Federale Overheidsdienst FINANCIEN - BELGIE 65e jaargang, nr.1, 1ste kwartaal 2005

DOCUMENTATIEBLAD

Les produits « Grand Public » du Trésor

J.L. Steylaers

Les produits « Grand Public » du Trésor : Abstract.

Jean-Luc Steylaers' working paper focuses on the bonds specifically aimed to retail investors and currently issued by the Belgian Treasury: the State Note (bon d'Etat) issued since June 1996 and the OLOp, issued since April 2004.

After an introduction, the second chapter of the analysis makes a description of the two retail bonds and a comparison between them.

The third chapter addresses two issues : the financial cost for the issuer (the Belgian Treasury) and the yield for the retail investors. The following conclusions are drawn from the financial analysis:

- *If the cost of the issuance of the OLOp's is identical for the Treasury to the cost of the issuance of the OLOs (the OLOp is a short-coupon OLO), the issuance of State Notes is much cheaper for the Treasury than the issuance of OLOs of the same maturities. The Author estimates the total saving for the Treasury at 138.109.153,08 €.*
- *Vice-versa, the retail investors have a vested interest to invest in OLO(p)s instead of State Notes. The difference in yield can be as high as 100 basis points.*

J.L. Steylaers

KEYWORDS: debt management, financial markets

JEL CLASSIFICATION: H63

Les produits « Grand Public » du Trésor (*).

Partie I : Introduction – objet de l'analyse.

Voici plusieurs années déjà que le Trésor émet des bons d'Etat à destination du grand public. En outre, depuis mars 2004, il a plus largement ouvert les instruments du marché des investisseurs institutionnels à ce même grand public avec les OLOp.
Le Trésor émet par conséquent deux instruments à destination des investisseurs particuliers : les bons d'Etat et les OLOp.

D'une part en effet, il était et il est toujours politiquement souhaitable et souhaité que le Trésor ait un accès direct à l'épargne populaire.

Cet accès direct, dont le principe est le fruit d'une longue tradition d'appel à l'épargne populaire, représente une diversification dans les sources de financement du Trésor et lui permet de capter la valeur de certains créneaux de financement non encore explorés.
Il a en outre l'avantage de faire détenir une partie de la dette dans des mains stables, celle des épargnants particuliers.

(*) Le présent article est écrit à titre personnel et n'engage en rien l'administration de la trésorerie du S.P.F. Finances.

D'autre part, l'expérience du passé a enseigné que les « emprunts traditionnels », appelés « Philippe[1] » étaient difficiles à gérer dans la mesure où ils s'adressaient à la fois aux investisseurs institutionnels et aux épargnants particuliers de fait (I) de leur « pricing » et (II) de la période de souscription[2], qui représente une option «gratuite » pour les investisseurs institutionnels, en particulier lorsque l'instrument inclut une composante optionnelle (risque d'arbitrage).

Cette expérience enseigne aussi que ces emprunts étaient souscrits en majorité par des investisseurs institutionnels, ce qui n'était pas l'objectif initialement poursuivi d'appel à l'épargne populaire.
Or, comme la pratique de la ristourne de la commission de placement aux investisseurs institutionnels par les membres du consortium de placement était relativement fréquente, on voit immédiatement ce qu'elle pouvait avoir de désavantageux pour le Trésor en terme de coût de financement par rapport aux emprunts de référence que sont les obligations linéaires (OLO).

L'analyse qui va suivre s'attachera dès lors à présenter tout d'abord plus en détail les deux instruments du Trésor à destination des particuliers, à les replacer dans leur contexte et à les comparer.
Une analyse financière permettra ensuite de vérifier s'ils ont atteint (les bons d'Etat) ou sont en passe d'atteindre (les OLOp) les objectifs qui ont présidé à leur création et ce tant du point de vue du particulier-investisseur que de celui de l'Etat-émetteur.
On s'essayera enfin à une synthèse et on défrichera quelques pistes pour l'avenir.

1) Du nom de Philippe Maystadt, Ministre des Finances de l'époque.
2) Les conditions des emprunts "Philippe" (taux d'intérêt et prix d'émission) étaient fixées ne varietur à l'ouverture de la période de souscription.

Partie II : Les instruments du Trésor à destination des particuliers.

II.1. Le bon d'Etat.

II.1.1. Introduction.

Avec le bon d'Etat, dont la première émission a eu lieu le 18 mars 1996, l'objectif poursuivi par le Trésor était de renforcer sa capacité de s'adresser en direct à l'épargne publique, en créant un instrument mieux adapté à cette fin que les emprunts classiques dits "Philippe" à un coût d'émission qui ne soit pas supérieur à celui des OLO.

Le but visé par les bons d'Etat était ainsi d'offrir aux investisseurs particuliers un instrument financier qui leur soit exclusivement réservé, dont le coût "all-in" (commission de placement comprise) restât au même niveau que celui des obligations linéaires pour une même période, sans pour autant "casser" le marché des instruments similaires (bons de caisse et autres) émis par les organismes financiers.

II.1.2. Le placement des bons d'Etat.

Le Trésor souhaitait offrir aux particuliers un instrument à la fois standard et spécifique, qui soit (i) émis régulièrement à des dates prévisibles (l'aspect régularité des émissions est très important pour l'épargne populaire) et (ii) placé par une force de vente motivée.

Ces deux éléments n'étaient pas réalisés avec l'émission des "Philippe", qui étaient émis via un consortium auquel toutes les

institutions de crédit et les sociétés de bourse belges avaient vocation à participer, sans calendrier d'émissions bien précis, celles-ci dépendant des circonstances de marché et des besoins de financement du Trésor.

Dès lors que le bon d'Etat s'adresse aux seuls particuliers et non plus aux investisseurs institutionnels, l'aspect "motivation de la force de vente" a pris une importance toute particulière.

Pour motiver cette force de vente, deux possibilités existaient: augmenter la commission de placement ou sélectionner les établissements placeurs.

On ne s'étendra pas sur les raisons évidentes qui ont amené le Trésor à rejeter l'option de l'augmentation des commissions de placement (en principe, 1,15 % pour le placement des "Philippe").

Quant à sélectionner les établissements chargés de placer le bon d'Etat, une adjudication pour le placement semblait être dans la logique des réformes déjà entreprises dans le cadre de la modernisation de la dette publique (adjudications pour l'acquisition des certificats de trésorerie et des obligations linéaires).

Adjuger le placement des bons d'Etat faisait jouer la concurrence entre les établissements placeurs et donnait une arme commerciale à ceux qui ont acquis le privilège de la distribution face à ceux qui ne l'ont pas acquis.

En l'espèce, l'adjudication pour le placement des bons d'Etat devait couvrir une certaine période : le particulier devait pouvoir préserver ses habitudes et le placeur amortir les efforts prestés pour mettre en place un système de distribution efficace.

La période d'un an a été choisie.

Par la suite, à partir de la campagne 1998-1999 et devant la perspective d'une augmentation tendancielle des commissions adjugées, le Trésor est passé à un système de grille des commissions, où la commission accordée aux établissements placeurs varie en fonction de leur effort de placement.
Même si la grille des commissions a été revue depuis, cette méthode est toujours en vigueur aujourd'hui et le barème des commissions est actuellement le suivant :

- catégorie 1 : pour un engagement de placement de 2,5 à 50 millions d'euros, la commission octroyée par le Trésor est de 0,95 %.

- catégorie 2 : pour un engagement de placement supérieur à 50 millions d'euros jusqu'à 150 millions d'euros, la commission octroyée par le Trésor est de 1,05 %.

- catégorie 3 : pour un engagement de placement supérieur à 150 millions d'euros jusqu'à 300 millions d'euros, la commission octroyée par le Trésor est de 1,10 %.

- catégorie 4 : pour un engagement de placement supérieur à 300 millions d'euros, la commission octroyée par le Trésor est de 1,15 %.

Chaque établissement placeur a droit à la commission de placement arrêtée par le Trésor pour la catégorie dans laquelle rentre son engagement de placement, et ce pour l'entièreté du montant qu'il s'est engagé à placer et à partir du premier euro placé.
Le même taux de commission s'applique à tous les types de bons d'Etat.

Un correctif est toutefois prévu pour les établissements placeurs qui surévalueraient leurs efforts de placement en vue de percevoir une commission supérieure à celle à laquelle ils devraient avoir droit au vu de leurs placements effectifs : le Trésor se réserve le droit d'adapter la commission de placement de l'établissement placeur qui, au terme de la campagne, a placé un montant inférieur à celui qu'il s'était engagé à placer, à condition que :

- le montant réellement placé soit situé dans une catégorie inférieure à la catégorie dans laquelle se situe l'engagement qu'il a pris;

- plus de la moitié des établissements placeurs aient placé un montant égal ou supérieur à leur engagement.

Auquel cas, l'établissement placeur perd le droit à la commission afférente à la catégorie dans laquelle se situe son engagement et acquiert le droit à la commission afférente à la catégorie dans laquelle se situe le montant qu'il a réellement placé.
Le décompte est fait au terme de la dernière émission de la campagne.

Exemple : les 3/4 des établissements placeurs ayant réalisé leurs engagements, un certain établissement placeur a placé en réalité pour 110 millions d'euros alors qu'il avait pris l'engagement de placer 160 millions d'euros.

Le Trésor se réserve expressément le droit de lui appliquer sur tout le montant réellement placé (110 millions) le niveau de commission afférent à la catégorie où se situe son placement réel, soit 1,05 % (catégorie 2) au lieu de 1,10 % (catégorie 3).

L'appel d'offres porte sur un volume à distribuer, quel que soit le type de bon d'Etat qui sera émis. Les offres doivent être libellées

en euros ; le montant de l'offre doit être un minimum de 2,5 millions d'euros ou un multiple de ce montant.

On notera également qu'en vertu de l'article 5 de la loi du 24 décembre 1993[3] relative aux marchés publics et à certains marchés de travaux, de fournitures et de services et de son annexe 2, le contrat pour la désignation des établissements placeurs n'est pas soumis à la réglementation relative aux marchés publics.

II.1.3. Description de l'instrument.

II.1.3.1. Dispositions communes à tous les bons d'Etat.

II.1.3.1.1. Emission.

Comme il a été souligné, la régularité et la prévisibilité des émissions sont un élément important pour le particulier.

Les bons d'Etat sont ainsi émis quatre fois par an à dates fixes.

La *période de souscription* couvre les sept jours bancaires ouvrables qui précèdent la date de jouissance.

Les *dates de jouissance* sont le 4 des mois de mars, juin, septembre et décembre.

La *date de paiement* est le jour bancaire ouvrable qui coïncide avec la date de jouissance ou, à défaut, qui suit immédiatement celle-ci.

3) M.B., 22 janvier 1994 et errata au M.B., 25 février 1997.

Lors des premières années des émissions, le Trésor consultait à chaque émission les établissements placeurs sur les bons d'Etat à émettre.
Depuis l'émission de juin 2003, le Trésor émet systématiquement les bons d'Etat à 5 et à 8 ans (cfr. infra). La consultation des établissements placeurs a dès lors perdu son utilité mais l'établissement placeur qui aurait des objections à ce que les bons à 5 et à 8 ans soient émis sont toujours libres de faire part de leurs remarques au Trésor.

