

Ville de Bruxelles
Institut des Carrières commerciales

Rue de la Fontaine, 4
1000 Bruxelles

Synoptique du
Marché Monétaire et du
Marché des Capitaux
en Belgique

Issu d'un cours destiné à
des Bacheliers en Comptabilité

Éric KIRSCH

2008 - 2009



Table des matières

1. INTRODUCTION : APPROCHE COMPTABLE DU MARCHÉ DE L'ARGENT ET APERÇU HISTORIQUE.....	5
2. PRINCIPES GÉNÉRAUX.....	10
2.1. QUELQUES RAPPELS DE MACRO-ÉCONOMIE : KEYNES, AGENTS ÉCONOMIQUES, OFFRE ET DEMANDE, TYPES DE BALANCES, MONÉTARISME	11
2.2. LES MÉCANISMES DES TAUX D'INTÉRÊT ET LE " CARRÉ MAGIQUE "	15
2.3. LES ORGANISMES DE TUTELLE ET DE CONTRÔLE DE LA BANQUE ET DE LA FINANCE	18
2.3. LES ORGANISMES DE TUTELLE ET DE CONTRÔLE DE LA BANQUE ET DE LA FINANCE	18
2.4. LES PRINCIPAUX ORGANES DE FONCTIONNEMENT EN BANQUE.....	20
<i>La Banque Centrale Européenne</i>	20
<i>La Banque Nationale de Belgique</i>	21
<i>La Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA)</i>	23
<i>Le Conseil supérieur des Finances (CSF)</i>	27
<i>Cellule De Traitement des Informations financières (CTIF)</i>	28
<i>Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers (FIF)</i>	30
<i>Le Trésor</i>	32
<i>Le Fonds des Rentes</i>	33
<i>L'Office national Du croire</i>	33
<i>Le Créditexport</i>	34
2.5. LES PRINCIPAUX ORGANES DE FONCTIONNEMENT EN BOURSE	35
3. LE COURT TERME OU LE MARCHÉ MONÉTAIRE	36
3.1. LE RÉGIME BANCAIRE EN BELGIQUE	37
<i>L'Arrêté Royal 185 du 9 juillet 1935</i>	37
<i>les accords de Bretton Woods</i>	37
<i>En 1970</i>	38
<i>L'internationalisation</i>	38
<i>concentration</i>	38
<i>désintermédiation</i>	39
<i>La déclaration du Président Nixon</i>	39
<i>nouvelle inflation</i>	39
<i>accords du Smithsonian Institute</i>	40
<i>Système Monétaire Européen</i>	40
<i>monnaie unique, l'Euro</i>	41
<i>Loi Mammouth</i>	41
<i>Autonomie de la fonction bancaire</i>	41
<i>Mort du système monétaire européen</i>	42
<i>La loi du 22 mars 1993</i>	42
<i>Accords de Bâle II</i>	42
3.2. LES BANQUES	43
<i>moyens d'action d'une banque</i>	45
<i>rentabilité</i>	46
<i>liquidité</i>	46
<i>solvabilité</i>	47
<i>Historique des Etablissements Publics de Crédit</i>	48
3.3. LA STRUCTURE DU MARCHÉ MONÉTAIRE BELGE	51
<i>Tender System</i>	51
<i>Primary Dealers</i>	52
<i>Marché Interbancaire</i>	52
<i>Marché des Avances et des Remplois de Fonds</i>	52
<i>des Adjudications Périodiques des Crédits</i>	53
<i>Marchés (primaire et secondaire) des Certificats de Trésorerie et des OLO</i>	53
<i>Marché des Changes</i>	53

3.4. QUELQUES OUTILS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE MONÉTAIRE	56
<i>taux d'intervention</i>	58
<i>REPO</i>	58
<i>REPO inverse</i>	58
<i>SWAP</i>	59
3.5. LE CRÉDIT BANCAIRE : CRITÈRES D'OCTROI, POLITIQUE DE CRÉDIT, TYPOLOGIE DES CRÉDITS AUX PARTICULIERS ET AUX ENTREPRISES	60
<i>risques</i>	60
<i>critères d'octroi du crédit</i>	61
<i>politique de crédit</i>	62
<i>Crédits aux personnes physiques</i>	64
Crédit automatique	64
Dépassement autorisé	64
Crédit de trésorerie	64
Le P.A.T.	65
Crédit au logement	65
<i>Crédits aux personnes morales</i>	66
Crédits destinés à des investissements	66
Crédits destinés à l'exploitation de l'entreprise	68
Crédits destinés au commerce extérieur	71
Crédits destinés à la trésorerie de l'entreprise	73
3.6. LES GARANTIES : RÉELLES, PERSONNELLES, MORALES	75
<i>garanties réelles</i>	75
<i>garanties personnelles</i>	75
<i>garanties morales</i>	76
3.7. FORMULES ACTUARIELLES SPÉCIFIQUES AUX CRÉDITS	78
4. LE LONG TERME, OU LE MARCHÉ DES CAPITAUX.....	79
4.1. LA STRUCTURE DU MARCHÉ DES CAPITAUX BELGE	80
<i>Le marché primaire</i>	81
<i>Le marché secondaire, la Bourse</i>	84
4.2. LES PRODUITS CLASSIQUES DU MARCHÉ DES CAPITAUX	89
<i>Les obligations</i>	89
<i>Les bons de caisse</i>	93
<i>Les fonds publics</i>	94
<i>Les Organismes de Placements Collectifs (OPC)</i>	96
<i>Les certificats immobiliers</i>	98
<i>Les euro-obligations</i>	99
<i>Les options</i>	101
<i>Les certificats de produits dérivés ou hedge funds</i>	109
4.3. THÉORIE DES MARCHÉS EFFICIENTS	110
4.4. GESTION MODERNE D'UN PORTEFEUILLE DE TITRES - GESTION ET THÉORIE DU RISQUE.....	112
5. EXEMPLES DE QUESTIONS	117
6. BIBLIOGRAPHIE	123
7. INDEX	128

1. Introduction : approche comptable du marché de l'argent et aperçu historique

Gérer une entreprise en ne pensant qu'aux seuls profits, c'est comme jouer au tennis l'œil rivé sur le tableau d'affichage au lieu de regarder la balle.
- Donald Petersen, PDG de Ford -

Pourquoi le titre “ Banque - Finance ” ?

La Banque serait-elle intimement liée à la Finance ? Certes. Mais l'inverse n'est pas tout à fait vrai : la Finance est manipulée par bien d'autres *agents économiques* que ne le sont les banques. Par exemple, toute entreprise fait appel à la finance pour alimenter ses ressources. De même, nous, en tant qu'individus, nous manions la finance pour nos propres besoins.

Alors, à ce titre, il faudrait plutôt intituler ce cours “ Agents financiers - Finance ”. En prenant le mot *Agent Financier* au sens large. Car même les individus empruntent et prêtent de l'argent, jouant ainsi le rôle d'agent financier entre eux (par exemple quand des parents prêtent de l'argent à leurs enfants).

L'argent ! Le mot est lâché. Car c'est bien de lui qu'il s'agit. Tout ce cours ne parlera, pour ainsi dire, que de lui. (En 1996, ce sont quelques 1 500 milliards de dollars qui sont échangés tous les jours dans le monde dans des transactions financières de tout type. 1/50^e seulement de ce montant sert aux transactions réelles. Tout le reste n'est que spéculation.)

Il n'empêche que le mot *finance* est plus approprié. En effet, il recèle non seulement l'idée de l'argent, mais également l'idée de méthode, de manière dont on va utiliser cet argent.

L'argent prend effectivement des formes diverses : pièces de monnaie, billets de banque, cartes magnétiques, chèques, virements, effets, écritures comptables, titres, etc. Nous reviendrons sur tous ces aspects. Mentionnons d'emblée une forme trop peu souvent prise en compte dans l'énumération des formes de l'argent : **le temps** ! Sans vouloir revenir sur le dicton “ Le temps, c'est de l'argent ”, il faut bien admettre que le temps est une des multiples formes d'argent. Une forme très subtile. Voyons cela plus en détail.

Si l'on vous prête un million. Etes-vous content ? Tout dépend, évidemment, du temps pendant lequel cet argent vous est prêté : il conditionne votre charge d'intérêts. Votre réponse changera du tout au tout suivant qu'il s'agisse, par exemple, d'une minute ou d'une année.

La plus grande prudence s'impose quand il s'agit de comparer des projets différents exprimés en terme d'argent de type “ argent ”, et en terme d'argent de type “ temps ”. Parfois il convient de diviser le premier par le second, parfois il faut les multiplier, parfois encore, c'est une tout autre opération qui intervient (dans, par exemple, la formule de la valeur actualisée nette¹).

La principale difficulté réside en la bonne valorisation du temps. (Si cela était si facile, la formule de la valeur actualisée nette serait appliquée dans tous les cas.)

Après cette indispensable mise en garde, revenons à des considérations plus pratiques.

L'argent est “ malheureusement ” inévitablement lié à une devise, ces dernières fluctuant entre elles, il est pratique de se référer au revenu, ou au coût de l'argent, suivant qu'on le reçoive ou qu'on le prête. Qu'entend-on par là ?

¹ $VAN = \sum_{t=0 \rightarrow T} [f_t / (1 + i_t)^t]$, où **VAN** est la valeur actualisée nette, **T** est la dernière période du projet, **f_t** le flux d'argent (entrant ou sortant) de la période **t**, **i** le taux appliqué à la période **t** (rendement ou prix, etc.).

Si vous prêtez de l'argent A pendant un temps t , il devra vous rapporter une certaine somme s (en plus du montant A remboursé), pour le service que vous aurez rendu. Inversement, si vous empruntez de l'argent pendant un temps, il vous coûtera une certaine somme (le prix du service), en plus du remboursement du montant initial.

Le rapport s / A exprime le prix p de l'argent (reçu ou payé) pendant le temps t . Et enfin, le *nec plus ultra* consiste à tout regrouper en un seul terme, c'est-à-dire, rapporter le prix p au temps t , soit p / t , le plus souvent exprimé en pour-cent, qui s'appelle le taux d'intérêt i .

Qu'il soit donc bien clair qu'un taux d'intérêt est un concentré d'information intégrant l'argent-argent et l'argent-temps.

Les taux d'intérêt ont une unité : l'inverse du temps. Au sens physique du terme, il s'agit d'une fréquence ! En effet, on a bien $i = p / t$, à savoir $i = (s / A) / t$. En remplaçant ces termes par leurs unités (en supposant que la devise s'appelle **DVS** et que le temps s'exprime en seconde **s**), on trouve que l'unité de i est $(DVS / DVS) / s = 1 / s$. CQFD !

Bien souvent, dans les textes, les taux sont exprimés en pour-cent, sans spécification de l'unité de temps. Par défaut, il s'agira de l'année. Ainsi, si l'on vous parle de 8,5 %, cela signifie que l'argent possède un prix de 8,5 unités de devises données pour 100 de ces unités, et ce pendant un an.

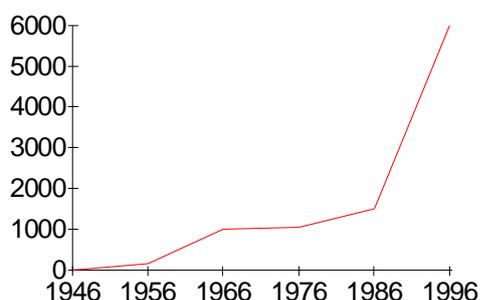
En fait, si l'on voulait poursuivre, ne fût-ce que par jeu, dans l'analogie avec la physique, nous dirions que l'argent et le temps sont synonymes à un facteur de conversion près, tout comme l'énergie et la matière sont aussi synonymes, à une constante près (le carré de la vitesse de la lumière). De même, l'univers physique est constitué de trois dimensions réelles d'espace (longueur, largeur, hauteur) et d'une dimension imaginaire² de temps ; en économie, l'univers n'est constitué que de deux dimensions, réelles : le temps et l'argent (pour être indépendant des devises, disons le prix de l'argent, c'est-à-dire une dimension reprenant les taux d'intérêt).

Pour illustrer la croissance et le phénomène de spéculation lié au coefficient de création monétaire, voici un tableau reprenant les valeurs du [Dow Jones](#) depuis sa naissance (son centenaire a été fêté en 1996). Le Dow Jones est un indice américain calculé à partir d'une moyenne pondérée des principales valeurs suivantes :

- 30 actions de sociétés " sûres " et sécurisantes, appelées *Blue Chips* ;
- 20 actions de sociétés de transport ;
- 15 sociétés de service public.

2 À cause de la métrique riemannienne imposant l'usage du nombre imaginaire pur, i (à ne pas confondre avec les taux d'intérêt, généralement représenté par i ...)

Indice Dow Jones



Ces longues diversions à propos de l'argent étant terminées, venons-en au propos principal de cette introduction, l'approche comptable du titre du cours.

Nous avons vu que si le terme *Finance* était bien choisi, celui de *banque* était trop restrictif. Le titre du cours voulait réunir l'objet (la Finance) et l'acteur principal (la Banque) du sujet, c'est-à-dire l'argent sous toutes ses formes.

D'ailleurs, le terme même de banque est imprécis. Suivant les époques et les lieux, il recouvre bien des notions différentes. Par exemple, aujourd'hui en Belgique, c'est l'Arrêté Royal n° 185 du 9 juillet 1935 qui définit la banque : " Entreprise Belge ou étrangère recevant habituellement des dépôts remboursables à vue ou à des termes n'excédant pas deux ans, aux fins de les utiliser à des opérations de banque, de crédit ou de placement. " La banque doit être agréée par la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA) qui en dresse annuellement la liste.

Du point de vue du bilan comptable, deux approches sont possibles. L'approche horizontale consiste à se remémorer que les ressources servent à s'approprier des actifs. Autrement dit, de l'argent-argent permet d'acheter de " l'argent - immobilier ", de " l'argent - valeurs mobilières ", de " l'argent - compte en banque ", etc.

L'autre approche, verticale, intègre ce fameux argent-temps. En effet, le haut du bilan (actif ou passif) désigne de l'argent (quelle que soit sa forme) à long terme, intégrant de " l'argent - temps " de longue durée (exemple : les valeurs immobilières ou le capital propre). D'autre part, le bas du bilan se réfère à de l'argent (actif ou passif) à court terme, intégrant de " l'argent - temps " de courte durée (exemple : le compte caisse et les dettes à court terme).

Nous verrons qu'une bonne politique de crédit consiste à financer des actifs d'un degré déterminé de liquidité avec, le plus souvent, des ressources du même degré de liquidité (Cf. approche horizontale). Autrement dit, financer l'achat d'un immeuble par un crédit de caisse relève de l'hérésie !

Nous verrons également qu'une bonne gestion financière consiste à équilibrer judicieusement³ le long et le court terme (Cf. approche verticale). En matière de ressources, cela s'appelle l'effet de levier financier.

Malheureusement ce cours ne comprendra pas de [chapitre historique](#). Cet aspect apporte cependant un éclairage intéressant sur l'argent tel qu'il est aujourd'hui.

La notion de prêt avec intérêt date au moins de cinq mille ans. L'intérêt, d'ailleurs, a été proscrit dans le passé⁴, puis réhabilité. Encore aujourd'hui, les musulmans ne

3 Ce qui ne veut pas nécessairement dire un rapport 50/50. Le coefficient dépend du type d'activité économique de l'entreprise.

4 En 1339, le Concile de Vienne Latian condamnait la " déloyale rapacité des prêteurs d'argent ".

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

peuvent (théoriquement) pas le pratiquer. Et toutes leurs banques usent de techniques permettant de passer outre cet interdit.

C'est le Lydien Cyges qui invente la monnaie en pièces frappées à son effigie en 687 avant J.C.

C'est en Grèce antique que s'ébauche le concept de banque, limitée jusqu'au Ve siècle à l'activité de prêt. Les taux d'intérêts, d'ailleurs, étaient libres. Les Romains, par la suite, pratiquèrent des taux allant jusqu'à 300 % l'an !

Le terme de *banque* lui-même provient du mot *banchieri*, terme italien signifiant banc. Les banquiers antiques occupaient en effet un banc devant une table où s'opéraient les échanges.

Bien d'autres anecdotes et quelques centaines de pages pourraient encore être écrites sur l'histoire de l'argent, mais nous ne pouvons nous le permettre ici.

“ Les premières pièces en circulation furent frappées vers le VII^e siècle avant J.-C. ; elles étaient en fer - principalement - mais en 500 avant J.-C., on employa le bronze ; en l'an 200 l'argent, et l'or enfin, mais à titre rarissime, sous Sylla, en 86 avant J.-C. Entre-temps les matières les plus diverses avaient été utilisées : cuir, porcelaine, terre cuite, verre et même bois. Chez les primitifs, les monnaies de compte furent - et presque jusqu'à nos jours - plus bizarres, mais non moins logiques : coquillages, nattes fines, dents de baleines, de tigres, de chats, Calebasses de mil, etc.

Il est aussi intéressant de noter qu'en tous les pays du monde, les premières pièces de monnaie empruntèrent toujours à la magie. [...] Pour les premiers primitifs, comme pour les premiers peuples civilisés, les pièces recelaient en puissance un souffle de vie de la personne qui les possédaient. ”⁽⁵⁾

5 In Robert Charroux, **Trésors du Monde enterrés, emmurés, engloutis**, Ed. Arthème Fayard, Coll. J'Ai Lu A190, Paris, 1962, 313 p.

2. Principes généraux

*Ce qui a été cru par tous et toujours et partout,
a toutes les chances d'être faux.
- Paul Valéry -*

2.1. Quelques rappels de macro-économie : Keynes, agents économiques, offre et demande, types de balances, Monétarisme

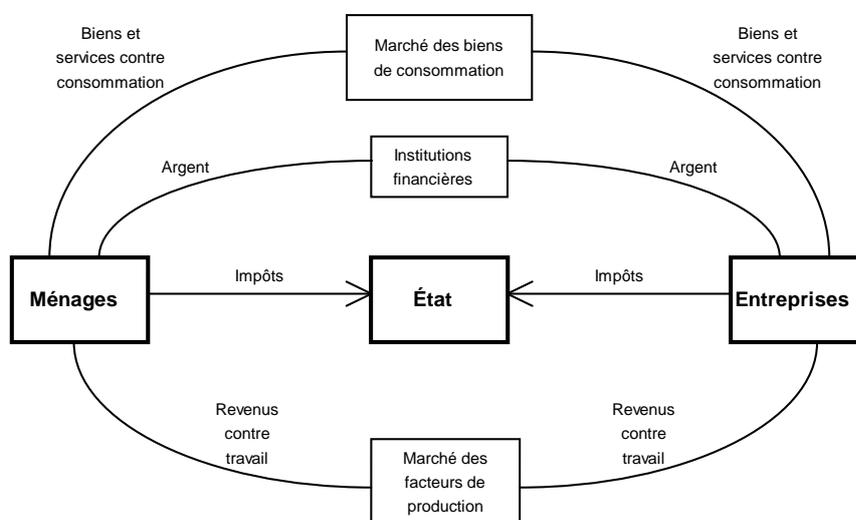
La macro-économie définit comme agents économiques principaux, les particuliers, les entreprises, l'Etat et, très égoïstement, le reste du monde. Des échanges ont lieu entre ces agents : de l'argent contre des biens et des services. De plus, les particuliers et les entreprises se doivent de payer des impôts à l'Etat.

Considérons les fameuses équations⁶ de [KEYNES](#) (1883 - 1946).

Celle qui est appliquée aux particuliers est $Y = C + S$, où Y est le revenu, C la consommation et S l'épargne. Elle exprime donc que le revenu des particuliers est utilisé pour la consommation et que la partie non consommée de ce revenu est épargnée.

Celle qui est appliquée aux entreprises est $Y = C + I$, où Y est le revenu, C la consommation et I l'investissement. Cette équation exprime que les revenus des entreprises sont répartis entre la consommation et les investissements.

Par conséquent, un circuit va s'installer entre les offreurs et les demandeurs d'argent. Un marché est donc à prendre et c'est ainsi que va naître un média situé entre les offreurs et les demandeurs d'argent, le métier de banquier, dont le but consiste à orchestrer l'offre et la demande d'argent.



Dans certains cas, nous le verrons plus loin, il est possible de se passer des banquiers.

C'est le cas, par exemple, quand les particuliers se prêtent de l'argent.

Nous insistons également sur le caractère extrêmement schématisé de ce dessin. Par exemple, nous y négligeons l'endettement financier de certains particuliers, ainsi que les échanges d'argent entre entreprises.

⁶ À ne pas confondre avec l'équation de [FISHER](#) : $M * V = P * T$, où M est la masse monétaire en circulation, V la vitesse de circulation de cette masse monétaire, P le niveau général des prix, et T le niveau des transactions.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

Remarquons que nous utiliserons indifféremment les termes *Banques*, *Etablissements de Crédit* et *Institutions Financières*.

En fait les intervenants financiers, ou **Etablissements de Crédit**, regroupent les *banques* proprement dites, appelées également *Banques de Dépôts*, *l'Office des Chèques Postaux (OCP)*, devenu Banque de la Poste), les *Banques d'Épargne ou Caisses d'Épargne*, les *Etablissements Publics de Crédit (EPC)*, les *Banques de Titres et les Caisses d'Épargne Communales*.

Ces intervenants ont un triple rôle :

- Vis-à-vis des agents en surplus financier (les ménages, certaines entreprises et certains pays étrangers), ils **rassemblent** les épargnes, c'est le **marché des dépôts** (300 milliards d'euros au 6/1996).
- Vis-à-vis des agents en déficit financier (les entreprises, l'Etat, beaucoup de pays étrangers et certains ménages), ils **canalisent** l'argent vers les investisseurs, c'est le **marché du crédit** (350 milliards d'euros au 6/1996).
- Vis-à-vis de l'offre et de la demande, ils **régularisent** les échanges financiers.

On parlera alors de **Marché Monétaire** s'il s'agit d'argent à plutôt court terme. Ce marché regroupe le *marché des dépôts* et le *marché du crédit*. Il est orchestré par les institutions financières.

On parlera aussi de **Marché des Capitaux** (ou Marché Financier) s'il s'agit d'argent à plutôt long terme. Ce marché est aussi appelé le *marché des capitaux*. Il est orchestré par la **bourse**.

En plus de cette fonction principale, les institutions financières ont un rôle central croissant dans le mouvement des paiements (Cf. chèques, virements, cartes de crédit, etc.)

Revenons un instant sur le schéma de principe des flux macro-économiques. Nous y avons dit que nous ne tenions pas compte, entre autre, de la dette extérieure du pays. C'est l'occasion de fixer les idées sur quelques notions importantes de vocabulaire économique :

La **balance des paiements** est la somme de la *balance des transactions courantes*, de la *balance des capitaux*, et de la *balance des transactions unilatérales*.

- La **balance des transactions courantes** est constituée de :
 - la *balance commerciale*, c'est-à-dire de la différence entre les exportations et les importations de biens (+/- 7 milliards), à laquelle il faut ajouter
 - la *balance des services*, c'est-à-dire la différence entre les exportations et les importations de services.
- La **balance des capitaux** est la différence entre les capitaux représentés par les sociétés belges réparties dans le monde et tous les capitaux des entreprises étrangères situées en Belgique. Par exemple l'entreprise Solvay représente à elle seule quelques 47 milliards de francs rien que dans la CEI. (Ce chiffre est donc à

affecter d'un signe positif dans le calcul du bilan, puisqu'il s'agit d'une entreprise belge implantée à l'étranger.)

- Enfin, la **balance des transactions unilatérales** représente tous les paiements à l'étranger que fait la Belgique de manière unilatérale, c'est-à-dire en sens unique, sans compensation *financière* en retour. Il s'agit, par exemple, des paiements que nous effectuons à l'ONU, à la CE, etc.

La somme de ces trois balances produit donc la balance des paiements (ou **Équilibre Extérieur**⁷). Celle-ci peut être positive, auquel cas c'est l'étranger qui est redevable à la Belgique. Dans le cas contraire, nous sommes en dette vis-à-vis de l'étranger. L'on parle alors de **Dette Extérieure** (quoique cette dernière appellation concerne la balance commerciale).

Nous ne reviendrons pas ici sur les différentes théories macro-économiques qui tentent d'expliquer les phénomènes économiques entre les différents pays du monde. Mais il importe de savoir que la théorie à *la mode* aujourd'hui est le **Monétarisme**. Avant, il y avait Keynes, maintenant, il y a **Milton Friedman**, père du Monétarisme.

En résumé, la théorie monétariste stipule que la manière la plus performante, aujourd'hui, d'agir sur l'économie d'un pays ou d'un secteur économique, est de manipuler sur les marchés de fortes quantités de monnaie, soit à l'achat, soit à la vente.

Par exemple, si l'ensemble du monde industrialisé estime qu'il faut empêcher, ne fût-ce que momentanément (quelques jours à quelques semaines) les taux d'intérêts US de baisser, les différents pays du monde vont s'arranger (du moins les plus importants d'entre eux) pour acheter du dollar, de manière à faire monter artificiellement la demande sur ce marché. Par le jeu de l'offre et de la demande, les⁸ prix du dollar (c'est-à-dire ses taux d'intérêt) vont augmenter. Comme nous avons supposé qu'ils allaient baisser, il en résultera (si les achats des différents pays se sont effectués correctement) que les taux ne bougeront pas, ce qui était le but souhaité.

Un des défenseurs Européens du Monétarisme est le Français **Raymond Barre**.

REMARQUE : Le Monétarisme semble en perte de vitesse ces dernières années, au profit de nouvelles théories, dont le **Néo-Keynésianisme** et la **Théorie du Chaos**.

Le déclin du Monétarisme n'est pas seulement idéologique ou sujet à un effet de mode : force est de constater, aujourd'hui en 1999, que si toutes les banques nationales s'unissaient, elles ne pourraient tenir que 17 minutes face au marché !⁹

7 Également appelé **Solde Extérieur**.

8 En effet, tout comme il existe différents prix pour une pomme, selon sa catégorie, il existe différentes catégories pour une même devise : au comptant, à terme à un mois, deux mois, etc.

9 Cf. Jacques Attali dans **Sous le règne de l'incertitude – Jacques Attali et Ilya Prigogine face à l'émergence d'une science qui nous confronte à la complexité croissante du monde réel**, Solvay Business Journal n° 25, 25/04/99 – 25/06/99, p. 6



D'où provient la notion de chaos ?



Question de Joseph Quéau, Quimper (29)

Votre question appelle deux réponses. La première : pour les Grecs, la confusion ("khaos") régnait avant la création du monde et, ainsi, le langage courant a retenu que le chaos, c'est le désordre. La seconde concerne la notion de chaos... que les scientifiques ont longtemps niée. A l'époque de Newton et Laplace, dans la nature, tout est ordonné, prévisible et certain. Connaître les lois qui régissent le monde suffit à déterminer son devenir avec certitude. La loi de l'attraction universelle de Newton prédit le mouvement des planètes, des comètes ou les dates des prochaines marées. Oui, mais elle ne tient compte que de l'interaction entre deux corps, le Soleil et une planète ; elle néglige l'attraction entre les planètes, certes minime mais qui, à très long terme, peut entraîner d'importants changements et rendre impossible la prédiction. Henri Poincaré le démontra, au début du xx^e siècle, avec la "sensibilité critique aux conditions initiales". Géniale, cette décou-

verte fut comprise et bientôt oubliée... jusqu'aux travaux de l'Américain Edward Lorenz. En 1963, alors qu'il cherche à déterminer des conditions météorologiques à venir à partir de données initiales sur son ordinateur, Lorenz constate qu'après avoir entré les données obtenues lors d'une précédente simulation, il en obtient une très différente de la première. En fait, il n'avait pu entrer que les trois premières décimales des données initiales et cette approximation minime avait causé des modifications majeures. Ce qu'il expliqua par l'"effet papillon" : un battement d'aile de papillon à Pékin peut provoquer, des mois après, une tempête à New York. Avec cette jolie et désormais célèbre métaphore, le chaos devient appréhendable en tant que phénomène au travers d'une théorie : celle du non-sens de toute prédiction à long terme dû à l'impossibilité

de contrôler toutes les perturbations. Une théorie qui s'applique aussi à la météorologie, à l'économie, à l'évolution, à la propagation de fumée dans l'air, à la chute d'une feuille... Car malgré leur imprévisibilité, ces systèmes sont représentables dans un espace à N dimensions, N étant le nombre de paramètres inhérents au système. L'état du système est alors figuré par une courbe, nommée "attracteur étrange". Or, si l'on zoome sur cette courbe, chaque tronçon grossi ressemble à la courbe entière. Comme si du chaos naissait de l'ordre. Les attracteurs étranges les plus connus sont les courbes fractales du mathématicien Benoît Mandelbrot. Lui-même remarque que nombre de formes naturelles ont une géométrie fractale : contour des nuages, choux-fleurs, flocons de neige, feuilles de fougère... Bref, le chaos est partout. C.H.

EN SAVOIR PLUS

La théorie du chaos, vers une nouvelle science, James Gleick, éd. Flammarion, 431 pages, 10 €.

2006 > MARS > SCIENCE & VIE 125

2.2. Les mécanismes des taux d'intérêt et le “ Carré Magique ”

Même si nous reverrons les mécanismes du taux d'intérêt tout au long de ce cours (qui ne traite finalement que de lui, car argent et temps se reflètent dans la notion de taux d'intérêt), nous allons nous livrer ici à quelques considérations fondamentales sur les mouvements des taux d'intérêt.

Première information : il y a autant de taux d'intérêts que de marchés ou, devrions-nous dire, que de sujets économiques.

Exemple : l'inflation. L'inflation n'est pas un marché, mais un sujet économique (et médiatique).

Rappelons à cet égard ce qu'est l'inflation. L'inflation est tout simplement, au sens étymologique, un gonflement !

