



Commission des Finances et du Budget

Procès-verbal de la réunion du 29 novembre 2019

Ordre du jour :

1. Approbation du projet de procès-verbal de la réunion jointe du 14 novembre 2019
2. Explications sur le dernier emprunt de l'Etat et sur les liquidités dont dispose l'Etat
3. Divers

*

Présents : Mme Semiray Ahmedova remplaçant Mme Josée Lorsché, M. Marc Angel remplaçant M. Yves Cruchten, M. André Bauler, M. Gilles Baum remplaçant M. Guy Arendt, M. Eugène Berger remplaçant Mme Joëlle Elvinger, M. Alex Bodry, M. Sven Clement, M. Franz Fayot, Mme Martine Hansen, M. Laurent Mosar, M. Gilles Roth

M. Bob Kieffer, Directeur du Trésor, Ministère des Finances
M. Etienne Reuter, Directeur de l'Inspection générale des finances (IGF)
M. Nima Ahmadzadeh, Directeur des Affaires économiques et budgétaires
M. Paul Hildgen, de la Trésorerie de l'Etat

Mme Caroline Guezennec, de l'Administration parlementaire

Excusés : M. Guy Arendt, M. François Benoy, M. Yves Cruchten, Mme Joëlle Elvinger, M. Gast Gibéryen, Mme Josée Lorsché, M. Roy Reding

*

Présidence : M. André Bauler, Président de la Commission

*

1. **Approbation du projet de procès-verbal de la réunion jointe du 14 novembre 2019**

Le projet de procès-verbal est approuvé.

2. **Explications sur le dernier emprunt de l'Etat et sur les liquidités dont dispose l'Etat**

Après une brève introduction du Président de la Commission des Finances et du Budget, le Directeur du Trésor fournit les informations suivantes concernant **l'emprunt placé par l'Etat luxembourgeois le 6 novembre 2019**:

L'emprunt de 1,7 milliard d'euros a une durée de 7 ans et vient à échéance en novembre 2026. Il s'agit d'un premier emprunt obligataire classique à taux d'intérêt négatif (-0,247%). Cet emprunt a pour caractéristique qu'il est assorti d'un coupon fixé à 0%. Les intérêts négatifs sont par conséquent payés en début d'emprunt (et non au fur et à mesure comme c'est le cas pour les emprunts classiques). L'Etat a ainsi emprunté 1,7 milliard d'euros, mais obtenu 1,730 milliard d'euros.

Le taux de -0,247% est un taux avantageux par rapport aux taux d'intérêts appliqués dans le passé et par rapport aux taux accordés à d'autres pays présentant une notation AAA.

Le présent emprunt de 1,7 milliards d'euros servira au refinancement d'un emprunt de 2 milliards d'euros qui viendra à échéance en mai 2020. Il est précisé que les emprunts souscrits par l'Etat au cours des dernières années ne sont pas dotés d'un droit de remboursement anticipatif et peuvent donc uniquement être remboursés à échéance. Le résidu (300 millions d'euros) sera couvert par les avoirs en trésorerie.

Même si l'Etat doit lui-même payer des intérêts négatifs en raison de la conservation de ces fonds qui ne seront utilisés qu'en mai 2020, l'opération s'avère avantageuse, puisqu'après déduction des frais le « bénéfice » pour l'Etat s'élève à 25 millions d'euros.

L'émission de cet emprunt s'inscrit dans une démarche proactive de la Trésorerie de l'Etat, dans le contexte d'une gestion plus dynamique de la dette publique et des liquidités, telle que fixée par le programme gouvernemental. Elle permet de profiter au mieux du contexte actuel des taux d'intérêts historiquement bas, voire négatifs.

BCEE, BGL BNP Paribas, BIL, Deutsche Bank et HSBC ont contribué à l'opération en tant que chefs de file (joint lead managers). Il est fait en sorte que les banques participant au consortium en charge de l'émission de l'emprunt aient des entités basées au Luxembourg.

L'origine sectorielle et géographique des souscripteurs de l'emprunt est détaillée dans le document repris en annexe.

Les marchés ont réagi très positivement à l'émission de l'emprunt. La demande de souscription s'est accumulée à 6,4 milliards d'euros, soit une demande dépassant presque 4 fois l'offre proposée aux investisseurs.

En raison des montants restreints des emprunts luxembourgeois, ces emprunts sont difficilement comparables à ceux souscrits par les pays voisins. Il est également difficile de les comparer à ceux souscrits par d'autres petits pays, car souvent ces pays ne disposent pas de la notation accordée au Luxembourg. Selon les « benchmarks » de la BEI et de la KfW, il apparaît que le Luxembourg a pu bénéficier de taux avantageux. Il n'est pas le premier émetteur souverain à réaliser une opération d'emprunt à taux négatif.