Le coupon et le prix d'émission des bons d'Etat sont fixés au plus tard le dernier jour bancaire ouvrable précédant l'ouverture de la période de souscription, après consultation des établissements placeurs. Cette consultation garde ici tout son sens puisqu'il s'agit de positionner les bons d'Etat dans la gamme des instruments à revenus fixes disponibles pour les particuliers et d'offrir à l'épargnant un rendement adapté à l'état du marché.

En cas d'événement provoquant un changement soudain et significatif dans les rendements du marché, le Trésor peut exceptionnellement renoncer à une émission, abréger la période de souscription ou modifier le prix d'émission, après avoir préalablement consulté les établissements placeurs.

Chaque émission de bon d'Etat constitue en principe un emprunt spécifique, même lorsqu'un même type de bon d'Etat est émis plusieurs fois dans l'année (on notera néanmoins que l'émission de septembre 1997 a consisté en une réouverture du gisement des bons d'Etat émis lors de l'émission de juin 1997).

II.1.3.1.2. Distribution.

On a vu supra qu'un des objectifs du Trésor en créant les bons d'Etat était de réserver cet instrument aux épargnants particuliers. Pour atteindre cet objectif, les établissements placeurs s'obligent expressément à placer les bons d'Etat exclusivement auprès des :

a) personnes physiques qui soit possèdent la nationalité belge, leur domicile ou leur résidence en Belgique, soit disposent des mêmes droits de souscription en vertu du droit communautaire ;

b) fondations ;

c) associations sans but lucratif ;

d) fabriques d'église ou établissements classés par le registre national des personnes morales dans la catégorie « temporel du culte » ;

e) entités établies dans l'Espace Economique Européen qui sont similaires aux entités énumérées ci-dessus et qui disposent des mêmes droits de souscription en vertu du droit communautaire.

L'objet social principal des personnes visées aux b) à e) ci-avant ne peut pas être une activité dans le secteur financier ou le secteur des assurances[4].

4) On entend par activités dans les scteurs financiers et des assurances des activités dans les secteurs dont le code NACE (au sens du Règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil du 9 octobre 1990 relatif à la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne) commence par 65, 66 ou 67.

Les bons d'Etat peuvent néanmoins être placés auprès d'une personne morale assujettie à l'impôt belge des sociétés ou à un impôt similaire étranger si elle agit en qualité de mandataire ou de commissionnaire d'une personne visée aux a) à e) ci-avant.
Ils ne peuvent évidemment pas être placés auprès de cette personne si elle agit en qualité de mandataire ou de commissionnaire d'une personne à qui la vente des bons d'Etat n'est pas permise.

Les établissements placeurs s'engagent à justifier à tout moment envers l'Etat du respect de l'obligation de placement auprès des particuliers.
La charge de la preuve ou du contrôle repose sur l'établissement placeur.

L'établissement placeur décharge sa responsabilité en obtenant une attestation conforme du souscripteur, de son mandataire ou de son commissionnaire. Sauf faute lourde de sa part, il ne supporte pas la responsabilité d'une fausse déclaration.

II.1.3.1.3. Formes des titres et coupures.

Les bons d'Etat peuvent revêtir deux formes :

- Titre vif (ou inscrit en compte à découvert).

- Titre nominatif (inscription aux grands-livres de la dette de l'Etat).

Quatre coupures sont disponibles pour les bons d'Etat : 200, 1.000, 2.000 et 10.000 euros.

Le bon d'Etat n'est pas éligible au système de liquidation fiscal de la Banque Nationale ("clearing X/N").

II.1.3.1.4. Marché secondaire.

Tous les bons d'Etat sont cotés sur un marché réglementé au sens de l'article 1er, 13) de la Directive 93/22/CEE du Conseil concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.
Le Fonds des Rentes régule le marché des bons d'Etat en bourse de Bruxelles (Euronext Bruxelles). Il publie chaque jour pour chaque bon d'Etat un cours appelé « fixing », qui est le cours auquel il accepte de se porter contrepartie.
Ce cours est un « fair price » en ce sens qu'il reflète la volonté du Fonds des rentes de coter un prix « honnête » aux particuliers qui veulent acheter ou vendre un bon d'Etat.

Le taux des courtages applicables aux transactions sur bons d'Etat peut être fixé par le Ministre des Finances conformément à la loi et après consultation des établissements placeurs.
Ce dernier n'a pas fait usage de cette compétence jusqu'à ce jour.

II.1.3.1.5. Fiscalité.

Les coupons des bons d'Etat sont payables après déduction du précompte mobilier dû sur les titres à revenus fixes.

En ce qui concerne la taxe sur les opérations de bourse et la taxe sur la livraison des titres au porteur, la Belgique a été condamnée le 15/7/2004 par la Cour de Justice des Communautés Européennes. La taxe sur les opérations de bourse (TOB), en vigueur depuis le 10 février 1914, et la taxe sur la livraison de titres au porteur (TLT), en vigueur depuis le 1er janvier 1997, qui étaient prélevées sur

l'émission de titres nouveaux sont incompatibles avec la Directive européenne 69/335/CEE du 17 juillet 1969 concernant les impôts indirects frappant les rassemblements de capitaux.

Par conséquent, depuis le 15 juillet 2004, les souscripteurs ne doivent plus payer la taxe sur les opérations de bourse ni la taxe sur la livraison de titres au porteur lors de l'émission des bons d'Etat.

II.1.3.1.6. Prescription.

- Coupons : 5 ans à compter de leur date ultime d'exigibilité, qu'ils soient attachés ou non au manteau.

- Manteau : 30 ans à partir de l'échéance finale.

II.1.3.1.7. Service financier.

Le remboursement par anticipation (pour les bons d'Etat 5/7 et 3/5/7, cfr. infra) n'est pas admis si un ou plusieurs coupons postérieurs à celui de l'échéance à laquelle le remboursement anticipé est demandé, sont manquants.

II.1.3.2. Dispositions spécifiques à chaque type de bon d'Etat[5].

Depuis la première émission en juin 1996, le Trésor a émis plusieurs sortes de bons d'Etat : le bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans (le « 5/7 »), le bon d'Etat 3/5/7 à taux d'intérêt révisable et minimum garanti (le « 3/5/7 »), le bon d'Etat à 8 ans et le bon d'Etat à 5 ans.

5) Les conditions financières de chaque bon d'Etat émis (taux d'intérêt, prix de souscription) sont fixées par arrêté ministériel.

II.1.3.2.1. Le bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans (5/7) (et le bon d'Etat à 5 ans).

- Titre à revenu fixe avec coupons annuels.

- Echéance : 5 ans, avec option de prolongation du détenteur pour deux années supplémentaires au même taux (soit de 5 à 7 ans).

- Remboursement au pair (après 5 ans ou après 7 ans en cas d'exercice de l'option de prolongation par le détenteur).

Le détenteur qui a opté pour reporter l'échéance du titre jusqu'à la septième année acquiert le droit d'encaisser le sixième et le septième coupons attachés au manteau à leur date d'exigibilité respective.

L'option de report du remboursement jusqu'à la septième année est irréfragablement censée avoir été exercée au moment de la présentation du sixième coupon au paiement.

Pour le calcul du point de départ du délai de prescription du manteau (30 ans, cfr. supra), l'option de prolongation est toujours supposée avoir été exercée.

Lorsque le bon d'Etat fait l'objet d'une inscription nominative dans un Grand-livre de la dette de l'Etat, le détenteur doit notifier à l'Administration sa volonté de prolonger l'échéance pour deux années supplémentaires au plus tard le sixième jour ouvrable précédant l'échéance de la cinquième année, à défaut de quoi l'Administration lui remboursera son capital nominal.

Le bon d'Etat 5/7 a été émis depuis l'émission de juin 1996 jusqu'à l'émission du 4/3/2003 après laquelle il a été remplacé par un bon d'Etat « sec » à 5 ans, dont les caractéristiques techniques sont identiques à celles du bon d'Etat 5/7 à l'exception de l'option de prolongation de deux années au terme de la cinquième année.

II.1.3.2.2. Le bon d'Etat 3/5/7 à taux d'intérêt révisable et minimum garanti.

Ce bon d'Etat a été émis de la première émission en juin 1996 jusqu'à l'émission du 4/9/1999, après laquelle il a été remplacé par le bon d'Etat à 8 ans.

Ses caractéristiques techniques sont les suivantes :

- Titre à revenu fixe avec coupon annuel.

- Taux révisable avec revenu minimum garanti.

- Echéance : 7 ans.

- Remboursement au pair à l'échéance finale.

- Option en faveur du détenteur de demander le remboursement au pair la troisième et la cinquième année.

- Coupon : chaque période (jusqu'à 3 ans, 3 à 5 ans, 5 à 7 ans) a son coupon spécifique.
  Le premier coupon et les taux minimum garantis étaient fixés par référence au taux des bons de caisse de même date d'échéance.

Les taux révisés sont fixés par référence au rendement des obligations linéaires.

La vie du bon d'Etat 3/5/7 est divisée en trois périodes de respectivement 3, 2 et 2 ans.

Chaque période a un coupon spécifique.

Les taux révisés sont fixés par référence au rendement des obligations linéaires à deux ans de leur échéance finale au moment considéré.

Le détenteur a la faculté de demander le remboursement anticipé au pair aux troisième et cinquième anniversaires de l'émission du bon d'Etat 3/5/7.

L'option peut être exercée à concurrence d'un montant maximal total de 375.000 € par personne.

Les demandes de remboursement par anticipation sont reçues par les établissements placeurs ou par le service du grand-livre de la dette de l'Etat à dater du cinquième jour ouvrable et bancaire qui précède l'échéance facultative, jusqu'à la date de cette échéance incluse.

A défaut d'exercice dans le délai, l'option est réputée n'avoir pas été exercée.

Le remboursement par anticipation des inscriptions nominatives dans un grand-livre de la dette de l'Etat est effectué le jour ouvrable et bancaire suivant l'introduction de la demande et au

plus tôt le jour du paiement des intérêts de la période concernée.

La commission de placement est attribuée sur base du montant effectivement placé par les établissements placeurs. Elle est toutefois pondérée globalement par la valeur nominale des titres restant en circulation après l'expiration du délai d'exercice de la première option de remboursement anticipé.
La commission de placement est versée en deux tranches : la première tranche après la période de souscription et la deuxième tranche après l'expiration du délai d'exercice de la première option de remboursement anticipé (T + 3).

En compensation de son paiement échelonné, la deuxième tranche de la commission porte intérêt au même taux que le rendement du bon d'Etat sur la période considérée.

Le taux des obligations linéaires servant de base au calcul du taux révisé pour la deuxième (années 4 et 5) et pour la troisième périodes (années 6 et 7) est le rendement actuariel moyen à deux ans des obligations linéaires, tel qu'il est calculé par le Fonds des Rentes et publié chaque jour ouvrable et bancaire à la page SRFJ du Fonds dans le système Reuters.
La moyenne est calculée sur les cinq jours ouvrables et bancaires précédant les cinq jours ouvrables et bancaires avant la date de mise en vigueur du nouveau taux.
Des règles de calcul particulières sont prévues au cas où ces données ne seraient pas disponibles.

