

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

29 november 2016

GEDACHTEWISSELING

**over de problematiek
van de renteswaps**

VERSLAG

NAMENS DE COMMISSIE
VOOR DE FINANCIËN EN DE BEGROTING
UITGEBRACHT DOOR
MEVROUW **Karin TEMMERMAN**

INHOUD

Blz.

I. Uiteenzetting van de heer Jean Deboutte.....	3
II. Vragen en opmerkingen van de leden	3
III. Vragen van de minister van Financiën	4
IV. Antwoorden van de heer Jean Deboutte.....	4
Bijlage.....	9

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

29 novembre 2016

ÉCHANGE DE VUES

**sur la problématique
des swaps de taux d'intérêt**

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION
DES FINANCES ET DU BUDGET
PAR
MME **Karin TEMMERMAN**

SOMMAIRE

Pages

I. Exposé de M. Jean Deboutte.....	3
II. Questions et observations des membres.....	3
III. Questions du ministre des Finances.....	4
IV. Réponses de M. Jean Deboutte.....	4
Annexe	9

**Samenstelling van de commissie op de datum van indiening van het verslag/
Composition de la commission à la date de dépôt du rapport**

Voorzitter/Président: Eric Van Rompuy

A. — Vaste leden / Titulaires:

N-VA	Peter Dedecker, Johan Klaps, Robert Van de Velde, Bert Wollants
PS	Stéphane Crusnière, Ahmed Laaouej, Alain Mathot
MR	Gautier Calomne, Benoît Piedboeuf, Vincent Scourneau
CD&V	Roel Deseyn, Eric Van Rompuy
Open Vld	Luk Van Biesen, Dirk Van Mechelen
sp.a	Peter Vanvelthoven
Ecolo-Groen	Georges Gilkinet
cdH	Benoît Dispa

B. — Plaatsvervangers / Suppléants:

Peter Buysrogge, Inez De Coninck, Peter De Roover, Bart De Wever
Frédéric Daerden, Emir Kir, Eric Massin, Sébastien Pirlot
Olivier Chastel, Philippe Goffin, Kattrin Jadin, Damien Thiéry
Hendrik Bogaert, Griet Smaers, Vincent Van Peteghem
Patricia Ceysens, Ine Somers, Carina Van Cauter
Karin Temmerman, Dirk Van der Maelen
Meyrem Almaci, Jean-Marc Nollet
Michel de Lamotte, Catherine Fonck

C. — Niet-stemgerechtigde leden / Membres sans voix délibérative:

VB	Barbara Pas
PTB-GOI	Marco Van Hees
DéFI	Olivier Maingain
Vuye&Wouters	Veerle Wouters

N-VA	:	Nieuw-Vlaamse Alliantie
PS	:	Parti Socialiste
MR	:	Mouvement Réformateur
CD&V	:	Christen-Democratisch en Vlaams
Open Vld	:	Open Vlaamse liberalen en democraten
sp.a	:	socialistische partij anders
Ecolo-Groen	:	Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
cdH	:	centre démocrate Humaniste
VB	:	Vlaams Belang
PTB-GOI	:	Parti du Travail de Belgique – Gauche d'Ouverture
DéFI	:	Démocrate Fédéraliste Indépendant
PP	:	Parti Populaire
Vuye&Wouters	:	Vuye&Wouters

Afkortingen bij de nummering van de publicaties:

DOC 54 0000/000:	Parlementair document van de 54 ^e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer
QRVA:	Schriftelijke Vragen en Antwoorden
CRIV:	Voorlopige versie van het Integraal Verslag
CRABV:	Beknopt Verslag
CRIV:	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaald beknopt verslag van de toespraken (met de bijlagen)
PLEN:	Plenum
COM:	Commissievergadering
MOT:	Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)

Abréviations dans la numérotation des publications:

DOC 54 0000/000:	Document parlementaire de la 54 ^e législature, suivi du n° de base et du n° consécutif
QRVA:	Questions et Réponses écrites
CRIV:	Version Provisoire du Compte Rendu intégral
CRABV:	Compte Rendu Analytique
CRIV:	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes)
PLEN:	Séance plénière
COM:	Réunion de commission
MOT:	Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)

Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers

Bestellingen:
Natieplein 2
1008 Brussel
Tel. : 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74
www.dekamer.be
e-mail : publicaties@dekamer.be

De publicaties worden uitsluitend gedrukt op FSC gecertificeerd papier

Publications officielles éditées par la Chambre des représentants

Commandes:
Place de la Nation 2
1008 Bruxelles
Tél. : 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74
www.lachambre.be
courriel : publications@lachambre.be

Les publications sont imprimées exclusivement sur du papier certifié FSC

DAMES EN HEREN,

Uw commissie heeft op haar vergadering van dinsdag 10 mei 2016 een hoorzitting gehouden over de renteswaps met de heer Jean Deboutte, *Director Strategy, Risk Management & Investor Relations*, Agentschap van de Schuld en met de minister van Financiën, belast met de Bestrijding van de fiscale fraude

I. — UITEENZETTING VAN DE HEER JEAN DEBOUTTE

Voor de uiteenzetting van de heer Jean Deboutte wordt verwezen naar de presentatie in bijlage.

II. — VRAGEN EN OPMERKINGEN VAN DE LEDEN

De heer Ahmed Laaouej (PS) vraagt of er een minimumdrempel inzake rentetarief bestaat voor de indekking tegen de fluctuatie van rentetarieven. Zo ja, hoeveel bedraagt deze drempel dan?

Kan de heer Deboutte aangeven hoeveel de indekkingsoperaties hebben gekost of opgebracht over de laatste 20 jaar en ook over de laatste 5 jaar? Het lijkt interessant om te bestuderen hoe deze indekkingsoperaties zich verhouden ten opzichte van de evolutie van de staatsschuld in dezelfde periode.

Vervolgens vraagt de spreker hoe het resultaat van de indekkingsoperaties in de pers is gekomen? Heeft het Agentschap van de Schuld deze informatie zelf bekendgemaakt aan de pers of is de pers er zelf achter gekomen? De heer Laaouej waarschuwt voor de gevolgen van het vrijgeven van gevoelige informatie over de staatsschuld. In 2011 is België al eens het slachtoffer geworden van speculatie op de Belgische overheidsobligaties. Hoe gebeurt de communicatie van het Agentschap van de Schuld in de praktijk?

