant, il imposait un étalonnage en termes de durée, mais la remarque est également valable *mutatis mutandis* dans le présent cas.

Les produits dérivés permettent aussi au Trésor de maintenir la structure optimale du portefeuille quand il souhaite réagir à la demande du marché pour un emprunt à maturité particulière. Cette situation est illustrée par l'émission de l'OLO à 15 ans (2002) qui, grâce à des swaps, présente le profil d'intérêt d'un emprunt à 5 ans. Si le Trésor avait, à cette occasion, émis une OLO 5 ans à la place de cet emprunt, il n'aurait pas eu recours à des produits dérivés.

Je commente ci-après quelques points spécifiques du rapport.

Chapitre 1 : Analyse du processus décisionnel et de la sélection de la contrepartie

Au **point 10**, le rapport indique que les produits dérivés sont utilisés pour alléger les charges financières de la dette publique. Cette remarque est en partie correcte, mais l'optimisation de la structure du portefeuille en termes de coût et de risque (voir ma remarque générale ci-dessus), ainsi que la couverture des risques qui accompagnent les futures opérations de change et émissions, constituent des raisons tout aussi valables pour recourir à l'utilisation de produits dérivés.

Pour le **point 16**, je souhaite signaler que seules les décisions les plus importantes du comité des marchés sont reprises dans les procès-verbaux.

Le rapport mentionne au **point 18** que le risque de crédit est un «risque opérationnel» au sens de l'article 8 de la loi contenant le budget des voies des moyens. J'estime que le risque de crédit ne doit pas être repris en général dans les risques opérationnels, ces derniers se limitant aux risques qui vont de pair avec une erreur dans le traitement des opérations administratives, en raison ou non d'une défaillance technologique. Toutefois, il est évident que le risque de crédit constitue un élément important qui doit être suivi, bien qu'il soit moins mis en exergue que les autres risques dans le texte actuel de l'article 8 du budget des voies et moyens.

Au **point 19**, le membre de phrase relatif aux exigences minimales en matière de rating pourrait être formulé plus clairement. Je propose le texte suivant : «la contrepartie doit (...) disposer au minimum d'un rating d'une des trois agences de rating les plus réputées (S & P, Moody's, Fitch). De plus, chaque rating attribué doit être au moins 'A'».

A mon sens, on pourrait ajouter au **point 26** : «En outre, le Trésor tient compte, dans certains cas, de la spécialisation et du savoir-faire de ses contreparties».

Je suggère également d'ajouter au **point 32** la phrase suivante : «L'Agence de la dette actualise chaque mois le budget de la dette publique et mentionne dans ses rapports analytiques le résultat réalisé, grâce aux produits dérivés, sur les charges d'intérêt à court et long terme. L'actualisation en question est communiquée au comité stratégique de l'Agence, aux cellules de gestion stratégique des Finances et du Budget ainsi qu'à la Banque nationale».

Chapitre 2: Analyse des produits dérivés utilisés par le Trésor

Le rapport pourrait préciser au **point 36** qu'il s'agit des émissions à court terme en devises.

Les swaps de change mentionnés au **point 37** sont, à mon avis, principalement ceux au moyen desquels le Trésor élimine ces moyens excédentaires à la fin de l'année. La conséquence est, en effet, une diminution temporaire de la dette en devises, mais tel n'est aucunement l'objectif de ces opérations.

Le Trésor n'utilise pas de contrats à terme pour l'achat de devises lorsque lorsqu'il estime que les cours de change sont particulièrement favorables (**point 38**). Le Trésor utilise, par contre, les contrats à terme lorsqu'il estime que le risque est réel que les cours de change seront, au moment du remboursement des monnaies étrangères, plus désavantageux que les cours *forward* valables à ce moment.

Au **point 46**, le rapport indique que l'échéance d'une option survient souvent un mois après l'achat. Cette formulation peut conduire à des interprétations erronées. Il est préférable de rappeler la règle qui consiste à limiter la durée des options à un mois.