Les taux d'intérêt révisés sont publiés à la cote officielle de la bourse de Bruxelles (Euronext Bruxelles), dans la presse financière et sur les systèmes REUTERS et TELERATE. Ils sont confirmés par un arrêté ministériel.

II.1.3.2.3. Le bon d'Etat à 8 ans.

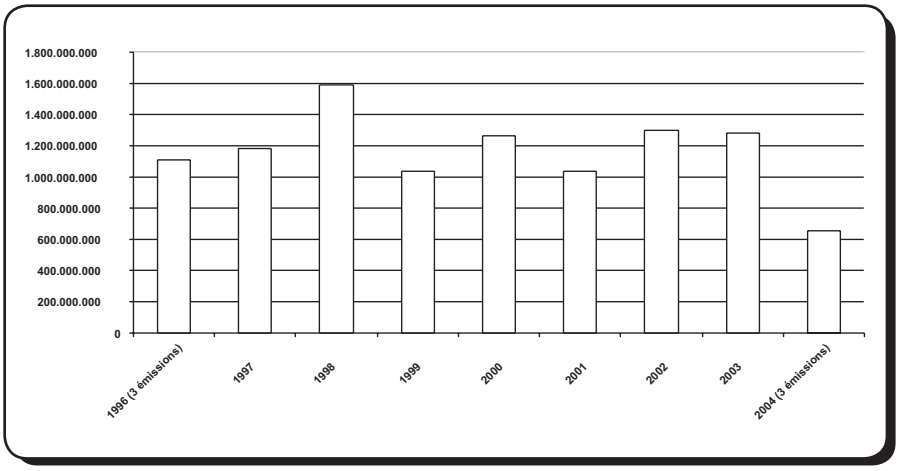
Il est émis à chaque émission depuis celle du 4/12/1999 pour remplacer le bon d'Etat 3/5/7. Ses caractéristiques sont les suivantes :

- Titre à revenu fixe avec coupons annuels.
- Echéance : 8 ans.
- Remboursement au pair.

II.1.4. Les émissions.

Le graphique 1 ci-après montre la répartition annuelle du volume des bons d'Etat émis depuis la première émission du 18/6/1996 jusqu'à celle du 4/9/2004 incluse (34 émissions).

Graphique 1 : Volumes émis (18/6/1996 au 4/9/2004).

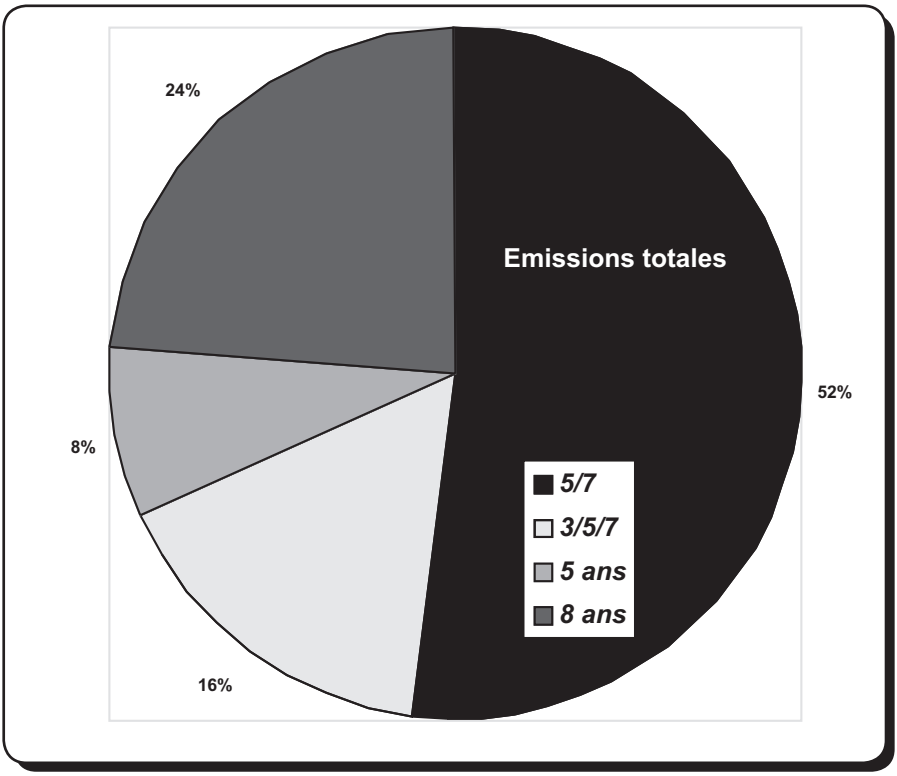


C'est un total de 10,5 milliards d'euros qui a été émis depuis l'origine, soit en moyenne 307,4 millions d'euros par émission.

Un enseignement intéressant du graphique 1 est qu'il existe manifestement un public stable pour les bons d'Etat, dont le potentiel d'investissement est de l'ordre d'un milliard d'euros par an. Il est en effet frappant de constater la très grande stabilité des volumes annuels émis, qui se situent bon an, mal an et à la limite quelles que soient les conditions de marché (qui a beaucoup bougé et dans tous les sens en neuf ans), à un peu plus d'un milliard d'euros.

Le graphique suivant reprend la part de chaque bon d'Etat dans le total des émissions.

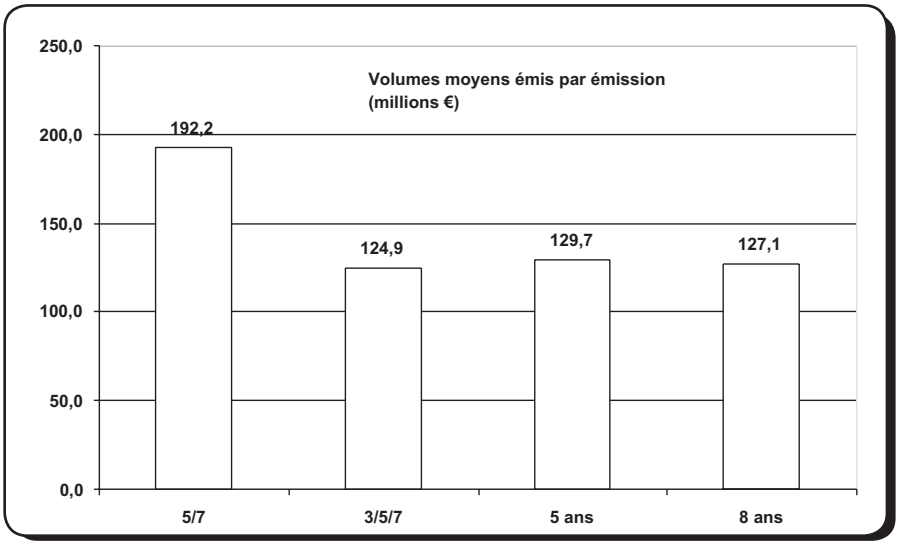
Graphique 2 : Part de chaque bon d'Etat dans le total des émissions.



On voit que le bon d'Etat 5/7 représente 52 % du total des émissions, contre 24 % pour le bon à 8 ans, 16% pour le 3/5/7 et 8 % pour celui à 5 ans.

L'analyse du volume moyen de chaque bon d'Etat émis à chaque émission est éclairante. Elle est illustrée par le graphique suivant.

Graphique 3 : Volume moyen de chaque bon d'Etat émis.



Il ressort clairement de ce graphique que c'est le bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans qui a connu le plus de succès, avec presque 200 millions d'euros émis en moyenne à chaque émission.
Par conséquent, le remplacement de ce bon d'Etat par le bon d'Etat à 5 ans à partir de l'émission du 4 juin 2003 peut difficilement être considéré pour le Trésor comme un succès en terme d'émission dans la mesure où le nouveau bon d'Etat à 5 ans n'attire en moyenne que les 2/3 des amateurs du bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans.

Le remplacement du bon d'Etat 3/5/7 par le bon d'Etat à 8 ans à partir de l'émission du 4/12/1999 est par contre plus neutre, les deux instruments attirant grosso modo le même intérêt des investisseurs (124,9 millions d'euros par émission en moyenne pour le bon d'Etat 3/5/7 contre 127,1 millions pour le bon à 8 ans).

II.2. Les OLOp.

II.2.1. Introduction.

On sait que les OLO sont généralement perçues comme étant des instruments financiers réservés aux investisseurs institutionnels.

Cette perception n'est pas fausse, mais il faut constater que les Ministres des Finances successifs ont fait des efforts en leur temps pour les rendre attractives également pour les particuliers.
La création du clearing X/N est un bel exemple de ces efforts parmi d'autres[6], l'idée à la base de la construction étant de favoriser les transactions entre investisseurs exonérés et Non exonérés du précompte mobilier.
Il serait néanmoins présomptueux d'affirmer que ces efforts ont pleinement réussi.

Il n'empêche que les particuliers représentent un potentiel de diversification intéressant tant pour le Trésor (diversification et stabilisation de sa base d'investisseurs) que pour le secteur bancaire (vente d'un produit à rendement intéressant, lié à un compte-titres et sans les inconvénients de la forme papier).

Si l'on examine l'exemple français, l'on constate que 1,6 % des O.A.T est détenu par des investisseurs « grand public », alors que ces derniers ne représentent que 0,5 % de la détention des OLO en Belgique. Ce marché a donc un potentiel intéressant en Belgique, même si limité.

---

6) Citons notamment la réduction à 1 centime de la coupure minimum des OLO et des certificats de trésorerie, la suppression de plafond de 25 millions de BEF pour la limite des transactions en bourse, le fixing du Fonds des rentes pour les OLO, etc...

Enfin, dans le cadre de l'entrée en vigueur de la directive européenne sur la taxation de l'épargne, on pouvait prévoir le rapatriement en Belgique de flux financiers importants, auxquels des instruments financiers adaptés devaient être proposés.

Ce sont les raisons pour lesquelles a été décidée la création de l'OLOp, qui est la dernière étape en date dans le processus d'élargissement du marché des OLO vers les particuliers.

II.2.2. Description de l'instrument.

II.2.2.1. Généralités.

Le principe de base est de ne pas faire d'émissions spéciales d'OLO pour les particuliers mais de rattacher aux émissions habituelles du Trésor (syndications et adjudications) la possibilité pour les particuliers de souscrire aux OLO sur le marché primaire. On sait en effet que les particuliers sont attachés à la régularité des émissions et qu'ils apprécient des périodes de souscription régulières.

Le Trésor a par conséquent créé l'OLOp, qui est une OLO à coupon court.
On sait que lors de l'émission des OLO, les investisseurs institutionnels payent le coupon couru entre la tombée du coupon précédent et le jour de paiement. Cette pratique –habituelle dans les marchés financiers- est cependant peu connue du particulier, d'où la création d'une OLO à coupon court, l'OLOp, pour laquelle il ne paye pas le coupon couru.
L'OLOp devient fongible avec l'OLO correspondante (c. à d. l'OLO émise pour les investisseurs institutionnels) à la tombée du premier coupon qui suit sa date d'émission (et perd par conséquent son code ISIN propre).