Daarnaast wenst de spreker meer uitleg over de leningen op 100 jaar. Welke partijen worden op de markt bereid gevonden om te lenen op zo'n lange termijn tegen de huidige lage rente?

Hoe tracht het Agentschap van de Schuld de risico's van de indekkingsoperaties te beperken? Zijn er bepaalde operaties die worden uitgesloten omdat ze duur of te risicovol zijn?

Tenslotte gaat de heer Laaouej dieper in op de verdeling van de staatsschuld. Hoe is de Belgische schuld verdeeld tussen binnenlandse en buitenlandse

MESDAMES, MESSIEURS,

Au cours de sa réunion du 10 mai 2016, votre commission a organisé une audition au sujet des swaps de taux d'intérêt avec M. Jean Deboutte, *Director Strategy, Risk Management & Investor Relations*, Agence de la dette, et le ministre des Finances, chargé de la Lutte contre la fraude fiscale.

I. — EXPOSÉ DE M. JEAN DEBOUTTE

Pour l'exposé de M. Jean Deboutte, il est renvoyé à la présentation en annexe.

II. — QUESTIONS ET OBSERVATIONS DES MEMBRES

M. Ahmed Laaouej (PS) demande s'il existe un seuil minimal en matière de taux d'intérêt pour se protéger contre la fluctuation des taux d'intérêt? Dans l'affirmative, quelle en est la hauteur?

M. Deboutte peut-il indiquer combien les opérations de couverture ont coûté ou rapporté au cours des 20 dernières années, ainsi que sur les 5 dernières années? Il semble intéressant de comparer l'évolution de ces opérations de couverture par rapport à celle de la dette publique durant la même période.

L'intervenant demande ensuite comment le résultat des opérations de couverture a pu se retrouver dans la presse. L'Agence de la dette lui a-t-elle communiqué ces informations, ou bien la presse les a-t-elle découvertes par elle-même? M. Laaouej met en garde contre les conséquences de la communication d'informations sensibles sur la dette publique. En 2011, la Belgique a déjà été victime de spéculations sur les obligations de l'État belge. Comment s'effectue, en pratique, la communication de l'Agence de la dette?

Par ailleurs, l'intervenant souhaiterait obtenir davantage d'explications concernant les prêts sur 100 ans. Quelles parties sont disposées, sur le marché, à prêter à si long terme au taux bas actuel?

Comment l'Agence de la dette essaie-t-elle de limiter les risques des opérations de couverture? Certaines opérations sont-elles exclues parce qu'elles sont chères ou trop risquées?

Enfin, M. Laaouej approfondit la question de la répartition de la dette publique. Comment la dette belge est-elle répartie entre les créanciers belges et

schuldeisers? Vroeger waren een aantal rijke olieproducerende landen zoals Iran en Algerije tuk op Belgisch staatspapier. Is dit vandaag nog steeds het geval?

De heer Dirk Van Mechelen (Open Vld) heeft begrip voor de beslissing van het Agentschap van de Schuld om zich in te dekken. Hij wenst te vernemen hoe het besluitvormingsproces inzake indekking binnen het Agentschap precies verloopt. Worden er daarbij adviezen ingewonnen van bepaalde experts? Wie neemt de ultieme beslissing? Wat is de rol daarin van de uitvoerende en de wetgevende macht?

Is het juist dat de kost van de swapoperaties (2,17 miljard euro) ESR-neutraal is?

Mevrouw Karin Temmerman (sp.a) vraagt welke operaties het Agentschap nog plant in de toekomst.

De heer Eric Van Rompuy (CD&V) refereert naar een artikel in *De Morgen* waarin professor Paul De Grauwe spreekt over een schuldverlichting door het feit dat de ECB Belgische obligaties opkoopt en de verschuldigde intrest daarop terugbetaalt aan België. Zolang die obligaties op de balans van de ECB blijven staan, hoeft de Belgische Staat dus eigenlijk geen intrest te betalen. Volgens de heer De Grauwe bedroeg in april 2016 deze schuldverlichting 24 miljard euro. In maart 2017 zou dit oplopen tot 40 miljard euro. Kan de heer Deboutte dit verduidelijken?

III. — VRAGEN VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

De heer Johan Van Overtveldt, minister van Financiën, belast met de Bestrijding van de fiscale fraude, merkt op dat de regering vandaag wordt geconfronteerd met een periode met zeer lage rente. België geeft momenteel een obligatie uit met een looptijd van zes jaar aan een negatieve rente, dit is ongezien. Er kan dus geld worden verdiend door te lenen, wat toch wel een zeer ongewone situatie is. Hoe gaat het Agentschap van de Schuld om met deze negatieve rentes?

IV. — ANTWOORDEN VAN DE HEER JEAN DEBOUTTE

De heer Jean Deboutte, Director Strategy, Risk Management & Investor Relations, Agentschap van de Schuld, antwoordt aan de heer Laaouej dat het Agentschap twee jaar geleden van de lage rente heeft gebruik gemaakt om de staatsschuld in te dekken tegen een rentevoet van 1,38 %.

étrangers? Auparavant, certains riches pays producteurs de pétrole, comme l'Iran et l'Algérie, appréciaient beaucoup les obligations de l'État belge. Est-ce toujours le cas actuellement?

M. Dirk Van Mechelen (Open Vld) comprend la décision de l'Agence de la dette de réaliser des opérations de couverture. Il souhaiterait savoir comment le processus décisionnel en matière de couverture se déroule exactement au sein de l'Agence. Recueille-t-elle l'avis de certains experts? Qui prend la décision ultime? Quel est le rôle joué par les pouvoirs exécutif et législatif?

Est-il exact que le coût des opérations de swap (2,17 milliards d'euros) est neutre en termes SEC?

Mme Karin Temmerman (sp.a) demande quelles opérations l'Agence prévoit encore à l'avenir.

