

## ANNEXE : Questions et Réponses

### 1. Pourquoi l'Etat vient-il de lancer un emprunt obligataire ?

Depuis 2014, le Gouvernement met en œuvre un programme d'investissement ambitieux visant à préparer le pays pour les défis de l'avenir. De 2014 à 2016, l'administration centrale a ainsi investi pour un total de 6,1 milliards d'euros, les dépenses afférentes ayant été principalement financées par des recettes courantes de l'Etat. En 2017, l'administration centrale prévoit par ailleurs des investissements (directs et indirects) se chiffrant à 2,4 milliards d'euros suivant les chiffres du budget pluriannuel. Sur la période 2014 à 2017, les investissements publics totaliseront par conséquent quelque 8,5 milliards d'euros, dont  $\frac{1}{4}$  serait désormais financé par recours à un emprunt. Le produit de l'emprunt obligataire servira également à refinancer des prêts bancaires venant à échéance qui s'élèvent au total à 1,4 milliards d'euros sur la période 2016 à 2018.

Aussi convient-il de rappeler que le Gouvernement a procédé pour la première fois à l'émission d'un emprunt obligataire depuis sa prise de fonction fin 2013. Alors que des autorisations d'emprunt de 500 millions d'euros en 2014, de 1.500 millions à la fois en 2015 et en 2016, et de 1.000 millions en 2017 ont été engagées dans la loi budgétaire pour chacun des exercices précités, la bonne gestion des finances publiques a permis de poursuivre une politique budgétaire ambitieuse sans avoir recours à des emprunts obligataires. Avec l'emprunt qui vient d'être lancé, le Gouvernement ne contracte finalement que 2 milliards d'euros par le biais d'un emprunt obligataire sur un total de 4,5 milliards initialement projetés et autorisés.

### 2. Comment s'explique le choix du moment précis de la transaction ?

Les experts de la Trésorerie suivent de façon permanente l'évolution des liquidités de l'Etat afin d'assurer le maintien d'un niveau de liquidités optimal et afin de gérer au mieux le coût de financement de l'Etat.

Dans le cadre du Budget de l'Etat pour 2016, il était encore projeté que l'Etat procède à l'émission d'un emprunt obligataire au cours de l'année 2016. L'exécution budgétaire tout au long de l'année 2016 s'est toutefois avérée meilleure que prévue, avec des retombées positives pour l'évolution des liquidités de l'Etat. Dans la mesure où les besoins de liquidité demeuraient de taille réduite, l'émission d'un emprunt obligataire a par conséquent été reportée. Les besoins de liquidité à court terme ont été comblés par des prêts bancaires à court terme, et ce à des taux d'intérêt plus avantageux que pour un emprunt à long terme.

Le choix du moment précis pour le lancement d'un emprunt obligataire s'explique aussi par les conditions de marché. La situation actuelle a présenté une fenêtre d'opportunité idéale pour l'émission d'un emprunt obligataire et ce choix s'est confirmé par les conditions attrayantes qui ont été finalement obtenues.

### 3. Quelles sont les modalités de l'emprunt obligataire lancé par l'Etat ?

L'Etat a lancé en date du 25 janvier 2017 un emprunt obligataire d'une durée de 10 ans et à hauteur de 2 milliards d'euros. Etant principalement destiné aux investisseurs institutionnels (banques, assurances, gestionnaires de fonds etc.), l'emprunt obligataire suit les normes du

marché international de la dette souveraine. Le remboursement se fait intégralement à l'échéance en février 2027 et le coupon est fixe pour toute la durée de l'emprunt.