En ce qui concerne les swaps de change, les cours *forward* ne sont pas toujours plus intéressants que les cours *spot* (**point 55**). Ce n'est d'ailleurs pas un élément qui présente un intérêt pour la décision: au **point 57**, le rapport devrait mettre l'accent sur le but de ces opérations qui est d'éviter une augmentation artificielle de la dette publique au sens du traité de Maastricht (il s'agit, en l'occurrence, d'un concept de dette exprimé en termes bruts et les actifs financiers qui sont détenus par des entités n'appartenant pas au secteur public ne sont pas pris en compte pour une diminution de la dette). Il serait, dès lors, préférable de supprimer la dernière phrase de ce point.

Le **point 62** du rapport provisoire indique que certains swaps diminuent les charges d'intérêts lors d'une éventuelle baisse des taux. Or, dans le cas d'une structure par terme normale (ascendante) de la courbe des taux, les «receiver's swaps» classiques, dont il est question ici, entraînent immédiatement une économie sur les charges d'intérêt, laquelle subsiste pendant toute la durée du swap, à condition que les taux à court terme soient toujours inférieurs au taux fixe à recevoir. En général, les taux d'intérêt ne doivent donc pas baisser pour entraîner une économie.

Les directives générales assurent, en effet, la restriction effective du recours à ces produits par la limitation du risque de refixation, mais on peut également considérer que ces swaps permettent de rapprocher le risque de refixation de son taux optimal de 25%.

Le **point 65** signale qu'une hausse des taux d'intérêt à court terme générerait une charge d'intérêt supérieure à celle prévue dans le budget. Il serait plus correct d'employer le terme «pourrait», le budget pouvant tenir compte d'une augmentation des taux.

La note en bas de page 21 figurant à la page 18 n'est pas correcte (dans la version néerlandaise): à partir du 1^{er} janvier 2004, l'adjudication des certificats de trésorerie est bimensuelle.

Au **point 74**, c'est la durée restant à courir du contrat qui intervient dans le coût de l'annulation, et non la durée initiale.

Le rapport provisoire indique au **point 78** que la stratégie (convertir un taux fixe en un taux flottant) n'est intéressante que si les taux en vigueur sur le marché sont inférieurs au taux de l'emprunt émis. Toutefois, la conversion générera des économies si les taux flottants sont, en moyenne, inférieurs au taux fixe qui est reçu en exécution du swap.

A proprement parler, il n'était pas nécessaire que les taux d'intérêt aient baissé durant les années précédentes pour réaliser une économie au moyen des swaps sur l'OLO 5% 2001-2001 (**point 80**). La baisse des taux a, certes, permis effectivement d'amplifier l'économie, mais elle aurait, en tout état de cause, été réalisée si les taux d'intérêt à court terme étaient restés stables.

Au **point 83**, il serait plus correct de signaler, *in fine*, que les charges d'intérêt seraient plus élevées que celles qu'aurait engendrées le défaut d'exécution de l'opération.

Le rapport signale au **point 84** que les charges d'intérêt d'un emprunt augmentent en fonction de la durée de celui-ci, mais tel n'est pas toujours le cas. Je suggérerais d'ajouter les mots «le plus souvent». L'hypothèse doit, à mon avis, être située dans une perspective temporelle précise: le budget peut éventuellement avoir tenu compte d'une émission d'emprunts à très longue durée et il y a des périodes, comme actuellement, où même les intérêts à très long terme se voient assortir d'une cotation assez peu élevée.

Ainsi que je l'ai déjà signalé, le Trésor a répondu avec l'émission de l'OLO 40 15 ans à une demande du marché, qui lui a été communiquée par les *primary dealers*. Je souhaiterais que cet aspect apparaisse plus clairement au **point 85** du rapport.

Les swaps qui ont été conclus dans le cadre du financement de la société Credibe avaient pour objectif de transformer le coupon fixe d'une partie des produits de ce financement en un coupon flottant, cette opération étant neutralisée par l'émission d'une dette à court terme. Le but n'était donc pas, comme indiqué au **point 87**, de profiter d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt.