M. Eric Van Rompuy (CD&V) renvoie à un article publié dans *De Morgen*, où le professeur Paul De Grauwe parle d'un allègement de la dette provoqué par le fait que la BCE achète des obligations belges et rembourse les intérêts y afférents à la Belgique. Tant que ces obligations continuent de figurer au bilan de la BCE, l'État belge ne doit donc, en fait, pas payer d'intérêts. Selon M. De Grauwe, cet allègement de la dette s'élevait, en avril 2016, à 24 milliards d'euros. En mars 2017, il atteindrait 40 milliards d'euros. M. Deboutte peut-il fournir des précisions en la matière?

III. — QUESTIONS DU MINISTRE DES FINANCES

M. Johan Van Overtveldt, ministre des Finances, chargé de la lutte contre la fraude fiscale, fait observer que le gouvernement est aujourd'hui confronté à une période de taux très bas. La Belgique émet actuellement une obligation d'une durée de six ans dont le taux d'intérêt est négatif. C'est du jamais vu. Il est donc désormais possible de gagner de l'argent en empruntant, ce qui est très inhabituel. Comment l'Agence de la dette gère-t-elle ces intérêts négatifs?

IV. — RÉPONSES DE M. JEAN DEBOUTTE

M. Jean Deboutte, Director Strategy, Risk Management & Investor Relations, Agence de la Dette, répond à M. Laaouej qu'il y a deux ans, l'Agence a profité de la faiblesse des taux pour couvrir la dette publique à un taux d'intérêt de 1,38 %.

De heer Deboutte legt de omstandigheden uit waarin dit plaatsvond. In de periode van augustus-september 2014 heeft de Europese Centrale Bank (ECB) het aankoopprogramma van financiële producten opgestart (*quantitative easing*). In het begin ging het om een relatief klein programma waarbij voornamelijk *covered bonds* werden opgekocht, nadien is het programma uitgebreid naar overheidsobligaties. Echter in september 2014 was daarover helemaal geen zekerheid omdat er over de uitbreiding onenigheid bestond in de schoot van het beheersorgaan van de ECB. Vooral Duitsland was gekant tegen het opkopen van overheidsobligaties omdat dan onder meer Duits overheidsgeld zou worden aangewend om overheidsobligaties van Zuidere lidstaten op te kopen die het niet zo nauw nemen met de begrotingsdiscipline. Uiteindelijk heeft de ECB in januari 2015 toch beslist om het aankoopprogramma uit te breiden tot overheidsobligaties, met een verdere daling van de rente tot gevolg. Echter in augustus-september 2014 was dit helemaal niet zeker, waardoor het volgens het Agentschap een opportuniteit leek om gebruik te maken van de lage rente en zich op dat moment in te dekken tegen een rentevoet van 1,38 %. Er is dus niet echt sprake van een absoluut drempelbedrag. Alle omstandigheden in acht genomen, leek een rentevoet van 1,38 % in september 2014 bijzonder laag en dus interessant om zich in te dekken aan die voorwaarden.

De afwikkelingskost van de swapoperaties in 2015 en 2016 bedraagt samen 2,17 miljard euro. In het verleden zijn er ook andere indekkingsoperaties geweest, maar de kost ervan werd niet altijd berekend. De vorige indekkingsoperaties waren ook minder groot. In 2015-2016 werd voor 24,5 miljard euro ingedekt, terwijl in er bij vorige operaties niet meer dan 5 miljard euro werd ingedekt.

Naast de indekkingsoperaties heeft het Agentschap van de Schuld ook afgeleide producten uitgegeven in 2009 en 2010 om zich te wapenen tegen het risico van recessie en depreciatie. Daarbij werd een onverwachte meerwaarde van 2 miljard euro geboekt.

De heer Deboutte geeft aan dat de Nationale Bank van België in de lentevooruitzichten van vorig jaar voor het eerst melding heeft gemaakt van de verliezen naar aanleiding van de swapoperaties. De spreker benadrukt dat hier eigenlijk niet over verliezen gaat maar om afwikkelingskosten (*hedging costs*). Het Agentschap van de Schuld heeft de NBB daar ook op gewezen. De NBB heeft daarna haar communicatie bijgesteld en spreekt alleen nog over afwikkelingskosten. Echter blijft de pers jammer genoeg nog steeds melding maken van verliezen ten gevolge van de swapoperaties. De heer Deboutte verzekert dat de institutionele investeerders in

M. Deboutte explique les circonstances de cette opération. Entre août et septembre 2014, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé le programme d'achat d'actifs financiers (*quantitative easing*). Au début, il s'agissait d'un programme relativement modeste consistant essentiellement à acheter des obligations sécurisées (*covered bonds*). Ensuite, ce programme a été étendu aux obligations d'État. Cependant, en septembre 2014, le climat était totalement incertain dans ce domaine en raison des divisions observées au sein de l'organe de gestion de la BCE à propos de cette extension. L'Allemagne, surtout, était opposée au rachat d'obligations d'État car cette mesure devait entraîner le rachat, notamment avec des fonds publics allemands, d'obligations d'État de pays du Sud de l'Europe peu rigoureux en matière de discipline budgétaire. Finalement, la BCE a néanmoins décidé, en janvier 2015, d'élargir le programme d'achat aux obligations d'État, déclenchant une nouvelle baisse des taux. Cependant, entre août et septembre 2014, il n'y avait aucune certitude à cet égard, de sorte que l'Agence a jugé opportun de profiter de la faiblesse des taux et de se couvrir, à cette date, à un taux d'intérêt de 1,38 %. Il ne s'agit donc pas vraiment d'un seuil absolu. Tout bien considéré, en septembre 2014, un taux d'intérêt de 1,38 % semblait particulièrement bas et il paraissait donc intéressant de couvrir les risques à ces conditions.

Le coût de dénouement des opérations swap en 2015 et 2016 s'élève à 2,17 milliards d'euros au total. Par le passé, d'autres opérations de couverture ont également eu lieu, mais leur coût n'a pas toujours été calculé. Les opérations de couverture précédentes étaient également moins importantes. En 2015-2016, le montant de la couverture s'est élevé à 24,5 milliards d'euros tandis que, pour les opérations précédentes, ce montant n'avait jamais excédé 5 milliards d'euros.

Outre les opérations de couverture, l'Agence de la dette a émis des produits dérivés en 2009 et en 2010 afin de se protéger contre le risque de récession ou de dépréciation. Elle a ainsi réalisé une plus-value inattendue de deux milliards d'euros.