Le sujet des **avoirs des fonds spéciaux de l'Etat** est ensuite abordé.

Le Directeur de l'IGF apporte les explications suivantes :

Les montants inscrits dans les fonds spéciaux ne correspondent pas à des liquidités qui y seraient stockées, mais à des droits d'engagement de dépenses (cette précision figure

chaque année dans l'exposé des motifs du projet de loi portant règlement du compte général de l'année précédente).

Le recours à la méthode des fonds spéciaux est ancien et a été confirmé dans la loi modifiée du 8 juin 1999 sur le budget, la comptabilité et la trésorerie de l'Etat. La création d'un fonds spécial est autorisée par la loi, laquelle précise en particulier la nature des dépenses imputables à charge de ce fonds. La loi sur la comptabilité de l'Etat prévoit les spécificités suivantes : Les fonds spéciaux sont renseignés dans la comptabilité sous un titre particulier. Peuvent être payées, dans la limite des crédits disponibles, les dépenses engagées au cours de l'année qui donne sa dénomination à l'exercice ainsi que les dépenses engagées au cours d'années précédentes. La somme des engagements à contracter au cours d'un exercice et les engagements reportés d'exercices antérieurs peuvent dépasser le total des avoirs disponibles pour cet exercice. Sont considérées comme appartenant à un exercice budgétaire, les dépenses payées et les recettes perçues au cours de l'année civile. L'avoir disponible au 31 décembre est reporté à l'exercice suivant.

D'un point de vue budgétaire, il importe de connaître les dépenses réelles estimées par année des fonds spéciaux. Ce sont ces montants qui sont comptabilisés dans les comptes de l'administration centrale dans le système européen des comptes (SEC2010). C'est pour cette raison que, dans le cadre du budget 2019, un rapprochement entre la comptabilité nationale et celle du SEC2010 a été opéré. Ainsi, les recettes anciennement inscrites dans le budget pour ordre, comme par exemple les recettes provenant de l'impôt solidarité et destinées au fonds pour l'emploi, sont désormais comptabilisées dans le budget et intégralement versées sous forme de dotation au fonds de destination. Avant le rapprochement des deux systèmes comptables, il arrivait encore que certains emprunts soient immédiatement comptabilisés dans un fonds spécial sans transiter par le budget. Cette façon de procéder a été abolie.

En réponse à une question de M. Sven Clement portant sur une éventuelle gestion différente de certains fonds par rapport à d'autres et sur les avoirs inscrits dans les fonds réellement disponibles, le Directeur de l'IGF explique que la dotation d'un fonds spécial à partir du budget n'est pas comptabilisée au niveau du SEC2010. Cette façon de procéder paraît la plus correcte. Ce n'est qu'à partir du moment où l'administration centrale fait une dépense pour un fonds spécial que cette dépense doit être comptabilisée (cette comptabilisation est suivie d'une diminution des avoirs inscrits dans ce fonds spécial). Le montant de 2 milliards d'euros correspondant à la somme des avoirs des fonds spéciaux est stable depuis l'année 2000.

Un représentant du ministère des Finances attire l'attention sur le fait que lors de la transformation du « fonds de crise » en « fonds de rééquilibrage budgétaire » par le biais de l'article 40 du projet de loi budgétaire 2020, il a également été fait en sorte que (comme c'était le cas pour le fond de crise) les sommes constituant le « fonds de rééquilibrage » ne pourront être utilisées qu'aux seules fins prévues par l'objet du fonds et qu'elles devront donc être placées de façon séparée des avoirs de trésorerie. Contrairement aux autres fonds spéciaux existants, les avoirs du « fonds de rééquilibrage budgétaire » ne seront donc pas fongibles avec les avoirs disponibles de la Trésorerie de l'Etat et ils ne pourront pas être utilisés pour couvrir d'autres opérations courantes.

La Commission aborde finalement le sujet des **liquidités disponibles dans la Trésorerie de l'Etat**.

Le Directeur du Trésor signale que le rapport annuel de la Trésorerie, publié chaque année¹, comporte un bilan financier de la Trésorerie de l'Etat au 31 décembre de l'exercice écoulé. Le rapporte comporte également un graphique représentant la courbe de l'évolution de l'actif circulant de l'Etat au cours des dernières années. Cette courbe montre que l'évolution suit un schéma plus ou moins similaire année pour année.

Pour les besoins internes, un bilan détaillé est confectionné à la fin de chaque mois et communiqué aux administrations et institutions concernées. Ce bilan est un document « technique » non destiné à la diffusion au public. Au cas où la Commission des Finances et du Budget souhaiterait disposer d'informations sur les liquidités disponibles à un moment donné, il serait envisageable que le ministre des Finances les présente au cours des réunions trimestrielles dédiées à l'examen de l'évolution budgétaire.