Le particulier est défini comme la personne physique ou morale qui ne peut détenir qu'un compte « N » (compte non exonéré de précompte mobilier) dans le clearing X/N de la Banque Nationale de Belgique, à l'exclusion de la personne morale qui a des activités commerciales dans le secteur financier ou des assurances.

Pour assurer la distribution des OLOp, le Trésor a créé un corps d'établissements placeurs en OLO qui souscrivent à un cahier des charges (sans prise ferme), sur le modèle des établissements placeurs du bon d'Etat. Ces établissements placeurs ne souscrivent aucune prise ferme.
Les établissements placeurs en OLO s'approvisionnent en titres auprès de la B.N.B. sur le marché primaire et sont à même de justifier à tout moment du placement effectif de ces titres sur le marché primaire chez un particulier (« N »).

Sont seuls admissibles à postuler la qualité d'établissement placeur en OLO :

- Les établissements de crédit visés à l'article 2, 10°, a) et b) de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers ;
- Les entreprises d'investissement visées à l'article 2, 10°, d) et e) de la loi du 2 août 2002.

Le Trésor choisit les établissements placeurs en OLO sur base du « business plan » que lui remet chaque impétrant.
Ce programme d'action doit décrire au minimum (I) les mesures qu'il s'engage à mettre en oeuvre pour favoriser l'accès des particuliers au marché des OLO, (II) le volume qu'il s'estime capable de placer pendant la durée de son mandat (cfr. 2) et (III) tous les frais liés aux transactions sur OLO qu'il portera à charge des particuliers.

Chaque établissement placeur en OLO s'engage à placer un minimum de 2,5 millions d'euros (marchés primaire et secondaire confondus) pendant la durée de son mandat.

Le Trésor se réserve le droit de refuser la candidature d'un établissement placeur en OLO et de retirer la qualité d'établissement placeur en OLO à l'établissement qui contreviendrait aux dispositions du cahier des charges. La décision du Trésor prend effet dans les huit jours de sa notification à l'établissement concerné.
Les établissements placeurs en OLO peuvent quant à eux renoncer à leur qualité après en avoir averti le Trésor. Leur décision prend effet dans les huit jours de sa notification au Trésor.

II.2.2.2. Marché primaire.

- Une période de souscription spécifique est réservée aux seuls particuliers (au sens défini supra) pour les titres émis par adjudication ou par syndication par le Trésor.

- La durée de la période de souscription pour le particulier est de sept jours ouvrables. Elle prend cours :
  - en cas d'adjudication : le premier jour bancaire ouvrable qui suit le jour de l'adjudication compétitive ;
  - en cas de syndication : le premier jour bancaire ouvrable qui suit le jour de la fixation du prix de l'émission.

- La date de jouissance et la date de paiement sont le premier jour bancaire ouvrable qui suit le dernier jour de la période de souscription.

- Le prix de souscription pour le particulier est le prix moyen pondéré de l'adjudication (« reoffer price » pour les syndications) majoré de la commission de placement (cfr. infra), laquelle est à sa charge.

- L'OLOp souscrite par le particulier est une OLO à coupon court, qui devient fongible avec le gisement adjugé ou émis par syndication à l'échéance du premier coupon qui suit la souscription.

- Les emprunts auxquels les particuliers peuvent souscrire sont exclusivement les (la) ligne(s) adjugée(s) ou syndiquée par le Trésor lors de l'émission considérée.

II.2.2.3. Marché secondaire.

- Les frais de courtage tarifés par les établissements placeurs en OLO en ce qui concerne le marché secondaire relèvent de leur politique commerciale.

- Le Fonds des rentes régule le marché secondaire des OLO et des OLOp au profit des particuliers comme il le fait pour les autres emprunts d'Etat (Euronext Bruxelles).

II.2.2.4. Droits des établissements placeurs en OLO.

Les établissements placeurs en OLO jouissent des droits suivants :

1. Porter le titre de « établissement placeur en OLO » pendant la durée de leur mandat. Le mandat d'établissement placeur en OLO prend cours le 1/3/2004 et finit le 31/12/2004.

2. S'approvisionner en titres auprès de la B.N.B. conformément aux dispositions du cahier des charges (conformément au manuel de procédure du Trésor).

3. Bénéficier d'une commission de placement à charge du particulier selon le barème maximum suivant :

   Marché primaire :

   - 90 centimes en sus du prix des titres souscrits pour les OLO ayant une maturité résiduelle inférieure à 6 ans à l'émission ;
   - 105 centimes en sus du prix des titres souscrits pour les OLO ayant une maturité résiduelle égale ou supérieure à 6 ans et inférieure à 11 ans à l'émission ;
   - 120 centimes en sus du prix des titres souscrits pour les OLO ayant une maturité résiduelle égale ou supérieure à 11 ans à l'émission ;

   Marché secondaire : les mêmes conditions que pour les autres produits obligataires de même nature (crédit comparable de l'émetteur, liquidité comparable de l'émission) distribués par l'établissement placeur en OLO.

II.2.2.5. Obligations des établissements placeurs en OLO.

Les établissements placeurs en OLO s'engagent à :

- Vendre les OLOp sur le marché primaire exclusivement auprès des titulaires d'un compte « N » à l'exception de ceux qui ont une activité commerciale dans le secteur financier ou le secteur des assurances[7].

- Respecter le prix de souscription pour le particulier, soit le prix moyen pondéré de l'adjudication (« reoffer price ») pour les syndications) majoré de la commission de placement.

7) On entend par activités dans les secteurs financiers et des assurances des activités dans les secteurs dont le code NACE (au sens du Règlement (CEE) n° 3037/90 du Conseil du 9 octobre 1990 relatif à la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne) commence par, 65, 66 ou 67.

- Respecter le montant maxima de la commission à payer par les particuliers.

- Accorder aux particuliers qui détiendront en compte chez eux les OLO qu'ils auront souscrites sur le marché primaire ou achetées sur le marché secondaire, les mêmes conditions (droits de dossier, de garde, etc…) que pour les autres produits obligataires de même nature (crédit comparable de l'émetteur, liquidité comparable de l'émission) qu'ils gardent en compte au profit des particuliers.

- Mettre en place des canaux de transmission des ordres et d'exécution des transactions qui permettront de satisfaire au mieux les besoins des particuliers en la matière.

- Ne pas fixer d'ordres minima sur le marché primaire ni sur le marché secondaire étant toutefois entendu qu'ils sont autorisés à refuser les ordres inférieurs à 200 € en fonction de leur politique commerciale.

- Porter clairement à la connaissance des particuliers tous les frais liés aux transactions sur OLO : tous les frais (commission de placement, frais de transactions, droits de garde, autres frais) doivent faire l'objet d'une identification spécifique, complète et très claire de la part des établissements placeurs en OLO (tarifs visibles en agence, mentions spéciales sur les sites internet, etc…).

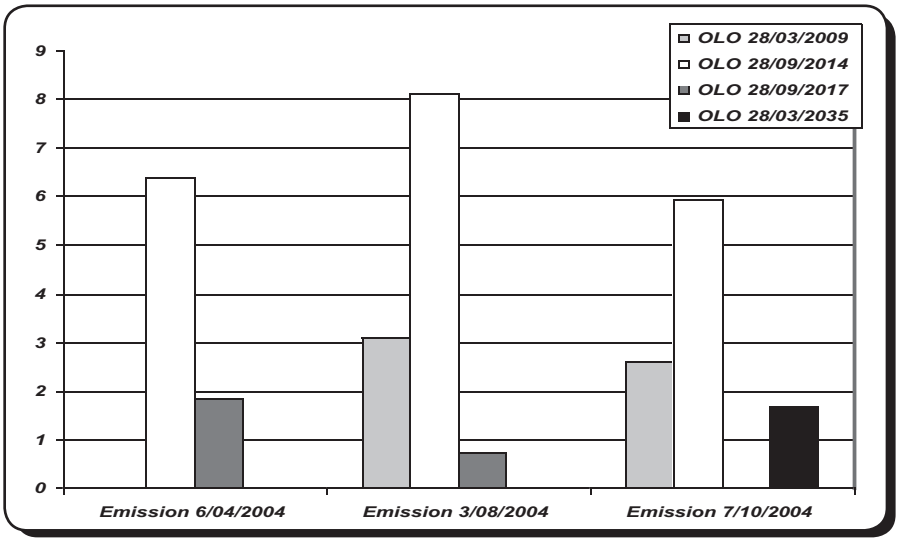
- Faire rapport au Trésor à la fin de leur mandat du volume total des OLO qu'ils ont placées auprès des « N » sur le marché secondaire.

II.2.3. Les émissions d'OLOp.

A la date de la rédaction de la présente (novembre 2004), les OLOp ont été émises trois fois : en avril, août et octobre 2004, chaque fois à la suite de l'adjudication correspondante des OLO (mars, juillet et septembre).

Le graphique 4 synthétise le résultat des trois émissions de l'année 2004.

Graphique 4 : Les émissions d'OLOp



Il est clair que le volume des OLOp émis reste limité : 8,24 millions d'euros pour l'émission du 6/4/2004, 11,95 pour celle du 3/8/ et 10,24 pour celle du 7/10.

Nous examinerons infra les causes possibles de ce peu de succès.

En ce qui concerne les conditions d'émission, les OLOp sont émises par définition aux conditions du marché, c. à d. aux mêmes conditions que celles dont bénéficient les investisseurs institutionnels et les banques qui ont pris part à l'adjudication, puisque le prix de souscription pour les particuliers est le prix moyen pondéré de l'adjudication des institutionnels.

II.3. Comparaison des instruments.

Le tableau ci-après compare les instruments émis par le Trésor (bons d'Etat et OLOp) :

	Bons d'Etat	**OLO(p)**
Emetteur :	Etat fédéral	Etat fédéral
Régime d'émission : sans prise ferme.	Etablissements placeurs spécifiques qui souscrivent à un cahier des charges sans prise ferme	Etablissements placeurs spécifiques qui souscrivent à un cahier des charges sans prise ferme
Liquidité :	Fixing en bourse(Euronext Bruxelles) du Fonds des rentes.	- Fixing en bourse Bruxelles) du Fonds des rentes ; - Marché hors bourse réglementé (OLO) ; - Cotations obligatoires par 16 primary dealers et 5 teneurs de marché sur MTS Belgique.
Marché primaire :	Réservé aux particuliers (interdit aux institutionnels)	Réservé aux particuliers (interdit aux institutionnels)
Fixation des conditions d'émission :	Par référence aux marchés des bons de caisse et des OLO.	Mêmes conditions que les investisseurs institutionnels (prix moyen pondéré de l'adjudication)
Période de souscription :	7 jours	7 jours
Marché secondaire :	Accessible à tous (particuliers et institutionnels)	Accessible à tous (particuliers et institutionnels)
Commissions : - Emission : - Coupons : - Remboursement final :	 A charge de l'Etat A charge de l'Etat A charge de l'Etat	 A charge de l'investisseur Non Non
Nombre annuel d'émissions :	4 fixes	4 fixes et 2 flottantes

Maturité la plus longue :	8 ans	30 ans
Maturités disponibles sur le marché secondaire :	Maximum 8	21
Règlement-liquidation :	Système sui generis (hors du clearing X/N)	Clearing X/N
Précompte mobilier :	Régime général	Régime général
Anonymat de la souscription :	Régime général du « secret bancaire » et procédures opérationnelles des établissements financiers.	Régime général du « secret bancaire » et procédures opérationnelles des établissements financiers.
Formes des titres :	- Physique (papier) ; - Inscription nominative ; - Dématérialisée sur adossement d'un titre papier	- Forme exclusivement dématérialisée ; - Inscription nominative.