M. Deboutte indique que c'est dans ses prévisions de printemps de l'année dernière que la Banque nationale de Belgique a, pour la première fois, fait part de pertes encourues en raison d'opérations de swaps. L'orateur souligne qu'il ne s'agissait pas, en l'occurrence, de pertes mais bien de coûts de résolution (*hedging costs*). L'Agence de la dette l'a également signalé à la BNB. La BNB a ensuite adapté sa communication et évoque désormais des coûts de résolution. Cependant, malheureusement, la presse continue de parler de pertes encourues en raison d'opérations de swaps. M. Deboutte assure que les investisseurs institutionnels

de Belgische Staatsschuld op de hoogte zijn van het feit dat het om kosten gaat en niet om verliezen. Er is dus geen enkele ongerustheid bij de investeerders.

Vervolgens gaat de spreker in op de vraag over de obligaties met zeer lange looptijd (50 tot 100 jaar). De identiteit van de investeerders die deze obligaties hebben gekocht, kan om redenen van discretie niet worden vrijgegeven. De spreker legt uit dat deze obligaties daarom niet altijd voor de hele looptijd worden aangehouden, ze kunnen ook tussentijds worden verkocht. Via de techniek van "*convexity trading*" is het mogelijk winst te maken met de handel van obligaties met een zeer lange looptijd. In ieder geval ging het maar om lage volumes, in verhouding tot andere uitgiftes.

Wat de houders van de staatsschuld betreft, antwoordt de heer Deboutte dat het grootste deel in handen is van buitenlandse schuldeisers (57 %). Het andere deel (43 %) is in handen van Belgische investeerders, waaronder de NBB. Vooral vanuit Nederland en Duitsland is er een grote vraag naar Belgisch staatspapier, recentelijk ook uit Azië (vooral dan de centrale banken).

Aan de heer Van Mechelen antwoordt de heer Deboutte dat de begrotingswetten vermelden dat de Agentschap van de schuld de strategie op het vlak van het beheer van de staatsschuld uitvoert. Het Agentschap volgt daarbij ook de algemene richtlijnen die worden opgesteld door de minister van Financiën. Deze richtlijnen worden vastgesteld op voorstel van het Strategisch Comité van de Schuld, waarin vertegenwoordigers van de Schatkist, het Agentschap van de Schuld en de minister van Financiën zetelen. Op het eind van het jaar worden er telkens richtlijnen vastgelegd voor de te volgen strategie van het jaar nadien. Deze richtlijnen geven het kader aan waarbinnen het Agentschap kan opereren onder meer op vlak van risico's, de gemiddelde looptijd van de schuld en het gebruik van afgeleide producten. Achteraf controleert het Rekenhof of het Agentschap de richtlijnen heeft opgevolgd.

De spreker benadrukt dat het Agentschap van de Schuld de risico's heeft beperkt door gebruik te maken van de swapoperaties. Daar staat een kost tegenover maar deze zal op langere termijn ruimschoots worden terugverdiend via lagere rentekosten.

De heer Deboutte bevestigt dat de kosten van de swapoperaties wel bij de schuld worden geteld maar geen impact hebben op het ESR-vorderingssaldo. De intrest op de kosten heeft wel impact op het ESR-vorderingssaldo maar is verwaarloosbaar klein: 1 % op 2,17 miljard euro.

dans la dette publique belge savent qu'il s'agit de coûts et non de pertes. Il n'y a donc absolument aucune inquiétude dans le chef des investisseurs.

Ensuite, l'orateur aborde la question des obligations à très long terme (entre 50 et 100 ans). L'identité des investisseurs qui ont acheté ces obligations ne peut être dévoilée par souci de discrétion. L'orateur explique que ces obligations ne sont pas pour autant toujours conservées jusqu'à leur échéance et qu'elles peuvent également être vendues anticipativement. Il est possible de réaliser des bénéfices en vendant des obligations à très long terme grâce à la technique du trading de convexité (*convexity trading*). Dans tous les cas, il s'agissait de volumes faibles, par rapport à d'autres émissions.

Pour ce qui est des détenteurs de la dette publique, M. Deboutte répond que la majeure partie de notre dette est entre les mains de créanciers étrangers (57 %). Les 43 % restants sont entre les mains d'investisseurs belges, notamment de la BNB. C'est surtout aux Pays-Bas et en Allemagne que l'on observe une forte demande pour les obligations belges, mais également, depuis peu, en Asie (principalement de la part des banques centrales).

À M. Van Mechelen, M. Deboutte répond que les lois budgétaires prévoient que l'Agence de la dette met en œuvre la stratégie relative à la gestion de la dette. L'Agence suit en l'occurrence également les directives générales édictées par le ministre des Finances. Ces directives sont établies sur proposition du Comité stratégique de la dette, où siègent des représentants du Trésor, de l'Agence de la dette et du ministre des Finances. Les directives sont systématiquement établies en fin d'année pour la stratégie à suivre l'année suivante. Ces directives déterminent le cadre dans lequel l'Agence peut opérer, notamment sur le plan des risques, de la durée moyenne de la dette et de l'utilisation de produits dérivés. La Cour des comptes contrôle *a posteriori* si l'Agence a suivi les directives.

L'orateur insiste sur le fait que l'Agence de la dette a limité les risques en faisant usage d'opérations de swap. Cela représente un certain coût, qui sera cependant largement compensé à long terme par les faibles taux d'intérêt.

M. Deboutte confirme que les coûts des opérations de swap sont comptabilisés avec la dette, mais qu'ils n'ont pas d'impact sur le solde de financement SEC. L'intérêt dû sur les coûts a, quant à lui, une incidence sur le solde de financement SEC, mais il est négligeable: 1 % sur 2,17 milliards d'euros.

Aan mevrouw Temmerman antwoordt de heer Deboutte dat het Agentschap niet kan aankondigen wat zij in de toekomst zal doen. Daarover beslist het Strategisch Comité.