Les conditions de l'emprunt se résument de la façon suivante :

<b>Emetteur</b>	Grand-Duché du Luxembourg
<b>Notation</b>	Aaa / AAA / AAA (perspective stable)
<b>Montant</b>	EUR 2 milliards
<b>Date de lancement</b>	25 Janvier 2017
<b>Date de règlement</b>	1 Février 2017
<b>Echéance</b>	1 Février 2027
<b>Coupon</b>	0.625%
<b>Prix</b>	98.895%
<b>Rendement</b>	0.74%
<b>ISIN</b>	LU1556942974
<b>Chefs de file</b>	BCEE, BGL BNP Paribas, BIL, Bank of China, Deutsche Bank and SG CIB

4. Quel est le taux d'intérêt à payer par l'Etat ?

Le coupon est de 0,625% par an, ce qui constitue le coupon le moins élevé jamais contracté pour un emprunt obligataire classique lancé par l'Etat luxembourgeois. Le taux s'explique par l'excellente notation de crédit du Luxembourg qui bénéficie du « AAA » auprès de toutes les grandes agences (S&P, Moody's, Fitch) ainsi que par le niveau historiquement faible des taux d'intérêts sur les marchés financiers. Le taux a été fixé suivant les conditions de marché applicables au moment de la clôture de la transaction.

5. Comment se compare le coût de la transaction avec celui des emprunts obligataires lancés précédemment par l'Etat luxembourgeois ?

Le coupon de 0,625% constitue le coupon le moins élevé jamais contracté par l'Etat luxembourgeois pour un emprunt obligataire classique. Le tableau ci-après présente les conditions applicables pour les emprunts obligataires (hors Sukuk) contractés par le passé :

Type	Date d'émission	Montant	Coupon
Emprunt grand-public de 5 ans*	Décembre 2008	2 milliards d'euros	3,75%
Emprunt obligataire de 10 ans	Mai 2010	2 milliards d'euros	3,375%
Emprunt obligataire de 10 ans	Mars 2012	1 milliard d'euros	2,25%
Emprunt obligataire de 15 ans	Mars 2013	750 millions d'euros	2,25%
Emprunt obligataire de 10 ans	Juillet 2013	2 milliards d'euros	2,125%
Emprunt obligataire de 30 ans	Août 2013	300 millions d'euros	2,75%

\* Remboursé fin 2013.

6. Comment se compare le taux de rendement de l'emprunt avec celui des emprunts obligataires des pays limitrophes ?

Pour comparer le taux de rendement de l'émission obligataire de l'Etat luxembourgeois avec celui des emprunts des pays limitrophes, il importe de mettre en relation des emprunts à durée résiduelle comparable (soit, de 10 ans environ) et de comparer le rendement qui prévaut sur les marchés au même moment que la fixation du taux de l'emprunt de l'Etat luxembourgeois.

Rappelons que le rendement de l'emprunt lancé par l'Etat luxembourgeois a été fixé à 0,74% au cours de l'après-midi du 25 janvier 2017. A titre de comparaison, une obligation étatique allemande, à durée résiduelle de 10 ans, cotait à 0,47% au même moment, soit une différence (« spread ») de 0,27% par rapport à l'émission de l'Etat luxembourgeois. Le surcoût pour le Luxembourg par rapport à l'Allemagne s'explique notamment par la conjonction des facteurs suivants :

- (1) comme le Luxembourg ne présente qu'un niveau de dette relativement faible, la liquidité de ses obligations étatiques est moins importante en comparaison avec des pays comme l'Allemagne qui émet plus régulièrement, et ce pour des montants bien plus importants, de sorte que le coût d'une obligation étatique luxembourgeoise comporte implicitement une « prime d'illiquidité » pour les investisseurs ;
- (2) tout nouvel emprunt obligataire émis sur le marché dit « primaire » comporte également une prime supplémentaire pour attirer les investisseurs comparé aux taux de rendement prépondérant sur le marché dit « secondaire » (c.-à-d. pour les obligations déjà lancées précédemment).

A l'inverse, l'excellente notation du Luxembourg a permis d'atteindre des taux bien plus avantageux en comparaison à la France et à la Belgique, et ce malgré la prime pour toute nouvelle émission sur le marché « primaire ». Le taux de l'emprunt du Luxembourg est 0,33% plus bas comparé à celui d'une obligation de la France et 0,24% plus bas comparé à la Belgique, et ce pour des obligations à durée résiduelle de 10 ans environ comparées au même moment que la fixation du taux de l'emprunt du Luxembourg.