Il y a donc autant d'inflations qu'on veut. Parler d'inflation sans en spécifier l'objet n'a aucun sens. Néanmoins, quand tel sera le cas, il faut le plus souvent sous-entendre qu'il s'agit d'inflation par les prix !

Ainsi peut-il exister une inflation par le chômage, ou, au contraire, une inflation par l'emploi (augmentation du recrutement dans les entreprises). Nous verrons aussi de l'inflation par la construction, par les exportations, par l'importation, etc., et, finalement, nous aborderons cette fameuse et tristement célèbre **inflation par les prix**. Il faut bien avoir à l'esprit, pour terminer cette mise au point sur l'inflation, que toutes les inflations ne sont pas mauvaises (exemple, l'inflation par l'emploi !). D'autres le sont, certes, mais le plus souvent l'appréciation ne peut s'effectuer que de manière conjoncturelle en tenant compte d'autres facteurs. Il est généralement admis que l'inflation par les prix est à combattre dans tous les cas. *Et toutes les inflations ne dégénèrent pas nécessairement en inflation par les prix.*

Il existe l'inflation importée, liée à l'importation de matières premières ; l'inflation par les coûts, liée aux salaires et aux finances ; et l'inflation provenant de la masse monétaire. Jouer sur les taux d'intérêts permet d'influencer l'inflation monétaire. La déflation permet de modifier l'inflation par les coûts. Et pour lutter contre l'inflation importée, il existe le protectionnisme et... la guerre !

Revenons au taux d'intérêt en toute généralité. Rappelons les protagonistes qui interviendront dans le raisonnement : nous disposons d'un *marché* (exemple, le marché de l'argent à court terme), de *demandeurs* du produit (exemple, les entreprises), d'*offreurs* de ce produit (exemple, les ménages), et d'un *intermédiaire* entre l'offre et la demande, le *banquier*.

Premier cas : l'offre d'argent est plus importante que la demande. La loi de l'offre et de la demande va donc faire diminuer le prix du produit (dans notre exemple, l'argent), c'est-à-dire les taux d'intérêt. Pourquoi ? Tout simplement parce que si vous avez trop de produits disponibles sur le marché, les demandeurs vont faire jouer la concurrence entre les offreurs. Ces derniers, voulant le plus possible revendre leur produit, consentiront à diminuer le prix pour s'imposer vis-à-vis des collègues.

Deuxième cas : la demande est plus importante que l'offre. Les taux d'intérêt vont alors augmenter. En effet, la loi de l'offre et de la demande montre que par manque

de produits sur le marché, les demandeurs vont se battre entre eux au plus grand plaisir des offreurs. Pour s'approprier une part de ce produit, les demandeurs accepteront de payer un prix plus élevé.

A présent, mettons ces principes statiques en mouvement. En effet, un taux élevé n'est pas bon ou mauvais, de même qu'un taux bas. Tout dépend du point de vue duquel on se place et de la conjoncture économique.

Par exemple, si l'on est demandeur d'argent (Cf. les entreprises, l'Etat et le reste du monde en général), nous allons vouloir payer cet argent à moindre frais. Autrement dit, nous chercherons des taux bas.

Inversement, si nous disposons de trop d'argent par rapport à notre consommation (Cf. les ménages en général), nous voudrions placer cet argent de manière à ce qu'il nous rapporte le plus possible. Nous rechercherons donc des taux élevés.

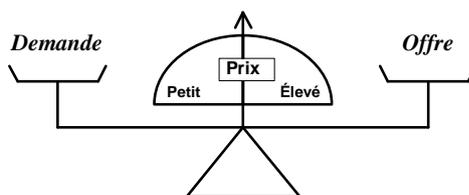
Mais, à un moment déterminé, il y a toujours plus de demandeurs que d'offreurs d'argent ou inversement. Et c'est là qu'intervient toute la dynamique de l'offre et de la demande par l'intermédiaire des banques, compte tenu de leurs rôles vus plus haut.

Car **si la demande d'argent est plus grande que l'offre** à un moment donné, le banquier va vouloir attirer les offreurs déficitaires en leur proposant des taux élevés, jusqu'à inverser l'équilibre entre offre et demande, autrement dit, jusqu'à ce qu'il y ait au moins autant d'argent offert que celui qui est demandé. Ceci dit, les taux élevés vont aussi démotiver les demandeurs d'argent, dont le nombre va alors diminuer. L'effet est double.

Par contre, **si l'offre d'argent est plus importante que la demande**, le banquier va vouloir se débarrasser de ce surplus auprès des demandeurs déficitaires, en leur proposant un taux relativement bas. Par la même occasion, les offreurs en surnombre vont commencer à ne plus trouver les taux intéressants et vont vouloir placer leur argent (retiré à temps) dans d'autres secteurs (les actions en l'occurrence). Cette double opération aura lieu jusqu'à ce que l'équilibre soit inversé entre l'offre et la demande.

Il résulte de ces deux cas d'espèce à double effet que les taux d'intérêts ne peuvent que constamment alterner entre la hausse et la baisse pour équilibrer l'offre et la demande. Une bonne politique financière consiste donc plus à agir au bon moment qu'à agir au bon taux. Parfois la réglementation interdit de jouer comme il le faudrait sur les taux. C'est alors qu'apparaissent d'éventuelles crises ou crash financiers. On voit pourquoi aujourd'hui prédomine la théorie du Monétarisme.

Un bon exemple de ce jeu d'augmentation et de diminution des taux d'intérêt est celui de l'Allemagne réunifiée. Pour financer la mise à niveau de l'ex Allemagne de l'Est, il a fallu attirer pendant quelques années d'énormes masses d'argent. D'où les taux élevés constatés jusqu'au lundi 14 septembre 1992. Date à laquelle les taux allemands ont commencé à diminuer pour écouler cet argent vers les demandeurs, afin que les taux leur permettent d'emprunter aux banques.



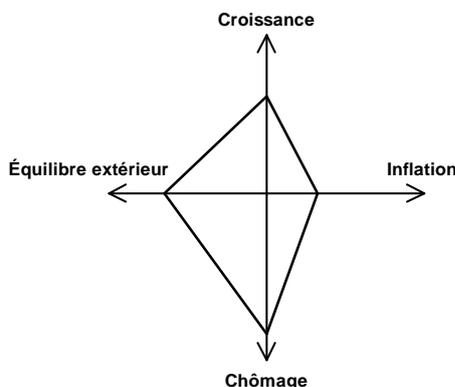
Il existe un outil fondamental que l'économiste, qu'il soit patron, banquier, ou politique, se doit de connaître et d'utiliser tous les jours : le "**Carré Magique**".

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

C'est le tableau de bord minimum à avoir devant les yeux lorsque des décisions doivent être prises. Normalement, c'est la première chose qu'un responsable doit calculer (ou faire calculer...) le matin, dès son arrivée au bureau (pages 2 à 4 de L'Écho du samedi).

Le carré magique est un graphe à quatre dimensions reportant, sur chacun de ses axes : le [taux d'inflation](#), le [taux de chômage](#), le [taux de croissance](#), et le [niveau de l'équilibre extérieur](#) (aussi appelé *Solde Extérieur*). Ce dernier n'est autre que le

solde de la balance des paiements, rapporté à un montant de référence, d'un pourcentage, variables. Les données dans les quotidiens Pour faciliter la lecture, les axes soient deux. Par exemple, le taux de chômage seront le premier allant du second du centre vers le indicateurs suivants



comme pour les autres numériques financiers habituels.

on s'arrange pour que regroupés deux par deux sur une droite verticale, centre vers le haut, le bas. Les deux seront sur une droite

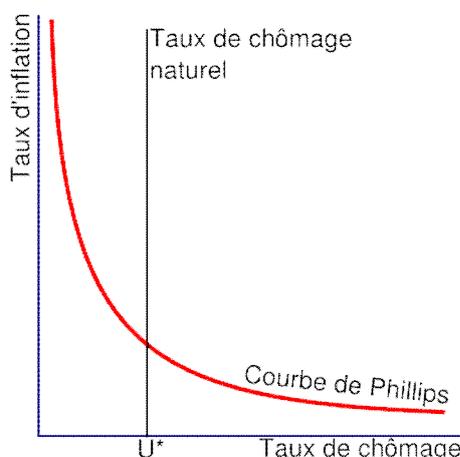
verticale, l'un partant vers le haut, l'autre vers le bas.

Lorsqu'on relie les quatre points obtenus sur chaque demi axe, on a affaire à un carré plus ou moins déformé dont l'interprétation influencera les décisions à prendre.

Certains auteurs ajoutent aux quatre indicateurs précités un cinquième élément : le niveau de bien-être (exprimé, lui aussi, en pour-cent). L'on obtient alors ce qu'on appelle le **pentagone magique**.

De plus, il faut toujours avoir à l'esprit qu'un taux réel est obtenu en déduisant le taux d'inflation du taux nominal (celui qui est officiellement publié). Par exemple, des taux espagnols ou anglais pourraient se révéler plus intéressants que les taux belges mais, déduction faite des taux d'inflation de ces différents pays, les taux réels montrent généralement une toute autre classification.

Signalons l'existence de la [courbe de Phillips](#), qui établit un lien entre le taux de chômage et l'inflation :



2.3. Les organismes de tutelle et de contrôle de la Banque et de la Finance

Rappelons que le **marché de l'argent** (Banque & Finance) est constitué de deux compartiments :

- le marché financier (ou marché des capitaux) où sont traités les actifs à long terme, et...
- le marché monétaire qui s'occupe des actifs à court terme.

Dans l'introduction nous avons associé cette approche de la vision comptable du passif d'un bilan : le haut du bilan s'adressera donc au marché financier, et le bas au marché monétaire.

Une hiérarchie d'institutions publiques et privées interviennent sur ces marchés.

Au **sommet** de la pyramide figurent :

- la [Communauté Européenne](#) et la [Banque Centrale Européenne](#) (BCE),
- le [Service Public Fédéral Finances](#) et la [Banque Nationale de Belgique](#) (BNB),
- la [Commission Bancaire, Financière et des Assurances](#) (CBFA).

Au niveau **intermédiaire**, nous trouvons :

- Des organismes de coordination à caractère consultatif comme le [Conseil Supérieur des Finances](#) ainsi que la [Cellule de Traitement des Informations Financières](#)¹⁰.
- Des organismes de mobilisation et de garantie des crédits comme le [Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers](#) (FIF, ex IRG - Institut de Réescompte et de Garantie - disparu en 1999), le [Fonds des Rentes](#), le [Trésor](#), l'Office National Du croire et le Creditexport¹¹.
- Du côté du marché des capitaux, nous trouvons le NYSE-[Euronext](#).

Enfin, à la **base** de la pyramide, il convient de distinguer, pour le marché monétaire (c'est-à-dire les Banques au sens large, ou encore Etablissements de Crédit) : les banques de dépôts, les banques ou caisses d'épargne, l'OCP (Office des Chèques

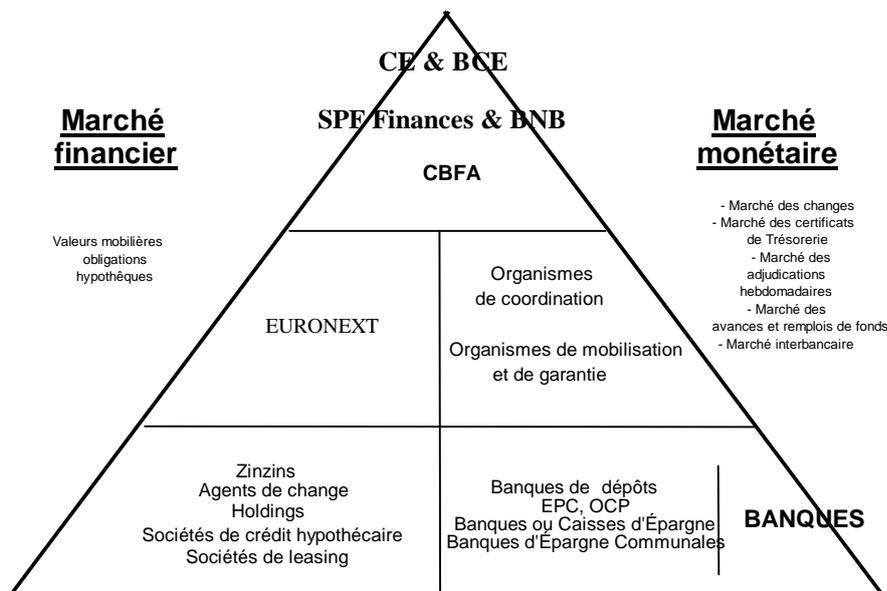
¹⁰ Cette cellule est chargée, depuis 1991 (directive européenne) et 1993 (transposition en loi belge), de prévenir le blanchiment de capitaux par l'utilisation du système financier.

¹¹ L'IBLC (Institut Belgo-Luxembourgeois des Changes) n'existe plus depuis le 1/1/2002.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

Postaux, repris par la Banque de la Poste, créée en septembre 1995), les banques de titres et les banques d'épargne communales¹².

Pour ce qui concerne le marché des capitaux, énumérons : les Zinzins¹³ (Investisseurs Institutionnels), les agents de change, les holdings, les sociétés de crédit hypothécaire et les sociétés de leasing.



Nous allons à présent examiner quelques uns de ces acteurs du marché de l'argent.

Signalons qu'à la base de cette pyramide de l'argent en Belgique, l'on devrait ajouter encore d'autres intervenants :

=> Pour la Marché Monétaire :

- Les compagnies d'assurances
- Les fonds de pension
- Les organismes de placement collectif
- Les sociétés de prêts-bails et d'affacturage

=> Pour le Marché des Capitaux :

- Les sociétés de courtage en change et en dépôts
- Les sociétés de gestion de fortune et de conseil en placement
- Les sociétés de bourse

¹² Les Etablissements Publics de Crédit (EPC) n'existent plus depuis que l'OCCH a enfin été repris.

¹³ Cf. les compagnies d'assurance, les Sicav, les fonds de placement, les fonds de pension et les institutions publiques de sécurité sociale.

2.4. Les principaux organes de fonctionnement en banque

La Banque Centrale Européenne

Conséquence du [Traité de Maastricht](#), les banques centrales des quinze Etats membres de l'Union européenne et la [Banque centrale européenne](#) (BCE) nouvellement constituée et établie à Francfort sont devenues, le 1er juin 1998, membres d'un organisme supranational : le [Système européen de banques centrales](#) (SEBC).

Trois Etats membres de l'UE, à savoir le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède, n'ont pas encore adopté la monnaie unique. Aussi longtemps que tous les pays membres de l'Union européenne ne font pas partie de l'union monétaire, on distinguera l'[Eurosystème](#), qui comprend la BCE et les seules banques centrales des Etats qui ont adhéré à l'union monétaire, de l'ensemble du SEBC. La BCE est le pivot de l'Eurosystème.

Les pays qui ont adhéré à l'union monétaire constituent la "[zone euro](#)". Ils ont adopté une monnaie commune, ce qui suppose également une politique monétaire unique. La Banque nationale de Belgique contribue à la réalisation des objectifs de l'Eurosystème, qui sont définis dans le traité de Maastricht. L'objectif principal de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro.

Le principal organe de décision de la BCE est le **Conseil des Gouverneurs** de la BCE, présidé par le Président de la BCE. Les autres membres du Conseil des gouverneurs sont le vice-président de la BCE, les quatre autres membres du Directoire de la BCE, ainsi que les gouverneurs des banques centrales nationales qui ont adopté l'euro, parmi lesquels le gouverneur de la BNB. Le Conseil des gouverneurs se réunit généralement deux fois par mois et prend les décisions de politique monétaire sur la base du principe "une personne, une voix".

Le Directoire de la BCE assure la gestion journalière de l'institution et prépare les réunions du Conseil des gouverneurs. Il est chargé de la mise en œuvre des décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs et donne les instructions nécessaires à cet effet aux banques centrales nationales de la zone euro.

Le troisième organe de la BCE est le **Conseil Général**. Il se compose du président et du vice-président de la BCE¹⁴ ainsi que des gouverneurs des quinze banques centrales des États membres de l'UE. Le Conseil général, qui se réunit en principe quatre fois par an, continuera d'exister aussi longtemps que certains Etats membres de l'UE n'auront pas adopté la monnaie unique. Il se penche sur des sujets qui intéressent tant les pays de la zone euro que les autres Etats membres de l'UE.

¹⁴ Nommés pour 8 ans par le Conseil européen.

Les missions fondamentales de l'Eurosystème consistent à :

- définir et mettre en oeuvre la politique monétaire de la zone euro ;
- conduire des opérations de change, détenir et gérer les réserves officielles de change de la zone euro ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ;
- l'émission des billets de banque dans la zone euro ;
- la contribution à une politique efficace en matière de surveillance bancaire et de réglementation financière ;
- la collecte des informations statistiques nécessaires à l'accomplissement de ses missions, soit auprès des autorités nationales, soit directement auprès des intéressés, comme les établissements financiers.

Dans les matières qui relèvent de l'Eurosystème, les décisions sont centralisées à des degrés divers : ainsi, toutes les décisions de politique monétaire relèvent du Conseil des Gouverneurs et du Directoire de la BCE, tandis qu'une large autonomie est laissée aux banques centrales nationales en ce qui concerne la gestion des réserves de change. Même lorsqu'elles sont prises par les organes de la BCE, les décisions peuvent être préparées par les comités et groupes de travail auxquels participent des représentants des banques centrales nationales. Quant à l'exécution de ces décisions, elle est le plus souvent décentralisée, impliquant les banques centrales nationales.

Citons pour finir Patrick ARTUS¹⁵ : « [...] les citoyens peuvent avancer deux reproches légitimes [dans le fonctionnement des banques centrales] : l'absence de contrôle démocratique, puisque la banque centrale ne répond pas de ses décisions devant le Parlement ; l'utilisation d'un objectif de politique économique très différent de l'objectif social, puisqu'il n'inclut pas la résorption du chômage. »

La Banque Nationale de Belgique

Née en 1850, la Banque Nationale est administrée par un **Gouverneur** (salaire : 500 000 € brut par an). Le capital de 10 millions d'euros est composé de 50 % d'actions nominatives détenues par l'Etat, et de 50 % d'actions en bourse. Elle gère non seulement le monde monétaire et financier belge mais aussi leurs équivalents luxembourgeois (depuis le 21 juillet 1921, le Grand-Duché du Luxembourg et la Belgique forment une Union Economique, la parité des monnaies n'étant apparue qu'en 1929).

- Outre son Gouverneur, la Banque Nationale est administrée par sept directeurs nommés par le Roi (pour 5 ans). Ensemble ils constituent le **Comité de Direction** qui statue sur toutes les affaires qui ne sont pas traitées par le Conseil de Régence (voir ci-dessous).

¹⁵ ARTUS (Patrick), Les Incendiaires – Les banques centrales dépassées par la globalisation, Éd. PERRIN, France, 2007, p. 32.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

- C'est ainsi que le **Conseil de Régence**, constitué du Gouverneur, de six directeurs et de dix régents élus pour trois ans par l'assemblée générale des actionnaires traite toutes les questions générales relatives à la monnaie, au crédit et à la croissance économique. Ce Conseil, réuni une fois par semaine (le mercredi), fixe les conditions et les taux de l'escompte (pour les effets ou traites), des avances, des prêts et autres taux du marché monétaire.
- Les censeurs sont au nombre de huit à dix. Il s'agit de réviseurs élus par l'assemblée générale des actionnaires. Ils constituent le **Collège des Censeurs** qui contrôle et approuve les comptes annuels.
- Le Service Public Fédéral Finances contrôle la Banque Nationale par l'intermédiaire du **Commissaire du Gouvernement**. Il dispose d'un droit de veto qu'il peut exercer s'il estime qu'une décision de la Banque Nationale va à l'encontre de la loi ou de l'intérêt de l'Etat. Dans ce cas, le Service Public Fédéral Finances doit statuer dans la huitaine, sinon la décision en cause est exécutée.

Quelles sont les missions de la Banque Nationale ?

- Elle exerce une politique monétaire autonome (autonomie renforcée par la loi du 22 mars 1993).
- Elle a le privilège d'émettre de la monnaie fiduciaire¹⁶ (billets de banques), sous la tutelle de la BCE, mais aussi de...
- créer de la monnaie scripturale¹⁷. Car à cause des contraintes de liquidité des banques, la Banque Nationale, par son rôle centralisateur et régulateur, va recevoir ou offrir des liquidités aux banques suivant les conditions de l'offre et de la demande. Jouant donc avec les dépôts et les crédits, de la monnaie scripturale sera ainsi engendrée.
- A ce titre la Banque Nationale est tenue de conserver une encaisse en or d'une valeur d'un tiers au moins de tous ses engagements à vue. Les banques centrales nationales ont transféré à la BCE une partie de leurs réserves d'or et de devises, jusqu'à concurrence de 40 milliards d'euros environ. Ces réserves ont pour principale mission de permettre à l'Eurosystème d'intervenir sur les marchés des changes. Le Conseil des gouverneurs a défini des contraintes précises concernant la gestion de ces réserves afin de garantir la sécurité et la liquidité nécessaires; la gestion opérationnelle est cependant décentralisée auprès de chaque banque centrale nationale.
- Elle gère, nous venons de le voir, les soldes de trésorerie en fin de journée (c'est ce qu'avant la réforme du marché monétaire on désignait par *aller au call*).
- La Banque Nationale est aussi le prêteur en dernier ressort. Quand une banque se voit contrainte de disposer en dernière minute de liquidités, pour autant qu'elle n'a pas pu trouver de collègue pour les lui prêter, elle est obligée de s'adresser à la Banque Nationale. Il s'agit bien d'une contrainte car le taux pratiqué dans ce cas par la Banque Nationale est le plus élevé du marché. Ce taux est appelé d'ailleurs le *taux d'Enfer*¹⁸. Toutes les banques importantes du pays disposent pour ce genre d'opérations d'un compte auprès de la Banque Nationale.
- Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la Banque Nationale promulgue officiellement tous les taux du marché monétaire fixés par la BCE.
- C'est aussi elle qui est le caissier de l'Etat : elle s'occupe de toutes ses opérations de trésorerie.

16 Avec la monnaie scripturale (monnaie papier autre que les billets de banque et monnaie électronique), elle constitue le stock monétaire. Il croit avec le Produit National Brut, sinon il y a inflation (quand il y en a trop) ou déflation (quand il y en a trop peu).

On estime qu'il existe deux fois plus de monnaie scripturale que de monnaie fiduciaire. C'est ce qu'on appelle le **coefficient de création monétaire**.

17 La monnaie scripturale représente aujourd'hui (chiffres de 1996) 72 % de la masse monétaire en circulation.

18 Il s'agit du taux d'intervention (minimum ou maximum – inférieur ou supérieur – selon que l'on est en position vendeur ou acheteur).

- La BN joue un rôle de participant ou d'arbitre dans certains compartiments du marché monétaire (voir plus loin la structure du marché monétaire en Belgique, ainsi que les outils de *Fine Tuning* en fin de chapitre).
- Elle joue aussi un rôle important sur le marché des changes. En accord avec la réglementation du système monétaire européen (SME) que nous analyserons plus loin, la Banque Nationale doit se constituer une réserve de change. A mettre en liaison, bien entendu, avec le solde de la balance des paiements définie en introduction.

La Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA)

La Commission Bancaire (aujourd'hui la Commission Bancaire, Financière et des Assurances – CBFA) est née en 1935. C'est un organisme public autonome issu de l'époque où il y eut séparation entre les banques publiques et les banques de sociétés appelées aujourd'hui holdings (ou sociétés de portefeuille). Nous verrons cela plus loin. La CBFA compte quatre organes chargés d'assurer son fonctionnement¹⁹ :

- **Le président du comité de direction**
Le président du comité de direction dirige la CBFA. Il la représente à l'égard des tiers et en justice.
- **Le comité de direction**
Le comité de direction est l'organe collégial de décision de la CBFA. Il prend les décisions individuelles dans tous les domaines de compétence, sauf les décisions en matière d'amendes administratives et d'astreintes. Il adopte les règlements de la CBFA après avis du conseil de surveillance. Il compte autant de membres nommés parmi les membres du comité de direction de la Banque Nationale de Belgique (BNB) que de membres qui ne font pas partie du comité de direction de la BNB. Ils sont nommés par le roi pour 6 ans.
- **Le conseil de surveillance**
*Le conseil de surveillance donne des avis au comité de direction, notamment sur les priorités du contrôle et sur les règlements que le comité de direction a l'intention d'adopter. Il assure la surveillance générale du fonctionnement de la CBFA et approuve à ce titre l'organigramme et les comptes de l'institution. Il est composé du président du conseil de surveillance et de 10 à 14 membres représentatifs des milieux extérieurs.
Au sein du conseil de surveillance est constituée une commission des sanctions composée du président du conseil de surveillance et de six autres membres du conseil de surveillance désignés par le conseil de surveillance. La commission des sanctions se prononce sur l'imposition des amendes administratives et des astreintes.*
- **Le secrétaire général**

¹⁹ Source du texte en italique qui suit : <http://www.cbfa.be>, dernière consultation le 12/02/2008.

Le secrétaire général est chargé de l'organisation administrative générale et de la direction administrative des services de la CBFA.

Il coordonne la coopération avec les autres institutions publiques.

La CBFA et la BNB collaborent étroitement sur les questions d'intérêt commun. Deux organes communs ont été institués à cette fin :

- **Le Comité de Stabilité Financière**

Il examine les questions d'intérêt commun à la BNB et à la CBFA. Il s'agit entre autres de la stabilité du système financier dans son ensemble, de la coordination de la gestion de crise et de la gestion des activités exercées en commun. Il est composé des membres des comités de direction de la CBFA et de la BNB.

- **Le Conseil de Surveillance de l'Autorité des Services Financiers**

Il émet des avis sur les questions relatives à l'organisation et au fonctionnement des marchés financiers et des organismes financiers. Il est composé des membres du conseil de surveillance de la CBFA et des membres du Conseil de Régence de la BNB.

Les **rôles** de la CBFA sont les suivants (voir détails page suivante) :

- agréer les banques,
- assurer le *contrôle prudentiel* des banques (grâce, notamment, aux Coefficients de Structure, et au respect du Protocole d'Autonomie de la Fonction Bancaire)
- contrôler la publicité faite par les banques²⁰,
- évaluer le risque pays (c'est le niveau des engagements des banques vis-à-vis des pays en voie de développement),
- contrôler les émissions de titres et de valeurs²¹ (dont les OPA²² et les OPE²³),
- contrôler les holdings,
- contrôler les fonds communs de placements et les Sicav,
- lutter contre le blanchiment d'argent et le terrorisme (voir également la FIF).

Les **moyens** dont dispose la Commission Bancaire et Financière pour mener à bien ces multiples missions sont divers :

- Elle possède un pouvoir réglementaire.
- Elle dispose d'un service d'inspection et de réviseurs agréés.
- Elle conseille et elle arbitre.
- Elle est financée par les cotisations versées par les organismes qu'elle surveille, ainsi que par les indemnités qu'elle perçoit sur les opérations qu'elle surveille.

20 Les banques ne peuvent procéder à des campagnes publicitaires avec les fonds de leurs clients.

21 Les banques ne peuvent détenir des titres de sociétés plus d'un an sans autorisation de la Commission Bancaire (renouvelable deux fois), sauf dans le secteur bancaire (et encore, la liste des sociétés est limitée). La banque en détention de titres de sociétés ne peut exercer son droit de vote et le quota des titres détenus est limité par la Commission Bancaire.

22 Offre Publique d'Achat. Voir la partie relative au marché des capitaux.

23 Offre Publique d'Échange.

Un mot sur la **procédure d'agrégation des banques**. La Commission Bancaire et Financière publie annuellement la liste des banques agréées dans le Journal Officiel (Moniteur). L'agrégation vaut pour tout l'Espace Économique Européen :

- La banque candidate doit disposer d'un **capital** d'au moins 6.200.000 €
- La Commission Bancaire, Financière et des Assurances doit être tenue au courant de la structure du capital ou de tout changement qui modifierait 5 % et plus de la structure du capital.
- Sa **forme juridique** est obligatoirement une des formes de sociétés commerciales, sauf la SPRLU.
- La **direction** (deux personnes physiques au moins) doit répondre à des exigences d'honorabilité professionnelle et d'expérience adéquate. Les Etablissements de Crédit ne peuvent consentir des crédits ou des garanties à leurs administrateurs et gérants qu'aux conditions applicables à leur clientèle. Les personnes qui sont chargées de la gestion journalière d'une banque sont soumises au *régime d'incompatibilité*. C'est-à-dire qu'elles ne peuvent cumuler d'autres mandats d'administrateur, sauf s'il s'agit de mandats *sans participation à la gestion journalière* dans des sociétés détenues directement ou indirectement par la banque, ou s'il s'agit d'un *autre Etablissement de Crédit*.
- **L'organisation** doit comprendre une structure de gestion, une administration, une comptabilité et un contrôle interne approprié.
- La banque doit adhérer à un système collectif de protection des dépôts.
- Toute **fusion ou cession** entre Etablissements de Crédit doit être préalablement soumise à la Commission Bancaire et Financière.
- La banque ne peut détenir de **titres de sociétés** plus d'un an sans autorisation de la Commission Bancaire et Financière (renouvelable deux fois), sauf dans le secteur bancaire (et encore, la liste des sociétés est limitée, et le montant de la participation est à déduire des fonds propres). La banque en détention de titres de sociétés ne peut exercer son droit de vote et le quota de titres détenus est limité par la CBFA (pas plus de 15 % des fonds propres par participation, et pas plus de 45 % - 60 % suivant la directive européenne - pour l'ensemble des participations).

Revenons un instant sur l'une des missions de la CBFA, l'imposition aux banques de **coefficients de structure de gestion** (ou *coefficients structurels*). De quoi s'agit-il ? Depuis la loi du 22 mars 1993, tous les vingt du mois, les banques sont tenues de fournir à la CBFA une comptabilité complète. D'autre part, pour comprendre les coefficients de structure, il convient d'analyser la composition d'un bilan d'une banque. Il se lit à l'envers !