Aan de minister antwoordt de spreker dat hij vermoedt dat de rente nog wel enige tijd laag zal blijven gezien het beleid van de ECB. Uiteraard profiteert de Staat van de negatieve rente, zij verdient dus op haar leningen. Dit heeft al tientallen miljoenen euro opgebracht. Het Agentschap heeft ervoor geopteerd de schuld zoveel mogelijk op lange termijn te financieren. Zowel het IMF, de Europese Commissie als de ratingagentschappen ondersteunen dit beleid. De gemiddelde looptijd van de Belgische staatsschuld is ondertussen opgelopen tot 8,17 jaar. België is daarmee één van de beste leerlingen van de eurozone. Het Verenigd Koninkrijk kent een gemiddelde looptijd van 14 jaar. Alle andere landen van de eurozone volgen nu het Belgisch voorbeeld.

De heer Deboutte antwoordt aan de heer Van Rompuy dat het Agentschap wel degelijk intrest betaald op obligaties die worden opgekocht door de NBB in het kader van het aankoopprogramma van de ECB, in tegenstelling tot wat professor Paul De Grauwe beweert. De spreker wijst erop dat bij een rentestijging de ECB kan worden geconfronteerd met belangrijke minwaarden op de aangekochte obligaties. Het beleid van de ECB is erop gericht om via de beleidsrente en de depositorente de economie te sturen. Omdat de economie niet genoeg aantrekt, doet de ECB beroep op niet conventionele middelen zoals de aankoop van obligaties om de rente laag te houden zodat er meer geleend, geconsumeerd en geïnvesteerd wordt in de privésector, wat de economie moet stimuleren. Op die manier tracht de ECB de inflatie ook te verhogen tot iets onder 2 %. De ECB heeft nooit de intentie gehad om schuld van de lidstaten te verlichten. De heer Deboutte hecht dan ook weinig geloof aan de redenering van professor De Grauwe.

De rapporteur,

Karin TEMMERMAN

De voorzitter,

Eric VAN ROMPUY

À Mme Temmerman, M. Deboutte répond que l'Agence ne peut annoncer ce qu'elle fera à l'avenir. C'est le Comité stratégique qui en décide.

À l'intention du ministre, l'orateur indique qu'il suppose que les taux resteront faibles pendant un certain temps encore, compte tenu de la politique suivie par la BCE. Il va sans dire que l'État profite des taux négatifs, qui lui permettent de faire des gains sur ses propres emprunts. Cela a déjà rapporté des dizaines de millions d'euros. L'Agence a opté pour un financement maximum de la dette à long terme. Tant le FMI que la Commission européenne et les agences de notation soutiennent cette politique. Dans l'intervalle, la durée moyenne de la dette publique belge est passée à 8,17 ans. Cela fait de la Belgique l'un des meilleurs élèves de la zone euro. Le Royaume-Uni connaît une durée moyenne de 14 ans. Tous les autres pays de la zone euro suivent désormais l'exemple belge.

M. Deboutte répond à M. Van Rompuy que l'Agence de la Dette paie bel et bien des intérêts sur les obligations qui sont rachetées par la BNB dans le cadre du programme d'achat de la BCE, contrairement à ce que prétend le professeur Paul De Grauwe. L'orateur signale que la BCE peut subir d'importantes moins-values sur les obligations achetées en cas de hausse de taux. La politique de la BCE vise à orienter l'économie au moyen du taux directeur et de l'intérêt de dépôt. La reprise de l'économie étant insuffisante, la BCE recourt à des moyens non conventionnels tels que l'achat d'obligations afin de maintenir les taux à un niveau bas de manière à ce que les prêts, la consommation et les investissements augmentent dans le secteur privé, ce qui est censé stimuler l'économie. De cette manière, la BCE essaie également de faire grimper l'inflation légèrement sous les 2 %. L'ECB n'a jamais eu l'intention d'alléger la dette des États membres. M. Deboutte est, par conséquent, sceptique à l'égard du raisonnement du professeur De Grauwe.

La rapporteuse,

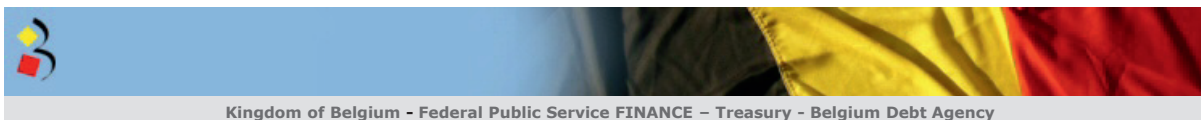
Karin TEMMERMAN

Le président,

Eric VAN ROMPUY

**BIJLAGE: PRESENTATIE VAN
DE HEER JEAN DEBOUTTE
(AGENTSCHAP VAN DE SCHULD)**

**ANNEXE: PRÉSENTATION DE
M. JEAN DEBOUTTE
(AGENCE DE LA LA DETTE)**



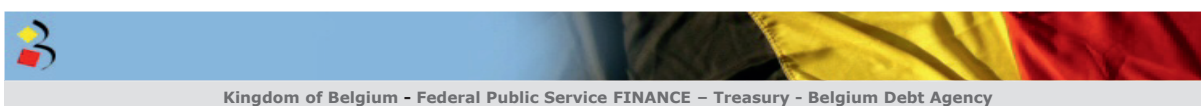
Indekking van rentekosten in 2015 - 2016

door swaps en swaptions

10 mei 2016

www.debtagency.be

.be 1



Inhoudstafel

Executive summary

- I. Evolutie van de rente en van de rentekosten
- II. Gebruikte instrumenten voor de indekking – resultaten
- III. Conclusies

www.debtagency.be

.be 2



Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE – Treasury - Belgium Debt Agency

Inhoudstafel

Executive summary

- I. Evolutie van de rente en van de rentekosten
- II. Gebruikte instrumenten voor de indekking – resultaten
- III. Conclusies

www.debtagency.be .be 3



Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE – Treasury - Belgium Debt Agency

Executive Summary

- September 2014: Rente op 10-jarige OLO gedaald tot 1,2%.
Mogelijkheid tot vastleggen van zeer lage rentes op toekomstige uitgaven van lange-termijnschuld
- September-oktober 2014: afsluiten van 17,92 miljard euro notioneel aan forward starting swaps en van 6,6 miljard euro aan collar-structuren met swaptions voor uitgaven in 2015/2016
- Indien hogere rente dan vastgelegde rente: tegenpartij betaalt ineens het verschil met de vastgelegde rente aan de Schatkist. Indien lagere rente: Schatkist betaalt ineens het verschil aan de tegenpartij.
- Rente daalde verder na september 2014: De Schatkist betaalde tot nu toe 1,79 miljard euro aan de tegenpartijen, en zou nog 0,54 miljard euro uitbetalen in de volgende maanden.
- Deze kosten worden echter meer dan gecompenseerd door de lage rente op de uitgaven ten belope van 76,8 miljard euro in 2015/2016.