Au **point 91**, l'objectif des opérations de fin d'année devrait être mieux formulé: la suppression de l'augmentation artificielle de la dette publique au sens du traité de Maastricht (je me réfère à mon commentaire concernant le point 57).

Le rapport indique au **point 93** que les *asset swaps* sont contraires au principe de transparence budgétaire. Je n'en disconviens pas, mais il me semble aussi indiqué de mentionner que ces opérations créent justement de la transparence en termes de comptabilité SEC 95, à laquelle les critères de Maastricht se rapportent. Eurostat a d'ailleurs explicitement autorisé ces opérations.

Chapitre 3: Analyse de l'impact du recours aux produits dérivés sur le niveau des risques définis dans les directives générales

Le fait que le Trésor n'est pas certain de disposer de devises en cas de recours aux options, comme le rapport l'indique **au point 96**, ne constitue un inconvénient que s'il doit effectivement disposer de devises à une date déterminée. En pareil cas, le Trésor n'utilise pas cet instrument. En outre, il est, en l'occurrence, à nouveau indiqué que les swaps de change ne diminuent que temporairement l'encours de la dette en devises, mais tel n'est pas l'objectif des opérations de fin d'année.

Le rapport signale au **point 97** que le risque de refinancement concerne seulement la dette émise en euro. Si le risque de refinancement de la dette en devises n'est pas pris en considération, c'est que les directives générales sont muettes à ce sujet, l'ampleur de cette dette étant dérisoire. Mais il existe donc bien un risque de refinancement de la dette en devises.

Le léger dépassement des limites pour les risques de refixation est survenu en mars et en septembre 2004 (**point 99**).

Chapitre 4: Conclusions et recommandations

Au **point 104**, il serait souhaitable de placer les opérations de fin d'année dans leur contexte: la diminution de la dette qui survient à ce moment est une conséquence des opérations, mais ne constitue aucunement un objectif, ce qui ne signifie pas l'absence de toute diminution (définitive) de la dette en francs suisses (sauf qu'elle ne découle généralement pas du recours aux produits dérivés). L'ampleur de la diminution de la dette constitue, en effet, un compromis entre la diminution progressive (et non le maintien) du risque de change et la réalisation d'une économie sur les charges d'intérêt.

A mon avis, il pourrait être indiqué au **point 108** que l'augmentation des taux d'intérêt sur les marchés monétaires doit généralement être assez prononcée pour que les *receiver's swaps* génèrent des pertes.

Il n'est pas exact que la diminution des taux d'intérêt des derniers mois et années aurait généré une diminution des charges d'intérêts du fait des opérations dont il est question au **point 109**. C'est précisément la fixation des intérêts à court terme par des FRA qui a permis une immunisation sur ce plan.

Au **point 110** est formulée une critique supplémentaire sur le recours aux *asset swaps* lors du rachat d'emprunts assortis d'un coupon élevé: ces swaps génèrent le paiement de coupons élevés pour des emprunts amortis. Il serait indiqué de tenir compte du fait que la dette a diminué grâce à ces *asset swaps* et que l'économie en résultant compense le paiement de coupons élevés, rendant ainsi l'opération financièrement neutre.

Les swaps qui ont été conclus dans le cadre du financement de CREDIBE ne doivent, à mon avis, pas être annulés automatiquement après la vente du portefeuille de celle-ci (**point 111**). Ils génèrent actuellement une diminution des positions à taux flottants et doivent être considérés dans le cadre global de la gestion de la dette.

Au **point 115**, les mots «risque de change» doivent être remplacés par «risque de taux d'intérêt».

La note en bas de page 44 figurant à la page 33 indique erronément que la neutralisation des swaps génère un profit qui sera pris en considération lorsque les swaps seront effectifs. En fait, ces gains sont déjà pris en considération dans les comptes (suivant le principe d'enregistrement sur la base de l'exercice).