Du côté des **ressources**,

- nous trouvons bien entendu les fonds propres,
- mais aussi tous les dépôts²⁴ (comptes à vue, comptes à terme, carnets de dépôts, bon de caisse, etc.) et
- les postes bancaires (c'est-à-dire tous les comptes de dépôts des autres banques).

Du côté des **emplois** on trouve :

- tous les crédits accordés au secteur public²⁵ d'abord (il s'agit des fonds²⁶ et des effets²⁷ publics),

24 Pour un total de 300 milliards d'euros fin juin 1996.

25 Pour un total de 111 milliards d'euros fin juin 1996.

26 Long terme.

27 Court terme.

- puis des crédits octroyés au secteur privé²⁸ ensuite.
- On y trouve aussi, comme pour les ressources, les postes bancaires (c'est-à-dire tous les comptes de crédits des autres banques).

Ainsi les coefficients de structure imposés par la CBFA agiront-ils aussi bien entre des comptes d'actif qu'entre des comptes de passif ou encore entre des comptes d'actif et de passif. Il existe aussi des coefficients entre les différentes devises et l'euro. Le but de ces coefficients est de veiller aux **trois préoccupations fondamentales du banquier** (nous y reviendrons ultérieurement) :

- 1) le souci de **liquidité**,
- 2) le souci de **rentabilité**, et
- 3) le souci de **solvabilité** (ou sécurité).

Ces coefficients tentent d'équilibrer *l'adéquation entre la liquidité et la solvabilité (sécurité)*. Par exemple :

- Les **fonds propres minima** d'un Etablissement de Crédit ne peuvent jamais devenir inférieurs au montant minimum du capital initial au cours de l'exercice.
- La législation belge, contrairement à la réglementation internationale et européenne, impose un "**coefficient de fonds empruntés**" (*Gearing Ratio*) et un "**coefficient d'immobilisation**".
- Des ratios maxima sont appliqués aux **créances sur un seul débiteur**, ou groupe de débiteurs.
- La réglementation tient également compte des **opérations hors bilan**.
- Les banques et autres sociétés de bourse doivent couvrir de manière permanente leurs **risque de marché** à l'aide de fonds propres.

Le **protocole d'autonomie de la fonction bancaire** a été conclu entre la Commission Bancaire et Financière et les banques en février 1974.

- Cette autonomie a déjà été constatée lorsque nous avons parlé des participations réglementées des banques (Cf. note en bas de page supra).
- Mais, par exemple, les banques ne peuvent consentir de prêts à leurs dirigeants (vu précédemment également) qu'aux conditions applicables à son personnel.
- De même, le protocole a veillé à installer une indépendance des banques vis-à-vis de leurs actionnaires. Ainsi, tout détenteur d'une participation importante (plus de 5 %, comme nous l'avons vu précédemment) dans une banque est tenu d'en informer la Commission Bancaire et Financière. Toute modification sensible d'une telle participation ne peut s'effectuer sans l'avis du Conseil d'administration et du Comité de Direction de la banque. La Commission Bancaire et Financière elle-même doit également être consultée.
- Enfin, le protocole définit une scission entre le pouvoir du Conseil d'Administration (dont les membres issus du Comité de Direction ne peuvent constituer la majorité) de la banque et son Comité de Direction. Le Conseil d'Administration se limite à surveiller et à définir la politique générale de la banque alors que le Comité de Direction s'occupe de la gestion journalière. Cette clause va donc bien plus loin que ce que le législateur a imposé aux sociétés de capitaux à responsabilité limitée (Cf. Lois coordonnées sur les sociétés commerciales). Voir également plus

²⁸ Pour un total de 215 milliards d'euros fin juin 1996.

haut les conditions de l'agrément bancaire, section relative aux contraintes applicables aux dirigeants des banques.

Le Conseil supérieur des Finances (CSF)

Au 1^{er} septembre 2006, la **composition** du CSF se présente comme suit :

- Le Conseil
- Le Bureau, composé de :
 - *Section « besoins de financement des pouvoirs publics »*
 - *Section « Besoins de Fiscalité²⁹ et Parafiscalité³⁰ »*
 - *Comité d'Etude sur le Vieillissement*
 - *Secrétariat du Conseil supérieur des Finances*

Tous les membres sont nommés par le Roi.

Missions

1. *Section Besoins de financement des Pouvoirs publics*"

Cette section publie chaque année deux avis :

- ◆ au mois de mars, une évaluation de l'exécution du programme de stabilité de la Belgique au cours de l'année précédente ;
- ◆ au mois de juin, le rapport annuel de la Section, qui analyse (comme le stipule la Loi spéciale du 16 janvier 1989) les besoins de financement des différents pouvoirs publics belges ainsi que la politique budgétaire à suivre.

Par ailleurs, la Section peut émettre, d'initiative ou à la demande du Ministre des Finances, un avis quant à l'opportunité de restreindre la capacité d'emprunt d'un ou de plusieurs pouvoirs publics, et ce en fonction de la nécessité :

- ◆ d'éviter que l'unité économique et monétaire soit compromise ;
- ◆ d'éviter un dérapage structurel des besoins de financement.

2. *Section "Fiscalité et Parafiscalité"*

Des experts de haut niveau, habilités à donner des avis sur tous problèmes, tant généraux que spécifiques, en matière de fiscalité et de parafiscalité.

3. *Comité d'Etude sur le Vieillissement*

La loi "portant garantie d'une réduction continue de la dette publique et création d'un Fonds de Vieillissement" crée le Comité d'Étude sur le Vieillissement au sein du Conseil Supérieur des Finances. (Loi du [5 septembre 2001](#), Moniteur belge du 14 septembre 2001).

- ◆ Le Comité d'Étude sur le Vieillissement est chargé de la rédaction d'un rapport annuel examinant les conséquences budgétaires et sociales du vieillissement.

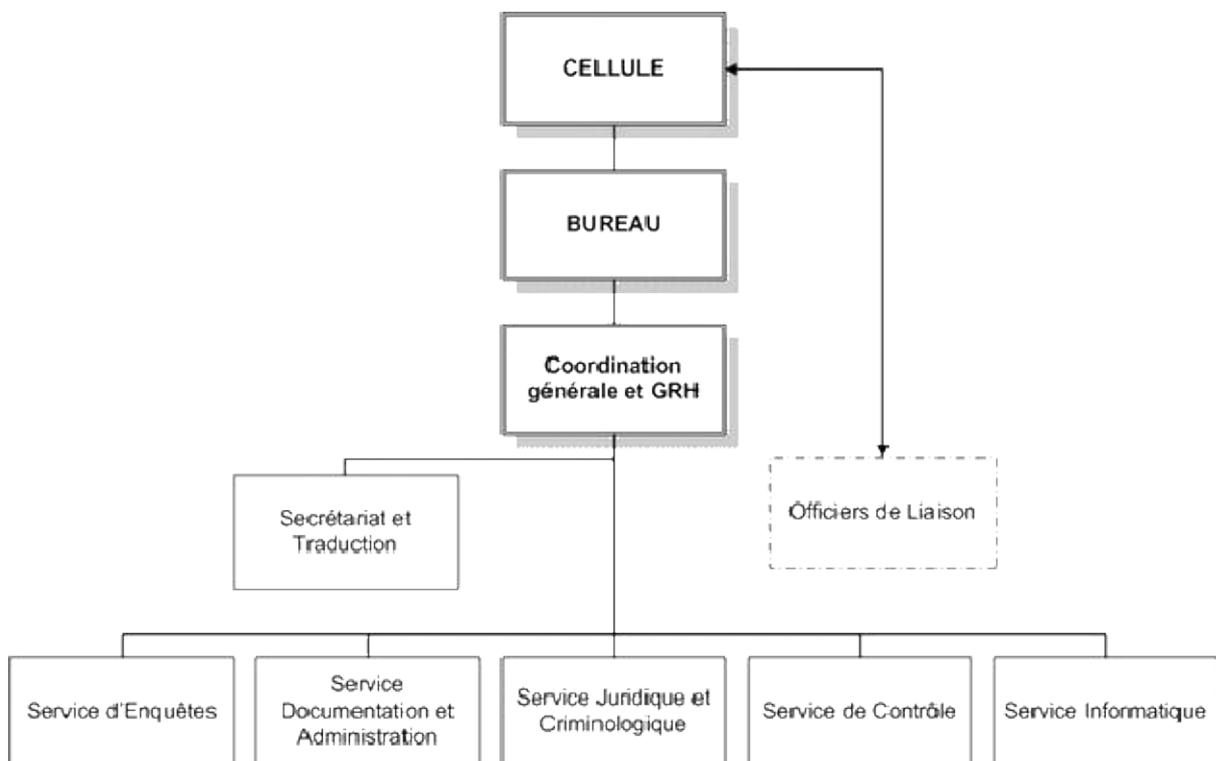
²⁹ Système de perception des impôts; l'ensemble des lois qui s'y rapportent

³⁰ Ensemble des taxes et cotisations perçues sous l'autorité de l'état au profit d'administration et d'organismes autonomes

- ◆ Ce rapport contient notamment une estimation des conséquences financières sur le plan des différents régimes légaux des pensions, des régimes de sécurité sociale des travailleurs salariés et indépendants et du régime de la garantie de revenus aux personnes âgées, liées à l'évolution démographique.
- ◆ Le Comité d'Étude sur le Vieillessement peut également, d'initiative ou à la demande du gouvernement, effectuer des études spécifiques en relation avec le vieillissement.

Cellule De Traitement des Informations financières (CTIF) – Sources : www.ctif-cfi.be

ORGANIGRAMME



Missions

Instituée par la loi du 11 janvier 1993, la Cellule est une autorité administrative indépendante, dotée de la personnalité juridique, qui est chargée du traitement et de la transmission d'informations, en vue de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Composée d'experts en matière financière et d'un officier supérieur détaché de la police fédérale, elle est placée sous le contrôle des Ministres de la Justice et des Finances et sous la direction d'un magistrat ou de son suppléant détachés du parquet. Le bureau, composé du président et du vice-président, organise les activités de la Cellule.

Centralisation et analyse de l'information

Sans préjudice des compétences des autorités judiciaires, la Cellule est destinée à recevoir et à analyser les informations transmises :

- par les organismes et les personnes visés par la loi;
- par les autorités de contrôle, de tutelle ou disciplinaires de ces organismes ou personnes;
- par les organismes étrangers remplissant des fonctions similaires aux siennes, dans le cadre d'une collaboration mutuelle;
- par l'Unité de coordination de la lutte antifraude de la Commission européenne devenue l'Office européen de lutte antifraude (OLAF).

Opposition à l'exécution d'une opération et transmission de l'information au parquet

Si, en raison de la gravité ou de l'urgence de l'affaire, la Cellule l'estime nécessaire, elle peut faire opposition à l'exécution d'une opération, avant l'expiration du délai d'exécution, mentionné par l'organisme ou la personne. Cette opposition fait obstacle à l'exécution de l'opération pendant une durée maximale de deux jours ouvrables à compter de la notification.

Secret professionnel de la Cellule

Les membres de la Cellule, les membres de son personnel, les membres des services de police et les autres fonctionnaires détachés auprès de la Cellule ainsi que les experts externes auxquels elle a recours sont soumis à un secret professionnel très strict.

Mission de contrôle de la Cellule

La Cellule est compétente pour vérifier le respect des dispositions de la loi, relatives à l'identification des clients, à la conservation des documents, au devoir de vigilance et à l'obligation de déclaration et de communication de renseignements, par les organismes financiers qui ne sont pas soumis à un contrôle prudentiel.

Mission d'avis en matière réglementaire

Dans certains domaines, la loi du 11 janvier 1993 a conféré une compétence d'avis à la Cellule aux fins de l'adoption d'arrêtés royaux venant préciser les obligations des organismes et professions couverts. Cette compétence d'avis concerne les critères objectifs d'établissement d'un rapport écrit interne sur les opérations sur devises et de déclaration des opérations réalisées auprès des casinos, l'adoption de contre-mesures à l'égard des pays et territoires non coopératifs en matière de blanchiment, l'étendue de l'exemption d'identification aux cas où le client est un établissement de crédit ou une institution financière situés dans un pays non membre de l'Union européenne qui offre des garanties équivalente en matière de lutte contre le blanchiment, ainsi que l'établissement de règles relatives à la transmission d'informations à la Cellule.

Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers (FIF) – sources : www.protectionfund.be

Le système financier d'un pays comporte un certain nombre d'établissements qui récoltent des dépôts et émettent, négocient ou gèrent des instruments financiers. Ces établissements doivent répondre à certaines normes quant à leur organisation comptable et administrative, aux compétences de leurs principaux gestionnaires, à la crédibilité et l'expérience de leurs administrateurs, à un minimum de fonds propres, au respect de pratiques commerciales saines et à la gestion des risques. La protection des avoirs des épargnants et investisseurs fait partie de ce dispositif particulier de sécurité financière.

En Belgique, le Fonds de protection a pour mission légale d'indemniser - sous certaines conditions et dans certaines limites - les déposants et investisseurs qui auraient subi un préjudice à l'occasion de la défaillance de leur :

- établissement de crédit (banque, banque d'épargne, banque de titres)
- société de bourse
- entreprise d'investissement (société de gestion de fortune, société de placement d'ordres en instruments financiers, société de gestion d'organismes de placement collectif)

Il a été créé par la loi du 17 décembre 1998 sous la forme d'un établissement public et organise un système de garantie qui respecte les directives européennes prises en matière de protection des déposants et d'indemnisation des investisseurs.

Organes de fonctionnement

Comité de Direction (Au 31 mars 2007)

Président Jean-Pierre Arnoldi

Membres représentants des autorités publiques (5)

Suppléants (2)

représentants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (6)

Suppléants (4)

Commissaire du Gouvernement

Secrétaire général

Réviseurs (2)

Fonctionnement

L'adhésion au Fonds de protection est obligatoire pour :

- Les institutions de **droit belge**.
- Les succursales, établies en Belgique, d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement qui relèvent du **droit d'un État non-membre de l'Union européenne**, celles-ci doivent également adhérer dans la mesure où le pays d'origine n'offre pas une protection équivalente à celle offerte par le Fond.

Lorsqu'il s'agit d'une succursale, située en Belgique, d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement relevant du **droit d'un autre État membre de**

L'Union européenne, les engagements de celle-ci sont couverts par le système de protection en vigueur dans cet État.

Financement

Les moyens destinés à financer les interventions éventuelles du Fonds sont constitués par des contributions à charge des institutions financières adhérentes qui se scinde en 3 parties :

- une quote-part de 0,175 ‰ de ses dépôts éligibles à une indemnisation ;
- une quote-part de 0,7 ‰ de ses produits bruts positifs sous déduction du résultat d'intérêts ;
- une quote-part de 0,1 ‰ des instruments financiers détenus pour compte de tiers.

Le Comité de Direction détermine les lignes directrices du placement des ressources disponibles du Fonds. L'exécution pratique de la gestion financière est confiée à un *Comité de placement* qui est composé de représentants des autorités publiques, du secteur des établissements de crédit et de celui des sociétés de bourse. Environ 90 % des moyens disponibles du Fonds de protection sont investis en titres émis et garantis par l'État belge.

Qui peut bénéficier d'une indemnisation ?

Chaque particulier titulaire de comptes d'espèces ou de titres auprès d'un établissement de crédit ou d'une société de bourse défaillant entre en ligne de compte pour l'obtention d'une indemnisation.

Sont exclus : les pouvoirs publics et leurs institutions, les établissements financiers, les investisseurs institutionnels, les grandes entreprises ainsi que les personnes liées à des titres divers à l'établissement ou à l'entreprise défaillante (administrateurs, actionnaires, commissaires, sociétés liées, ...) ou qui ont contribué par leur comportement à sa défaillance.

Qu'est ce qui est couvert ?

- la première protection couvre la perte d'**avoirs en espèces** détenus sous forme soit de dépôts en compte (à vue, à terme, d'épargne) soit de bons de caisse nominatifs ou en dépôt auprès de l'établissement émetteur. Le Fonds de protection couvre les dépôts en espèces libellés en euro, en unité monétaire d'un État membre de l'Union européenne qui n'a pas adopté l'euro (à savoir la livre anglaise, la couronne suédoise, la couronne danoise, ainsi que les monnaies des 10 nouveaux adhérents) et en couronnes norvégienne et islandaise. L'indemnisation du Fonds s'élève à maximum € 20.000³¹.
- la seconde protection intervient lorsqu'un client n'est plus en mesure de récupérer les **instruments financiers** (à savoir des titres tels que action, obligation, fond commun de placement, sicav, ...) qu'il avait confiés à l'établissement défaillant. Les instruments financiers sont couverts quelle que soit la devise dans laquelle ils sont exprimés. L'indemnisation du Fonds s'élève à maximum € 20.000³².

Lors de tout paiement effectué par le Fonds, celui-ci se substitue au client indemnisé et reprend, à concurrence du montant de l'indemnisation, les droits de créance que celui-ci détient à l'encontre de l'établissement défaillant. En cas d'indemnisation partielle par le Fonds, le client maintient ses droits de créance pour ce qui lui reste dû. Il exercera ces

³¹ 100 000 € depuis octobre 2008.

³² 100 000 € depuis octobre 2008.

droits à rang égal avec le Fonds.

Et l'Europe ?

Le Fonds de protection a adhéré au Forum Européen des Assurances des Dépôts (European Forum of Deposit Insurance (EFDI)). Cette organisation a comme mission la promotion, au niveau européen le plus large possible, de la coopération et de l'échange d'expériences entre les institutions chargées de la protection des dépôts. Cette association est également impliquée dans les travaux préparatoires menés par la Commission européenne en vue d'évaluer la réglementation européenne de protection des dépôts.

Le Trésor

Le Trésor **dépend du Service Public Fédéral Finances**. Il gère toutes les recettes et (surtout) les dépenses de l'Etat (Cf. le comblement du déficit budgétaire).

L'administration générale de la trésorerie est une administration non-fiscale. Elle est dirigée par un administrateur-général.

Le Trésor est une des trois entités principales du SPF Finances après la réforme Copernic, à côté des Impôts et Recouvrement et de la Documentation patrimoniale.

Il se compose de 5 services opérationnels :

- I. Questions financières, internationales et européennes (IEFA) ;
- II. Gestion monétaire ;
- III. Financement de l'État et Marchés Financiers (FEMF) ;
- IV. Paiements ;
- V. Gestion de caisses.

Quels sont ses **moyens d'action** ?

- l'administration des postes,
- l'émission de monnaie divisionnaire (les pièces, en nombre limité),
- la mise à disposition d'une ligne de crédit auprès de la Banque Nationale (15 milliards),
- la possibilité d'émettre des certificats de trésorerie (à 3 mois et à 12 mois, par adjudication),
- la possibilité d'emprunter et de céder des devises,
- la disposition d'avoirs au fonds de pension de la Banque Nationale.

Quels sont ses **missions** ?

Les trois principales missions dévolues à l'Administration de la trésorerie (le Trésor) sont :

- la centralisation et la comptabilisation des recettes et des dépenses de l'État fédéral ;
- la gestion de la dette publique ;
- la liquidation des traitements et des pensions des membres du personnel de la plupart des administrations de l'État.

Elle est aussi compétente pour assurer les missions décrites ci-dessous :

- l'étude et le suivi des questions monétaires et financières tant sur le plan international et européen que sur le plan interne ;
- l'émission et la frappe de la monnaie ;

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

- la tutelle et le contrôle des organismes d'intérêt public et la gestion des participations financières de l'Etat dans certains organismes.

De plus, l'administrateur général de la trésorerie est d'office responsable de trois « caisses » distinctes de celle du Trésor :

- la Caisse des dépôts et consignations ;
- la Caisse nationale des calamités ;
- la Caisse nationale des pensions de la guerre.

Le Fonds des Rentes

Le Fonds des Rentes est un établissement public autonome (comme la Commission Bancaire et Financière), né en 1945. Le Fonds des Rentes est une antichambre de la Banque Nationale.

Sa haute **Direction** est assurée par le Trésor et par la Banque Nationale.

Le Fonds est administré par un Comité de 6 membres nommés par le Roi :

- o Trois membres sur présentation par la Banque Nationale de Belgique;
- o Trois membres proposés par le Ministre des Finances et choisis parmi les fonctionnaires supérieurs de l'Administration de la Trésorerie du Ministère des Finances, parmi lesquels :
 - L'Administrateur général de la Trésorerie qui assume les fonctions de Président et
 - Le fonctionnaire supérieur responsable du service de la Dette Publique de l'Administration de la Trésorerie.

Ses **ressources** proviennent des revenus de son portefeuille, des produits des certificats de trésorerie, d'un crédit sur nantissement auprès de la Banque Nationale, d'une ligne de crédit, le cas échéant, ouvert au Trésor par la Banque Nationale.

Ses **missions** ont trait au marché secondaire des obligations de la dette publique belge. Officiellement, il opère sur trois axes :

- o assurer la *liquidité* du marché boursier des titres de la dette publique;
- o assurer les *fonctions techniques* relatives à la gestion de la dette de l'Etat belge ;
- o exercer les *fonctions d'administration et de surveillance* (entreprise de marché) du marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie de l'Etat belge.

Il exerce donc un rôle important sur le volume des liquidités ainsi que sur les taux du marché monétaire.

L'Office national Ducroire

À compléter ultérieurement.

Le Créditexport

À compléter ultérieurement. Cet organisme s'appelle officiellement FINEXPO, pour « Comité pour le soutien financier de l'exportation ».

2.5. Les principaux organes de fonctionnement en bourse

Voir la documentation mise à jour sur <http://www.euronext.com>

3. Le court terme ou le Marché Monétaire

*Les esprits sont comme les parachutes : ils ne
fonctionnent que lorsqu'ils sont ouverts.
- Louis Pauwels et Jacques Bergier -*

3.1. Le régime bancaire en Belgique :

l'Arrêté Royal de 1935, les accords de Bretton Woods, la loi de 1970, la déclaration du Président Nixon du 15 août 1971, le Système Monétaire Européen en 1972, la Loi Mammouth du 30 juin 1975

L'Arrêté Royal 185 du 9 juillet 1935 a défini le cadre légal du régime bancaire belge jusqu'à la fin des années soixante. L'une des principales réformes de cet Arrêté Royal fut la **scission entre les banques à portefeuille (les holdings), et les banques de dépôts**. Nous en avons eu un aperçu précédemment quand nous avons parlé des organismes de tutelle et de contrôle du marché de l'argent en Belgique.

Cette réforme de 1935 est une conséquence des graves répercussions de la crise économique des années trente. Il fallait protéger les épargnants tout en renforçant le fonctionnement du marché financier des pays qui avaient subi la crise. De nombreuses banques avaient en effet fait faillite³³.

Mais la guerre 40-45 et le changement fondamental du paysage économique des pays développés fin des années soixante ont mené à l'obligation de réformer ce cadre juridique de base datant de 1935.

En juillet 1944, **les accords de Bretton Woods** (dans l'état du New Hampshire aux Etats-Unis) ont eu lieu. Les participants en étaient les pays industrialisés (44 en tout). Ils y ont décidé que les monnaies allaient fluctuer entre elles grâce à un **taux de change fixe** adaptable, se référant chacune à une valeur étalon, le **Gold dollar standard**.

Ce qui veut dire pratiquement que toutes les monnaies se réfèrent à un étalon qui n'est plus l'or, mais le dollar. Et *seul le dollar* est étalonné à l'or. Il existait donc une parité des devises avec l'or appelée **Gold Exchange Standard**, par transitivité avec le gold dollar standard. C'est à cette époque que 50 BEF valaient 1 USD. (Ne pas confondre ce Gold Exchange Standard de Bretton Woods avec le Gold Exchange Standard de l'entre-deux-guerres, système dans lequel les devises étaient directement convertibles en or, sans passer par le dollar, via un taux de change fixe.) Avant 1914, et ce depuis 1870, le système en vigueur était le **Gold Standard**, ou Etalon-Or qui, comme son nom l'indique, garantissait à chaque devise un équivalent en poids en or. L'or était en libre circulation.

A l'issue des accords de Bretton Woods est né le **FMI**, le Fonds Monétaire International. Aucune devise ne pouvait être dévaluée ou réévaluée sans son accord (afin de préserver la fixité des taux de change). D'ailleurs une partie des réserves des différentes banques centrales fut alors transférée au FMI (aux Etats-Unis, à Forthworth exactement). Depuis 1973, les rôles initiaux du FMI sont abandonnés au profit d'une nouvelle mission : gérer la crise de l'endettement international.

Mais dès la guerre d'Indochine, puis avec la guerre du Vietnam, associées à la lutte anticommuniste et à la volonté de conquérir l'Europe, les Etats-Unis provoquent d'année en année une extraordinaire émission de dollars hors des Etats-Unis : plus

³³ Pour rappel, une société est en position de faillite quand elle est en état de **cessation de paiement et d'ébranlement de crédit**.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

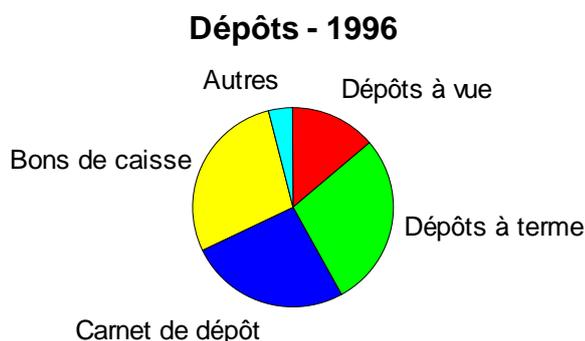
de 70 milliards de dollars ! Or les réserves d'or des Etats-Unis ne couvraient que 2 milliards de dollars. Ceci a amené la *faillite du système de Bretton Woods*.

En 1970, un réaménagement de la loi de 1935 a lieu en Belgique, pour faire face aux cinq tendances du monde de l'argent : **la déspecialisation, l'internationalisation, la concentration, la désintermédiation et le progrès technologique.**

Jusqu'au début des années cinquante, chaque banque était spécialisée. Par exemple, les banques en général étaient spécialisées dans les dépôts à court terme des entreprises, la CGER dans les dépôts des particuliers et les prêts hypothécaires, l'INCA dans les dépôts et les prêts aux agriculteurs, la SNCI dans les dépôts et les prêts aux industries, le Crédit Communal dans les dépôts des provinces et des communes et le crédit à ces mêmes institutions, etc.

Or, dans le courant des années soixante, toutes ces institutions ont commencé à diversifier leurs activités, à proposer les mêmes types de service. Pourquoi ? Parce qu'en pleine période d'expansion économique, la concurrence commençant à se faire sentir de plus en plus. Elles ont dû recourir à des pratiques commerciales et des politiques de marketing plus adaptées afin de ramener la clientèle.

Le schéma suivant illustre la structure des dépôts bancaires en 1996 (pour un total de 300 milliards d'euros en juin 1996) :



L'internationalisation est le deuxième phénomène constaté au cours des années soixante. En cette période, le nombre de banques étrangères installées en Belgique a quadruplé alors que le nombre de banques belges n'a augmenté que de 8 % pour la même période !

Fin 1989, les banques étrangères représentent plus de 70 % des 85 banques installées en Belgique. Elles représentent la moitié du bilan du secteur bancaire belge !

La **concentration** constitue le troisième élément apparu lors des années soixante. Il a pour cause essentielle la formation de l'Europe et l'échéance de 1993. Les entreprises européennes, donc les banques en particulier, pour faire face à la concurrence et rester plus ou moins compétitives, doivent s'associer, fusionner, etc.

N'oublions pas que les articles principaux du Traité de Rome de 1957³⁴ prônent la libre concurrence par la lutte contre les *ententes entre entreprises* qui auraient pour conséquence de s'opposer à la libre concurrence (article 95, aujourd'hui article 81), et par l'élimination de *l'abus de position dominante* d'une entreprise dans son marché (article 96, aujourd'hui article 82).

La **désintermédiation** des banques est le constat suivant : la banque, initialement, se plaçait - nous l'avons vu dans l'introduction - entre les offreurs d'argent (généralement les ménages et une partie des entreprises) et les demandeurs d'argent (entreprises et Etat). Aujourd'hui, à peine 50 % du flux d'argent (marché monétaire et marché des capitaux) passe entre les mains des banques.

Les autres 50 % passent auprès des organismes de placement collectif, à l'étranger ou directement sur le marché des capitaux.

Enfin, le **progrès technologique** influence directement, structurellement, et de plus en plus, le monde bancaire. Il suffit de constater le nombre croissant de services aujourd'hui automatisés (terminaux Bankys et de Self-Banking, connections directes par modem - cf. G-Line et autres -, Phone Banking, etc.), jadis traités au guichet.

Sans compter les systèmes financiers utilisés par les banques elles-mêmes, de manière transparente pour la clientèle, comme le réseau ISABEL et les systèmes ELLIPS et TARGET.

Il est plus que probable qu'*Internet*, dans les toutes prochaines années, jouera un rôle prépondérant dans la dématérialisation des banques, les rendant virtuelles, tant au sens localisation physique qu'au sens juridique (du moins dans un premier temps). Quelques initiatives existent déjà en ce mois d'août 1997.

La déclaration du Président Nixon du 15 août 1971 va bouleverser complètement les politiques monétaires des pays industrialisés. En pleines vacances, le Président Nixon annonce que toutes les monnaies ne peuvent plus se référer aux Gold Dollar Standard issu des accords de Bretton Woods. Par conséquent, les monnaies vont dorénavant fluctuer librement entre elles. C'est l'application des **taux de change flottants**. Pourquoi ?