www.debtagency.be .be 4



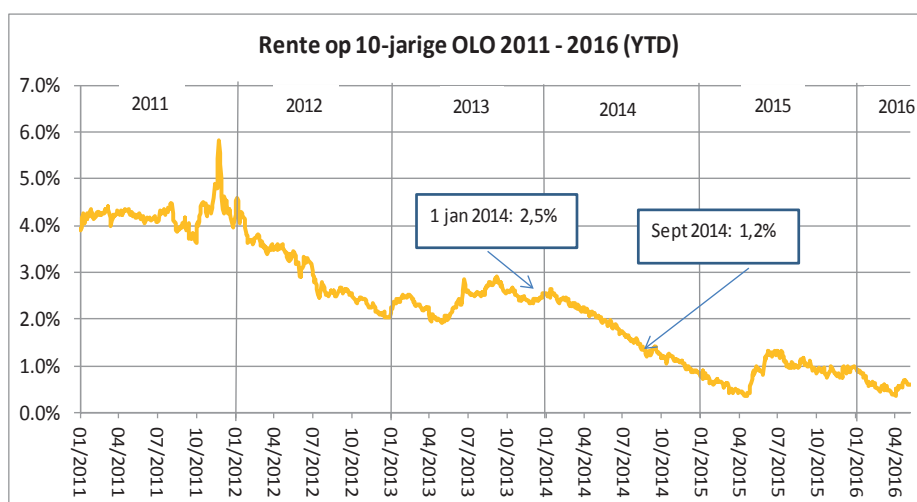
Inhoudstafel

Executive summary

- I. Evolutie van de rente en van de rentekosten
- II. Gebruikte instrumenten voor de indekking – resultaten
- III. Conclusies



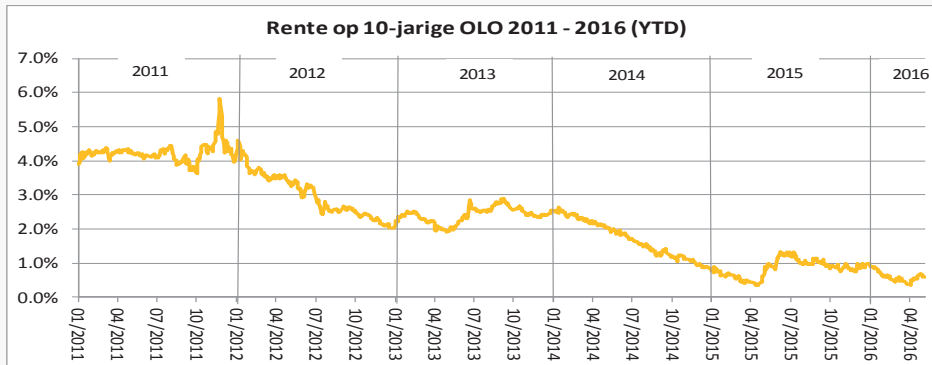
De OLO-rente daalde gevoelig na 2011. In 2012 halveerde ze nog eens op iets minder dan 8 maanden tijd





I. Evolutie van de rente en van de rentekosten

De Schatkist nam de gelegenheid te baat om uit te geven op (zeer) lange termijn, teneinde optimaal van de lage rentes te kunnen profiteren



Bedrag (mld)	47,97 (*)	46,16	45,21	34,11	39,09	37,75
Duurtijd (j.)	11,46	11,31	11,81	14,01	13,57	20,34
Rente (%)	4,16	2,92	2,23	2,15	0,94	1,09

(*) inclusief Staatsbon: 6,03 mld euro (**) tot op 09/05/2016

www.debtagency.be

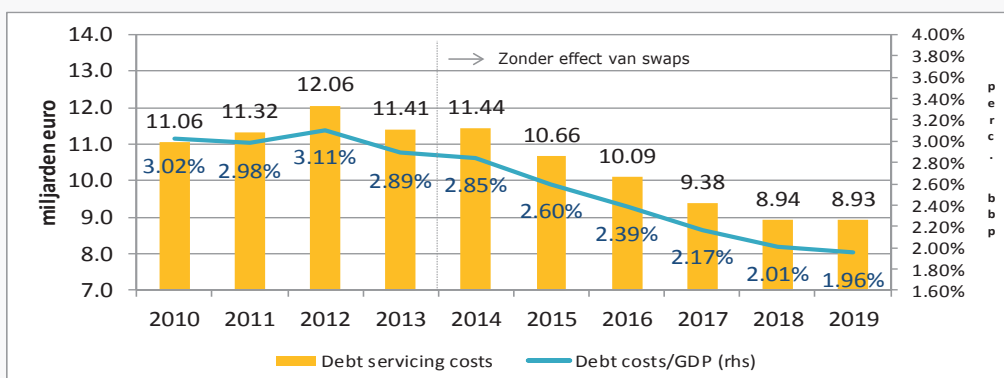
be 7



I. Evolutie van de rente en van de rentekosten

De rentekosten daalden, niettegenstaande de lange duurtijd van de uitgaven en de stijging van de federale staatsschuld met 68 miljard euro in de periode 2010-2015.