Pour finir, et sans vouloir préjuger des recommandations qui seront formulées dans le rapport définitif, je souhaiterais déjà émettre des considérations au sujet de la recommandation formulée au **point 116** au sujet de la limitation du coût d'opportunité dans les directives générales. D'une part, le coût d'opportunité peut théoriquement être considérable (les taux d'intérêts pourraient, par exemple, tomber à 0% dans un cas extrême) et est, donc, difficile à prédire. De plus, il est très difficile de le limiter au préalable à un certain niveau sans créer d'autres risques. D'autre part, je suis d'avis que le Trésor, en concertation avec le ministre des Finances, doit toujours avoir la possibilité de diminuer les risques de refixation dans un futur proche lorsque cela semble indiqué, par exemple pour des raisons budgétaires. Telle est, d'ailleurs, la raison pour laquelle les directives générales ne font pas état d'un risque minimal de refixation.

Je souhaite, une fois encore, vous remercier de l'intérêt que porte la Cour des comptes aux activités réalisées dans le cadre de la gestion de la dette publique et je me réjouis de la bonne collaboration dans ce domaine entre vos services et l'Agence de la dette.

Veillez agréer, Monsieur le Premier auditeur-réviseur, l'expression de ma considération la plus distinguée.

J.P. Arnoldi
Administrateur général

TRADUCTION

Service public fédéral Finances
Trésorerie
Le ministre

Bruxelles, le 6 décembre 2005

Adresse de correspondance :
Rue de la Loi, 12
1000 Bruxelles

Cour des comptes
M. le Premier Président
Rue de la Régence, 2
1000 Bruxelles

Monsieur le Premier Président,

Objet: Examen, effectué par la Cour des comptes, du recours aux produits dérivés dans le cadre de la gestion de la dette publique.

J'ai pris connaissance du projet de rapport que vous m'avez envoyé et je tiens à formuler les remarques suivantes à cet égard.

Au point 18, le projet de rapport mentionne que la Cour des comptes estime que le risque de crédit devrait être cité dans l'article 8, §2, de la loi contenant le budget des voies et moyens, aux côtés des risques de marché et des risques opérationnels. Je souhaiterais attirer votre attention sur le fait que le ministre des Finances est habilité à recourir aux instruments de gestion des risques de crédit (article 8, §3, e) en application de l'article 8, §2. Par conséquent, j'estime que les textes actuels indiquent déjà clairement que le risque de crédit doit être géré.

Ma deuxième remarque porte sur votre recommandation de fixer, dans les directives générales, un coût d'opportunité à ne pas dépasser pour le recours aux produits de couverture. Je comprends le souci de la Cour des comptes à cet égard, mais je pense que la fixation de telles limites n'est pas opportune, parce qu'il n'existe, la plupart du temps, qu'un risque minime à très minime d'un coût d'opportunité considérable. La fixation de telles limites aurait, donc, pour conséquence que guère voire aucune opération de couverture ne serait encore effectuée, à moins que le Trésor ne veille, lors de chacune de ces opérations, à ce que le coût d'opportunité ne dépasse pas un niveau fixé préalablement. Or, une telle garantie a un coût et risque de faire augmenter considérablement le montant des opérations de couverture. J'estime, dès lors, qu'il suffit d'accorder une attention suffisante au coût d'opportunité éventuel lors de la décision du recours aux produits dérivés, sans, toutefois, fixer de plafond général.

Pourrais-je vous prier de bien vouloir tenir compte des remarques précitées lors de la rédaction de votre rapport définitif, au sujet duquel je n'ai pas d'autre observation à formuler.

Le ministre des Finances,
Didier REYNDEERS

Il existe aussi une version néerlandaise de ce rapport.

Er bestaat ook een Nederlandse versie van dit verslag.

Vous pouvez consulter ou télécharger ce rapport dans la langue de votre choix sur le site internet de la Cour des comptes.

dépôt légal	D/2006/1128/9
imprimeur	N.V. PEETERS S.A.
adresse	Cour des comptes Rue de la Régence, 2 B-1000 Bruxelles
tél	02-551 81 11
fax	02-551 86 22
site internet	www.courdescomptes.be