En 1971 apparaît une **nouvelle inflation**, une inflation par le nombre de billets de dollar, causée par la lutte contre le communisme (guerre de Corée en 1951), et une inflation par les pétrodollars, due à la *guerre pour le pétrole*. Ceci provoque l'achat d'or et donc la hausse du prix de cette matière. Ajoutons à cela le déficit important de la *balance des paiements* des USA (on a appelé cela le Dollar Gap). Il en résulte une terrible inflation (par les prix) aux Etats-Unis. En fait le problème provient du fait que seul le dollar est encore lié directement à une convertibilité à l'or. Mais en réalité, la richesse des pays est de plus en plus alimentée par des éléments bien plus importants et significatifs que l'or, le pétrole en étant un exemple à l'époque.

C'est pourquoi, face à cette difficulté de plus en plus grande qu'ont les Etats-Unis à lier leur devise à l'or, ils vont, par exemple, augmenter de plus de 10 % les taxes d'importation dans le pays. Mais, bien entendu, cela ne suffit pas. D'où la déclaration du Président Nixon. (Remarquons au passage que l'économiste belge Robert Triffin

34 À ne pas confondre avec l'Acte Unique qui est entré en vigueur le 1^{er} juillet 1987. Cet acte modifie le Traité de Rome et élargit les domaines d'intervention de la CE aux nouvelles technologies, l'environnement, la politique régionale, la politique industrielle, etc.

avait signalé dès 1960 que le système défini par les accords de Bretton Woods n'était pas viable.)

Plus tard, le 18 décembre de la même année, ont lieu les **accords du Smithsonian Institute** (ou accords de Washington), à la suite desquels le *dollar est dévalué* (de 7,89 % au lieu de 15 % comme il aurait fallu) et les *autres devises sont réévaluées*.

Le phénomène amorcé dans les années 70 va s'aggraver très rapidement dès 1973, lors de la **1^{re} crise pétrolière** déclenchée par la guerre du Kippour : doublement du prix du pétrole en un jour, balance des paiements déficitaire aux USA, inflation importée colossale aux USA en particulier. C'est la crise !

Le fait que les pays comme les USA ont trop peu dévalué leur devise cause aux pays forts, comme la Belgique à l'époque, une nécessité de **réévaluation** de leur devise. Ce qui était relativement **injuste** car une monnaie réévaluée coûte cher, et donc le prix des exportations de ces pays forts augmente, d'où une *diminution des exportations* pour ces pays.

Pour palier cette liberté totale créant une insécurité financière internationale, l'Europe décide en **1979** (2^e crise pétrolière) d'instaurer le **Systeme Monetaire Européen, le SME**. Grâce à ce système, les monnaies européennes fluctuent entre elles dans une bande de -2,25 % à +2,25 % (les 2,25 % sont passés par la suite à 2,50 %). Mais avant cela, il y eu l'ébauche du SME...

Dans un premier temps le SME avait proposé la technique du **Serpent Monetaire** pour régler le sort des fluctuations des devises européennes entre elles. (C'était en **1972** avec Giscard d'Estaing³⁵.) Ce Serpent a vécu jusqu'en 1975. Il s'agissait de faire fluctuer les devises dans un *tunnel monetaire* (d'où le terme de serpent) axé sur les variations du dollar et dont l'épaisseur était de 9 %, allant de -4,5 % à +4,5 %. Le célèbre serpent monetaire, pas suffisamment souple, fut abandonné par la suite. C'est à cette époque, 1972, que naît le **FECOM**, le Fonds Européen de Coopération Monetaire.

Ainsi le SME est-il instauré en 1979. D'abord furent créés les **taux pivots** par rapport à l'**ECU**. L'ECU est une devise fictive, une combinaison des différentes devises européennes, en fonction des produits nationaux bruts. Il est clair que déjà à cette époque, c'est le DM qui domine l'ECU.

On créera aussi l'**Indicateur de Divergence** qui, comme son nom l'indique, exprime l'écart d'une devise par rapport à l'ECU, 100 % étant représentatifs d'un écart maximum de +2,5 % ou -2,5 % par rapport à l'ECU. C'est une invention belge.

On introduira aussi le **Seuil de Divergence**, caractérisé par le fait qu'à partir d'une certaine valeur de l'indicateur de divergence, une alerte est donnée (c'est pourquoi certains ont appelé ce système le serpent à sonnettes, en souvenir du serpent monetaire). Ce seuil valait 75 %. Il s'agit donc là d'un élément fondamental de politique monetaire car dès que le seuil est dépassé par une devise, la banques nationales vont acheter de cette devise dans le cas où elle est faible (en augmentant artificiellement la demande, le cours de la devise monte), ou vendre de cette devise

35 C'est de cette époque que date la création du G5, devenu par la suite G7 puis G8. Il s'agit d'un groupe reprenant les cinq plus importants pays industrialisés : Allemagne, Etats-Unis, France, Grande-Bretagne, Japon. Les trois pays qui se sont joints au G5 sont : le Canada et l'Italie dans un premier temps, puis la Russie. La première réunion du G8 a eu lieu à Denver (USA) le 20 juin 1997.

dans le cas où elle est forte (en diminuant artificiellement la demande, le cours de la devise baisse).

Le **FECOM est renforcé** également. Il joue de plus en plus le rôle de banque centrale des banques centrales européennes. C'est aussi un instrument de crédit en ECU à long et à court terme.

Dernière étape : **la monnaie unique, l'Euro.**

Première phase, 1/7/91 : libre circulation des capitaux au sein de la CE, avec pour objectif principal de diminuer les fluctuations entre les devises des pays membres de la CE.

Deuxième phase, 1/1/93 : création du **IME** (Institut Monétaire Européen), avec pour objectifs de renforcer la coordination des politiques monétaires des pays membres de la CE, de promouvoir le rôle de l'Ecu, et de préparer l'installation de la Banque Centrale Européenne.

Troisième phase, 1/1/99 : création de la monnaie unique, sous forme scripturale sans billets dans un premier temps, puis avec billets et sous forme divisionnaire par la suite (**à partir du 1/1/2002, et au plus tard le 30/6/2002**).

Tous ces bouleversements et changements tant internationaux que nationaux obligent à réviser l'Arrêté Royal 185 de 1935. L'ensemble de ces réformes légales a mis vingt-cinq ans, à partir de 1969, pour passer au Parlement belge. C'est pourquoi il a été appelé **loi Mammouth**.

Les circonstances économiques ont rendu indispensable l'adoption de ce grand projet de loi morceau par morceau, suivant les nécessités, entre 1973 et 1975. (Par exemple, en 1975 la BBL fait une perte de 4 milliards de francs.)

- Ainsi le **28 décembre 1973** est voté un premier volet relatif à la **politique monétaire belge**, renforçant considérablement les pouvoirs de la Banque Nationale. Elle peut désormais adresser des recommandations motivées aux institutions bancaires publiques et privées du pays en ce qui concerne les dépôts de réserve monétaire, l'établissement de coefficients de structure, et la fixation de maxima en matière de taux d'intérêt.
- Un an plus tard, le **20 décembre 1974**, un autre volet de la loi Mammouth est voté. Il traite du **marché des changes** et donne plus de pouvoir à l'IBLC.
- Enfin, le **30 juin 1975**, le dernier volet de la loi Mammouth passe au Parlement. Il traite du **statut des banques**, des caisses d'épargne, et des autres intermédiaires financiers.

Signalons que parallèlement à cette Loi Mammouth est apparue en **1974 une loi sur l'autonomie de la fonction bancaire**. Quoiqu'issue également des changements opérés depuis les années soixante, cette loi n'a rien à voir avec la Loi Mammouth. En résumé, elle a pour but d'assurer que les banques se conforment exclusivement à des règles de gestion bancaire, et à l'objectivité nécessaire à l'acte d'octroi de crédit. Nous avons déjà parlé de cette autonomie de la fonction bancaire (cf. Commission Bancaire, Financière et des Assurances). Rappelons-nous la dissociation nette entre le pouvoir des actionnaires et le pouvoir des gestionnaires en banque. Il s'agit d'un renforcement par rapport à la législation sur les sociétés

commerciales. Ainsi, quand on parle du Président d'une banque, il ne faut pas confondre le classique Président du Conseil d'administration, émanation des actionnaires, et le Président réel de la banque, c'est-à-dire le Président du Comité Directeur, celui qui a le pouvoir de gestion.

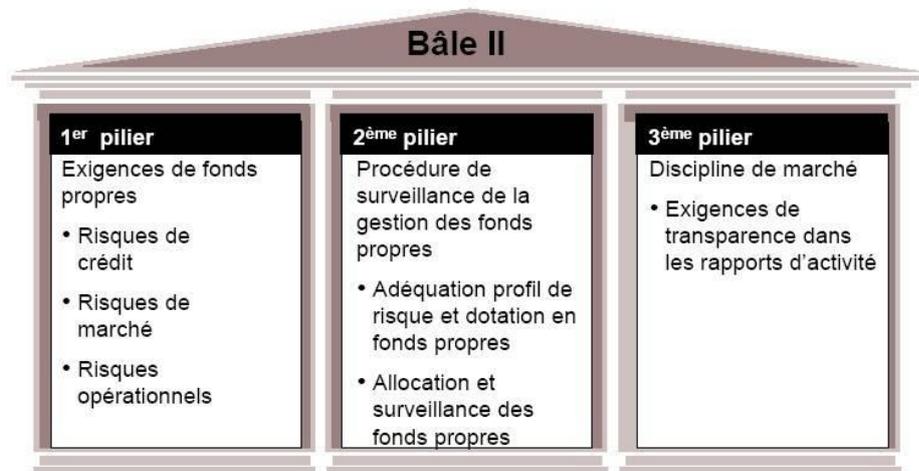
Enfin, dernière étape du système monétaire européen : sa mort !

En effet, depuis août 1993, on peut dire que le SME n'existe quasiment plus. Pourquoi ? Parce que toute la base de ce système s'articulait, comme on vient de le voir, sur des taux de variation " sécurisants " de +/- 2,5 %. Ils faisaient penser aux temps bénis de Bretton Woods, avec ses taux de change fixes.

Or, depuis août 93, les taux de +/- 2,5 % sont passés à +/- 15 % ! Cela signifie donc un retour aux taux de change flottants. Est-ce un bien ? En tout cas, c'est une nécessité. Car depuis trop longtemps, à cause de grandes diversités entre les pays européens, les différentes banques nationales peinaient à essayer de maintenir leur monnaie dans la bande étroite des +/- 2,5 %. Autrement dit, la décision prise en août 1993 concrétise un retour à un plus grand réalisme.

La loi du 22 mars 1993, relative au statut et au contrôle des Etablissements de Crédit, définit le même cadre juridique et soumet aux mêmes autorités de contrôle tous les Etablissements de Crédit, uniformisant ainsi tous les aspects vus précédemment, notamment depuis les lois apparues dès 1970.

Les **Accords de Bâle II**³⁶ sont entrés en vigueur le 1^{er} janvier 2007. Les accords de Bâle I furent adoptés en 1988 dans plus de 100 pays.



³⁶ Voir par exemple www.wikipedia.org pour plus de détails.

3.2. Les banques

La deuxième directive de la Commission Européenne du 15 décembre 1989 définit les principes de fonctionnement du marché unique européen pour le secteur bancaire : agrément unique, reconnaissance mutuelle, contrôle par le pays d'origine et libre prestation de services.

La directive du 6 avril 1992, combinée à la directive précédente, traite de la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée. Elle a été transposée en droit belge par la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit. Cette même loi définit les établissements de crédit comme étant " les entreprises belges et étrangères dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables, et à octroyer des crédits pour leur propre compte. "

Rappelons une définition vue précédemment. Les **Etablissements de Crédit** (ou **Banques** au sens large), regroupent :

les *banques* proprement dites, appelées également **Banques de Dépôts** (sont les banques au sens classique où nous l'entendons :

- Fortis Banque, Banque Bruxelles Lambert, etc.),
- *l'ex Office des Chèques Postaux (OCP)*, repris par la Banque de la Poste.
- les *Banques d'Epargne ou Caisses d'Epargne*,
- les *ex-Etablissements Publics de Crédit (EPC³⁷)*,
- les **Banques de Titres³⁸** et...
- les **Caisses d'Epargne Communales**.

Voici quelques chiffres du secteur bancaire en Belgique (source : Association belge des Banques - 2005).

37 Crédit Communal Holding (Dexia Belgium), CGER Holding (groupe Fortis aujourd'hui), la Société Nationale de Crédit à l'Industrie (SNCI), l'Office Central de Crédit Hypothécaire (OCCH), la Caisse Nationale de Crédit aux Professionnels (CNCP), le groupe Crédit Agricole (ex INCA).

38 Notons que ces banques, par leur nature même, font plus partie du Marché des Capitaux que du Marché Monétaire. C'est pourquoi nous n'en parlerons plus dans cette partie consacrée au Marché Monétaire.

NOMBRE DE BANQUES ÉTABLIES EN BELGIQUE

Fin de période	Banques de droit belge			Banques de droit étranger			Total
	A majorité belge	A majorité étrangère	Total	UE	Autres	Total	
12.1985	100	36	136	14	14	28	164
12.1990	85	37	122	20	15	35	157
12.1995	66	38	104	24	16	40	144
12.1999	47	28	75	30	14	44	119
12.2000	44	28	72	34	13	47	119
12.2001	38	29	67	35	11	46	113
12.2002	36	29	65	36	10	46	111
12.2003	34	27	61	38	10	48	109
12.2004	33	26	59	36	9	45	104

Instruments de paiement (nombre d'opérations, en millions)

Virements	661	697	675	723	657	752	808
Cartes de débit, de crédit et privatives	218	282	343	403	462	523	595
Chèques et assimilés	117	96	87	80	71	60	29
Domiciliations	105	118	117	142	166	177	169
Porte-monnaie électronique	1	10	28	46	51	61	121

Comptes (en milliers)

Total	29.912	30.965	32.128	32.044	31.543	31.875	31.396
Comptes à vue	10.004	10.620	12.073	12.303	12.225	12.532	12.693
Comptes à terme	1.824	1.663	1.695	1.616	1.648	1.549	1.318
Comptes d'épargne réglementés	18.084	18.682	18.360	18.125	17.670	17.794	17.385

1995 (colonne 1), puis 1997 (colonne 2) à 2002 (dernière colonne)

PRINCIPALES BANQUES ÉTABLIES EN BELGIQUE D'APRÈS LE TOTAL DU BILAN (exercice 2002)

Estimation tenant compte des fusions et groupements récemment réalisés ou annoncés ()*

Rang	Dénomination	Total du bilan (en millions d'EUR)	c,f
1	Fortis Banque	377.728	c
2	Dexia Banque Belgique	209.150	c
3	KBC Bank	208.557	c
4	ING Belgique	114.864	c
5	Argenta Spaarbank	14.460	c
6	AXA Bank Belgium	13.981	c
7	CENEA	9.236	c,f
8	CBC Banque	9.063	f
9	Euroclear Bank	7.818	c
10	SMBC - Brussels Branch (31/3/2003)	6.108	

PRINCIPALES BANQUES ÉTABLIES EN BELGIQUE D'APRÈS LE TOTAL DES DÉPÔTS DE LA CLIENTÈLE (exercice 2002) Estimation tenant compte des fusions et groupements récemment réalisés ou annoncés (*)

Rang	Dénomination	Total des dépôts de la clientèle (en millions d'EUR)	c,f
1	Fortis Banque	227.268	c
2	KBC Bank	137.457	c
3	Dexia Banque Belgique	126.399	c
4	ING Belgique	60.944	c
5	Argenta Spaarbank	13.464	c
6	AXA Bank Belgium	9.922	c
7	CENEA	7.769	c,f
8	CBC Banque	7.396	f
9	Banque de La Poste	4.747	f
10	The Bank of New York	4.384	

Quoique nous en ayons parlé précédemment, revenons plus en détail sur le bilan d'une banque :

ACTIF

Emploi des ressources

1. Crédits :

- 1.1. Secteur privé belge
- 1.2. Secteur privé à l'étranger
- 1.3. Secteur Pouvoir Public

2. Remploi bancaire

(= créances interbancaires)

3. Portefeuille titres et participations

(interbancaires)

PASSIF

Provenance des ressources

1. Fonds propres

2. Dépôts clientèle :

- 2.1. à vue
- 2.2. à terme
- 2.3. " carnets de dépôts "
- 2.4. bons de caisse et obligations
- 2.5. autres

3. Dépôts bancaires (= dettes

4. Emprunts et avances subordonnés

Quels sont les **moyens d'action d'une banque** ?

Elle dispose d'abord de **ses moyens propres**, constitués de son *capital, des réserves et des bénéfices réservés*.

Elle a aussi des **ressources extérieures**. Il s'agit des *dépôts à vue et à terme, les soldes des postes bancaires, et les soldes créditeurs des comptes courants*. S'y ajoutent également une série de *comptes divers, d'emprunts obligataires ou d'emprunts sous forme de bons de caisse, de livrets, carnets, et autres certificats de dépôts*, qui ne sont rien d'autre que des variantes de dépôts à terme.

Enfin, la banque a à sa disposition un troisième source de moyens d'actions, le **remploi des ressources**. La banque n'étant pas une œuvre philanthropique, elle va essayer de placer ses ressources sous forme de crédits, moyennant rétribution. Cette rétribution lui permettra, entre autres, de rémunérer son capital propre. Les crédits privés se répartissent comme suit : 300 milliards en *crédits de caisse*, 316 000 milliards en *crédits d'escompte*, 45 milliards en *crédits d'acceptation*, et 75 milliards en *crédits documentaires*. Les crédits publics totalisent 2 000 000 de

milliards. Et, ainsi que nous l'avons déjà signalé, l'attribution de ces ressources ne pourra se faire qu'en jouant harmonieusement sur les trois principaux soucis du banquier que sont la rentabilité, la liquidité et la sécurité. Chacun de ces éléments agissant au détriment des autres, le banquier est toujours en état d'équilibre instable.

La **rentabilité**, ou productivité d'une banque, la première des trois préoccupations du banquier, consiste à couvrir ses frais généraux, payer les intérêts des déposants, augmenter ses réserves et à rémunérer ses actionnaires. La mesure de la productivité de la banque s'appelle la *marge d'intermédiation bancaire*.

La deuxième préoccupation du banquier est la **liquidité**, c'est-à-dire sa capacité à convertir ses éléments d'actif en espèces, consiste à tenir compte du degré d'exigibilité de fonds déposés. Par exemple, sur les comptes courants, le client est susceptible de retirer ses avoirs n'importe quand. Bien sûr, peu de clients le font mais il faut en tenir compte. Quand la BNL a eu 4 milliards de perte en 1975, elle a frisé la catastrophe car tous les particuliers étaient prêts à retirer leurs espèces dans cette banque.

Le souci de liquidité est à évaluer de manière subtile : quelle est la part des dépôts (d'un terme donné) que le banquier peut remettre en circulation sous forme de crédit (à un terme donné qui n'est pas nécessairement celui du dépôt³⁹) ? Assurément, un des coefficients de structure de la Commission Bancaire et Financière veille à ce que certaines limites ne soient pas dépassées. A cet égard, rappelons-nous que depuis la Loi Mammouth la Banque Nationale a aussi le droit d'émettre des avis motivés, entre autres, par ses coefficients de structure propres.

Ainsi, une partie des dépôts d'une banque restera obligatoirement improductive, il s'agit de **l'encaisse**.

La *liquidité* d'une banque se mesure en trois niveaux :

- *Les éléments de première liquidité couvrent :*
 - **M1** : l'encaisse (pièces et billets), les soldes créditeurs des comptes à vue à la Banque Nationale et aux CCP,
 - **M2** : c'est-à-dire M1 plus les soldes créditeurs des livrets intérêts,
 - **M3** : à savoir M2 plus les avoirs en devises étrangères chez les correspondants, les placements à terme, les coupons échus, les effets en portefeuille directement réescomptables à la Banque Nationale, les fonds d'état à large marché, les Bons du Trésor réescomptables, et les coupons à échoir dans les trois mois.
- *Les éléments de seconde liquidité regroupent les avances sur titres sur marchandises, les promesses, les effets non réescomptables, le tout diminué des comptes courants débiteurs. (Ce niveau, augmenté des masses monétaires M1, M2 et M3, constitue la masse monétaire dite **M4**).*

³⁹ En général, comme les placements à long terme sont plus productifs que les placements à court terme, le banquier essaye de placer des crédits à des termes plus importants que ceux dont proviennent les dépôts.
Pour information, on parle **d'inversion des taux** quand les taux à long terme sont moins élevés que les taux à court terme.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

- *Les éléments de troisième liquidité sont les portefeuilles titres à réalisation difficile, les immeubles, le mobilier, et les installations.*

Enfin, la troisième et dernière préoccupation du banquier est la **sécurité, ou solvabilité**. Elle consiste à diversifier les sources de dépôts et les types de crédits, à veiller à répartir ses activités dans différentes branches. Il existe dans les banques ce qu'on appelle le **Comité du risque** dont l'objectif est précisément de gérer cette sécurité.

Historique des Etablissements Publics de Crédit

AVIS IMPORTANT : les chiffres qui suivent tiennent encore compte du fait que le Crédit Communal était une EPC jusque fin 1993.

Les EPC couvrent 23 % du total des bilans de banques belges, 37 % du total des dépôts et 33 % du total des crédits. En dépit de la déspecialisation que nous avons analysée plus haut, ces institutions ont gardé un peu de leurs spécificités historiques :

Anciennement, jusque début 1992 : le **Crédit Communal**. Il avait des dépôts constitués des *comptes courants et des bons de caisse des provinces, des communes et des collectivités locales*. Ses crédits étaient principalement octroyés aux provinces, aux communes et aux Intercommunales.

Il s'agit d'une société anonyme née en 1860 dont les *actionnaires sont les communes et les provinces*. L'avantage de ce type d'actionariat est que les crédits sont cautionnés par la *garantie de l'Etat*, ce qui confère au Crédit Communal une solidité au niveau de la sécurité et de la solvabilité / sécurité.

Une autre caractéristique du Crédit Communal est le fait qu'elle octroie ses prêts avec des *intérêts contractuellement variables*, c'est-à-dire fixés en fin de période. Ainsi cette institution est-elle toujours gagnante tout en étant assurée d'un risque quasi nul. Cette banque s'appelle désormais la *Banque Dexxia*, du nom du groupe qui l'a racheté.

La **CGER**⁴⁰ avait des dépôts sous forme de *livrets d'épargne* (via les postes et les écoles) et attribuait ses crédits au *logement social*. Cette institution est née en 1865. Il s'agissait au départ d'une caisse de retraite, d'assurance et d'épargne (la plus importante du monde) devenue par la suite une banque et une société d'assurances pour aboutir aujourd'hui à un *groupe* (depuis le 1^{er} octobre 1992) que nous analyserons ci-dessous.

Elle est devenue une banque publique en 1980 et a connu des *problèmes de rentabilité*. En effet, sa marge d'intermédiation⁴¹ (voir plus haut) était parfois négative. Cela provient du fait que contrairement au Crédit Communal, la CGER a octroyé des crédits au logement social à des *taux fixes* très bas, tellement bas que quelques années plus tard (les crédits peuvent durer trente ans) ce taux devenait inférieur aux taux d'intérêts débiteurs. Cette banque s'appelle maintenant Fortis Banque, du nom du groupe qui l'a racheté.

La **SNCI**⁴² avait des dépôts en *bons de caisse et des crédits d'investissements*. Emanation de la Banque Nationale en 1919, cette institution a vu le jour dès la fin de la guerre 14-18, en vue de la *reconstruction nationale*. 50 % de son actionariat est détenu par l'Etat.

Son rôle a repris de plus belle dès la fin de la guerre 40-45, pour les mêmes raisons qu'à l'origine. Mais peu à peu ce rôle de prêteur pour la reconstruction s'effrite. C'est pourquoi la *loi d'expansion économique* de 1959 va redonner un peu de vigueur à la SNCI.

40 Caisse Générale d'Épargne et de Retraite (appartient aujourd'hui au groupe Fortis, où l'on retrouve également la Générale de Banque).

41 C'est la différence entre les taux d'intérêts créditeurs et les taux d'intérêts débiteurs.

42 Société Nationale de Crédit à l'Industrie.

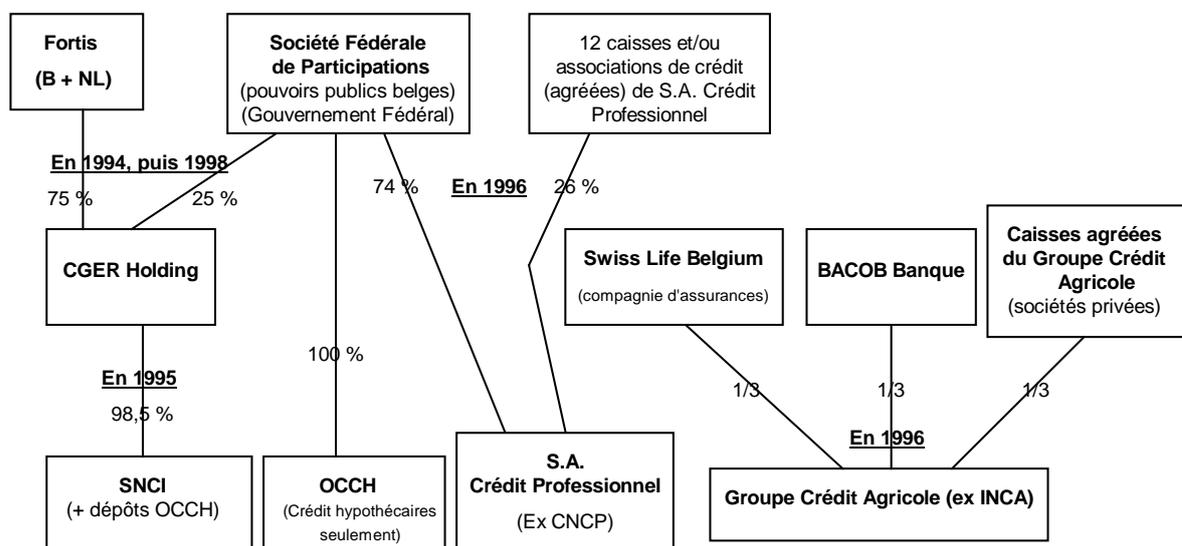
La **CNCP**⁴³ avait des dépôts sous la forme de livrets et des crédits à l'artisanat et aux PME.

L'INCA⁴⁴ - aujourd'hui **Groupe Crédit Agricole** - avait des dépôts provenant des agriculteurs et secteurs apparentés. Ses crédits étaient octroyés en long et moyen terme à ces mêmes secteurs.

Enfin **l'OCCH**⁴⁵ avait des dépôts sous forme de bons de caisse et ses crédits étaient des crédits hypothécaires.

Qu'en est-il aujourd'hui ?

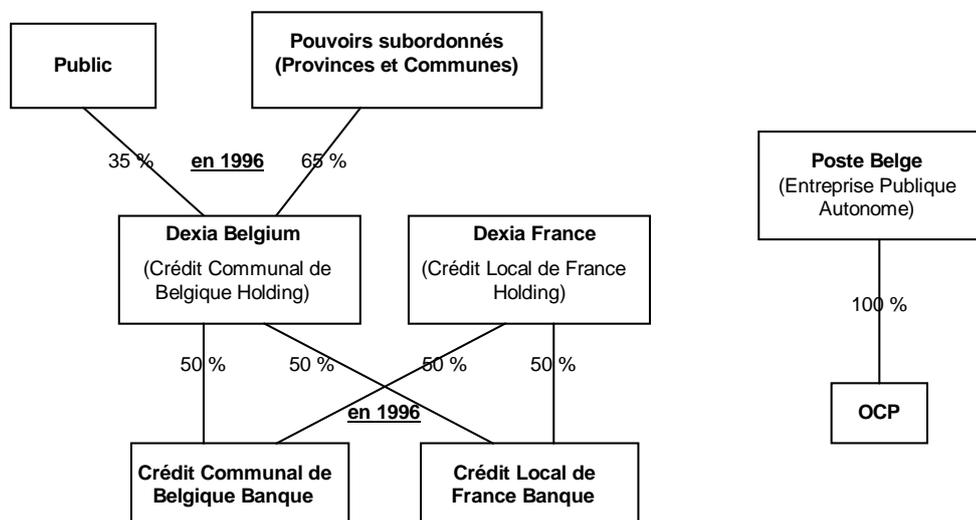
Depuis la loi du 22 mars 1993, les EPC sont soumis au même cadre légal et réglementaire que les autres Etablissements de Crédit ! En termes clairs, les EPC n'existent plus. Voici schématisée la structure actionnariale des ex-EPC :



43 Caisse Nationale de Crédit Professionnel.

44 Institut National de Crédit Agricole.

45 Office Central de Crédit Hypothécaire.



3.3. La structure du marché monétaire belge : le marché interbancaire, le marché des adjudications hebdomadaires, le marché des certificats de Trésorerie, le marché des avances et des emplois de fonds, le marché des changes

Le marché monétaire en Belgique est subdivisé en cinq parties : le Marché de l'Interbancaire, le Marché des Avances et des Emplois de Fonds, le Marché des Adjudications Hebdomadaires, le Marché des Certificats de Trésorerie, et le Marché des Changes.

Cette restructuration est apparue en 1991, suite à une importante réforme du marché monétaire belge. Le but de ces changements était triple. Il visait à une **harmonisation** entre les différents marchés (ainsi le précompte mobilier a-t-il été diminué à cette époque), à mettre **fin au double marché des changes**, et à aligner la **politique monétaire** belge avec celle des Allemands du fait d'avoir lié le franc belge au Deutsche Mark. (Nos taux étaient trop réglementés par rapport ce que la loi de l'offre et de la demande aurait fixé " naturellement ").