On constate que ces deux instruments sont assez semblables. Si l'on fait abstraction des différences purement techniques , les éléments suivants sont les principales différences :

Le choix.

Avec l'OLOp et l'OLO, l'investisseur a accès à tout l'éventail des maturités des OLO, qui va de 1 à 30 ans, ce qui est un choix bien plus vaste que le bon d'Etat dont la maturité la plus longue est de 8 ans.

La liquidité.

Du point de vue de la liquidité, même si la liquidité du bon d'Etat n'a jamais été critiquée, la liquidité de l'OLO est évidemment supérieure puisque si l'OLO est bien sûr traitée en bourse (fixing du Fonds des rentes sur Euronext Bruxelles comme le bon d'Etat), elle bénéficie surtout de la liquidité du marché professionnel, qui se déploie notamment sur le marché hors bourse réglementé et sur la plate forme de « trading » électronique MTS Belgique.

Ces deux marchés sont certes des marchés professionnels, mais il est clair que les particuliers bénéficient pour les OLO de la liquidité spécifique du marché des OLO, qui est le marché des investisseurs institutionnels.

La livraison.

L'OLOp existe exclusivement sous forme dématérialisée alors que le bon d'Etat est un titre livrable.

Le rendement.

Ce point sera discuté infra.

Partie III : Analyse financière.

III.1. Introduction.

Dans cette partie, on tente un essai d'évaluation de la politique d'émission des bons d'Etat en vue de répondre à une double question: quel est le coût pour le Trésor de l'émission des bons d'Etat par rapport à l'émission d'obligations linéaires, qui sont les emprunts de référence de l'Etat ? Quel est le rendement que le particulier obtient en investissant dans des bons d'Etat ?

III.2. Hypothèses de travail.

L'analyse est fondée sur les hypothèses de travail suivantes :

1° On n'a pas tenté de faire une évaluation au centime près de la stratégie d'émission du Trésor, ni en ce qui concerne le coût de cette stratégie, ni en ce qui concerne le bénéfice qu'en a récolté l'investisseur. L'objet de l'analyse est simplement de vérifier d'une part si, comme il en avait l'objectif, l'Etat est parvenu à se financer avec les bons d'Etat à un coût qui ne soit pas supérieur à celui des OLO et de l'autre quel a été l'impact de cette stratégie d'émission sur les conditions d'émission dont a bénéficié le particulier.

2° On pose le principe que le Trésor aurait émis (et que le particulier aurait acheté) des obligations linéaires de même maturité s'il n'avait pas émis (acheté) de bons d'Etat.
Le point de comparaison retenu est donc le rendement d'une obligation linéaire de maturité identique au bon d'Etat émis.
En pratique, on s'est basé sur les cotations du Fonds des rentes, qui calcule chaque jour le rendement des OLO à maturités constantes.
Ce rendement, appelé ci-après "rendement de référence", est le rendement du jour où le prix d'émission des bons d'Etat est fixé (en principe, le jour ouvrable qui précède le premier jour de la période de souscription).

3° Il est tenu compte de la valeur de la commission de placement mais pas du prix des options.

Le prix des options incorporées dans les bons d'Etat est en effet intéressant : ces options ont-elles ou non un prix ?

Si la réponse était claire pour des emprunts dits classiques tel le Philippe XVII (3/6/9), elle l'est beaucoup moins pour le bon d'Etat :

- en vertu du cahier des charges (cfr. supra), seuls les particuliers peuvent souscrire au bon d'Etat alors que la souscription des emprunts classiques était ouverte tant aux particuliers qu'aux investisseurs institutionnels - et on sait qu'ils étaient en large majorité acquis par ces investisseurs institutionnels.

- les gisements des bons d'Etat sont faibles en comparaison avec ceux des emprunts "classiques", ce qui démontre du reste que l'interdiction de vendre aux investisseurs institutionnels est respectée, en particulier les gisements du bon d'Etat 3/5/7, qui comporte les options les plus significatives (taux minima garantis ; cfr. supra graphique 3);

- les options pour le bon d'Etat 3/5/7 ne pouvaient être exercées qu'à concurrence d'un montant limité par personne, ce qui en réduisait l'intérêt pour les professionnels.

Bref, si les options sont bien réelles, il n'y a pas de marché sur lequel elles pouvaient être négociées.
On peut donc soutenir qu'elles n'ont pas de prix, puisqu'il n'y a pas de marché sur lequel on peut les vendre ou les acheter.

Cette approche de l'absence de prix des options a d'ailleurs été partagée dans les faits par une large majorité d'établissements placeurs, notamment les plus importants et en pratique par le Fonds des Rentes, dont les cotations sur le marché secondaire sont faites "hors options".

Prendre pour hypothèse de travail celle de l'absence de prix des options n'est assurément pas dire que ces options n'ont pas de valeur : le raisonnement est que la valeur des ces options est indéterminable puisqu'il n'y a pas de marché sur lequel leur prix pourrait être fixé.
L'on est par conséquent fondé à mener l'analyse sans tenir compte de la valeur des options.

4° Il n'est pas tenu compte non plus des deux éléments suivants dans l'analyse :

- le "return taxatoire", soit le précompte mobilier, la taxe sur les opérations de bourse (T.O.B., 0,14 %) et la taxe sur la livraison des titres au porteur (0,20 %) lorsqu'elles étaient d'application (cfr. supra).
- les commissions et frais divers tarifés par les établissements financiers. Ces commissions et frais varient trop d'un établissement à l'autre, voire en fonction de la relation avec la clientèle, pour pouvoir être intégrés dans une analyse. Ces éléments sont du reste étrangers au bon d'Etat en tant que tel.

5° Horizon d'analyse.

L'horizon d'analyse des bons d'Etat à 5 et 8 ans est évidemment respectivement 5 et 8 ans.
Pour les bons d'Etat 5/7 et 3/5/7, l'horizon d'analyse choisi est de 7 ans. On a donc considéré que le porteur gardait son titre jusqu'à l'échéance finale.

Cette hypothèse de travail est fondée sur les considérations suivantes :

1). Bon d'Etat 3/5/7.

On constate que ce titre a été gardé (ou sera gardé) jusqu'à l'échéance finale (7 ans) par une très large majorité des porteurs (de 90 % à 99 %, à l'exception des bons d'Etat émis les 4/3 et 4/6/99 avec un pourcentage de respectivement 77 % et 76 % de porteurs jusqu'à l'échéance finale. Voir annexe pour les détails).

Ces pourcentages sont calculés en divisant le total des titres en circulation après l'échéance de la deuxième option de remboursement anticipé (le « put » après 5 ans) par le montant émis. Des titres peuvent certes encore être présentés au remboursement anticipé après la période d'exercice de l'option « put » pendant la troisième période de la vie de l'obligation, mais il s'agit de montants négligeables.

L'on pourrait certes raffiner l'analyse en fonction du volume des titres en circulation après l'échéance de la première option de remboursement anticipé et pondérer le coût d'émission en fonction des volumes respectifs en circulation après l'échéance des deux périodes de remboursement anticipé mais cela n'aurait qu'un effet marginal sur le résultat global de l'analyse.

L'on est par conséquent fondé à prendre un horizon d'analyse de 7 ans pour le bon d'Etat 3/5/7 et à en comparer le coût d'émission pour l'Etat et le rendement pour le particulier à une OLO d'une maturité de 7 ans.

2). Bon d'Etat 5/7.

Les choses sont un peu plus compliquées en ce qui concerne le bon d'Etat 5/7 et il faut faire une distinction entre les bons d'Etat émis avant le 4/12/1999 et ceux émis à partir du 4/12/1999 étant donné le moment de rédaction de la présente analyse (novembre 2004).

- Bons d'Etat 5/7 émis avant le 4/12/1999 : pour ces bons d'Etat, on connaît l'encours en circulation après la période d'exercice de l'option de prolongation de deux ans et donc l'encours qui sera porté jusqu'à l'échéance finale.

Lorsque l'on fait le rapport entre le volume émis et l'encours en circulation après la période d'exercice de l'option de prolongation de deux ans, on constate qu'entre 94 % et 99 % des porteurs ont exercé leur option de prolongation de deux ans (cfr. infra annexe pour les détails ; avec les mêmes réserves en ce qui concerne les bons d'Etat présentés au remboursement anticipé après la période d'exercice de l'option de prolongation, mais ici aussi il s'agit de montants négligeables).

L'on est par conséquent fondé à prendre un horizon d'analyse de 7 ans pour le bon d'Etat 5/7 et à en comparer le coût d'émission pour l'Etat et le rendement pour le particulier à une OLO d'une maturité de 7 ans.

- Bons d'Etat émis à partir du 4/12/1999 : pour ces titres, on ne connaît pas (à la date de rédaction de cette contribution) le pourcentage des porteurs qui choisiront d'exercer leur option de prolongation de deux ans. Pour estimer ce pourcentage et par conséquent vérifier s'il était également approprié de prendre un horizon de 7 ans pour l'analyse financière, l'on a utilisé les taux forward à 2 ans[8].
  L'hypothèse sous-jacente est que si le rendement du bon d'Etat au moment (dans le futur) de la période d'exercice de l'option de prolongation est supérieur au taux forward à deux ans au même moment (tel que calculé à la date de la rédaction de la présente analyse), le porteur choisira d'exercer son option de prolongation et conservera son titre jusqu'à l'échéance finale (7 ans).
  On sait certes que les taux forward sont loin d'être un instrument idéal pour pronostiquer des taux dans le futur puisqu'ils sont dépendants des taux présents, mais il fallait faire une hypothèse sur l'horizon de détention des bons d'Etat dont on ne sait pas aujourd'hui si les porteurs opteront ou non dans le futur pour l'option de prolongation.

8) En vigueur à la date de rédaction du présent chapitre.

Dans cette hypothèse de travail, tous les taux forward à deux ans aux dates d'exercice des options de prolongation sont inférieurs aux taux des bons d'Etat 5/7, à l'exception des forward à deux ans des 4/12/2007 et 4/3/2008.

Pour la facilité de l'exposé, on a néanmoins supposé que l'option de prolongation des bons d'Etat 5/7 émis les 4/12/2002 et 4/3/2003 sera exercée les 4/12/2007 et 4/3/2008, même si les taux forward à 2 ans aux 4/12/2007 et 4/3/2008 sont (légèrement) supérieurs au rendement à l'émission des bons d'Etat en question.

Sans revenir sur les limitations inhérentes à l'utilisation des taux forward pour prévoir des taux dans le futur et comme les échéances des 4/12/2007 et 4/3/2008 sont lointaines, on a considéré par facilité que ces deux bons d'Etat en question (codes ISIN 952 et 954) seraient portés jusqu'à l'échéance finale. De toutes les façons, même si les porteurs devaient massivement refuser d'exercer l'option de prolongation de deux ans, l'influence de cette situation sur l'appréciation financière globale des bons d'Etat serait marginale.