Rentekosten Federale Staatsschuld (excl. ZFV): realisatie + projecties



In de meerjarenbegroting gaat de Schatkist ervan uit dat de rentekosten in de nabije toekomst zullen blijven dalen.

www.debtagency.be

Page 8

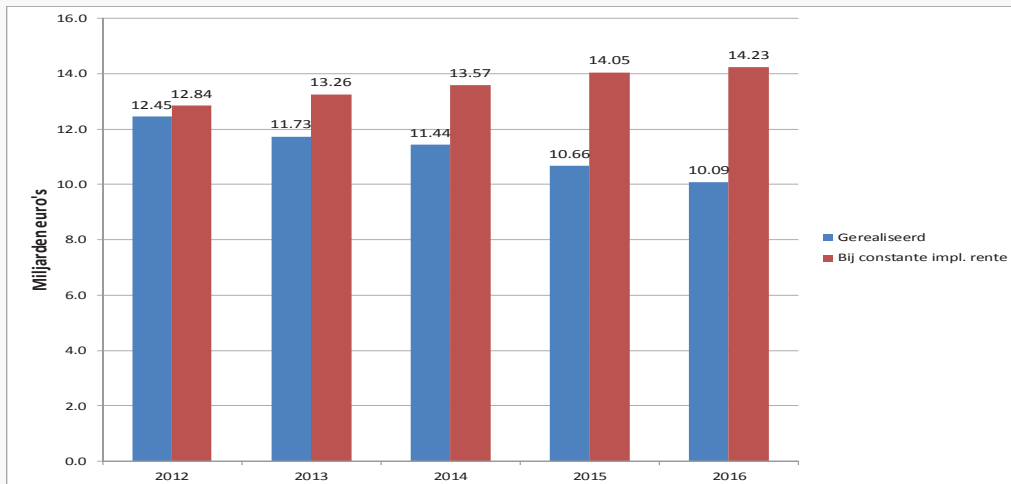
be



I. Evolutie van de rente en van de rentekosten

Mocht de rente in 2012 en later niet gedaald zijn, dan zouden de jaarlijkse interestkosten vanaf 2016 meer dan 4 miljard euro hoger hebben gelegen.

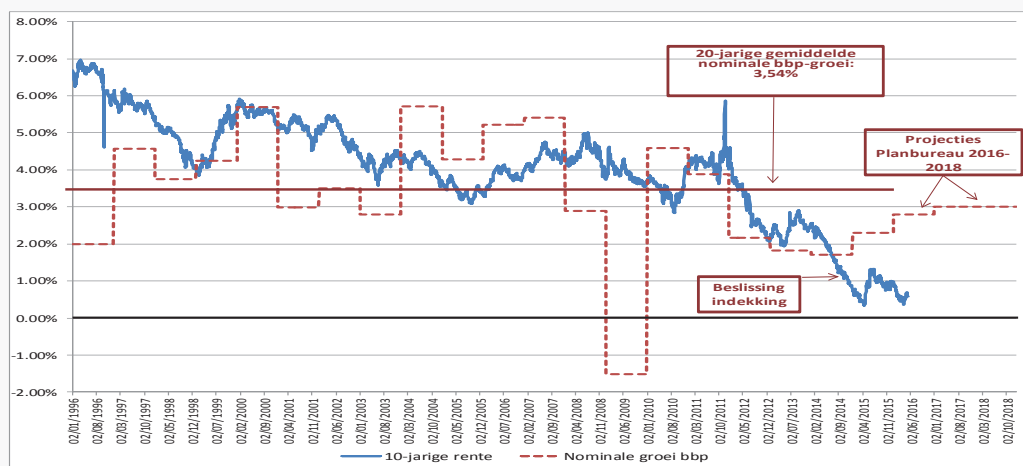
Rentekosten Federale Staatsschuld (excl. ZFV): realisatie + projecties



Merk op: 2012 en 2013 herberekend zonder effect van swaps



I. Evolutie van de rente en van de rentekosten



- De rentesituatie werd in augustus 2014 zo gunstig dat de Schatkist besloot om de rentes op toekomstige uitgaven deels vast te leggen aan de zeer lage geldende niveaus.
- De langetermijnrente was inderdaad gedaald tot onder het niveau van de huidige, gemiddelde én voorspelde nominale bbp-groei.



I. Evolutie van de rente en van de rentekosten

De schuldgraad evolueert inderdaad in functie van het verschil tussen de impliciete rente op de schuld en de nominale bbp-groei

$$\bullet \frac{S_t}{bbp_t} = \frac{S_{t-1}}{bbp_{t-1}} \times \frac{(1 + IR_t)}{(1 + g_t)} - \frac{PS_t}{bbp_t}$$

↑

S_t, S_{t-1} = staatsschuld in jaar t en t-1
 bbp_t, bbp_{t-1} : bbp aan marktprijzen in jaar t en t-1
 PS_t : primair saldo in jaar t

IR_t : impliciete rente op de staatsschuld in jaar t
 g_t : nominale bbp-groei in jaar t

- Indien de impliciete rente lager is dan de nominale bbp-groei, dan daalt de schuldratio. De Schatkist wilde dat scenario alvast voor de toekomstige uitgaven bewerkstelligen, en verminderde dus het renterisico op die uitgaven.
- De daling van de rente in 2012 was hoofdzakelijk het gevolg van de verwachtingen als zou de ECB overgaan tot een 'full QE'. In september 2014 was dat echter nog niet zeker.

www.debtagency.be .be 11



Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE – Treasury – Belgium Debt Agency

Inhoudstafel

Executive summary

I. Evolutie van de rente en van de rentekosten

II. Gebruikte instrumenten voor de indekking – resultaten

III. Conclusies

www.debtagency.be .be 12



II. Gebruikte instrumenten voor de indexering - resultaten

Indexering door forward starting swaps en swaptions

- OLO-rente zelf vastleggen voor de toekomst is onmogelijk (tenzij voor zeer beperkte bedragen)
- Oplossing is werken via de euro swapmarkt. De OLO-rente kan gezien worden als de swaprente + een spread. Die spread is relatief stabiel en de correlatie tussen de OLO- en de swaprente is normaal gezien dan ook zeer groot. Uitzonderingen zijn bvb. periodes waarin aan de Belgische kredietwaardigheid getwijfeld wordt (bvb. november 2011)
- Als de swaprente stijgt, dan ook de OLO-rente, en vice versa.