7. Comment s'est déroulée la transaction ?

L'Etat luxembourgeois a annoncé lundi matin qu'il a mandaté les banques BCEE, BGL BNP Paribas, BIL, Bank of China, Deutsche Bank et SG CIB comme *chef de file* en vue du lancement potentiel d'un emprunt obligataire de 10 ans, sous réserve des conditions de marché.

L'Etat a en outre tenu mardi matin une conférence téléphonique destiné aux investisseurs professionnels pour présenter les perspectives économiques et financières du Grand-Duché. Par la suite, les investisseurs ont commencé à manifester leur intérêt auprès des banques chefs de file.

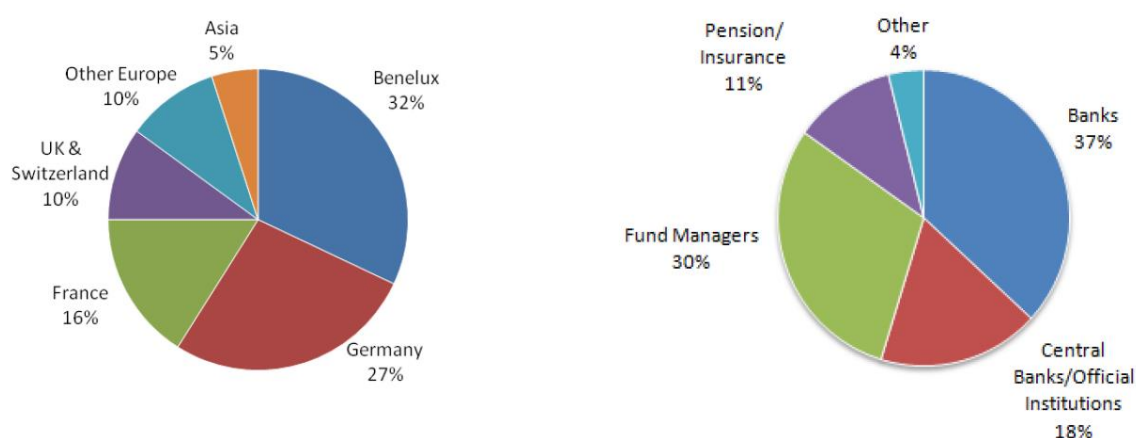
Le livre de souscription a été officiellement ouvert à partir de 9h00 heures le mercredi 25 janvier. Comme la demande de la part des investisseurs s'est rapidement accumulée, aboutissant à une demande totale de près de 7,2 milliards d'euros, le livre a pu être clôturé à 10h15. L'offre a été au

final sursouscrit 3,5 fois. Au total, 160 ordres ont été reçus de la part d'investisseurs en provenance de l'Europe, de l'Asie et du Moyen Orient.

En raison des conditions favorables et étant donné que la demande a largement dépassé les attentes, il a été au final décidé de contracter un montant total de 2 milliards d'euros à un coupon de 0,625%. Le taux de rendement pour les investisseurs est de 0,74%.

8. Qui sont les principaux investisseurs auprès desquels l'Etat a levé des fonds ?

Les principales caractéristiques des investisseurs sont résumées dans les deux graphiques suivants :



9. Pourquoi l'Etat n'a-t-il pas envisagé un emprunt destiné au grand public ?

La Trésorerie de l'Etat a évalué les différentes modalités envisageables pour le lancement d'un nouvel emprunt. Il s'avère qu'aux taux d'intérêt et conditions actuellement applicables, un coupon de 0,625% sur une durée de 10 ans représente un coût particulièrement attractif pour l'Etat, permettant de financer sur la durée les projets d'investissement prévus par le Gouvernement.

Etant donné qu'un tel coupon, en combinaison avec une telle durée, ne serait vraisemblablement que peu attrayant pour un client particulier, on aurait dû s'attendre à ce qu'un emprunt grand public aurait engendré une charge d'intérêt plus importante pour l'Etat afin de rendre l'emprunt plus intéressant d'un point de vue financier pour le grand public.

10. Est-ce que l'Etat va à nouveau devoir procéder à un nouvel emprunt dans les mois à venir ?

Sur base des données actuelles, il ne sera pas nécessaire de lancer un nouvel emprunt obligataire dans un avenir proche.