Ainsi disparaissaient le Marché des Effets Privés et le Marché des Effets Publics. Le premier constitue désormais une partie du Marché des Adjudications Hebdomadaires, et le second est à présent réparti entre le Marché des Adjudications Hebdomadaires et le Marché des Certificats de Trésorerie. Ces deux marchés fonctionnent par *adjudications*, selon le *Tender System*.

Les **avantages de la réforme** sont : une augmentation importante du Marché des Certificats de Trésorerie (accessible maintenant à tout intermédiaire disposant de 620 000 €, sauf les particuliers belges), une plus grande liquidité du marché monétaire en général, une plus grande efficacité (donc rentabilité) du Trésor.

Le **Tender System** consiste en ce que tous les participants proposent un ou plusieurs couples de quantités et de taux auxquels ils sont prêts à négocier leur vente ou leur achat. Par exemple, ils peuvent proposer pour les mêmes quantités plusieurs taux différents pour s'assurer l'acquisition d'un actif. Inversement ils pourront jouer sur les quantités alors que le taux restera fixe. Et enfin, il leur est aussi possible de négocier en variant sur les deux paramètres en même temps.

Le Tender System est lié aux **adjudications**, c'est-à-dire aussi bien les adjudications hebdomadaires que les adjudications des certificats de Trésorerie et des OLO.

Ensuite l'organisme régulateur du marché concerné trie les couples de propositions, les aligne avec leurs éventuelles contreparties et compense les achats avec les ventes. Cette technique est celle des adjudications, au sens classique des adjudications des organismes publics.

Sur le marché des [Certificats de Trésorerie](#) et des [OLO](#)⁴⁶ (voir ci-dessous), quand il n'y a pas de compensation parfaite entre l'offre et la demande, il faut normalement remettre les certificats et les OLO à l'adjudication suivante. Ce sera le cas si, lors d'un second tour ayant lieu forcément plus tard dans la journée, les parties ne se sont toujours pas entendues. Mais, lors de ce second tour, tout le monde ne peut

⁴⁶ Obligation Linéaire – Lineaire Obligatie. Elles sont émises tous les mois par adjudication à la Banque Nationale. Ce sont des titres dématérialisé, fongibles, en coupure de 124 000 €

pas participer. Seuls des privilégiés le peuvent, ce sont les *Primary Dealers*. Ils sont seize (chiffres de 2002).

Les seize **Primary Dealers** ont donc un accès exclusif au premier marché des certificats de Trésorerie et des OLO, avec une possibilité de participer au second tour éventuel, au taux du premier tour. De plus, ils *cotent* tous les jours les certificats et les OLO.

En outre, les Primary Dealers bénéficient d'une *ligne de refinancement* auprès de la Banque Nationale, de l'ordre de 124 000 000 €, au taux du marché (pas le Taux d'Enfer !). Ils *s'engagent à placer* les OLO en Belgique et à l'étranger.

Enfin, ils ont le droit de participer aux réunions qui ont lieu au Trésor ou à la Banque Nationale, y compris, bien sûr, les réunions pour adjudications.

OoO

Le **Marché Interbancaire** a pour offreurs toutes les banques de dépôts belges et luxembourgeoises. La demande est assurée par les mêmes agents que ceux de l'offre.

Ce marché est **régulé** par les *courtiers*. Le taux directeur pratiqué sur l'Interbancaire est le **EURIBOR** (European Interchange Bank Offered Rate). Il est fixé tous les matins sur base de *l'euro off shore* (Cf. marché de Singapour), dénommé **EONIA** (pour Euro Overnight Index Average). Le taux de l'Interbancaire varie donc d'un jour à l'autre et même parfois au cours de la même journée. Ce marché est aussi appelé *l'Overnight*⁴⁷ dans le jargon professionnel, dû aux échanges d'argent qui se font parfois sur une seule nuit. Il ne traite que des prêts et des emprunts à court terme entre l'offre et la demande, de l'ordre de un jour ou une nuit, à trois mois.

L'IRG (disparu en 1998) y jouait un rôle intéressant du fait qu'il ne demandait *pas de commission*, contrairement aux autres partenaires de ce marché.

Avant l'instauration de l'euro, le marché interbancaire manipulait plus de 80 % d'*eurodevises*, le reste en francs belges. Qu'est-ce qu'une *eurodevise* ? C'est une devise qui est négociable sur les marchés internationaux. Le terme "euro" n'a donc rien à voir ici avec l'Europe... De manière plus précise, une eurodevise est une devise qui circule en dehors du pays émetteur de la devise.

OoO

Le **Marché des Avances et des Remplois de Fonds** a pour offreurs et demandeurs les banques de dépôts, les banques d'épargne privée et les EPC. Elles traitent tous les jours entre elles selon leurs excédents ou leurs déficits de journée. L'organisme régulateur de ce marché est la Banque Nationale.

Le taux directeur pratiqué sur ce marché est appelé **taux d'intervention** (voir pages centrales de L'Echo). Il est déterminé par la Banque Centrale Européenne et oscille entre un plafond qui est le taux le plus cher pratiqué sur l'Interbancaire par la Banque Nationale, le *Taux d'Enfer* (ce dernier est égal au Prêt Marginal renseigné dans l'Echo, augmenté de 1,5 %), et un taux plancher (ce taux est égal au Taux des

⁴⁷ Le taux pratiqué pour les placements d'une nuit seulement est appelé l'EONIA, pour Euro OverNight Index Average.

Dépôts renseigné par l'Echo, diminué de 1 %). Toutefois, l'écart entre ces deux extrêmes ne peut dépasser 3 %.

OoO

Le **Marché des Adjudications Périodiques des Crédits** (généralement hebdomadaires) a pour offreur la Banque Nationale et pour demandeur la même Banque Nationale plus les EPC, les banques de dépôts et les banques d'épargne privées.

L'**organisme régulateur** de ce marché est également la *Banque Nationale*, par cession et rétrocession des effets privés⁴⁸, et nantissement des effets publics. Ce marché a lieu tous les *lundi* et traite des actifs à durée de vie de *quatorze jours*.

OoO

Le **Marchés (primaire et secondaire) des Certificats de Trésorerie et des OLO (obligations linéaires)** a pour offreurs la Banque Nationale, le Trésor et le Fonds des Rentes. Les demandeurs sont les banques de dépôts, les banques d'épargne privées, les EPC, les Zinzins, les fonds communs de placements, les SICAV, les fonds de pension, la Sécurité Sociale, les particuliers étrangers et toutes les personnes morales belges ou étrangères.

L'**organisme régulateur** du marché primaire est la *Banque Nationale*, qui fonctionne selon le principe des adjudications. Elle assure la dématérialisation des actifs monétaires traités. Le *prix* d'un certificat de Trésorerie est de 620 000 €. C'est la somme minimale nécessaire pour qu'un particulier étranger puisse intervenir sur ce marché. Par contre, ce sont les *Primary Dealers* qui régulent le marché secondaire de ces certificats de Trésorerie. Le *Fonds des Rentes* y exerce un rôle de réglementation et de contrôle *en première ligne*.

Les **adjudications** (marché primaire) ont lieu tous les *deuxièmes mardi du mois* et le marché secondaire a lieu tous les mardis. Les certificats traités ont une durée de vie de *trois, six ou douze mois*. Le marché des OLO a lieu une fois par mois, un mardi également.

OoO

Le **Marché des Changes** est un marché un peu particulier par rapport aux marchés analysés ci-dessus, puisqu'il traite de l'échange de devises au niveau tant national qu'international. Du point de vue juridique, outre le volet de la Loi Mammouth du 20 décembre 1974⁴⁹) qui traitait du marché des changes en donnant plus de pouvoir à l'IBLC⁵⁰, il faut signaler deux Arrêtés-Lois et un Arrêté du Régent

48 Un effet est **bancable** quand il s'agit de *traites commerciales acceptées domiciliées en banque*, ou des *warrants liés aux opérations commerciales* intérieures, arrivant **à échéance au plus tard 120 jours après leur présentation à l'escompte**, portant **trois signatures** solvables (celle du tireur, celle du tiré, et celle de la banque). Ce peuvent être aussi des *effets visés Credit Export* ou parfois *certaines promesses*. Bref, un effet est bancable quand il est admis au réescompte à la Banque Nationale.

49 Cf. historique du marché monétaire supra.

50 Institut Belgo-Luxembourgeois des Changes.

du 6 octobre 1944 qui créent l'IBLC et traitent du contrôle des changes ; ainsi que les Arrêtés Royaux du 5 juin 1969 et du 18 juillet 1978 qui traitent également du contrôle des changes.

Un **premier principe** lorsqu'on évalue des devises entre elles, c'est qu'il faut systématiquement *passer par le dollar*. Autrement dit, quand on veut trouver la valeur du franc suisse par rapport à l'euro, il faut impérativement passer par la valeur respective de ces devises par rapport au dollar, et ensuite seulement exprimer le franc suisse par rapport à l'euro.

Les devises sont cotées de deux manières différentes, dites **cotation du " certain "** et **cotation de " l'incertain "**. Le "*certain*" est caractérisé par l'expression des devises par rapport à la livre anglaise. Donc pour chaque devise, on a : 1 livre = x DVS où DVS représente l'unité de la devise. Ce système est de moins en moins utilisé mais, bien sûr, pour les Anglais, c'est le seul système valable...

" *L'incertain* ", mondialement reconnu, consiste à estimer les devises par rapport au *dollar*, ce qui semble plus logique étant donné le premier principe énoncé plus haut, obligeant de passer par le dollar pour évaluer toute devise.

Second principe du marché des changes : il existe toujours, pour une devise donnée, deux cours distincts, le *cours acheteur* et le *cours vendeur*. Il s'agit toujours d'acheteur ou de vendeur *du point de vue du banquier*. Autrement dit, quand vous allez chercher des francs suisses à la banque, le cours qui vous sera proposé en tant *qu'acheteur sera le cours vendeur*, puisque dans ce cas, c'est le banquier qui vous vend des francs suisses. Un moyen pratique de savoir si des deux cours lus dans un quotidien financier, lequel est le cours acheteur et lequel est le cours vendeur, est de se dire que quand le banquier vend, il le fait toujours à un prix élevé, en tous cas plus élevé que dans le cas où il est acheteur. Ainsi le cours vendeur est-il toujours le plus élevé des deux taux.

Sur le marché des **changes à terme, la règle de fixation des cours** des devises est différente. On se réfère à la valeur du cours sur le marché au comptant et on indique, par terme, le *report* ou le *déport* à tenir compte par rapport à ce cours.

Le report est une valeur en centièmes qu'il faut ajouter au cours du comptant.

Le déport est une valeur en centièmes qu'il faut soustraire au cours du comptant.

Les termes peuvent être à un mois, deux mois, trois mois, six mois ou douze mois.

Rappelons deux notions citées précédemment, celle des **taux de change fixes** et **celle des taux de change flottants**.

Nous avons vu que les *taux de change fixes* ont été instaurés lors des accord de Bretton Woods en 1944. Ce système signifie que les cours des devises entre elles ne peuvent varier du fait de leur convertibilité dans le dollar standard de l'époque, lui seul convertible en or. En fait, de manière pratique, étant donné la loi de l'offre et de la demande de devises sur les marchés internationaux, il avait été admis une marge de manœuvre de fluctuation de +/- 1 % des devises par rapport au dollar.

Le système des *taux de change flottants* par contre ne fixe aucune limite supérieure ni inférieure des cours des devises par rapport à la référence. Pour rappel cette référence a varié dans le temps. Il s'agissait de l'or avant Bretton Woods, du gold dollar standard après Bretton Woods, puis ce fut le dollar sans conversion en or depuis la déclaration de Nixon en 1971, puis ce fut l'ECU.

L'émergence de la monnaie unique fera disparaître les opérations de change intra-communautaires, les marchés dérivés y afférents et les risques de change à couvrir.

3.4. Quelques outils de politique économique monétaire : cadre légal, pouvoir politique, pouvoir financier, instruments monétaires, outils de *fine tuning* (SWAP, REPO, OPEN MARKET, etc.)

La politique monétaire d'un pays comme le nôtre s'articule autour de deux pôles complémentaires, le **pouvoir politique** représenté par le *Service Public Fédéral Finances* et le *cadre juridique* du marché monétaire, et, d'autre part, le **pouvoir financier** détenu par les *institutions* du monde monétaire. Entre les deux existent des organismes de tutelle et de contrôle constitués de politiques et de financiers. Par exemple le Gouverneur de la Banque Nationale et ses sept Directeurs sont nommés par le Roi, mais il s'agit de financiers. Pour reprendre la pyramide du marché de l'argent telle que nous l'avons définie à la fin des caractéristiques communes au marché monétaire et au marché financier, on pourrait simplifier en disant que le *pouvoir politique se situe au sommet* de la pyramide et que le *pouvoir financier se trouve lui à la base*, les institutions de contrôle étant dans la zone intermédiaire.

Cette partie du monde bancaire est fondamentale car elle reprend et met en scène tous les concepts vus précédemment. C'est-à-dire l'histoire du monde de l'argent dans un contexte international ; le cadre juridique examiné en introduction du marché monétaire ci-dessus ; et l'ensemble des intervenants du marché monétaire vus dans les principes généraux pour ce qui concerne les institutions de tutelle et de contrôle, et vus également au début de cette partie relative au marché monétaire, quand nous avons parlé des banques en général.

La politique monétaire est faite d'abord par la Banque Nationale, puis par les agents des cinq marchés monétaires précédemment étudiés.

Le **cadre légal** a été vu plus haut. Rappelons la base fixée par l'Arrêté Royal 185 de 1935, corrigé par les trois volets de la Loi Mammouth en 1973, 1974 et 1975. Nous n'y reviendrons plus.

Le **pouvoir politique** est bien entendu situé au sein du *Service Public Fédéral Finances*, mais aussi, de manière indirecte, au sein de la *Banque Nationale et de la Commission Bancaire et Financière* dont les membres directeurs sont désignés par le Roi, c'est-à-dire par le Gouvernement, étant donné notre Constitution. Ainsi, indirectement, le pouvoir politique s'exerce-t-il sur le marché monétaire par les **contraintes structurelles de gestion** imposées par la Commission Bancaire et Financière et la Banque Nationale, par exemple avec leurs *coefficients de structure* et autres multiples *missions de contrôle*. Cette action doit garantir la sécurité bancaire du point de vue liquidité et solvabilité.

Citons aussi, pour rappel, la présence du Commissaire du Gouvernement à la Banque Nationale, qui confère au pouvoir politique un contrôle direct et permanent sur la mise en œuvre de la politique monétaire par la Banque Nationale.

Compte tenu des réserves qui viennent d'être formulées, la *Banque Nationale* centralise tout le **pouvoir financier** du marché monétaire en exerçant sa politique monétaire sur deux niveaux. **Directement** grâce à une *politique de contrôle quantitatif des crédits et des dépôts*. **Indirectement** par une *politique des coefficients*

et de réserves obligatoires, et par une *politique de refinancement*. Cette double action directe et indirecte a pour but de rationner les ressources monétaires afin de limiter les octrois de crédits. Toute la politique de fixation des taux du marché monétaire (pour rappel, le mercredi) se situe ici.

La **politique de coefficients et de réserves obligatoires** recouvre le *coefficient de réserve monétaire* et le *coefficient de emploi en fonds et effets publics* supervisés par la Banque Nationale. Un troisième élément de cette politique est toute la *réglementation des opérations monétaires* avec l'étranger supervisée par l'IBLC (jusqu'au 1/1/2002).

La **politique de refinancement** est constituée de la *politique du réescompte* exercée par la Banque Nationale, et la *politique des avances* de la Banque Nationale.

Enfin, la **politique de contrôle quantitatif du crédit et des dépôts**, composante essentielle de l'action directe des instruments de politique monétaire et de crédit de la Banque Nationale (et du pouvoir politique), comprend *l'encadrement du crédit* et *l'encadrement des dépôts* détenus par la Banque Nationale. Pratiquement, la politique d'encadrement des dépôts n'est pas utilisée pour le moment en Belgique.

Voyons à présent plus en détail les **instruments de politique monétaire et de crédit** dans la pratique.

Rappelons-nous que le monde bancaire est une sorte de média entre les offreurs-épargnants (les ménages en général) et les demandeurs-emprunteurs (les entreprises et l'Etat). La masse monétaire transite donc des premiers vers les seconds, en passant par la banque (dans le sens le plus général du terme). Donc, la politique monétaire et de crédit va pouvoir jouer à trois moments : à l'entrée de la banque en agissant sur les dépôts, dans la banque en agissant sur la gestion, et à la sortie de la banque en agissant sur les crédits proprement dits. Examinons ces trois moyens d'action dans l'ordre.

Le **rationnement des ressources** peut se faire par une *politique de réescompte* (en imposant des volumes et des plafonds), par une *politique de réserve obligatoire* imposée aux banques (diminuant ainsi artificiellement leurs dépôts en les obligeant à ne pas en utiliser une certaine quantité), par la *politique dite de l'astreinte* qui consiste à imposer aux banques un *coefficient de emploi* de leurs dépôts en fonds et en effets publics au détriment des crédits (cette astreinte peut aller de 0 à 100 %).

L'action sur la gestion des banques se fait essentiellement en manipulant les taux, c'est-à-dire le **prix du crédit**. Nous avons vu au début du cours que le banquier se payait en couvrant le coût des intérêts débiteurs offerts aux prêteurs-épargnants par l'estimation du coût de fonctionnement, lui-même augmenté de la part de bénéfice. Le pouvoir politique et financier peut intervenir indirectement sur le coût du crédit *en jouant sur les taux des quatre principaux marchés monétaires*, à savoir le taux d'intervention (sur le marché des avances et des emplois de fonds), l'EURIBOR (sur l'interbancaire), le taux des adjudications (sur le marché des adjudications hebdomadaires), le taux des certificats (sur le marché des certificats de trésorerie) et des OLO. Comme ces deux derniers taux sont fixés le lundi et le mardi, on comprend toute l'importance de la réunion du mercredi du Conseil de Régence à la Banque Nationale... Ce moyen d'action qu'est le coût du crédit est fondamental car il agit comme un frein ou un accélérateur sur la masse monétaire en mouvement entre les offreurs et les demandeurs : augmenter les taux freine la masse monétaire et

diminue l'inflation (même si elle n'est pas causée par la masse monétaire au départ), et diminuer les taux accélère cette masse monétaire et favorise l'inflation.

Enfin, les moyens d'action à la sortie du flux monétaire sont repris sous le vocable cité ci-dessus **d'encadrement du crédit**. Cette politique consiste à *limiter quantitativement l'octroi de crédits* pendant une période donnée, soit par règlement, soit en jouant sur la réserve monétaire obligatoire des banques, comme nous l'avons vu pour la politique de rationnement des dépôts.

En résumé, l'action directe de la politique monétaire et du crédit se situe à l'entrée (encadrement des dépôts) et à la sortie (encadrement des crédits) du monde bancaire.

L'action indirecte de la politique monétaire et du crédit agit au sein même du monde bancaire, en jouant principalement sur tous les taux du marché monétaire.

Outre ces instruments de politique monétaire, il existe des instruments subtils, dits de réglage fin, appelés **outils de " fine tuning "**. Il s'agit d'outils comme le **taux d'intervention** et d'outils directement issus du monde financier anglo-saxon comme le **SWAP en devises**, le **REPO** et l'**OPEN MARKET**.

- Rappelons que le **taux d'intervention** est le représentant du marché des avances et emplois de fonds et effets publics. Ce taux est en fait double puisque pour être précis il faudrait dire taux d'intervention supérieur et taux d'intervention inférieur. Nous savons que l'écart entre les deux ne peut dépasser 3 % et que le taux des adjudications hebdomadaires et le taux des certificats de trésorerie doivent se situer dans cette fourchette. La limite supérieure étant symbolisée par le taux des avances à la Banque Nationale, le taux d'intervention supérieur sera donc plafonné par le Taux d'Enfer. Les taux d'intervention conditionnant ainsi de nombreux autres taux, on les considère comme un instrument de fine tuning.
- le **REPO**, ou *Repurchase Agreement* permet à la *Banque Nationale* d'injecter des liquidités sur le marché monétaire à un moment voulu. Il s'agit en fait d'acheter des titres sur le marché monétaire (donc des certificats de trésorerie ou des OLO) pour les revendre ensuite sur le marché à terme. Ainsi, au moment de la revente au terme, il va y avoir excès temporaire de liquidités, donc une légère baisse des taux (ou un frein de la hausse).
- Il existe aussi le **REPO inverse** qui consiste à vendre des titres sur le marché monétaire pour les acheter à terme. L'effet est inverse, bien entendu. (Il n'y a que sur les marchés à terme qu'il est possible de vendre des actifs qu'on ne possède pas, car sur le marché du terme, on ne règle que le solde de toutes les opérations menées sur le marché du terme avant l'échéance : on reçoit de l'argent si l'ensemble des opérations a réussi, on doit payer dans le cas contraire.)
- **L'OPEN MARKET** est un *REPO (direct ou inverse)*, sans compensation au terme. Autrement dit on achète (ou on vend) à terme sans revendre (ou racheter) avant l'échéance. C'est assurément une opération risquée en cas d'échec sur les prévisions car on est alors tenu de payer intégralement l'opération et non le solde.

- Contrairement au REPO, l'OPEN MARKET influence les cours des titres sujets à l'opération précisément parce qu'il n'y a pas de compensation par une opération inverse.
- Le **SWAP** en devises est l'achat au comptant d'un droit qui permet d'échanger à différents moments dans le futur de l'euro contre une devise. Cette technique permet à la Banque Nationale d'utiliser ses réserves de change sans influencer le cours de notre monnaie nationale.

3.5. Le crédit bancaire : critères d'octroi, politique de crédit, typologie des crédits aux particuliers et aux entreprises

Le crédit bancaire est un contrat entre le banquier et l'emprunteur, par lequel la banque s'engage à mettre à disposition du cocontractant une somme d'argent, moyennant remboursement, à un terme donné, en plusieurs remboursements.

L'octroi d'un crédit est affaire d'appréciation du risque encouru par le banquier en fonction de la confiance qu'il accorde à l'emprunteur. Ce jugement est donc forcément conditionné par des variables objectives et subjectives. Il faudra en tous cas que l'emprunteur participe aux pertes résultant des contrats non honorés, au même titre que les prix des biens proposés dans une grande surface incorporent le coût des vols et autres pertes.

Divers critères permettent de classer les crédits : la *durée* (court à long terme), la *destination* (production, consommation, etc.), ou le type de *garantie* offerte (réelle, personnelle, ou morale.)

Les **risques** que le banquier peut rencontrer sont de différentes natures.

Liés aux trois cauchemars du banquier, il existe le risque lié à la liquidité, le risque propre à la solvabilité, et le risque inhérent à la rentabilité.

- Le risque de liquidité est ce qu'on appelle le **risque d'immobilisation**. C'est-à-dire le risque provenant d'un crédit dont les remboursements n'ont plus lieu, faute de solvabilité dans le chef de l'emprunteur. Il en résulte une rupture dans les rentrées en liquidité du banquier, mettant ainsi en péril sa variable de liquidité.
- Le **risque de solvabilité** est le risque que prend le banquier quand il assure mal le crédit octroyé. Quelle est cette assurance ? La garantie de l'emprunteur ou sa notoriété.
- Enfin, le **risque de rentabilité** est celui qui découle de l'estimation du niveau des *taux demandés pour les crédits* par rapport aux *taux offerts pour les dépôts*. Car si l'on se rappelle les déboires de l'OCCH, il faut, rappelons-nous (Cf. cours oral), aller au-delà de la comptabilité pour se rendre compte que des remboursements de crédits sont parfois liés à des prêts octroyés quelques trente années plus tôt à des taux qui n'ont souvent plus rien à voir avec les taux demandés pour les crédits du moment. Or, dans ces cas-là, il est précisément important de comparer le taux des crédits octroyés à l'époque aux taux des dépôts du moment, de manière à vérifier si la *marge d'intermédiation bancaire*⁵¹ est suffisante, ou au moins positive, ce qui n'était pas le cas de l'OCCH. Par contre, reprenant l'exemple du Crédit Communal, nous avons vu que cet organisme était toujours

⁵¹ Pour rappel, il s'agit de la différence entre le taux moyen des crédits et le taux moyen des dépôts.

assuré de sa rentabilité du fait que tous ses contrats de crédit comportent une clause de taux variable en fin de période.

- Ces trois familles de risques constituent une partie des risques possibles du banquier. Il y en a d'autres comme le **risque pays** que nous avons déjà signalé lors de l'analyse des missions de la Commission Bancaire et Financière. Ce risque est celui qu'encourent les banques dans leurs engagements de crédit vis-à-vis des pays en voie de développement. Depuis les accords de **Bâle II**, d'autres risques ont été mis en évidence : le **risque de marché** (lié aux fluctuations du marché bancaire international) et le **risque opérationnel** (lié à toutes les défaillances internes possibles de la banque).

Tous ces risques aboutissent à ce que le jargon a appelé **l'équation du risque**. Elle est débattue par le *Comité du Risque* qui existe dans toutes les banques. Signalons au passage, outre le Comité (ou Conseil) de Direction déjà mentionné, l'existence également du *Comité de Crédit*⁵² qui débat, entre autres, des octrois des crédits proprement dit (beaucoup de crédits sont automatiques et ne sont pas portés au Comité de Crédit).

Ainsi nous avons, dans l'ordre, le Comité du Risque qui établit l'équation du risque et constitue un dossier par demande de crédit, à la suite de quoi les dossiers sont transmis et débattus en Comité de Crédit.

Les crédits qui ne sont pas débattus en Comité de Crédit sont par exemple les crédits relevant du **credit scoring**. Il s'agit d'un type de crédit automatisé qui, comme son nom l'indique, est octroyé en fonction de la somme des points obtenus dans chaque rubrique d'un formulaire standardisé. Exemple d'utilisation du credit scoring : le crédit aux particuliers (ex *crédit à la consommation*, voir ci-dessous).

Voyons à présent les **critères d'octroi du crédit**.

Comme partout et toujours, il faut que le banquier récolte le maximum d'informations disponibles sur l'emprunteur, personne physique ou morale.

- Après avoir étudié **tous les documents** glanés ça et là à propos de l'entreprise (ou de l'individu) en question, il convient de se rendre sur les lieux mêmes de l'entreprise. Comment est-elle équipée ? A quoi servira l'investissement ? Que rapportera-t-il ? Quels seront ses effets sur l'endettement de la société ? Comment la société calcule-t-elle son prix de revient ? Comment sont organisés son service achat et son service vente ? Quels sont ses fournisseurs ? Ses clients ? Que vend l'entreprise ? Où en est son carnet de commandes ? Qu'en est-il de la comptabilité de cette entreprise ? Quel est son plan de développement ? Qui prend vraiment les décisions ? Quel est son break-even point ? Etc.
- Il convient, on s'en sera aperçu, de se livrer, dans le chef du banquier, à un véritable **audit stratégique, fonctionnel et organique** de l'entreprise, de manière à aboutir à une **radiographie** de la société.

52 Il existe aussi le **Comité TIC** (qui fixe les taux d'intérêt créditeurs) et le **Comité TID** (qui fixe les taux d'intérêt débiteurs).

- L'autre grande famille de critères d'appréciation est l'analyse de la **solvabilité de l'emprunteur**. Quelle est sa capacité de remboursement (à déduire de l'analyse prévisionnelle sur base des comptes de résultat) ? Quelle est sa volonté de remboursement ? Quel est son besoin en fonds de roulement⁵³ ?
- Autre type de critères : les **obligations réglementaires** en matière bancaire. Nous n'y reviendrons pas puisque toute cette partie a été décrite lors de l'analyse de la Commission Bancaire et Financière et de la Banque Nationale. La banque est en effet tenue de se soumettre à la législation et aux multiples contrôles obligatoires (Cf. coefficients de structure).
- Enfin, en dernier lieu viennent les critères relatifs aux **garanties** offertes par l'emprunteur.

Pour être complet, avouons qu'en dépit de tous les renseignements récoltés, il reste toujours une part de subjectivité. Ainsi, quand bien même tous les critères seraient positifs, le Comité du Risque peut fort bien décider de ne finalement pas octroyer le crédit.

Sans entrer dans les détails, la **politique de crédit** se base sur le constat suivant : pour acheter un immeuble, par exemple, il est absurde de demander un crédit sous la forme de crédit de caisse ou de découvert en compte car le coût élevé de ce type de crédit est rédhibitoire par rapport à la somme à investir. Ce type de crédit (voir ci-dessous) se justifie pour des montants relativement peu élevés, provenant, par exemple, d'un manque momentané de trésorerie.

Autrement dit, le simple bon sens suggère de rechercher des ressources (des crédits) en rapport avec les actifs que l'on désire s'approprier. Pour le comptable, il "suffit" d'aller voir dans le bilan où se situe cet actif et de voir "en face", au passif, à quel type (quel terme) de dette se rapporte cet actif. Dans notre exemple, on verra ainsi qu'il vaut certainement mieux recourir à une augmentation de capital ou à un emprunt pour financer l'achat d'un immeuble. Par contre s'il s'était agi de renflouer la caisse par exemple, un découvert en compte ou un crédit de caisse se seraient justifiés.

Notons qu'il est possible de "liquéfier" un actif, et par conséquent de le financer par une dette à plus court terme que la normale. C'est le cas du **leasing** par exemple.

53 Une manière rapide de le calculer consiste à multiplier le chiffre d'affaire annuel par la différence, exprimée en fraction d'année, entre le délai de paiement offert au client et le délai de paiement imposé par les fournisseurs. Si, par exemple, l'entreprise paye ses fournisseurs après deux mois et qu'elle consent un délai de trois mois à ses clients, il en résulte un besoin temporel en fonds de roulement d'un mois. C'est-à-dire, en fraction d'année, un douzième d'année. Si nous supposons le chiffre d'affaire annuel de l'entreprise à par exemple 12 millions, le **besoin en fonds de roulement** sera de 1 million.