Le niveau des liquidités de l'Etat évolue d'un jour à l'autre. Il vient d'être impacté par le versement des salaires de décembre et du 13^e mois des fonctionnaires et employés de l'Etat. Le niveau varie également fortement selon les jours de rentrée des recettes fiscales.

Le Directeur du Trésor indique qu'une partie du montant de liquidités actuellement disponible est destiné au remboursement de l'emprunt venant à échéance en mai 2020. En réaction à une remarque d'un député, il précise que la Trésorerie n'a pas pour but d'accumuler des liquidités, mais son objectif est d'assurer que les liquidités s'élèvent à un niveau permettant de faire face aux créances au moment où elles arrivent à échéance.

Suite à l'intervention de M. Sven Clement, la Commission des Finances et du Budget exprime le souhait que le ministre des Finances fasse le point sur l'évolution des liquidités de l'Etat au cours des réunions trimestrielles portant sur l'évolution budgétaire. Le Directeur s'engage à transmettre cette demande au ministre.

3. Divers

Aucun point divers n'est abordé.

Luxembourg, le 4 décembre 2019

La Secrétaire-administrateur,
Caroline Guezennec

Le Président de la Commission des Finances et du
Budget,
André Bauler

Annexe:

Document de la Trésorerie de l'Etat portant sur l'emprunt souscrit par l'Etat le 6 novembre 2019

¹ dans le rapport annuel du ministère des Finances



6 November 2019

The Grand Duchy of Luxembourg successfully returns to the market with a new 7-year €1.7 billion Government Bond Benchmark

Issuer	Grand Duchy of Luxembourg
Rating	Aaa / AAA / AAA (all stable)
Size	€1.7 billion
Pricing Date	6 November 2019
Settlement Date	13 November 2019 (T+5)
Maturity Date	13 November 2026
Coupon	0.000%
Spread to Mid-Swaps	-14 basis points
Spread vs Bunds	+26.7 basis points
Re-offer Price	101.746%
Re-offer Yield	-0.247%
ISIN	LU2076841712
Lead Managers	BCEE, BGL BNP Paribas, BIL, Deutsche Bank and HSBC

Transaction Summary

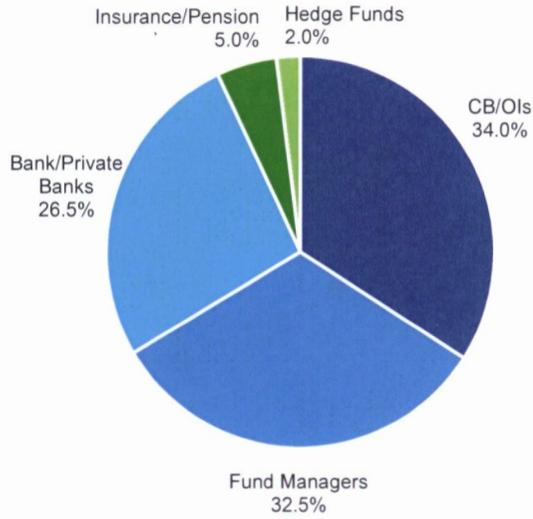
- On Wednesday, 6 November 2019, the Grand Duchy of Luxembourg – rated Aaa/AAA/AAA (all stable) – returned to the Euro debt capital markets for the first time since January 2017 with a new €1.7 billion 7-year benchmark due 13 November 2026. The transaction was priced with a final spread of +26.7 basis points over the 0.000% reference Bund due August 2026, implying a final yield of -0.247%.
- The deal received support from a wide range of investors across Europe and the Middle East with almost 120 accounts participating.
- The new 2026 benchmark is the first Luxembourg government bond ("LGB") priced with a negative yield.
- Joint lead managers for the transaction were BCEE, BGL BNP Paribas, BIL, Deutsche Bank and HSBC.

Pricing and Execution

- The mandate for a new 7-year EUR benchmark and a global investor call were announced on Tuesday, 5 November 2019 at 10:00am CET.
- On Wednesday, 6 November at 9:00am CET, Luxembourg announced IPTs of "MS-10 basis points area" for the new 7-year EUR benchmark and started taking indications of interest ("Iols").
- On the back of strong Iols in excess of €3.5 billion, official books were opened with price guidance of "MS-12 basis points area" at 10:10am CET.
- The order book grew very rapidly, crossing the €5 billion mark within only 40 minutes since book open. This enabled the borrower to set the spread at "MS-14 basis points" and close books at 11:15am CET.
- The highly oversubscribed order book that closed in excess of €6.4 billion, coupled with limited price sensitivity, allowed the issue size to be upsized to €1.7 billion.
- The bond was ultimately priced at 2:45pm CET.
- The transaction concludes Luxembourg's long-term funding needs for the year.



Investor Type Distribution



Geographic Investor Distribution