On considère dès lors qu'il est fondé de prendre un horizon de temps de 7 ans pour les bons d'Etat 5/7 émis depuis le 4/3/1999 et d'en comparer le coût d'émission pour l'Etat et le rendement pour le particulier à une OLO d'une maturité de 7 ans.

En ce qui concerne les autres bons d'Etat à 5 et à 8 ans, l'horizon choisi est respectivement de 5 et 8 ans et les OLO de référence sont les OLO de maturité constante à 5 et 8 ans.

7° En ce qui concerne les coupons des bons d'Etat 3/5/7, on a pris en considération les taux d'intérêt tels qu'ils ont été effectivement appliqués (taux minimum garanti ou taux révisé).

8° Les montants émis pris en considération sont les montants qui ont été placés par les seuls établissements placeurs, à l'exclusion donc des titres souscrits par le Fonds des Rentes pour assurer la régulation du marché secondaire ou des titres souscrits directement aux guichets de la Banque Nationale de Belgique[9].

Le Trésor ne paye pas de commission sur les titres souscrits par le Fonds des Rentes ni sur ceux qui sont souscrits auprès des guichets du Caissier de l'Etat.

III.3. Evaluation.

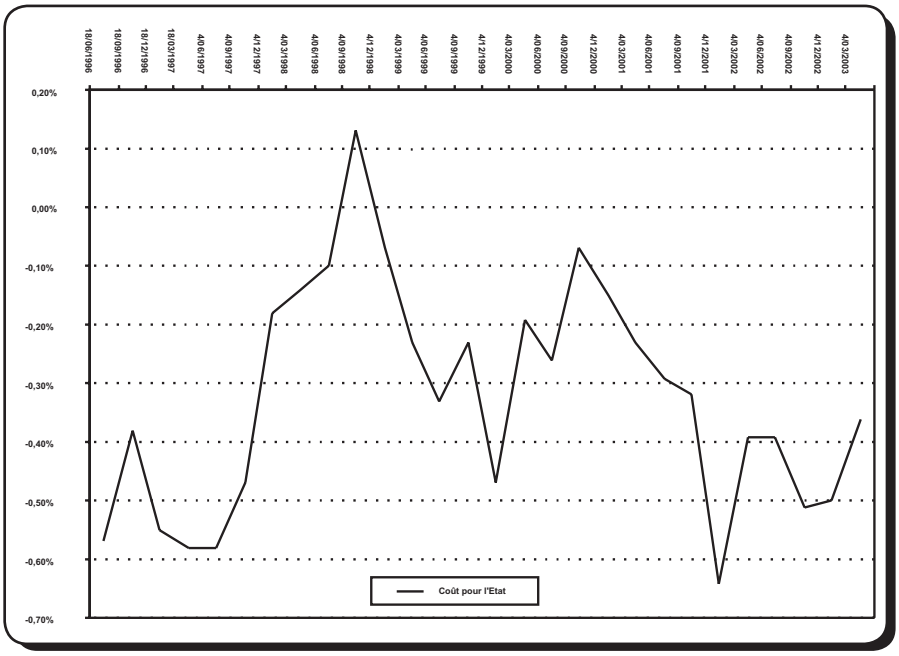
III.3.1. Le coût d'émission du Trésor.

Le coût d'émission du Trésor est facile à déterminer en ce qui concerne l'OLOp : c'est le même que celui de l'émission de l'OLO correspondante. Le particulier bénéficie certes d'une option « gratuite » pendant la période de souscription mais quand bien même le cours de l'OLO correspondante augmenterait entre la fixation du prix d'émission de l'OLOp et la clôture de la période de souscription, on peut considérer qu'il s'agit là d'un coût d'opportunité pour le Trésor compte tenu des montants attendus aux émissions d'OLOp. D'une certaine façon, que le Trésor émette quelques dizaines de millions d'OLOp en plus à destination des particuliers après l'adjudication OLO, au prix moyen pondéré de l'adjudication OLO, a une conséquence négligeable sur son coût de financement. Il sera en outre très difficile au particulier de monnayer son option sur le marché étant donné les commissions payées aux établissements financiers pour les transactions d'achat et de vente. Il faudrait que le cours des OLO grimpe de façon particulièrement importante pendant la période de souscription pour que l'investisseur particulier puisse tirer profit de l'option. L'on est par conséquent fondé à considérer ici aussi que cette option est sans valeur.

9) Les particuliers peuvent se procurer les emprunts d'Etat auprès des guichets du Caissier de l'Etat, à la Banque Nationale de Belgique.

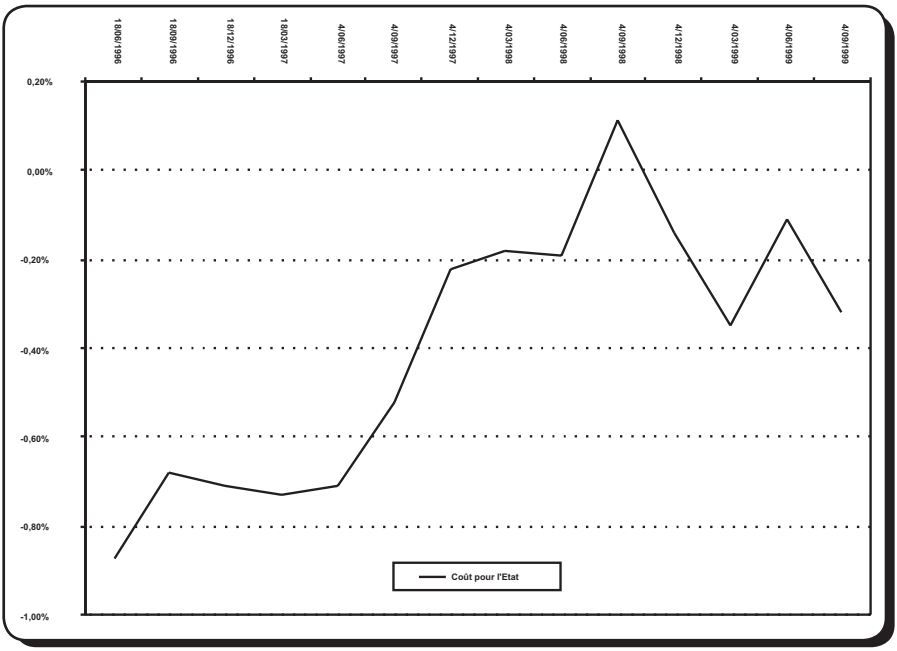
Quant au bon d'Etat, les graphiques 5-1 à 5-4 indiquent quel a été le coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat par rapport à l'émission d'une OLO de même durée.

Graphique 5/1 : Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat 5/7.



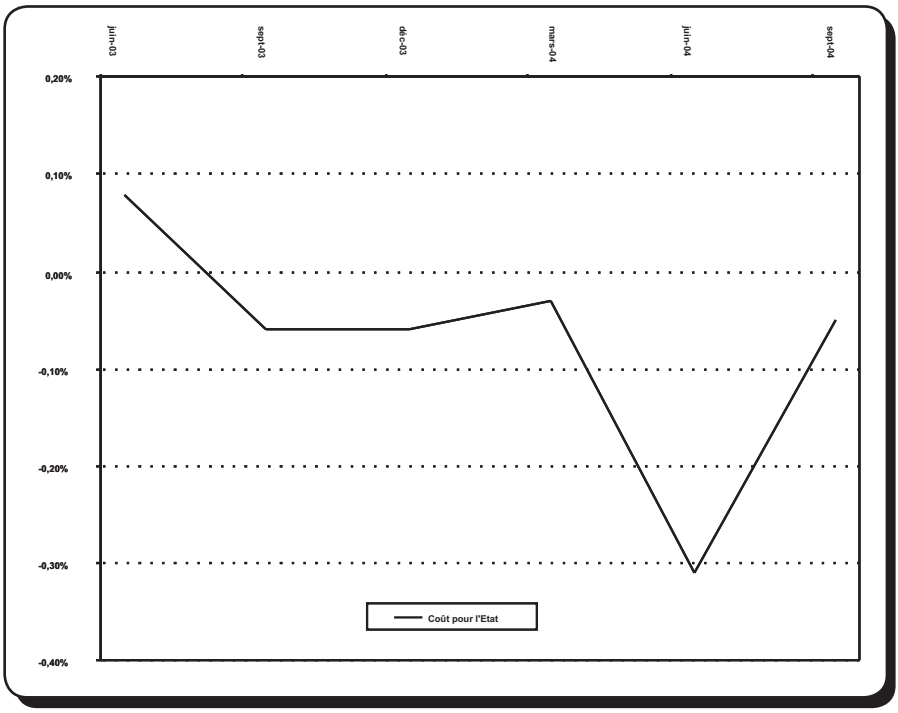
Coût moyen pour l'Etat : OLO de référence à 7 ans – 32 pb.

Graphique 5/2 : Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat 3/5/7.



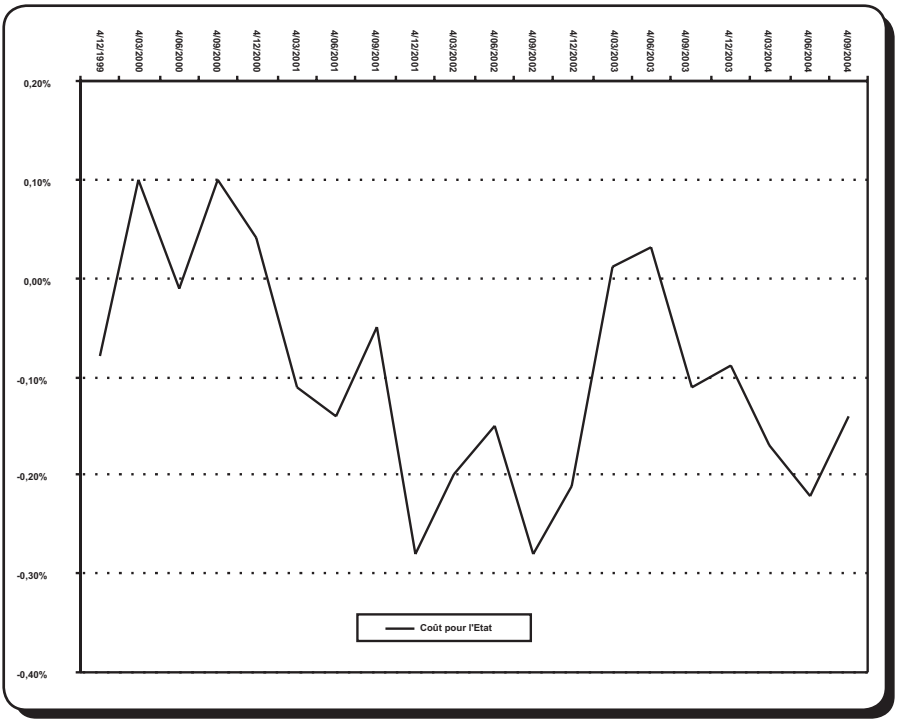
Coût moyen pour l'Etat : OLO de référence à 7 ans – 40 pb.

Graphique 5/3 : Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat à 5 ans.