II. Gebruikte instrumenten voor de indexering - resultaten

Evolutie van 10-jarige OLO- en swaprente sinds 1 september 2014





II. Gebruikte instrumenten voor de indexering - resultaten

Indexering door forward starting swaps en swaptions

I. Forward starting swaps

- September – oktober 2014: afsluiten van 'forward starting payer swaps' voor een notioneel bedrag van 17,92 miljard euro. Startdata van die swaps lopen van februari 2015 tot augustus 2016.
- De swaps zijn voor de Schatkist van het 'payer' type: ze zal dus de (vaste) swaprente op de datum van de start beginnen te betalen (jaarlijks), maar ook vlottende Euribor 6-maandsrentes ontvangen.
- Indien de swaprente op de markt bij de start van de swap hoger ligt dan de afgesproken rente van het contract, dan heeft het contract 'waarde' voor de Schatkist. Ze moet immers minder betalen dan andere marktpartijen die dag om dezelfde vlottende rentes te ontvangen als hen.
- Indien de Schatkist op die dag een receiver swap contract zou afsluiten voor dezelfde duurtijd, dan genereert ze een stabiele kasstroom van rentebetalingen in haar voordeel. Dat zou compenseren voor de hogere rente die ze dan zelf moet betalen op de OLO-uitgiften.

www.debtagency.be  15



II. Gebruikte instrumenten voor de indexering - resultaten

Indexering door forward starting swaps en swaptions

I. Forward starting swaps (vervolg)

- Omwille van het feit dat langdurige swapcontracten voor de banken duur zijn in termen van kapitaal, en dus een extra kost impliceren ten nadele van de Schatkist, werd afgesproken dat het contract de facto verbroken wordt op de datum van de start van de swap. De marktwaarde van de swap (som van de verdisconteerde renteversillen tussen de marktrente en de afgesproken rente) wordt uitgewisseld tussen beide partijen.
- De Schatkist zou dus voldoende geld ontvangen om over de looptijd van de uit te geven OLO de extra rente te kunnen betalen.
- Indien de swaprente op de markt bij de start van de swap lager ligt dan de afgesproken rente van het contract, dan heeft het contract 'waarde' voor de tegenpartij. In dit geval betaalt de Schatkist het voordeel dat ze heeft op de lagere OLO-rente, ten belope van het verschil tussen beide swaprentes. Maar ze kan wel tevens aan die lagere rente lenen.
- De grote bedragen van de afwikkeling worden dus verklaard door het feit dat alles ineens uitbetaald wordt. Die bedragen zijn geen verliezen voor de Schatkist, maar kosten, en meer bepaald opportuniteitskosten. Ze komen niet in de begroting terecht, maar verhogen wel de schuld. De bekomen lagere rente op de OLO's zal hiervoor compenseren.

www.debtagency.be  16



II. Gebruikte instrumenten voor de indekking - resultaten

Indekking door forward starting swaps en swaptions

I. Forward starting swaps (vervolg)

- Voorbeeld: Swapcontract afgesloten op 12 september 2014.
 Notioneel 700 miljoen euro.
 Startdatum swap 20 mei 2015, rente 1,38%
 Einddatum swap 20 mei 2016.

Afwikeling op 12 mei 2015, swaprente op markt 0,95%.
 Kost voor Schatkist: 31,1 miljoen euro (= ongeveer 10 x 0,43% van 700 miljoen euro)

Maar: Schatkist gaf op 18 mei 2015 de 10-jarige OLO uit tegen 0,94%, en dit voor een bedrag van 1,43 miljard euro.
- Resultaten:

Afwikkelingskost in 2015:	969 miljoen euro
in 2016 (YTD):	709 miljoen euro
in 2016 (nog verwacht):	492 miljoen euro

Totaal (swaps): 2,17 miljard euro

www.debtagency.be  17



II. Gebruikte instrumenten voor de indekking - resultaten

Indekking door forward starting swaps en swaptions

II. Swaptions

- Een alternatieve techniek is die van de swaptions (= optie op swaps). De Schatkist koopt het recht om een payer swap te laten ingaan op een volgende datum. Die swap zal ze enkel laten ingaan als de rente voldoende gestegen is.
- Om de premie voor die swaption te kunnen betalen verkoopt ze echter ook een payer swap aan een lagere uitoefeningsrente. Indien de rente voldoende gedaald is zal de tegenpartij de optie uitoefenen en de Schatkist in een swap doen stappen. De combinatie van beide swaptions heeft geen initiële kostprijs voor de Schatkist.
- In vergelijking met de forwards starting swaps verkrijgt de Schatkist pas indekking aan een hogere marktrente, maar ze moet niet noodzakelijk de gevolgen dragen van een lagere rente.
- Ook hier wordt, om kosten te vermijden, afgesproken om het contract te verbreken op de startdatum van de aangekochte opties.

www.debtagency.be  18



II. Gebruikte instrumenten voor de indekking - resultaten

Indekking door forward starting swaps en swaptions

II. Swaptions (vervolg)

- Resultaten:

Afwikkelingskost in 2015:	50 miljoen euro
in 2016 (YTD):	66 miljoen euro
in 2016 (nog verwacht):	47 miljoen euro

Totaal (swaptions): 163 miljoen euro

www.debtagency.be  19



Kingdom of Belgium - Federal Public Service FINANCE – Treasury - Belgium Debt Agency

Inhoudstafel

Executive summary

- I. Evolutie van de rente en van de rentekosten
- II. Gebruikte instrumenten voor de indekking – resultaten
- III. Conclusies

www.debtagency.be  20



II. Gebruikte instrumenten voor de indexering - resultaten

III. Conclusies

- Besluit tot risicovermindering in september 2014 door gedeeltelijke indexering rente op toekomstige uitgaven in 2015-2016 (24,5 miljard euro ingedekt / 76,8 miljard euro uit te geven)
- Ingegeven door het feit dat rente lager was dan de historische en voorspelde nominale groei van het bbp
- Indexering (hedging) heeft doorgaans een kost: in dit geval een opportuniteitskost daar de Schatkist niet volledig geniet van de nog lagere rentes in 2015-2016. De behaalde rentes op de uitgifte, na aanpassing met de kost voor de hedge, zijn echter nog altijd laag, en lager dan de voorspelde bbp-groei in nominale termen (Planbureau).
- De kost is optisch groot omwille van het feit dat de kasstromen ineens geregeld worden. Dit om extra kost te vermijden die door de banken wordt aangerekend voor langdurige operaties.
- Behaalde rentes op de uitgifte erkend in ESA 2010, kasstromen van afgeleide producten niet.
- Vanaf augustus 2016 geniet de Schatkist terug ten volle van de nog steeds zeer lage rentes