À ne pas confondre avec le **fonds de roulement**, qui est la différence entre les actifs circulants et les dettes à court terme (définition complémentaire : les fonds propres diminués des actifs fixes). Pour rappel, la **trésorerie** de l'entreprise est la différence entre son fonds de roulement et son besoin en fonds de roulement.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

Inversement, il est possible d'augmenter le terme d'une dette, de manière à diminuer le coût actualisé de la dette. Ce sera par exemple le cas si l'entreprise procède à une augmentation de capital par **incorporation des dettes** vis-à-vis de ses fournisseurs. *C'est ce que l'on appelle consolider la dette.*

Par ces deux techniques complémentaires visant à diminuer le coût du capital de l'entreprise, l'on constate que la règle de bons sens énoncée ci-dessus jouit d'une *souplesse* plus grande qu'il ne paraît à première vue. Malheureusement cette souplesse est trop peu exploitée.

BESOINS DE FINANCEMENT	CREDIT APPROPRIE	CARACTERISTIQUES
1. Immobilisation corporelle ou incorporelle - matériel - bâtiment - brevets...	- Crédit d'investissement (bénéfice des lois de relance économique) - Prêt hypothécaire - Financement	- Long ou moyen terme - Augmente les capitaux permanents - Coût déterminable au départ de l'opération (tenir compte des subsides).
2. Financement d'une insuffisance en fonds de roulement (fonds de roulement négatif)	- Consolidation c'est-à-dire transformation d'un crédit à court terme en crédit à moyen ou long terme.	A pour effet de réduire les charges financières et de rééquilibrer les masses bilantaires notamment les capitaux permanents par rapport aux immobilisés et au passif circulant.
3. Financement des actifs circulants besoin en matières premières, stocks, salaires, délais clients...	- Crédits d'avances - Crédits de caisse - Crédits d'escompte - Crédits d'acceptation - Crédit documentaire	- Court terme - Problème du choix de la forme optimale en fonction du coût et la structure financière.

BAISIR, COUSIN, DAVIER, Connaissances de gestion, LABOR, Bruxelles, 1990, p. 214

Quelques chiffres pour le crédit à la clientèle (juin 1996, en millions d'euros) :

	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CRÉDITS (en milliards d'EUR)								
Crédits à la clientèle ⁽¹⁾								
Total	205	236	245	265	301	303	312	323
en Belgique	169	183	191	206	216	220	219	227
à l'étranger	36	53	54	59	85	83	93	96
Formes des crédits à la clientèle								
Prêts à terme	130	138	145	158	175	188	198	203
Crédits hypothécaires	37	45	47	54	58	61	66	74
Crédits à la consommation	9	9	11	12	12	12	13	12
Avances en comptes courants	17	20	22	21	23	23	21	18
Autres formes	12	24	20	20	34	18	14	16
Crédits aux pouvoirs publics belges sous forme de titres ⁽²⁾								
Portefeuille-titres	56	98	100	139	151	184	176	192
Créances interbancaires	202	231	219	210	178	201	197	233

Crédits aux personnes physiques

De manière générale, le banquier peut octroyer un maximum d'1/4 du revenu annuel du client isolé (1/3 dans le cas où l'on cumule les revenus des membres du ménage).

Mettons fin aussi à un mythe : 97 % des crédits aux particuliers (injustement appelés aussi crédits à la consommation) sont intégralement remboursés.

Il faut également savoir que depuis **1991 (loi Claes)**, puis **1992** (loi sur les crédits hypothécaires) et **1994 (loi Wathelet)**, de profonds changements sont survenus dans le marché des crédits aux particuliers. Par exemple, le crédit hypothécaire n'existe plus. Et l'on s'oriente de plus en plus vers la technique du "credit scoring" pour décider si un crédit sera octroyé ou pas. (Il s'agit d'une technique consistant à répondre à un questionnaire type. Les réponses sont pondérées, de manière à obtenir une note d'appréciation finale, qui doit se situer dans des marges déterminées pour que le crédit soit octroyé.)

Dans la suite du texte, nous ne citerons que les crédits les plus fréquemment utilisés.

Crédit automatique

C'est la facilité de caisse dont vous disposez lorsque vous êtes propriétaire d'une carte de banque ou d'une carte acréditive (cela peut varier d'une banque à l'autre). Vous pouvez aller jusqu'à moins 1 250 € sur votre compte courant (moins 2 500 € si vous disposez des deux cartes). Les intérêts sont calculés au jour le jour suivant l'utilisation faite de cette facilité.

Contrainte : vous devez revenir en positif au moins une fois par trimestre.

Dépassement autorisé

C'est le même crédit que ci-dessus, mais pour les gens qui ne disposent d'aucune des deux cartes citées. Ce crédit sera évidemment plus coûteux que le précédent, et devra être garanti par des rentrées futures certaines. De plus, ce type de crédit est toujours de courte durée.

Crédit libre

Il s'agit d'une extension du crédit automatique. Il porte sur des sommes allant de 2 500 € à 12 500 €.

Les intérêts sont également calculés au jour le jour en fonction de l'utilisation qui est faite de la facilité de caisse, mais ils ne sont portés en compte qu'une fois par trimestre.

Comme garantie, le banquier demande la domiciliation des revenus du client chez lui.

Crédit de trésorerie

Pour les "bons" clients, le banquier a prévu une nouvelle extension du crédit précédent, pour des sommes allant à présent de 10 000 € à 25 000 €. Taux appliqué : +/- 8 %.

Le P.A.T. (prêt à tempérament ou prêt à la consommation)

Ce type de crédit se caractérise par le fait que le banquier, dans ce cas-ci, fournit au client (au moins 18 ans, domicilié en Belgique) une somme pouvant aller de 1 000 € à 50 000 €

Cette somme est remboursable, avec les intérêts, tous les mois. Il faut qu'il y ait au moins 4 mensualités (12 en général) et 120 au maximum. C'est le taux de chargement qui permet de calculer le remboursement périodique. Ce taux est lui-même calculé à partir du taux annuel. Il ne peut pas dépasser le taux de chargement officiellement fixé par la loi. Il est souvent assorti d'une assurance PAT (assurance décès).

Le PAT peut être :

avec objet (+/-6 %)

Il est le moins cher des deux car le crédit est fourni sur présentation d'une facture attestant l'achat d'un bien meuble corporel. Le banquier sait donc à quoi servira "son" argent.

sans objet (+/-12 %)

Il coûte légèrement plus cher que le précédent car dans ce cas-ci, le banquier n'est pas certain de l'usage qui sera fait de "son" argent. Il s'agit en effet d'un crédit octroyé pour faire face à des événements imprévus comme des problèmes familiaux par exemple ou une entrée en clinique, etc.

Crédit au logement⁵⁴

Ce crédit remplace l'ancien crédit hypothécaire. Il ne peut porter sur plus de 40 ans⁵⁵ (conditions plus restrictives s'il s'agit d'une résidence secondaire ou d'un terrain) pour les prêts à taux fixes, 30 ans pour les prêts à taux variables. Le client ne peut avoir plus de 68 ans à la date du dernier remboursement. Le minimum emprunté est de 10 000 € et il faut être domicilié en Belgique (et avoir plus de 18 ans).

Le prêt est garanti par l'hypothèque du bien financé, plus une assurance "solde restant dû" ou une assurance vie, plus l'obligation de domicilier les revenus du client dans la banque octroyant le crédit.

Le taux d'intérêt est mensuel. Il est révisable suivant un terme déterminé avec le client (tous les ans, ou tous les 2, 3, 5, 10 ans, par exemple). Il peut même être fixe. Dans ce cas on parlera de taux fixe conditionnel. Il ne sera en effet jamais totalement fixe, mais conditionné, par exemple, à la souscription par le client à un plan épargne logement.

Signalons encore des crédits moins utilisés comme **l'avance sur compte à terme** et **le crédit Campus**.

⁵⁴ Il existe également le crédit au logement inversé, qui utilise le principe de la rente viagère tout en conservant le droit de propriété sur le bien hypothéqué. L'opération se fait via la banque, qui octroie la ligne de crédit ou la rente, selon la formule retenue. Ce type de produit n'est pas encore offert en Belgique (17/12/2007).

⁵⁵ Dix ans minimum, sinon la déductibilité fiscale n'est pas possible.

Voici à présent un tableau indicatif des principaux taux constatés en février 1996 (extrait de la Libre Entreprise du 17 février 1996) :

Nature	Taux	Caractéristiques
Découverts en compte et crédits permanents	de 13 à 20 %	<ul style="list-style-type: none">• Solvabilité incertaine• Liquidité complète• Petits montants - Périodes courtes
Prêts personnels	de 12 à 17 %	<ul style="list-style-type: none">• Montants un peu plus importants• Meilleure connaissance de la solvabilité• Caractère d'urgence
PAT	de 6 à 12 %	<ul style="list-style-type: none">• Certitude de l'affectation• Protection• Forte concurrence poussée par les fabricants
Crédits-Logements	de 5 à 7 %	<ul style="list-style-type: none">• Produits fidélisants• Garanties solides - Minimisation du risque• Solvabilité vérifiée

Crédits aux personnes morales

Crédits destinés à des investissements

Crédit moyen ou long terme par excellence, les crédits d'investissement sont destinés à financer, par exemple, des frais d'établissement, des immobilisations (corporelles, incorporelles ou financières). Le taux est "fixe" (révision quinquennale toutefois). La périodicité de remboursement peut aller du mois à l'année. Voici quelques exemples.

Le prélèvement du montant emprunté peut prendre des formes différentes :

- Prélever le tout en une fois et placer ce qui ne doit pas être affecté tout de suite à des échéances échelonnées pour subvenir aux besoins réels.
Inconvénients : le taux de remplacement est généralement inférieur aux taux d'emprunt à long terme.
- Prélever le crédit en plusieurs fois, au fur et à mesure des besoins réels :
L'établissement de crédit peut rendre le taux de chaque tranche égal à celui en vigueur au moment effectif du prélèvement (variabilité du crédit, surtout en période de volatilité). Afin de disposer d'un taux fixe, l'investisseur peut utiliser des techniques de « hedging » (couverture) par des futures sur taux d'intérêt.

Diverses formules de remboursement existent :

- remboursement intégral en une seule fois à la fin de l'opération : « bullet repayment »
- remboursements partiels périodiques (égaux ou inégaux)
- remboursements de capital constants avec paiement d'intérêts décroissants sur le solde restant dû
- remboursements par annuités (capital + intérêts) constantes
- remboursements ad-hoc irréguliers (« balloon repayment »)

Crédit " Roll-Over " (" stand by " et " evergreen ")

Variante plus souple du précédent, ce crédit est nettement moyen terme (3 à 15 ans, maximum 650 000 € empruntés), et caractérisé par

un taux variable (basé sur le LIBOR ou l'EURIBOR selon les pays), révisable à intervalles réguliers de maximum un an, selon des règles préalablement établies. Le crédit roll-over consiste donc en une succession de courtes périodes d'intérêts variables choisies par le client, variant de 1 à 12 mois. Le crédit roll-over est remboursable selon un plan d'amortissement convenu ou dans son intégralité à l'échéance finale. Un crédit roll-over est également appelé crédit d'investissement à taux variable/flottant.

Crédit de participation

Crédit moyen terme destinés aux actionnaires ou associés d'entreprise dans le but de participer à une constitution ou une augmentation de capital. La durée de ce type de prêt peut aller jusqu'à cinq ans et plus. Le montant sera de minimum 12 500 €. Le taux est fixe (à révision quinquennale). Les intérêts sont calculés trimestriellement. Les remboursements se font tous les trimestres, tous les semestres ou tous les ans.

Crédit " Leasing " (l'option d'achat doit être inférieure à 15 % de la valeur d'achat du bien.) Taux : +/- 8 %. Les particuliers n'ont pas accès au leasing. Remarque : il existe une forme de leasing sans option d'achat : le leasing opérationnel. La différence avec le simple renting (ci-dessous) est que le leasing permet d'acter un amortissement, pas le renting.

Étapes inhérentes à la conclusion du contrat :

1. le client choisit un bien (meuble ou immeuble) chez un fournisseur de son choix ;
2. la banque commande ce bien chez le fournisseur ;
3. Le fournisseur livre le bien acheté au client ;
4. la banque paie la facture au fournisseur ;
5. le client paye la location mensuelle à sa banque.

Il existe deux formules principales : leasing financier et leasing opérationnel

Le leasing financier est la forme de leasing la plus répandue. Son but est presque toujours d'acquérir le matériel loué. Il s'agit dès lors d'une alternative à l'achat ou au financement. L'option d'achat peut être levée librement ou non.

Le leasing opérationnel se prête davantage à une location où l'utilisation pure et simple prime. En général, le contrat ne prévoit pas de possibilité d'achat. En revanche, cette formule prévoit presque toujours un service supplémentaire. Elle est intéressante si, outre le coût de financement proprement dit, le client souhaite également budgétiser à l'avance tous les frais d'entretien, de réparation et de gestion.

Crédit " Renting "

Cf. Leasing, mais sans option de rachat. Taux : +/- 8 %.

Prêt " équipement "

Ce crédit est destiné, comme son nom l'indique, à financer l'achat d'équipements destinés à l'entreprise. La particularité étant que ce prêt jouit d'une formule simplifiée et rapide d'octroi.

Le montant peut aller de 1 500 € à 250 000 €, couvrant le prix HTVA du bien (neuf ou d'occasion) acquis. La durée varie de 10 à 14 ans.

Les remboursements sont constants et leur périodicité peut varier du mois à l'année. Taux : +/- 2 %.

Emprunt obligataire

Voir le chapitre *Marché des Capitaux*, dans la partie relative aux différents types d'obligations. Taux : 3 à 8 %.

Crédits destinés à l'exploitation de l'entreprise

Crédit d'escompte

C'est un crédit par lequel la banque rachète un **effet de commerce**⁵⁶ avant son échéance, en s'engageant à accepter des remises à l'escompte de cet effet à concurrence d'un certain montant déterminé par le "plafond du crédit d'escompte".

Le taux est calculé en fonction du taux de réescompte pratiqué par la Banque Nationale sur le marché monétaire (voir chapitre précédent).

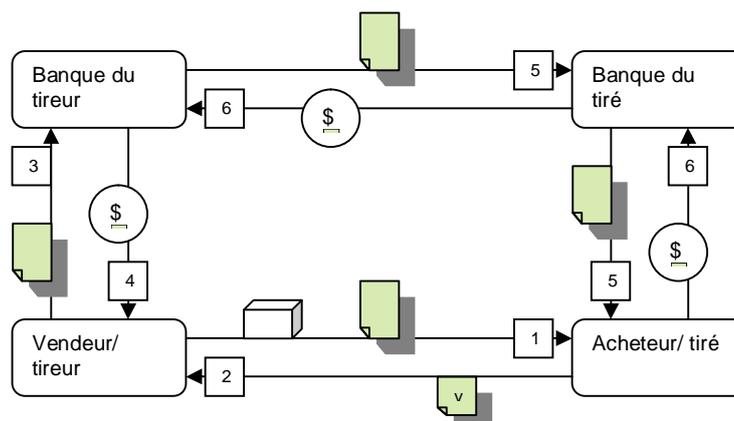
La différence généralement constatée entre le paiement au comptant et l'usage du crédit d'escompte est de 3 % à 8 % (compter un peu plus que l'EURIBOR) selon les banques (source : NYSE-EURONEXT).

(Les textes qui suivent, en italique, sont extraits de la publication "Connaître la Banque - Perspectives 3" de la Générale de Banque.)

Escompte cédant (= mobilisation des ventes)

"La banque s'engage à acheter au cédant, à concurrence d'un certain montant, des traites, acceptées ou non, non échues, tracées par ce dernier sur ses clients connus, et sous réserve de bonne fin de l'opération. Les traites sont endossées par le cédant (qui est le crédité) à l'ordre de la banque qui accorde le crédit."

Schématiquement :



1. Le client vend un lot de marchandises payables à terme. Dans ce cadre, il tire une lettre de change sur son débiteur (acheteur) et lui demande de l'accepter. Cette lettre de change matérialise la créance commerciale.

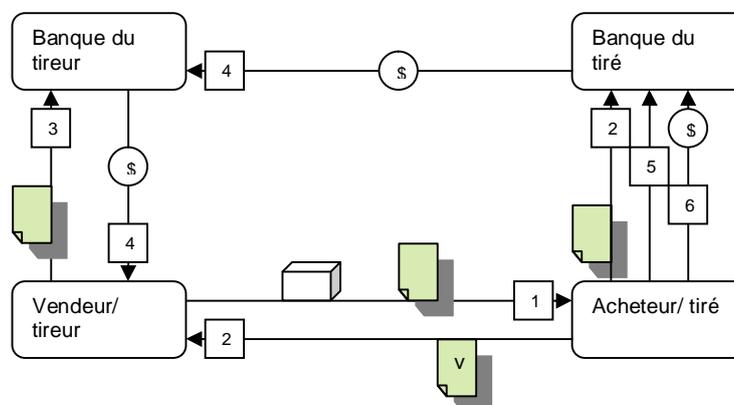
⁵⁶ Un effet de commerce peut être le billet à ordre ou promesse (« promissory note »), la lettre de change ou traite commerciale (« bill of exchange » ou « trade bill »), le warrant-cédule.

2. Le tiré accepte.
3. La lettre de change est représentée à la banque du tireur pour escompte. Si la banque accepte, la propriété de la lettre de change lui est transférée par endossement.
4. La banque verse la valeur au comptant de la lettre de change (c'est-à-dire la **valeur nominale diminuée d'une bonification d'intérêts** restant à courir jusqu'à l'échéance, et une commission (agios) sur le compte de son client (le tireur).
5. A l'échéance, la banque du tireur présente la lettre de change au tiré (par l'intermédiaire de la banque de celui-ci).
6. A l'échéance le tiré paie (via sa banque) la valeur nominale de la traite à la banque du tireur.

Escompte fournisseur (= mobilisation des achats)

“La banque accepte d'escompter des effets tirés sur son client et qui lui seront présentés par les fournisseurs de celui-ci. Il s'agit dans ce cas de traites fournisseurs. Le banquier verse le montant nominal des traites (celui qui y est mentionné) au fournisseur et débite le compte de son client (le tiré), des intérêts et commissions. A l'échéance, le compte du client sera débité par la banque du montant nominal des traites. C'est donc la banque de l'acheteur qui accorde le crédit, les frais et agios étant à charge de ce dernier. ”

Schématiquement :



1. Le client vend un lot de marchandises payables au comptant ou moyennant la possibilité pour l'acheteur de bénéficier d'une réduction en cas de paiement comptant. Dans ce cadre, il tire une lettre de change sur son débiteur (l'acheteur) et lui demande de l'accepter.
2. Le tiré accepte la lettre de change, averti sa banque et autorise l'escompte en cas de présentation de la lettre de change.
3. Le tireur présente la lettre de change à l'escompte (via sa banque) à la banque du tiré, accompagné de la demande d'escompte.
4. La banque du tiré verse la **valeur nominale** de la lettre de change sur le compte du tireur (via sa banque).
5. Ensuite, la banque débite le compte du tiré des frais d'escompte (agios + intérêts).

6. A l'échéance de la lettre de change, le client (tiré) rembourse le montant nominal à sa banque. En cas de défaillance du tiré, la banque peut, sur la base de la lettre de change, faire valoir son droit de recours à l'égard du fournisseur (le tireur).

Crédit sur warrant-cédule

Ce crédit est accordé sur présentation d'un warrant agréé par la S.A. Warrant. Il s'agit d'un titre double, dont une partie (la cédule) confère à son porteur la propriété d'une marchandise et l'autre (le warrant) un droit de gage sur cette même marchandise. À ce titre double est associé un billet à ordre, qui sert d'instrument de crédit. Théoriquement, ces différents titres peuvent être séparés (et l'étaient effectivement à l'origine de la technique), mais en pratique ils restent réunis. Le warrant-cédule est à ne pas confondre avec le warrant qui accompagne parfois une obligation – cf. partie relative au Marché des Capitaux) Le type de crédit auquel le demandeur peut recourir est le **crédit fonds de roulement**, ou le **crédit stock**, ou encore le **crédit import** ou **export**.

Crédit de fabrication

Ce type de crédit, qui doit permettre de financer la fabrication de l'entreprise requérant le crédit, est garanti par des promesses remises à l'escompte au banquier, sous la forme de billets à ordre. Taux appliqué : entre 3 et 8 %.

Crédit “ factoring ” (ou affacturage)

Le factoring est une technique par laquelle une société se libère, moyennant paiement, de toute la gestion de ses factures à une société spécialisée (le factor).

Non seulement libérée des problèmes de recouvrement de facture, cette société dispose en plus d'un crédit (le crédit factoring) immédiat accordé par le factor, à concurrence du montant de ses factures, déduction faite des agios et autres frais (un pourcentage est prélevé sur chaque facture traitée). Taux appliqué : de l'ordre de 8 %.

Crédit cautionnement

(Revoir le cours de Droit Civil pour la définition de la caution.)

La garantie du prêt étant ici représentée par la caution, la banque s'engage à payer le montant qui fait l'objet de la caution au créancier.

Le taux est généralement de 1 %. Pourquoi si peu ? Parce que la banque ne doit pas mobiliser de fonds pour ce type de crédit, puisque les sommes sont payées soit par le débiteur, soit par la caution si le débiteur fait défaut.

Micro-crédits⁵⁷ aux (très) petites entreprises⁵⁸

Ce type de crédit est apparu le 1^{er} mai 2005. Le montant maximum emprunté est de 25 000 €.

⁵⁷ Le libellé a d'abord été conçu pour lancer des projets dans des pays en voie de développement.

⁵⁸ Pour des entreprises de moins de 10 personnes et qui ont un chiffre d'affaires ou un total de bilan de 2 millions maximum.

Crédits destinés au commerce extérieur

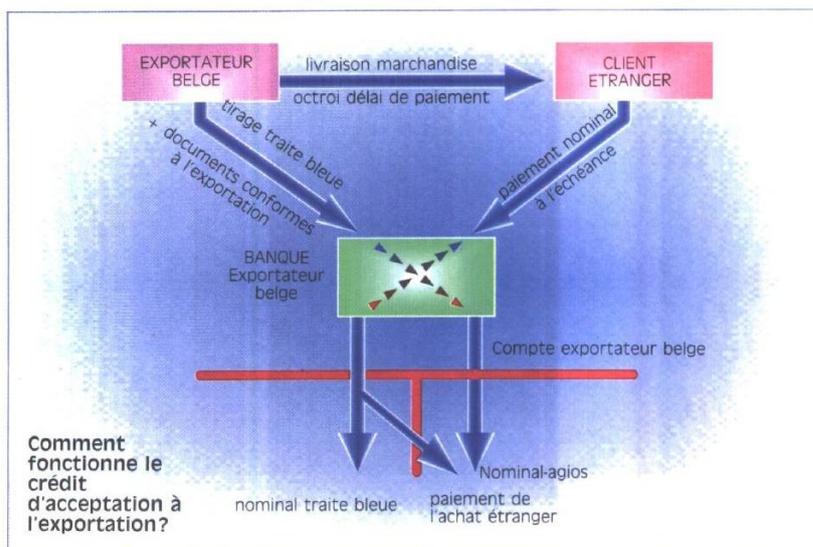
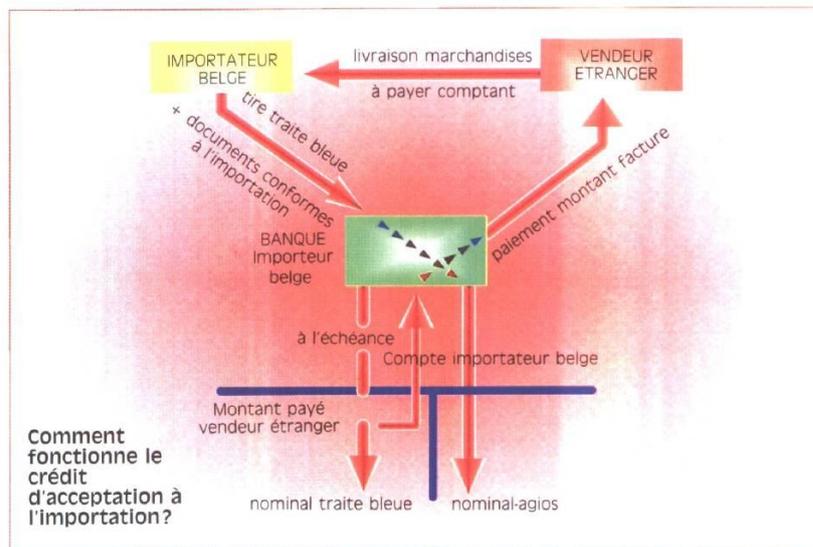
Crédit d'acceptation

Une acceptation est une lettre de change, un traite (appelée même *traite bleue* dans le cas où le tiré est une banque), tirée sur une banque et acceptée par celle-ci. Le taux avoisine les 8 %.

Étant donné la garantie de bonne fin représentée par la signature de la banque, l'acceptation donne droit à un crédit avantageux.

Le coût d'un tel type de crédit est proche de celui du crédit d'escompte. La technique du crédit d'acceptation est très similaire à celle du crédit d'escompte, à la différence près que le tiré est ici la banque du client. Il y a donc deux types de crédit d'acceptation : le crédit d'acceptation export (cf. escompte cédant) et le crédit d'acceptation import (cf. escompte fournisseur).

Voir schémas ci-dessous.



Crédit documentaire⁵⁹ (crédoc)

Le crédit documentaire est un engagement écrit pris par une banque à la demande de votre acheteur ou de vous-même lorsque vous agissez à l'import, de vous payer ou de payer un montant déterminé contre remise, dans un délai fixé, des documents conformes prévus dans l'ouverture du crédit documentaire.

La différence essentielle entre la remise documentaire et le crédit documentaire réside dans le fait que la remise documentaire ne comporte aucun engagement de paiement d'une ou plusieurs banques.

Le crédit documentaire fait intervenir quatre participants :

- l'acheteur, ou donneur d'ordre,
- la banque émettrice, banque de l'acheteur,
- la banque notificatrice, généralement banque du vendeur,
- le vendeur, ou bénéficiaire.

Cette technique occupe une place de choix parmi les paiements internationaux. Il offre la meilleure sécurité et sa mise en œuvre répond à des règles uniformes dans tous les pays - règles précisées dans la brochure N° 500 de la Chambre de Commerce Internationale, applicables depuis le 1er janvier 1994.

Les principaux type de crédits documentaires

- Le crédit documentaire révocable permet à la banque émettrice de le modifier ou l'annuler à son gré sans avoir à aviser préalablement le bénéficiaire. C'est une formule très peu utilisée.
- Le crédit documentaire irrévocable comporte un engagement ferme donné en faveur du vendeur par la banque émettrice agissant sur instruction de l'acheteur d'exécuter le paiement sous la réserve de la remise des documents conformes. Il ne peut être annulé ou modifié sans l'accord de toutes les parties intéressées.
- Le crédit documentaire irrévocable et confirmé ajoute à l'engagement de la banque émettrice celui de votre propre banque (confirmation).

Les différents modes de réalisation du crédit documentaire

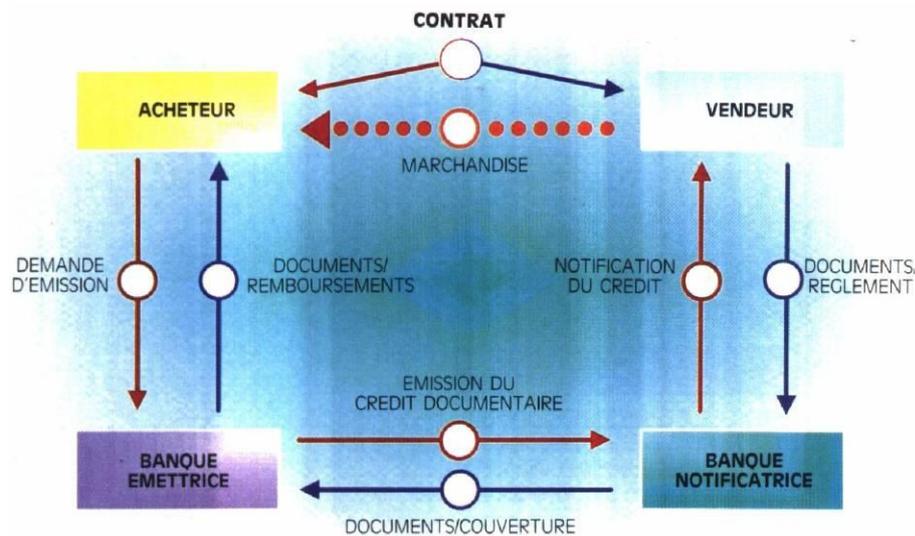
- Par paiement à vue : la banque émettrice paye les documents réguliers dès leur présentation par l'acheteur.
- Par paiement différé : dans ce cas la banque émettrice paye les documents conformes au terme d'un certain délai (par exemple 90 jours). Le délai n'est pas matérialisé par une traite mais le vendeur dispose de l'engagement de paiement à l'échéance de la banque émettrice et éventuellement de la banque confirmatrice.
- Par acceptation : il s'agit d'un paiement différé avec émission d'un effet soit sur la banque émettrice, soit sur la banque confirmatrice, soit sur une banque tierce. Le bénéficiaire peut demander l'escompte de cet effet auprès de sa banque.

⁵⁹ Source du texte ci-après : Interex, <http://tinyurl.com/2j2ann>, consulté le 20/03/2008.

- Par négociation : permet le paiement "d'avance" par la banque négociatrice des documents. La banque émettrice, à réception des documents, paiera la banque négociatrice.