Coût moyen pour l'Etat : OLO de référence à 5 ans – 7 pb.

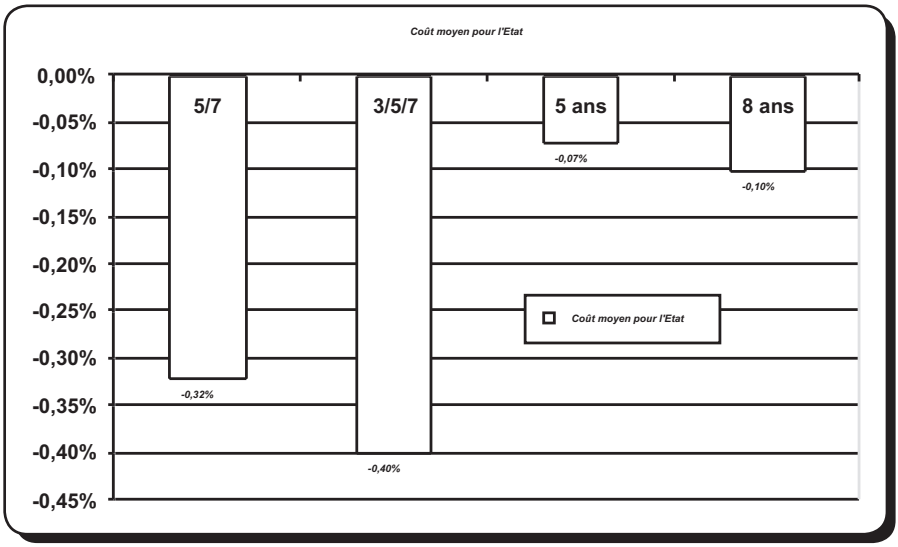
Graphique 5/4 : Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat à 8 ans.



Coût moyen pour l'Etat : OLO de référence à 8 ans – 10 pb.

Le graphique suivant indique le coût moyen pour l'Etat des quatre types de bons d'Etat émis depuis le 18/6/1996 jusqu'au 4/9/1999.

Graphique 6 : Coût moyen pour l'Etat des bons d'Etat émis par rapport aux OLO de référence.



On peut tirer les conclusions suivantes de l'analyse qui précède :

1). Pour le bon d'Etat 3/5/7, la politique de « pricing » du Trésor a abouti à fixer des rendements qui vont de – 90 pb à + 10 pb par rapport à l'OLO de référence, soit une fourchette de 100 pb, ce qui est beaucoup même si l'on tient compte du fait que le Trésor essaye d'émettre au pair dans la mesure du possible, ce qui explique en partie ces variations dans les conditions relatives d'émission.

Ce phénomène est moins marqué pour le bon d'Etat à 8 ans où la fourchette des rendements est d'une quarantaine de points de base par rapport au rendement d'une OLO de maturité constante de 8 ans. Quant au bon d'Etat à 5 ans, le petit nombre d'émission empêche de tirer toute conclusion.

2). En ce qui concerne le coût pour l'Etat et dans les limites précisées dans les hypothèses de travail, il est clair que le Trésor a atteint son objectif d'émettre un produit grand public à un coût qui ne soit pas supérieur à celui des OLO.

Dans cette optique, on constate que sur le plan financier également, le remplacement du bon d'Etat 3/5/7, émis en moyenne à 40 pb en dessous de l'OLO de référence, par le bon d'Etat à 8 ans, émis en moyenne à 10 pb en dessous de l'OLO de référence, n'est pas vraiment une réussite, d'autant que nous avons vu que sur le plan du volume des émissions, ce nouveau bon d'Etat à 8 ans était loin de recueillir le même succès de la part du public que le bon d'Etat 3/5/7 (cfr. supra).

Il est également possible d'aller plus loin dans l'analyse des avantages pour le Trésor de l'émission des bons d'Etat par rapport aux OLO et de chiffrer cet avantage. On a procédé comme suit :

1°. L'hypothèse de base est que le Trésor aurait émis des OLO de même durée que les bons d'Etat s'il n'avait pas émis ces derniers. Cette hypothèse est raisonnable dans la mesure où les deux emprunts de référence à 5 et 10 ans représentent en général plus des deux tiers des émissions annuelles du Trésor, ce qui donne du reste une duration de l'ordre de 7 ans pour ces émissions, conforme à celle de l'émission des bons d'Etat (on se réfère à ce qui a été exposé supra en ce qui concerne la valeur des options).

2°. L'écart de rendement annuel entre les bons d'Etat et l'OLO de référence a été transformé en une valeur présente nette, le taux d'actualisation étant le rendement de l'OLO de référence sur la période considérée. On applique ensuite cette valeur présente nette au montant total émis du bon d'Etat considéré, ce qui permet de calculer « l'économie » réalisée par le Trésor par rapport à l'OLO de référence lorsqu'il a émis un bon d'Etat.

3°. L' « économie » en question est ensuite pondérée par le volume du bon d'Etat considéré restant en circulation après l'échéance de l'option de prolongation de 2 ans (pour le bon d'Etat 5/7) et la seconde échéance de remboursement anticipé (pour le bon d'Etat 3/5/7).

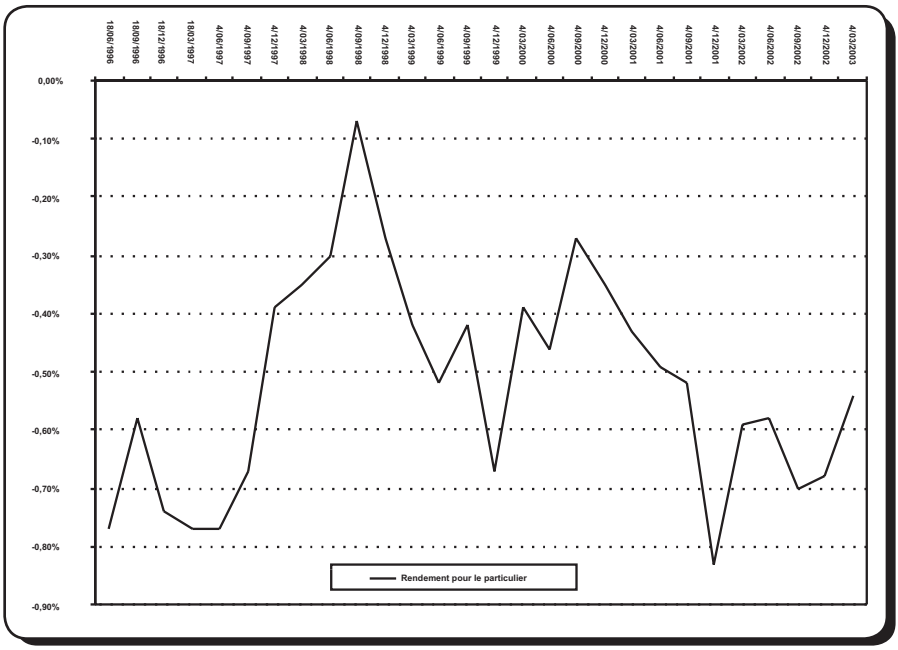
4°. Toutes ces « économies » (3°) sont ensuite additionnées en euros courants.

Sur base de cette méthodologie (voir les détails du calcul dans l'annexe), on calcule que les 34 émissions de bons d'Etat (juin 1996 à septembre 2004) ont permis au Trésor d'économiser **138.109.153,08 €** par rapport à l'émission d'un même volume d'OLO de mêmes maturités.

III.3.2. Le rendement pour le particulier.

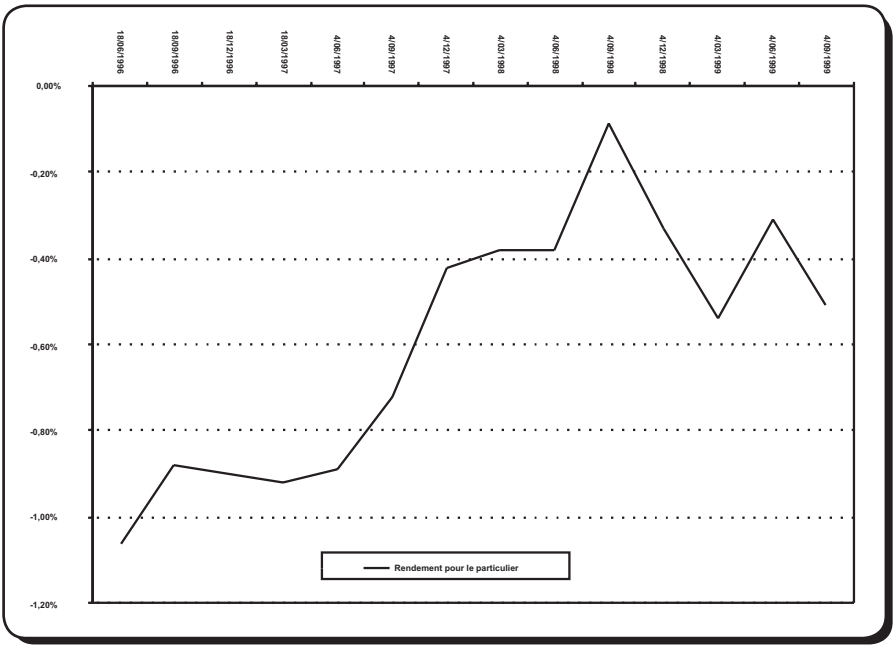
Les quatre graphiques 7/1 à 7/4 synthétisent l'évolution du rendement pour le particulier des bons d'Etat qui ont été émis.

Graphique 7/1 : Rendement pour le particulier du bon d'Etat 5/7.



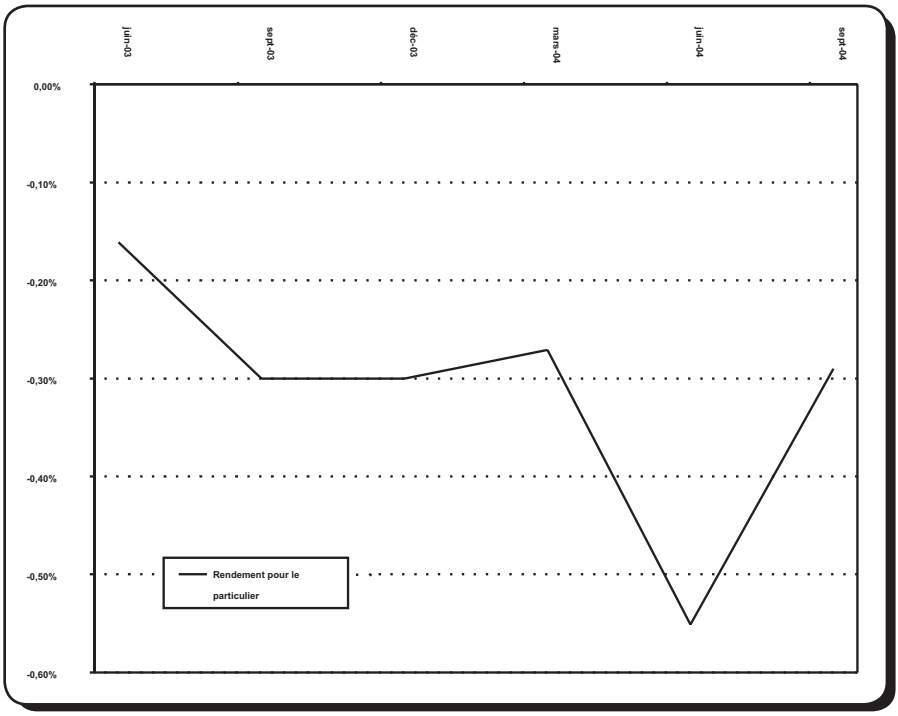
Rendement moyen pour le particulier : OLO de référence à 7 ans – 52 pb.