Les crédits documentaires spéciaux

- Le "crédit documentaire revolving" permet dans le cas d'un courant d'affaire régulier le renouvellement automatique dans les conditions préalablement négociées,
- le "crédit documentaire transférable" peut être transféré partiellement ou totalement en faveur d'un ou plusieurs bénéficiaires secondaires, fournisseurs réels de la marchandise,
- le "crédit documentaire adossé" ou "back to back" se substitue au crédit transférable si cette modalité n'est pas possible. Il sera alors émis, à la demande de l'exportateur, un second crédit documentaire, en faveur de son fournisseur.



Signalons encore des crédits moins utilisés comme **le crédit fournisseur, le crédit acheteur, le crédit de cadre, l'escompte sans recours cambiaire, la Garantie Forfaitaire de Paiement et les crédits d'état à état.**

Le taux moyen de tous ces crédits est de l'ordre de 8 %.

Crédits destinés à la trésorerie de l'entreprise

Crédit de caisse (ou avance en compte courant ou « overdraft facility »)

Moyennant une convention d'ouverture de crédit, la banque autorise la société cliente d'aller en négatif sur son compte, jusqu'à un certain plafond (on devrait dire plancher).

La convention détermine : le plafond, l'intérêt qui sera dû en cas d'utilisation du crédit, la durée du crédit, le montant de la commission exigée par la banque, les garanties éventuelles fournies par le client.

Le taux du crédit de caisse est un des plus élevés du marché des crédits. Il est basé sur les taux du marché monétaire à court terme (interbancaire et marché des avances et des remplois de fonds), augmenté d'une marge pouvant aller jusqu'à 2,5 %, augmenté de la commission de généralement 0,25 % par trimestre, augmenté des frais de dossier. Début 2008, le taux moyen des crédits de caisse s'élevait à 7,86 %. Les intérêts sont calculés au jour le jour, mais portés en compte trimestriellement.

Crédit mobile

Il s'agit d'une variante du précédent crédit, caractérisée par des avances faites par la banquier à son client, au fur et à mesure que des factures ou des états d'avancement lui sont présentés par le client, attestant l'évolution des travaux ou des livraisons.

Ce crédit, mieux " garanti " que le précédent, sera généralement moins cher que le crédit de caisse.

Signalons encore l'existence de crédits comme **le crédit saisonnier, l'avance sur factures, les straight loans** (ou avances à terme fixe), **le crédit stand-by, le papier commercial (euronotes)**.

3.6. Les garanties : réelles, personnelles, morales

Avant de détailler les différentes garanties, il est important de rappeler que les crédits ne sont pas tous garantis. Beaucoup d'entre eux au contraire sont octroyés sur notoriété, c'est-à-dire sur la confiance qu'à le banquier en l'emprunteur, suite à l'analyse de toute la documentation et autres critères d'octroi de crédit tels que nous les avons étudiés précédemment. Le crédit sur notoriété est d'ailleurs le seul qui corresponde au sens premier du mot crédit.

Les **garanties réelles** sont l'hypothèque et le nantissement. Au sens latin du terme, le mot réel est à considérer ici comme étant un bien matériel.

- **L'hypothèque** consiste à laisser en garantie un ou plusieurs bien immeubles. L'hypothèque fait l'objet d'une inscription particulière au registre des hypothèques.
- Le **nantissement** est un contrat par lequel l'emprunteur remet à son prêteur un bien meuble en garantie de son prêt. Des particularités sont inhérentes aux différents types de biens meubles laissés en gage. *Ce peuvent être des titres, des marchandises, des créances, des polices d'assurances, des traites, des factures, des espèces, des métaux précieux, des avoirs en compte, des fonds de commerce, des privilèges agricoles, etc.*
- Suivant les cas, le gage doit être constaté par acte authentique. Parfois des limites dans le temps sont imposées à la détention des gages. Il faudra aussi parfois bloquer en compte certains avoirs tels que les titres ou les espèces. En résumé, un certain formalisme est à observer suivant la nature du gage. Il convient donc de se référer au Code Civil pour plus de détails.

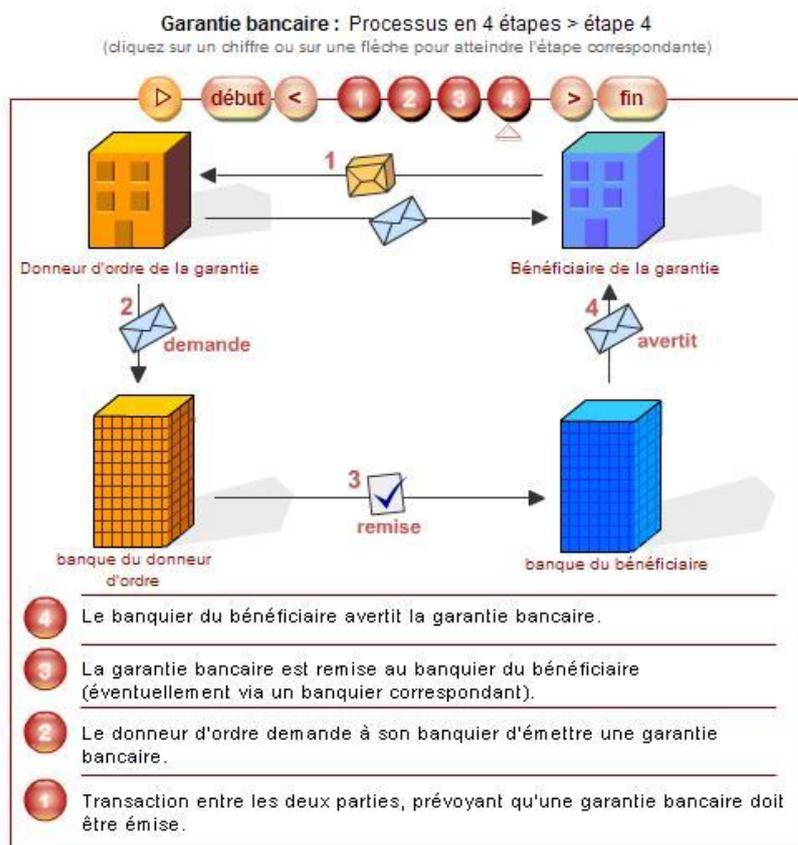
Les **garanties personnelles** sont la caution et l'aval.

- La **caution** est un engagement personnel pris par une ou plusieurs personnes de payer le prêteur au cas où son débiteur ne respecte pas ses obligations. Cet engagement peut se faire à l'insu de l'emprunteur. Il s'agit d'un contrat de nature civile, consensuel, unilatéral et accessoire (Cf. cours de Droit Civil). Mais attention, toutes les parties se portant caution sont solidairement responsables. C'est-à-dire qu'en cas de problème, le créancier peut faire appel à *n'importe quel* cosignataire en vue de lui réclamer la *totalité* de la créance.
- **L'aval** est un cautionnement considéré comme un contrat commercial et non pas civil comme la caution. L'aval est utilisé comme garantie de paiement d'un effet de commerce, soit directement en le mentionnant sur l'effet, soit par acte séparé.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

Les **garanties morales** sont encore moins “exigibles” que les garanties personnelles ou, certainement, les garanties réelles, quoique nécessitant toujours un écrit.

- **L’engagement immobilier** est un acte par lequel l’emprunteur s’engage à n’affecter au bien immobilier en question aucun privilège ou hypothèque, ni de l’aliéner sans en avoir avisé la banque préalablement.
- Le **pouvoir de prendre une hypothèque** est un mandat par lequel l’emprunteur autorise la banque, en cas de problème, à se payer en hypothéquant un bien immobilier.
- **L’engagement de non remboursement et de non retrait d’avances d’associés et la reconnaissance d’antériorité de créance** est un acte par lequel l’emprunteur accordera une priorité de remboursement à la banque en cas de non respect de ses obligations.
- Le **blocage de dépôts de titres ou d’espèces** permet à l’emprunteur de garantir son crédit sans mettre ses biens en gage.
- La **réservation exclusive du service financier et autorisation de procéder à la vérification périodique des livres comptables** permet au banquier de suivre de près la bonne marche des affaires de l’emprunteur.



Source : www.abb-bvb.be

	OBJET	SECURITE POUR LA BANQUE	COUT	INCONVENIENTS POUR LE CREDITE
A. GARANTIES REELLES				
1. Hypothèque acte authentique	bien immeuble acte authentique	Jugée bonne mais liée à la valeur du bien en vente forcée. Confère privilège par rapport à masse des créanciers	élevé (2 à 4 % du montant)	coût élevé inscription à la conservation des hypothèques acte authentique
2. Nantissement - sur titres - sur marchandises - d'effets commerce	objet mobilier : contrat de gage (action, obligation, bons de caisse) warrant-cédule	pris pour un certain pourcentage de leur valeur notoriété du client		
3. Gage sur fonds de commerce	fonds de commerce : (créances, outillage, magasin, marques...) acte sous seing privé enregistré. Inscription conservation des hypothèques	donne un privilège par rapport à la masse mais, problème de la valeur de réalisation	coût moyen (frais d'enregistrement + frais conservation des hypothèques)	coût relativement élevé, inscription à la conservation des hypothèques affecte la totalité du fonds de commerce
B. GARANTIES PERSONNELLES				
1. La caution	engagement personnel montant déterminé	sécurité grande, permet de poursuivre pour la totalité des biens et revenus. Solidarité et indivisibilité	pas de frais	engage la totalité du patrimoine et des revenus présents et à venir
C. GARANTIES MORALES				
1. Mandat de conférer gage sur fonds de commerce	mandat acte sous seing privé	le gage peut être conféré à un autre organisme	coût minime	la banque peut demander de conférer gage à tout moment
2. Mandat de conférer hypothèque	mandat acte authentique pas d'inscription	risque que l'hypothèque soit conférée à un tiers entre-temps	1/4 des frais d'hypothèque	il faut s'exécuter à la première demande de la banque
3. Engagement immobilier	bien immeuble	risque que le crédité ne respecte pas son engagement, pas de recours de la banque	frais peu élevés	

BAISIR, COUSIN, DAVIER, Connaissances de gestion, LABOR, Bruxelles, 1990, p. 216

3.7. Formules actuarielles spécifiques aux crédits

Nous supposons que les remboursements sont mensuels.

La 1^{re} opération consiste à trouver le taux mensuel i correspondant au taux annuel (TAEG) : $i = (1 + \text{TAEG})^{1/12} - 1$

Il faut ensuite injecter ce i dans la formule suivante pour trouver le montant du remboursement périodique :

$R = C \cdot i / [1 - (1 + i)^{-n}]$ où R est le remboursement mensuel, C le capital emprunté, et n le nombre de mois de remboursement.

Exemple d'un PAT avec objet : on souhaite emprunter 1 000 € sur 12 mois à un taux de 6 % (TAEG).

$$i = (1 + 0,06)^{1/12} - 1 = 0,486755057 \%$$

$$\text{Donc } R = 1\,000 \cdot 0,00486755057 / [1 + 1,00486755057^{-12}] = 85,99 \text{ € par mois.}$$

Dernière notion à connaître : la loi exige que le banquier fournisse au client, outre le TAEG, le taux de chargement, plus facile à utiliser pour calculer le remboursement mensuel.

$$\text{Taux de chargement} = R / C.$$

Donc, dans notre exemple, le taux de chargement vaut $85,99 / 1\,000 = 8,60 \%$.

4. Le long terme, ou le Marché des Capitaux

*Même si vous êtes sur la bonne voie, vous
vous ferez écraser si vous restez assis !
- Inconnu -*

4.1. La structure du Marché des Capitaux belge

Pour rappel, le Marché des Capitaux, appelé aussi Marché Financier (mais cette appellation prête à confusion), est subdivisé en :

- **un marché primaire,**
- **un marché secondaire,**
- **et le marché des hypothèques.**

Le premier traite tous les titres qui apparaissent pour la première fois sur le marché des capitaux. Par exemple, lorsqu'une entreprise décide d'introduire ses actions en bourse⁶⁰, elle devra passer par le marché primaire la toute première fois (si du moins sa demande d'introduction à la bourse a été acceptée par la CBFA. Le marché secondaire, également appelé Bourse, sera analysé plus en détail ci-dessous. Il est lui-même subdivisé en divers compartiments.

Nous ne reviendrons pas sur les organismes de tutelle et de contrôle du marché financier. Ils ont été décrits précédemment dans la Première Partie du cours relative aux principes généraux relatifs au marché de l'argent en Belgique.

Les buts poursuivis par le marché des capitaux sont fondamentalement les mêmes que ceux du marché monétaire. C'est-à-dire mobiliser l'épargne vers les demandeurs d'argent, tout en jouant un rôle politique et financier considérable sur les flux d'argent ainsi engendrés. Le court terme était géré par la Banque au sens large (Banque Nationale, Fonds des Rentes, Trésor, banques de dépôts, banques d'épargne privées, institutions de crédit, Zinzins, etc.). Le long terme est géré par la Bourse au sens large⁶¹ (marché primaire, marché secondaire, marché des hypothèques). La Bourse, comme la Banque, sont des médias au sens défini en introduction de ce cours.

Comme le marché monétaire, le marché des capitaux a dû s'adapter aux profonds changements économiques apparus depuis la base juridique établie en 1935 (Cf. historique décrit en introduction de la Deuxième Partie du cours relative au Marché Monétaire). Nous avons dégagé, entre autres, cinq tendances fondamentales : **la désécialisation, l'internationalisation, la concentration, la désintermédiation et le progrès technologique.**

Sur le marché des capitaux, la réforme porte davantage sur l'incorporation des phénomènes **d'internationalisation et de concentration**. La nouvelle réglementation et les nouveaux produits du marché des capitaux visent donc à élargir le marché des capitaux à un *plus large public* qu'auparavant, aux particuliers par exemple. Ils visent aussi à le rendre *plus fluide*, notamment en informatisant de plus en plus les procédures transactionnelles et, par voie de conséquence, en dématérialisant les titres manipulés sur le marché des capitaux.

60 La société en question ne doit pas nécessairement être nouvelle. Car il faut garder à l'esprit que la plupart des sociétés anonymes ne sont pas représentées en bourse. Seuls des titres de sociétés importantes, sujets à de gros mouvements quotidiens, sont traités sur le marché secondaire (la Bourse). Ce n'est que quand une SA estime qu'elle peut tirer avantage d'une mise à disposition de ses actions à un large public qu'elle entame la procédure d'introduction en bourse.

61 Encore plus large que ci-dessus...

Le marché primaire

Du point de vue du vocabulaire, on appelle **titre**, ou **valeur mobilière**, aussi bien les actions que les obligations ou les options, bons de caisse, certificats immobiliers, certificats de trésorerie, obligations linéaires (OLO), etc. Un titre est un actif financier à (normalement) long terme. L'équivalent sur le marché monétaire était ce que nous appelions le papier (commercial⁶² ou public⁶³).

Le marché primaire est le marché sur lequel les titres sont émis.

Une remarque importante s'impose pour éviter les confusions. Dans les exemples de titres donnés ci-dessus figurent les certificats immobiliers et les obligations linéaires. Or nous avons étudié ces objets dans le cadre du marché monétaire, le marché du court terme ! En fait, beaucoup de titres comme ceux-ci ou les options, qui ont une durée de vie de six mois généralement, sont des actifs financiers à court terme. Certains d'entre eux sont néanmoins traités sur le marché des capitaux. Pratiquement, les certificats de trésorerie et les obligations linéaires sont bien des actifs réservés exclusivement au marché monétaire. Le marché primaire des certificats de trésorerie est géré par la Banque Nationale. Leur marché secondaire est assuré par les **Primary Dealers**. Cette remarque a donc pour conclusion de mettre en évidence le mot "titre", synonyme "d'actif financier" ou de "valeur mobilière" ou encore de "papier". C'est un terme passe-partout qui désigne aussi bien des objets de l'un ou de l'autre des deux marchés de l'argent, indépendamment de leur durée de vie. (L'obligation linéaire, quoique relevant du marché monétaire, n'était-elle pas un actif dont le terme dépasse l'année ?)

Qu'il soit donc clair que le marché primaire du marché des capitaux décrit ici n'est (forcément) pas le marché primaire du marché monétaire dont nous avons analysé un compartiment bien circonscrit, le sous-marché monétaire des certificats de trésorerie. *Malgré l'explication du mot "titre" qui vient d'être détaillée, ce mot est généralement réservé au marché des capitaux, comme le mot "papier" l'est au marché monétaire.*

Pour illustrer ce marché primaire des capitaux, nous prendrons comme exemple de titre l'action, produit classique de base du marché des capitaux.

(Soit dit en passant, les options sont bien des actifs à court terme traités par le marché des capitaux, mais ceci s'explique du fait qu'elles sont des produits confectionnés à partir des actions - entre autres.)

Une **action**, ou part sociale, peut avoir une **valeur nominale** inscrite sur le titre ou pas. Une action est (presque) toujours représentative d'une partie du capital social de la société.

- Etant donné la grande variation de l'économie aujourd'hui, la plupart des actions sont sans valeur nominale. Le **pair comptable** d'une action est une des formes possibles d'évaluation d'un titre. C'est le résultat de la division des fonds propres (capital augmenté des résultats antérieurs) de la société par le nombre d'actions émises. Il existe aussi la valeur boursière d'une action, c'est-à-dire sa cotation à la Bourse. Signalons au passage que *l'avoir social*, ou

62 Comme les factures, les traites, etc.

63 Comme les billets, les pièces de monnaie, les fonds et les effets publics.

capital social d'une société est constitué de son capital, des primes d'émission, des réserves, des plus-values de réévaluation et des résultats reportés.

- Une action peut être **ordinaire ou privilégiée**. La deuxième catégorie octroie à son propriétaire des avantages supplémentaires comme une participation aux bénéfices ou un droit de remboursement prioritaire lors de la liquidation de la société, ou bien sont garanties par des actifs de la société (à ne pas confondre avec les *obligations privilégiées* – voir plus loin). Il existe plusieurs catégories d'actions privilégiées.
- Les actions peuvent avoir un **dividende fixe non récupérable**, caractérisé par l'octroi d'un pourcentage fixe de la valeur nominale de l'action, pour autant que le bénéfice le permette. Les années qui ne permettent pas de dégager un bénéfice suffisant ne sont pas récupérées par la suite.
- Si c'était le cas, le **dividende serait fixe mais récupérable**. Cela existe aussi.
- Enfin, le dividende peut être **variable**, ce qui représente la part la plus importante des actions aujourd'hui. Dans ce cas le dividende est attribué chaque année sur décision de l'Assemblée Générale de la société.

Il existe des titres non représentatifs du capital de la société. Ce sont les **parts bénéficiaires** qui donnent droit à une part de bénéfice. Ce sont des titres émis par exemple lors de la constitution de la société pour rémunérer les apports non numéraires des fondateurs, comme les apports en industrie. Parmi les parts bénéficiaires, citons les **parts de fondateur et les actions de dividende**.

Un autre type de part non représentative du capital de la société est **l'action ou part de jouissance** remise gratuitement aux porteurs d'actions normales. Elle donne droit au remboursement de la valeur nominale de l'action lors d'un amortissement du capital par prélèvement sur les bénéfices.

Les actions et titres apparentés analysés ci-dessus sont émis lors de la constitution du capital de la société ou lors d'une augmentation de son capital.

Une **émission** par augmentation de capital comporte toujours le prix de l'action nouvelle (au prix d'émission), le prix de souscription, le rapport d'émission et un droit de souscription.

- Le **prix de l'action nouvelle, ou prix d'émission** se situera toujours entre le cours boursier et le pair comptable de l'action. On appelle **décote** l'écart entre le cours de bourse et le prix d'émission.

- Le **rapport d'émission** désigne le nombre d'actions nouvelles auxquelles le porteur d'un certain nombre d'actions anciennes a droit. Par exemple cinq anciennes actions donneront droit à deux nouvelles. Les porteurs d'anciennes actions ont parfois le droit de souscrire aux nouvelles parts avant les autres. C'est ce qui est appelé le **droit de préférence**. A ne pas confondre avec le **droit de préemption** qui consiste à privilégier l'actionnariat existant lorsqu'un actionnaire veut céder ses parts.
- Le **droit de souscription** est un titre d'un type particulier qui, comme son nom l'indique, donne droit à souscrire aux actions nouvelles. Ce titre a donc une certaine valeur et il sera ainsi coté en bourse et s'y négociera comme les autres titres. Au départ, *ce droit vaut la différence entre la valeur boursière de l'action ancienne avant l'émission, et la nouvelle valeur boursière théorique de l'action, qu'elle soit ancienne ou nouvelle.*
 - Cette valeur est la suivante : Les anciennes actions valent leur valeur boursière (avant émission) et représentent donc ensemble un certain montant. D'autre part les nouvelles actions valent leur prix d'émission préalablement fixé (puisqu'elles n'ont pas encore pu être cotées en Bourse). Ensemble, elles représentent elles aussi un certain montant.
 - L'addition de ces deux montants donne le capital théorique de toutes les actions, anciennes et nouvelles confondues. Ce capital théorique rapporté au nombre total d'actions (anciennes et nouvelles) *livre la nouvelle valeur boursière théorique de l'action.* Comme au fur et à mesure de la souscription la valeur en bourse des actions change, le droit de souscription change également.
- On appelle **scripts** les droits de souscription qui n'ont pas été exercés. Ils seront utilisés pendant une semaine après la clôture de la souscription pour avoir droit aux nouvelles actions. Après quoi les scripts sont rendus à la société qui aura ainsi la charge de satisfaire par la suite les actionnaires négligents. Ne pas confondre les scripts avec les **strips**⁶⁴.
- Le **rompu** est la fraction que représente le nombre d'anciennes actions requises à la souscription par rapport au nombre d'actions nouvelles auxquelles elles donnent droit. Ainsi, pour reprendre l'exemple précédent où cinq anciennes actions donnaient droit à deux nouvelles, le rompu vaut cinq demi. On dit qu'**il y a rompu** quand le détenteur d'anciennes actions n'a pas le nombre requis de titres anciens pour disposer d'un nombre rond (entier) d'actions nouvelles. Dans notre exemple ce sera le cas pour les porteurs d'un nombre d'anciennes actions qui ne serait pas divisible par cinq.
- Lors de l'émission, la **souscription** peut prendre différentes formes. Elle peut être **irréductible** ou **réductible**. Si la souscription est irréductible, le souscripteur a droit au nombre exact de parts souscrites. Par contre, dans certains cas, comme

⁶⁴ Ce sont des **feuilles de coupons**. Quand elles sont présentées avec le coupon de l'action à laquelle elles se réfèrent, elles donnent droit à un dividende sur lequel un *précompte réduit* sera appliqué. Les actions jouissant de ce privilège sont appelées **actions V.V.P.R.** (P.R. pour précompte réduit). Comme ce marché était étroit, ces actions ont été retirées de la *Cote Officielle*. Mais depuis, les strips s'y rapportant sont cotés sur le marché du *Simple Fixing* (ex *Marché au Comptant*).

par exemple lors de l'émission de parts réservées aux membres du personnel d'une entreprise, quand le total des souscriptions dépasse le nombre de nouveaux titres à mettre en circulation, le nombre de souscriptions est proportionnellement réduit, de manière à ce que l'ensemble des souscriptions ainsi réduites ne dépasse pas le nombre de parts nouvelles disponibles. Dans ce cas la souscription est dite par avance réductible.

- La souscription peut être assortie d'une **garantie de bonne fin** contractée par de gros actionnaires ou des banques. Ceux-ci s'engagent, le cas échéant, à compléter la part manquante de capital non souscrit.
- Il peut s'agir aussi d'une **prise ferme**. Elle se caractérise par la souscription immédiate d'un certain nombre de parts dans le chef de gros actionnaires. C'est une autre manière de garantir la totalité de la souscription. Ces gros actionnaires, généralement des banques, vont par la suite remettre ces actions nouvelles en circulation dans le public, en espérant ainsi réaliser une opération intéressante.

Le marché secondaire, la Bourse : marché réglementé et marché libre, marché non officiel (ventes publiques, ventes publiques supplémentaires, second marché) et marché officiel, marché au comptant (rentes, parquet, corbeille) et marché à terme, marché des options (et BELFOX)

La Bourse peut se subdiviser de différentes manières selon l'approche. Il existe par exemple la subdivision entre le **marché réglementé et le marché libre**.

Ce dernier regroupe tous les titres admis à la cote, c'est-à-dire les titres de sociétés ayant reçu l'approbation de la CBFA quant à leur admission. Ces titres sont cotés librement suivant les lois de l'offre et de la demande.

Tous les autres titres, non admis à la cote comme on dit, font partie du marché réglementé. Il s'agit principalement des rentes et autres produits assimilés.

Cette distinction est à ne pas confondre avec la subdivision possible entre les titres admis à la **cote officielle** et ceux qui sont **cotés hors Bourse**⁶⁵, ou **hors cote**, dit-on encore.

Le premier de ces deux marchés comprend le *marché au comptant*, le *marché à terme* et le *marché des options* (dont le BELFOX⁶⁶).

Tous les titres traités sur d'autres types de marchés sont donc hors cote. Il s'agit principalement du marché des *euro-obligations*, du *marché des Ventes Publiques*⁶⁷

⁶⁵ Nous préférons le terme "hors cote" car le terme "hors bourse" peut prêter à confusion. En effet ce marché fait partie du marché secondaire, appelé également Bourse au sens large.

⁶⁶ C'est le marché continu et informatisé des options.

⁶⁷ Il s'agit surtout des bons de caisse, ainsi que du papier à transaction hebdomadaire ou mensuelle (Cf. Les OLO).

et des *Ventes Publiques Supplémentaires*⁶⁸, ainsi que du *Second Marché*⁶⁹ et le *Nouveau Marché*⁷⁰. Nous ne parlerons plus du marché hors cote.

Pour être tout à fait exact, l'admission à la cote n'est pas toujours délivrée exclusivement par le Comité de la Cote. Le Service Public Fédéral Finances peut également statuer sur l'admission à la cote de telle ou telle société.

En conclusion, nous ne parlerons ci-après que du **marché libre** des valeurs **cotées officiellement** (appelé également **Premier Marché**).

Le **marché au comptant** regroupe toutes les valeurs mobilières admises à la cote. On y procède à l'achat et à la vente de titres au cours du jour.

- C'est dans ce marché qu'on retrouve le **marché des rentes** (Cf. le Fonds des Rentes expliqué en Première Partie relative aux principes généraux du marché de l'argent en Belgique). Le marché du Parquet (NTS Simple Fixing) et le marché de la Corbeille (NTS Double Fixing) sont également des compartiments de ce marché au comptant.
- Le **NTS Simple Fixing** (ex marché du Parquet) traite les titres (essentiellement des actions et des obligations de sociétés) qui n'atteignent pas un volume quotidien minimal requis pour obtenir une cotation. Il faut y traiter au moins 25 titres portant sur au moins 10 000 F. La variation des cours d'un jour à l'autre ne peut dépasser 5 % pour les actions et 2 % pour les obligations. Il n'y a qu'un seul cours par jour.
- Le **NTS Double Fixing** (ex marché de la Corbeille) traite de plus gros volumes de titres : 50 titres minimum portant sur un montant minimum de 1 250 €. Les titres y sont cotés plusieurs fois par jour mais d'un jour à l'autre la variation ne peut dépasser 10 %.

Le **Marché à Terme** ne reprend que certaines valeurs vedettes négociées au Comptant, qui sont sujettes le plus souvent à de gros volumes quotidiens de transactions. On y trouve le **Marché à Terme Semi-Continu** (minimum deux cours par jour) et le **Marché à Terme Continu** (cotation en continu).

Il est possible sur le marché à terme d'acheter des titres puis de les vendre à terme, c'est-à-dire après un certain délai, mais on peut également y vendre des titres que l'on ne possède pas pour les acheter plus tard mais avant le terme. Cela s'appelle **vendre à découvert**. Pourquoi cette technique est-elle possible ? Parce que le règlement des opérations sur le marché à terme s'effectue à la fin du terme, donc à la fin de la période fixée, en fonction des cours des jours où ont eu lieu les achats et

68 Un seul cours par jour. Y sont traités des titres comme les SICAV et autres Fonds Communs de Placement, obligations, etc.

69 À ne pas confondre avec le marché secondaire (la bourse au sens large) que nous sommes en trains de décrire. Ce marché est destiné avant tout aux certificats immobiliers. La cotation a lieu une fois par jour.

70 Marché des jeunes entreprises de pointe et des sociétés à forte croissance (en concert avec les Bourses de Paris, Francfort et Amsterdam).

les ventes. On solde ainsi à l'échéance tous les achats et toutes les ventes pour ne payer ou recevoir que la différence. Tout au plus est-il obligatoire au moment de passer les ordres sur le marché à terme de verser une provision qui ne constitue qu'un pourcentage de l'opération d'achat ou de vente (à l'appréciation des parties mais de toutes façons au moins 20 %, et beaucoup plus pour les particuliers).

Par exemple, un individu ou une société pense que le marché va grimper. Il ou elle achète donc des titres de ce marché pour les revendre au terme et empocher ainsi le bénéfice net alors qu'il ou elle n'a déboursé que quelques 25 % du montant des opérations. L'effet de levier est donc quelques quatre fois plus important que sur le marché au comptant. Par contre s'il ou elle estime que le marché va baisser, il faudra procéder à la vente de titres de ce marché, alors même qu'on ne les possède normalement pas, dans le but de les acheter au terme. On aura donc vendu au plus haut et acheté au plus bas, même si ce n'est pas dans l'ordre, ce qui n'a pas d'importance sur ce type de marché. Et ici également on empochera le bénéfice net. Mais attention, on peut aussi se tromper. Auquel cas on devra déboursier la perte. Ce montant ira à la contrepartie gagnante car en bourse comme ailleurs sur le grand marché de l'argent, ce que quelqu'un perd, l'autre le reçoit.