Graphique 7/2 : Rendement pour le particulier du bon d'Etat 3/5/7.



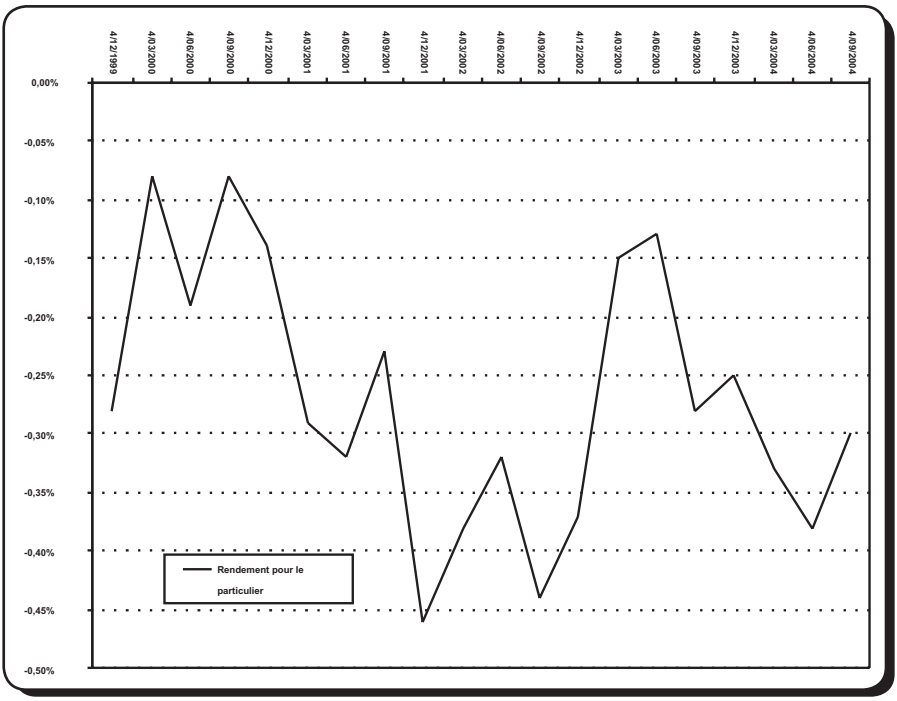
Rendement moyen pour le particulier : OLO de référence à 7 ans – 60 pb.

Graphique 7/3 : Rendement pour le particulier du bon d'Etat à 5 ans.



Rendement moyen pour le particulier : OLO de référence à 5 ans – 31 pb.

Graphique 7/4 : Rendement pour le particulier du bon d'Etat à 8 ans.



Rendement moyen pour le particulier : OLO de référence à 8 ans – 27 pb.

La conclusion que l'on peut tirer de ces graphiques est simple : sur un plan purement financier et pour la même maturité, le particulier aurait mieux fait d'acheter une OLO (sur le marché secondaire) qu'un bon d'Etat (sur le marché primaire) : il y aurait gagné un supplément de rendement annuel qui a atteint jusqu'à 1 % (100 points de base), ce qui est beaucoup !

Partie IV : Synthèse.

Compte tenu des hypothèses de travail qui sous-tendent la présente analyse et de ses limitations intrinsèques (du fait qu'elle s'attache à l'aspect purement financier de la question), la conclusion générale que l'on peut tirer de cette étude est simple : les particuliers ont tout intérêt à acheter des OLO(p) plutôt que des bons d'Etat. Cette conclusion est basée sur les éléments suivants :

- du point de vue du rendement offert, il n'y a aucune discussion possible : le particulier a intérêt à acheter une OLO plutôt qu'un bon d'Etat.
  De ce point de vue, la création des OLOp a été un élément positif pour le particulier dans le cadre de l'objectif de lui faciliter l'accès au marché des OLO car cet instrument lui facilite en effet l'accès au marché des OLO en lui réservant une période spécifique de souscription via des intermédiaires spécialement agréés par le Trésor et qui s'engagent à respecter un cahier des charges strict et en lui offrant le même rendement que celui qu'obtiennent les investisseurs institutionnels.

- Sur le plan du design de l'instrument, le particulier est également gagnant lorsqu'il achète une OLO plutôt qu'un bon d'Etat. L'on se rapportera au tableau de comparaison supra, mais il est clair que l'OLO est un instrument moderne, liquide et dont les conditions d'émission sont totalement transparentes.

La question est dès lors de savoir pourquoi le particulier s'intéresse peu aux OLO(p). On peut avancer deux éléments de réponse à cette question :

- Il est clair que le gros désavantage de l'OLO(p) par rapport au bon d'Etat est que ce dernier est livrable sous forme physique alors que l'OLO(p) ne l'est pas. On doit donc constater qu'un certain nombre de nos compatriotes préfèrent l'anonymat tout relatif de la souscription d'un bon d'Etat à celle d'une OLO(p) inscrite en compte, cet anonymat dût-il leur coûter très cher en terme de rendement.

De ce point de vue, le (non)succès des OLO auprès des particuliers est directement lié au maintien de la livrabilité physique des titres. La possibilité de livrer des titres « en papier » est typiquement belge : la Belgique est le seul pays à permettre cette modalité de livraison des titres au sein de la zone euro. On sait aussi que la question de la livrabilité des titres a été examinée par tous les gouvernements successifs depuis de nombreuses années, sans qu'aucun d'entre eux ne prenne de décision sur le maintien de cette modalité de livraison, décision dont on peut effectivement imaginer qu'elle est difficile à prendre. La question est par conséquent de savoir combien de temps « l'exception belge » subsistera…

- La livraison physique des titres n'explique cependant pas tout. Tout le monde n'attache en effet pas le même intérêt à la livraison matérielle des titres.
  Si un certain nombre de souscripteurs des bons d'Etat trouvent un « avantage » à la livraison physique des titres, ce n'est pas le cas de tout ceux qui investissent en emprunts de l'Etat belge. Il y a indéniablement une place pour les OLO dans le portefeuille de tout investisseur particulier soucieux de gérer au mieux son patrimoine.

  Sans doute cette place n'a-t-elle pas été suffisamment mise en évidence. De ce point de vue, on ne peut que regretter que le lancement des OLOp n'a pas fait l'objet d'une campagne d'explications et de publicité plus appuyée, avec des « spots » T.V. et radio par exemple, comme c'est le cas pour chaque émission des bons d'Etat. Si l'on compare le lancement des bons d'Etat en 1996 avec celui de l'OLOp 8 ans plus tard, il est clair qu'il y a eu un déficit de communication sur le produit, ce qui n'a pas favorisé son enracinement dans le terreau financier.

Une dernière remarque en terme de conclusion.

J'apprends au moment de la dernière relecture de cette analyse que le ministre des finances a décidé de ne plus émettre d'OLOp en 2005.

Cette décision est sans objet sur la pertinence de l'analyse qui précède et qui indique à suffisance qu'investir dans une OLO est toujours financièrement plus intéressant pour le particulier qu'investir dans un bon d'Etat. Et il restera toujours au particulier avisé la possibilité d'acheter des OLO tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

Il faut néanmoins souligner que le lancement des OLOp était un moyen de parvenir à un objectif plus large, celui d'une meilleure accessibilité des particuliers au marché des OLO. Il faut dès lors espérer que la remise en cause du moyen (les OLOp) n'entraîne pas un abandon de l'objectif (l'ouverture du marché des OLO aux particuliers), dont la présente étude a essayé de démontrer l'intérêt.

Table des graphiques.

Graphique 1 :	Volumes émis (18/6/1996 au 4/9/2004)	p. 243
Graphique 2 :	Part de chaque bon d'Etat dans le total des émissions	p. 244
Graphique 3 :	Volume moyen de chaque bon d'Etat émis	p. 245
Graphique 4 :	Les émissions d'OLOp	p. 253
Graphique 5/1 :	Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat 5/7	p. 263
Graphique 5/2 :	Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat 3/5/7	p. 264
Graphique 5/3 :	Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat à 5 ans	p. 265
Graphique 5/4 :	Coût pour l'Etat de l'émission des bons d'Etat à 8 ans	p. 266
Graphique 6 :	Coût moyen pour l'Etat des bons d'Etat émis par rapport aux OLO de référence :	p. 267
Graphique 7/1 :	Rendement pour le particulier du bon d'Etat 5/7	p. 269
Graphique 7/2 :	Rendement pour le particulier du bon d'Etat 3/5/7	p. 270
Graphique 7/3 :	Rendement pour le particulier du bon d'Etat à 5 ans	p . 271
Graphique 7/4 :	Rendement pour le particulier du bon d'Etat à 8 ans	p. 272

Table des matières.

Partie I : Introduction – objet de l'analyse p. 227
Partie II : Les instruments du Trésor à destination des particuliers p. 229
II.1. Le bon d'Etat p. 229
II.1.1. Introduction p. 229
II.1.2. Le placement des bons d'Etat p. 229
II.1.3. Description de l'instrument p. 233
II.1.3.1.Dispositions communes à tous les bons d'Etat p. 233
II.1.3.1.1. Emission p. 233
II.1.3.1.2. Distribution p. 235
II.1.3.1.3. Formes des titres et coupures p. 236
II.1.3.1.4. Marché secondaire p. 237
II.1.3.1.5. Fiscalité p. 237
II.1.3.1.6. Prescription p. 238
II.1.3.1.7. Service financier p. 238
II.1.3.2. Dispositions spécifiques à chaque type de Bons d'Etat p. 238
II.1.3.2.1. Le bon d'Etat à 5 ans extensible à 7 ans (5/7) et le bon d'Etat à 5 ans p. 239
II.1.3.2.2. Le bon d'Etat 3/5/7 à taux d'intérêt révisable et minimum garanti p. 240
II.1.3.2.3. Le bon d'Etat à 8 ans p. 243
II.1.4. Les émissions p. 243
II.2. Les OLOp p. 246
II.2.1. Introduction p. 246
II.2.2. Description de l'instrument p. 247
II.2.2.1. Généralités p. 247
II.2.2.2. Marché primaire p. 249
II.2.2.3. Marché secondaire p. 250
II.2.2.4. Droits des établissements placeurs en OLO p. 250
II.2.2.5. Obligations des établissements placeurs en OLO p. 251
II.2.3. Les émissions d'OLOp p. 253
II.3. Comparaison des instruments p. 254
Partie III. Analyse financière p. 256
III.1. Introduction p. 256
III.2. Hypothèses de travail p. 256
III.3. Evaluation p. 262
III.3.1. Le coût d'émission du Trésor p. 262
III.3.2. Le rendement pour le particulier p. 269

Partie IV. Synthèse p. 273
Table des graphiques p. 277
Table des matières p. 278