Ce que nous venons d'affirmer est faux ! Ou du moins n'est pas tout à fait vrai. En effet, quand on examine l'évolution des cours de titres sur plusieurs dizaines d'années, l'on constate que la moyenne des cours n'est pas une constante (on calcule bien sûr en euros constants⁷¹) mais augmente peu à peu. Cela veut dire qu'il y a un plus de gagnants à la hausse qu'il n'y a de perdants ; et donc qu'il y a un peu moins de perdants à la baisse qu'il n'y a de gagnants. Comme on constate que ce que les uns gagnent ne correspond pas exactement à ce que les autres ont perdu, d'où peut bien provenir la différence ? Qui paye ? Cette différence est la valorisation de la chaîne des valeurs ajoutées dans l'activité économique. C'est le fruit de la croissance, le résultat des idées. L'activité économique est créatrice de richesses et la valorisation de cette richesse s'exprime dans la différence constatée ci-dessus. Cette différence vaut en moyenne (sur plusieurs siècles) +/- 2,5 %. C'est pourquoi d'ailleurs il est plus intéressant de gérer sa propre entreprise que d'acheter des titres de cette entreprise car dans le premier cas on maîtrise mieux la chaîne des valeurs ajoutées, qui est la richesse à l'état pur. Dans le second cas, c'est du hasard. Tout ce qu'on peut espérer gagner, c'est, à long terme, la croissance moyenne générale. En gérant sa propre société, on peut espérer battre le marché moyen.

En fait, chaque marché ou sous-marché possède sa propre croissance exprimée en pour cent. On constate généralement que plus le marché est risqué, plus il est rentable. Autrement dit le risque est (évidemment) mieux rémunéré : la croissance d'un marché à risque est plus grande que celle d'un autre marché. **Comment peut-on mesurer le risque** d'un marché, d'une société ou d'un titre ? Il suffit de prendre une série de valeurs de ce marché pendant la période requise. Le rapport entre l'écart-type et la moyenne de cette distribution est la mesure du risque de ce marché. Donc, plus un marché est risqué, plus on peut gagner gros ou perdre gros (puisque l'écart-type normalisé est grand), mais, en moyenne (tout dépend du temps consacré) on gagne plus que sur un marché moins risqué. Nous y reviendrons ultérieurement quand nous parlerons de la gestion moderne d'un portefeuille titres. Comme on ne paye que les différences sur le marché à terme, et que les provisions sont des pourcentages des montants totaux des opérations, de plus gros volumes y

71 Un euro constant est un euro qui tient compte d'année en année de la dépréciation de l'argent causée par l'inflation.

sont généralement traités. C'est pourquoi le particulier y a difficilement accès car pour traiter une opération (d'achat ou de vente), il faut acheter ou vendre une quantité minimale de titres. C'est ce qu'on appelle la **quotité**. Elle varie d'un titre à l'autre et de marché à marché. Par exemple, les quotités d'un même titre ne sont pas les mêmes suivant qu'on s'adresse à la bourse de Bruxelles ou la bourse de New-York.

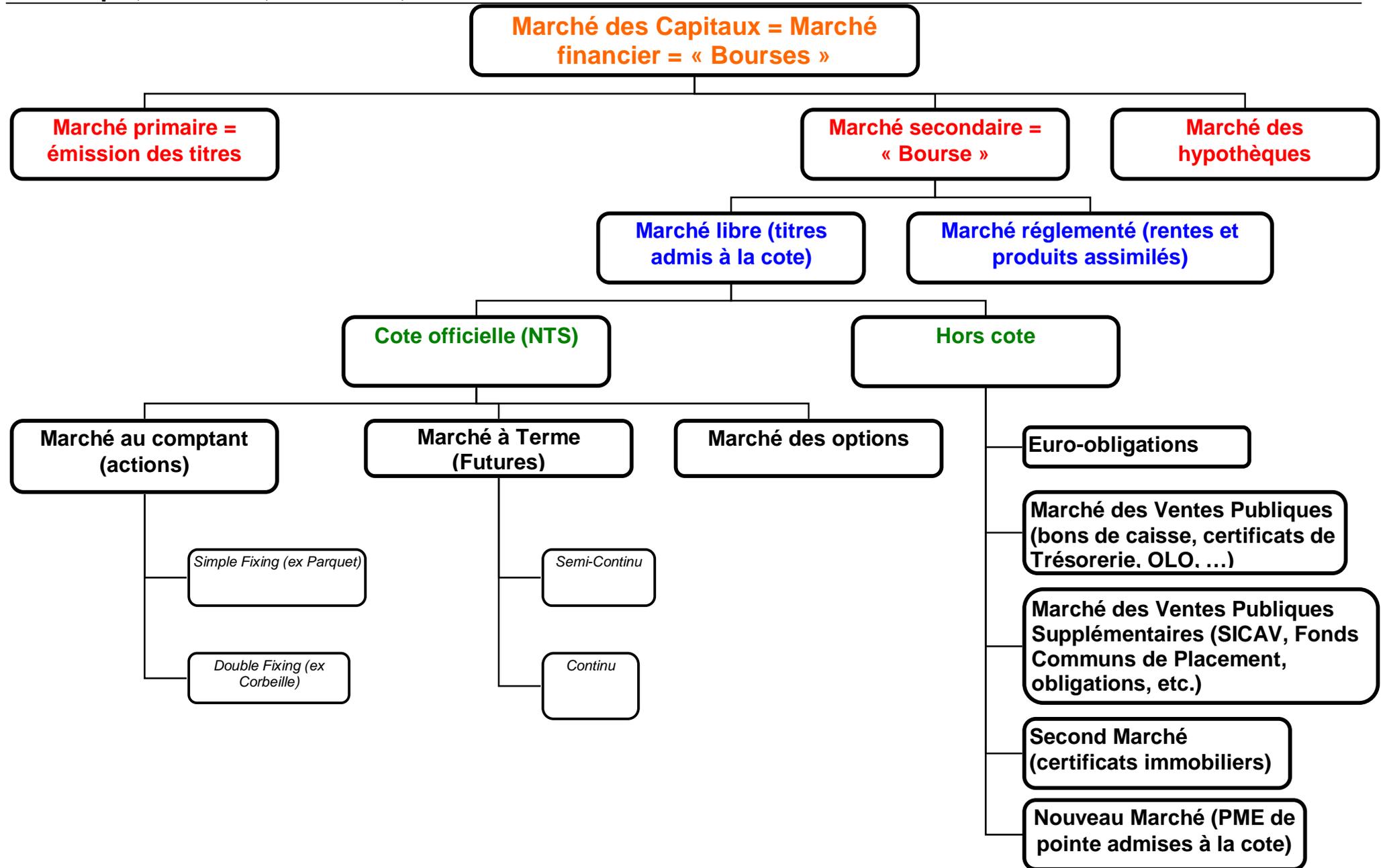
Il y a plusieurs cours par jour sur le marché à terme et aucune limite de variation de cours d'un jour à l'autre n'est imposée. L'unité du terme est la quinzaine. Mais si le spéculateur estime que sa chance viendra plus tard, il lui est possible de **reporter** (moyennant frais) sa position au terme suivant, et ainsi de suite. Le calendrier des termes est fixé chaque année par le NYSE EURONEXT. Quand au contraire le spéculateur décide d'annuler ses opérations, autrement dit sa position, il peut le faire avant d'atteindre le terme. Il est alors tenu de payer ce qu'on appelle la **prime**. S'il s'agit d'une opération d'achat, on parle d'une prime "**dont**"; s'il s'agit d'une opération à la vente, on parle d'une prime "**ou**". Cette prime correspond bien évidemment à ce que le spéculateur aurait gagné ou perdu au moment où il décide d'abandonner sa position.

Le marché à terme a lieu entre 12H30 et 14H30.

Le **NTS**⁷² est un système informatique, qui reprend la gestion du marché à terme **et** du marché au comptant. Il a lieu tous les jours entre 10H00 et 17H00. Ce double marché permet de passer plus d'ordres de bourse, avec plus de souplesse et plus de variantes. Depuis 1996, les quotités ont disparu du NTS. Le marché à terme au sens classique est appelé à disparaître au profit de cette nouvelle gestion de type informatique. On constate de plus, depuis 1996, que grâce à cette informatisation de la bourse, les cours sont dorénavant identiques sur le marché au comptant et sur le marché à terme, grâce au système NTS.

Notons enfin que depuis mars 2000 la Bourse de Bruxelles (Officiellement **BXS**, pour **Brussels EXchangeS**) s'est alliée aux bourses de Paris et d'Amsterdam (puis à celle de Lisbonne et enfin au New-York Stock Exchange⁷³) pour constituer la grande bourse **Nyse-Euronext**.

⁷² New Trading System (pour rappel).
⁷³ NYSE.



4.2. Les produits classiques du marché des capitaux

Nous avons étudié les [actions](#) lors de l'analyse du marché primaire du marché des capitaux. Nous n'y reviendrons pas.

Les obligations

Les obligations portent bien leur nom. Elles représentent un emprunt contracté par une société en vue d'investissements. Cet emprunt se situe dans le passif bilantaire entre le capital qu'on pourrait appeler la dette à très long terme, et la dette à court terme au sens classique. Ainsi chaque obligation doit-elle comporter le **nom de l'émetteur**, le **ou les taux d'intérêts** représentant le prix de la dette, et **les années d'émission et de remboursement**. La **valeur nominale**, c'est-à-dire la valeur inscrite sur l'obligation, doit valoir au moins 25 €, ainsi que le stipulent les lois coordonnées sur les sociétés commerciales. (Depuis juillet 1991, les sociétés privées à responsabilité limitée ont acquis le droit d'emprunter par le système des obligations.)

Les sociétés qui recourent à l'emprunt obligataire peuvent être privées ou publiques. L'emprunt lui-même, *indépendamment de la nature de la société émettrice*, peut être privé ou public. Il sera dit **public** s'il est contracté par... le public. Il sera donc **privé** dans le cas contraire, à savoir quand il est souscrit par un petit nombre de gros contractants, dits investisseurs institutionnels, les célèbres Zinzins.

Le **prix d'émission** d'une obligation est son prix d'acquisition. Ce prix peut être inférieur, égal ou supérieur au **pair comptable** de l'obligation. Rappelons cette notion de pair comptable d'un titre. Nous l'avons définie ci-dessus quand nous avons décrit les actions lors de l'étude du marché primaire du marché des capitaux. C'est le rapport entre le montant total des ressources représentées et l'ensemble des titres. Quand il s'agit d'une action, c'est donc le capital représenté par ces actions, rapporté au nombre d'actions. Donc le pair comptable d'une obligation est la division du montant total de l'emprunt par le nombre d'obligations émises. Quand le prix d'émission est inférieur au pair, l'obligation est dite *émise sous le pair* et la différence est appelée **prime d'émission ou prime démission en dedans**. Quand le prix d'émission est égal au pair, l'obligation est dite *émise au pair*. Quand le prix d'émission est supérieur au pair, l'obligation est dite *émise au-dessus du pair*, mais ce cas est manifestement rare à moins que l'emprunt ne jouisse d'avance d'un énorme succès car il faut être fou pour acheter un titre plus cher qu'il ne vaut. C'est pour des raisons identiques relatives aux lois de l'offre et de la demande que certaines obligations sont émises sous le pair, dans le but ici d'attirer la clientèle.

Le **prix de remboursement** est celui qui sera payé au possesseur de l'obligation à l'échéance. Ce prix peut aussi être théoriquement inférieur, égal ou supérieur au pair comptable de l'obligation. On dira alors respectivement que l'obligation est *remboursée sous le pair*, *remboursée au pair*, ou *remboursée au-dessus du pair*. Généralement, on aura compris que le remboursement sera au moins égal au pair. S'il y a dépassement, la différence est désignée par **prime de remboursement ou prime de remboursement en dehors**.

La **double prime** est la somme de la prime d'émission et de la prime de remboursement, pour autant qu'elles existent, c'est-à-dire pour autant que l'émission ait eu lieu sous le pair et que le remboursement ait eu lieu au-dessus du pair.

Attention à l'ambiguïté des termes : les expressions " prime d'émission " et " prime de remboursement " sont typiques de la littérature financière belge. Les expressions " prime de remboursement en dedans ", " prime de remboursement en dehors " et " double prime " sont propres à la littérature financière française. Et l'expression " prime de remboursement " sans qualification particulière quant à la nature de l'opération est relative aux textes légaux belges en matière de comptabilité.

Nous n'en avons pas parlé mais l'émission d'actions peut être faite avec une prime d'émission également. Dans ce cas, la prime d'émission est toujours une " anti " prime d'émission par rapport à la définition obligataire : c'est quand l'émission des actions a lieu au-dessus du pair. La prime est donc mathématiquement négative et, de fait, elle est payée par l'acheteur. La plus grande vigilance s'impose donc quand on parle de prime d'émission. Autre remarque : quand la prime d'émission est négative comme dans le cas des actions, elle est donc à charge de l'acheteur du titre et comptablement elle contribuera à l'augmentation des fonds propres de la société émettrice. Par contre quand elle est positive comme c'est souvent le cas pour les obligations, elle sera à charge de la société vendeuse, émettrice du titre, et considérée comptablement comme frais d'établissement.

Le **taux d'intérêt facial ou nominal** d'une obligation est le taux indiqué sur l'obligation même, dont le produit par la valeur nominale donne la valeur du coupon attribuée à son propriétaire une fois par an. Mais ce loyer n'est pas représentatif du **taux de rendement ou taux actuariel** de l'obligation. Celui-ci est la valeur réelle de l'obligation. C'est le taux qu'il faut appliquer à la formule universelle de la valeur actualisée nette vue en introduction :

$$VAN = \sum_{[t=0 \rightarrow T]} [f_t / (1 + i)^t], \text{ où :}$$

- **VAN** est la valeur actualisée nette,
- **T** est la dernière période du projet,
- **f_t** le flux (entrant ou sortant) de la période **t**, et...
- **i** le taux appliqué à la période **t** (rendement ou prix, etc.).

Ici, **T** représente le nombre d'années pendant lesquelles l'obligation va vivre, **f_t** vaut zéro pour **t** égal à zéro car le premier coupon n'est payé qu'après la première année. Ainsi toutes les autres valeurs de **f_t** seront égales à la valeur du coupon sauf la dernière année où il faudra y ajouter le prix de remboursement de l'obligation. **i** est la valeur recherchée et **VAN** n'est autre que le prix d'émission.

Par exemple, supposons une obligation nominale de 10 000 €, d'une durée de huit ans, émise sous le pair à 9 975 € et remboursée au pair, dont le coupon vaut 1 275 € (taux facial de 12,75 %). Nous aurons donc à trouver la valeur de **i** qui vérifie l'égalité suivante :

$$9\ 975 = \sum_{[t=0 \rightarrow 7]} [1\ 275 / (1 + i)^t] + 11\ 275 / (1 + i)^8$$

Pour faire ce calcul, trois moyens se présentent : sur papier en procédant par approximations successives, sur calculatrice ou sur tableur en entrant simplement

les données, ou à l'aide de tables actuarielles. Dans notre cas, le taux de rendement vaudra 12,81 %, ce qui est sensiblement supérieur au taux nominal de 12,75 %.

Le taux de rendement des obligations privées est généralement supérieur à celles émises par l'Etat à cause du risque plus grand des premières. Comme nous l'avons déjà signalé, le rendement augmente avec le risque : plus les risques sont élevés, plus on peut gagner ou perdre beaucoup mais en moyenne statistique on gagne plus que dans des cas moins risqués. Le tout est d'évaluer en combien de temps on peut espérer atteindre cette moyenne, à moins de gagner beaucoup tout de suite.

Les modalités de remboursement des obligations sont multiples. Comptablement on parle d'amortissement de l'emprunt obligataire.

Le cas classique est celui qui consiste à rembourser *tout l'emprunt à l'échéance*.

L'autre cas consiste à *rembourser partiellement chaque année*.

Cette *annuité* de remboursement peut être fixe ou variable.

Elle se fait soit par rachat des obligations en bourse, à une valeur qui sera forcément inférieure ou égale au pair sinon la société émettrice ferait une très mauvaise opération ; soit par le procédé dit du **tirage au sort**.

Dans le cas de remboursement par annuités, ce remboursement peut être *différé*, c'est-à-dire commencer après quelques années seulement. Ce sera souvent le cas avec les emprunt privés. Le remboursement pourra aussi être *anticipé*, c'est-à-dire intégralement remboursé avant l'échéance. Compte tenu des définitions qui viennent d'être données, un remboursement peut très bien être *différé et anticipé*. Dans l'exemple ci-dessus, c'eût été le cas si l'obligation avait été remboursée la cinquième année et la sixième année par exemple.

Voyons à présent les **classifications** possibles des obligations :

- Comme nous l'avons signalé précédemment, les obligations peuvent se classer suivant leur **type d'émission et de remboursement**. Nous n'y reviendrons pas.
- On peut les ranger en fonction de la **garantie** afférente à l'obligation. Une *obligation ordinaire* n'est pas garantie. Mais d'autres peuvent être garanties par certains actifs mobiliers de la société. On dira alors que *l'obligation est privilégiée*. Si la garantie est une hypothèque, elle sera *hypothécaire*. Enfin, l'obligation peut être **subordonnée**, c'est-à-dire de moindre rang, remboursée en cas de liquidation de la société après seulement une autre famille de créanciers, les créanciers chirographaires.
- **La forme de rémunération** peut servir aussi de système de classement des obligations. D'habitude les obligations sont à *revenus fixes* déterminés par la valeur du coupon annuel, produit du taux facial par la valeur nominale. Mais elles peuvent être à *charnières* et donc prévoir, dès leur émission, des taux (des charnières) variables d'une année à l'autre. Enfin, il existe un troisième type de revenu inhérent aux obligations. Ce sont des obligations dont le revenu fixe est augmenté d'une participation aux éventuels bénéfices. Ces obligations sont dites à *revenu minimum ou participantes*.

Signalons que les procédures de garantie de bonne fin et de prise ferme, les scripts, etc. vus dans le cadre des actions comme illustration du marché primaire du marché des capitaux, sont également valables ici dans le cas des obligations.

Il existe des obligations de natures différentes des obligations classiques telles que nous venons de les voir.

Un **Chastity Bond** est une obligation qui échoit lorsque l'émetteur est repris. L'idée sous-jacente de ce type de produit est de décourager un éventuel repreneur. Il serait en effet obligé, dans ce cas, de rembourser immédiatement les détenteurs d'un tel type d'obligation une fois la reprise effectuée. En principe, ces obligations sont remboursées au pair.

Les **obligations convertibles** sont des obligations que son propriétaire peut convertir en actions de la société émettrice pendant une certaine **période** et moyennant un **rapport de conversion** comparable fonctionnellement au rapport d'émission propre aux augmentations de capital (Cf. supra).

Toutes ces caractéristiques sont établies dès l'émission de l'obligation convertible. La **valeur de conversion** est le produit du rapport de conversion par le cours boursier de l'action. Si par exemple le rapport de conversion est de trois actions pour deux obligations et que le cours de bourse de l'action est de mille francs, la valeur de conversion de l'obligation convertible sera de $3/2 \times 1000$, soient 1 500 F. La différence entre le cours de l'obligation convertible et sa valeur de conversion est appelée la **prime de conversion**. Elle est exprimée en pourcentage du cours de l'action.

En anticipation sur le marché des options, signalons que les obligations convertibles recèlent intrinsèquement le droit de convertir son obligation en action, c'est-à-dire un droit d'achat. Elles sont donc des options CALL déguisées dont la prime est précisément la prime de conversion. (La prime d'une option est son prix, notion donc différente des actions et des obligations.)

Il existe également les **obligations avec warrant**. Elles sont dans leur principe identiques aux obligations convertibles à ces différences près : le droit de conversion est remplacé ici par un droit de souscription (ou d'achat) ; on peut souscrire non seulement des actions comme dans le cas des obligations convertibles, mais aussi d'autres obligations ; enfin, le droit ou warrant est distinct de l'obligation elle-même, c'est-à-dire qu'une fois le warrant utilisé l'obligation reste intacte et continue de vivre. A ce titre le warrant est un véritable droit d'achat, une véritable option CALL sans toutefois en porter le nom (voir les Options ci-après).

Comme il s'agit d'un droit, le warrant possède une valeur comme le droit de conversion des obligations convertibles, valeur cotée en bourse. Ainsi le propriétaire d'une obligation avec warrant peut exercer ou pas son droit de souscription lié au warrant, en le détachant ou pas ; il peut vendre son obligation avec ou sans le warrant attaché (qu'il le possède encore ou pas, peu importe) ; il peut aussi vendre son warrant tout seul. Pour satisfaire toutes ces possibilités, l'obligation avec warrant fait l'objet en bourse de trois cotations distinctes : la cotation de l'obligation avec son warrant, la cotation de l'obligation sans son warrant, et la cotation du warrant seul.

Les avantages de l'obligation avec warrant sont évidemment identiques à ceux de l'obligation convertible, si ce n'est la souplesse plus grande de ce type d'actif, comme nous venons de le voir.

Enfin, dernier type d'obligations dont la nature diffère de l'obligation ordinaire, le **certificat de conversion**. Le certificat de conversion se distingue de l'obligation convertible par le fait que le certificat est une *obligation* au sens juridique du terme et non un droit comme c'est le cas pour l'obligation convertible. (Ne confondons pas le terme *obligation* au sens juridique et le terme *obligation* au sens du marché des capitaux !!) Le détenteur d'un certificat de conversion est donc tenu de convertir obligatoirement son titre à l'échéance. Voilà qui diffère également de l'obligation convertible dont le droit de conversion pouvait s'exercer pendant une période fixée à l'avance et pas nécessairement à l'échéance.

Par contre le certificat de conversion, tout comme l'obligation convertible, est affecté d'un taux d'intérêt fixe.

Les bons de caisse

Dans le marché monétaire, nous avons vu que les banques (au sens large) étaient réglementairement tenues à certains coefficients dont le coefficient de réserve monétaire obligatoire et, pire encore, **le coefficient de conversion** en fonds et effets publics, ce que la littérature financière désigne sous le vocable "astreinte". Ces "papiers" publics que les banques doivent acheter au détriment de la liquidité de la masse monétaire qu'elles voient transiter des dépôts vers les crédits, elles veulent s'en débarrasser au plus vite. Comme les effets et les fonds publics sont des papiers dont la valeur est élevée (620 000 € pour les certificats de trésorerie), ces papiers sont "divisés" en part plus petites que les banquiers vont essayer d'écouler *au robinet* dans le public : ce sont les bons de caisse.

Un bon de caisse est donc un papier (ou titre du marché monétaire) devenu titre du marché des capitaux parce que traité en bourse. Les bons de caisse sont *émis au robinet*, c'est-à-dire en fonction de la demande, tout comme les certificats de trésorerie dans le marché monétaire. Leur durée de vie est déterminée à l'avance et l'achat d'un tel titre donne droit à une rémunération exprimée sous la forme d'un pourcentage. A l'échéance, le montant facial est remboursé au propriétaire. Se débarrasser d'un bon de caisse avant l'échéance est pénalisant pour son détenteur, sous forme de frais divers. En effet, le banquier tient à sanctionner toute personne qui ne garderait pas son bon de caisse jusqu'à l'échéance puisque, comme nous venons de l'observer, le but du banquier est précisément de se débarrasser de ses fonds et de ses effets publics.

Les **bons de caisse classiques** produisent des intérêts *non capitalisables* qui peuvent être *fixes* ou *variables*. S'ils sont **fixes**, ils sont versés annuellement et les bons de caisse auront une durée de vie de un à cinq ans. Le remboursement se fait à l'échéance. Dans le cas où les intérêts sont **variables**, les taux sont alors progressifs et la durée de vie est de cinq ans. Néanmoins de tels bons de caisse

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

sont remboursables anticipativement dès la deuxième année. C'est évidemment à partir de la troisième année que le taux augmente.

Signalons l'existence de bons de caisse à cinq ans mais dont l'intérêt est payable mensuellement ou trimestriellement.

Les bons de caisse *capitalisables* sont appelés **bons de capitalisation**. Les intérêts fiscalement exonérés sont payés lors du remboursement à l'échéance. Ces bons ont en général une durée de vie plus importante que les autres vus ci-dessus, par exemple douze ans. Des remboursements anticipés sont possibles mais alors le taux d'intérêt facial est réduit, comme nous l'avons signalé en introduction.

Enfin, il existe des bons de caisse qui ne possèdent pas d'échéances intermédiaires comme les bons de caisse classiques, et qui permettent, sans obliger, de capitaliser les intérêts. La capitalisation éventuelle se faisant au taux des bons de caisse à un an. Ces bons de caisse ont en général une durée de vie de cinq ans. Ce sont les **bons mixtes**.

Il y en a de deux types, les bons de croissance ou bons " plus " et les multibons. Les bons de croissance sont caractérisés par la capitalisation des intérêts jusqu'à encaissement d'un coupon avec remboursement des coupons précédents. Les multibons sont légèrement plus restrictifs car la capitalisation n'a lieu que si les coupons ne sont pas touchés pendant toute la durée de vie du bon caisse. Mais le détenteur d'un tel bon a le droit de choisir entre les deux possibilités.

Pour information, les **bons d'épargne** sont des bons mixtes.

● **Taux des comptes à terme et bons de caisse**
Taux au 16 mai 2007

	Comptes à terme						Bons de caisse				
	3 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
FORTIS	3,25%*	3,65%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,60%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%
KBC	3,40%*	3,60%	3,65%	3,70%	3,70%	3,70%	3,60%		3,70%		3,70%
DEXIA	3,46%*	3,85%	3,87%	3,87%	3,90%	3,90%	3,85%	3,87%	3,87%	3,90%	3,90%
ING	3,18%	3,60%		3,65%		3,65%			3,65%		3,65%
AXA	3,15%	3,60%	3,65%	3,75%	3,65%	3,75%	3,60%	3,65%	3,75%	3,65%	3,75%
CP Banque	3,91%*	4,16%*	4,05%*	4,05%*	4,05%*	4,05%*	3,60%	3,60%	3,70%	3,70%	3,70%
Rabobank	3,62%	4,05%	4,22%	4,24%	4,26%	4,28%					
ARGENTIA		4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,10%	3,90%	3,90%	4,00%	4,00%	4,00%

*à partir de 25 000 euros

Infographie **L'Écho**

Les fonds publics

Nous connaissons déjà une partie des Fonds Publics. Lors de l'étude du Marché Monétaire, nous avons parlé des Obligations Linéaires (les fameux OLO) et des Marchés, tant Primaire que Secondaire, sur lesquels ces papiers étaient échangés. Rappelons que les fonds publics s'adressent au long terme et qu'ils sont néanmoins

traités sur le marché monétaire en tant que papier monnayable à court terme. Les agents peuvent en effet y acheter et vendre des effets et des fonds publics ou privés de semaine en semaine, sinon au jour le jour.

Une partie des fonds publics est traitée sur le marché des capitaux. Un fonds est un emprunt, donc une **obligation**. Le terme *public* désigne ici soit l'Etat, soit les provinces, les communes, les fonds autonomes (par exemple le Fonds des Routes, le FNRS, etc.), les intercommunales, les Etablissements Publics de Crédit, ou toute autre institution d'utilité publique. L'ensemble des emprunts de " l'Etat " au sens large tel que nous venons de le spécifier constitue la **dette publique**.

Parmi les différents **types d'emprunts obligataires du secteur public** on trouve :

- Les **emprunts émis par l'Etat qui constituent la dette directe de l'Etat**. Ils sont émis par le Trésor trois fois par an. Leur produit va directement à l'Etat, qui en assure intégralement la gestion.
- Il y a ensuite les **emprunts dont l'intérêt et l'amortissement sont à charge de l'Etat**. Ils constituent la dette indirecte de l'Etat qui assume les charges précitées pour le compte d'autres débiteurs du secteur public.
- Les **emprunts dont l'intérêt et l'amortissement sont garantis par l'Etat** constituent une autre catégorie de fonds publics. Ce sont des emprunts émis par les parastataux comme la SNCB, la RVA, etc.
- Bien entendu, il existe forcément des **emprunts non garantis par l'Etat**. Ce sont les emprunts de villes, des communes et des provinces. En dépit de l'absence de garantie par l'Etat quant à l'intérêt et à l'amortissement de tels emprunts, Dexia (ex Crédit Communal, notamment) gère avec efficacité de tels emprunts en imposant à ses débiteurs publics des taux d'intérêt variables.
- Signalons l'existence d'**emprunts émis par certains organismes internationaux** tels que la CE, l'EURATOM, la BIRD, etc.
- Enfin, terminons cette liste par l'**emprunt forcé** caractérisé par l'obligation d'y souscrire soit directement soit par la conversion ou l'unification de la dette antérieure.

Quelles sont les caractéristiques de ces effets publics ?

- La **durée** peut être infinie, auquel cas on parlera de *rente perpétuelle* (cf. action sans droit de vote). Elle peut être indéfinie, ce sont les *emprunts à durée indéterminée*. Néanmoins, dans ces cas-là, il est possible de se faire une idée de la durée de l'emprunt en examinant la politique d'amortissement. Sinon l'emprunt peut être à *durée déterminée*. Il peut être aussi, comme pour les obligations de sociétés, *remboursable anticipativement*.

- La **modalité de l'amortissement** est une autre caractéristique importante de l'emprunt public. Comme les emprunts de sociétés, il peut s'effectuer par *tirages exclusivement, par rachats et par tirages, par rachats ou tirages, ou par rachats uniquement*.
- Les autres caractéristiques sont les mêmes que pour les obligations de sociétés : **valeur nominale, types d'émission et de remboursement, taux d'intérêt**.
- Signalons une dernière caractéristique, propre aux effets publics cette fois, mais qui n'a plus été utilisée depuis les années 1960, c'est l'emprunt **à lot**. Il se particularisait par l'octroi d'un intérêt supérieur au nominal pour certains lots d'obligations tirés au sort.

Les Organismes de Placements Collectifs (OPC)

Les [fonds communs de placement](#) et les [SICAV](#) (définition page suivante) offrent à l'acheteur un ensemble de différents actifs financiers, appartenant à une même famille identifiée par le nom du fonds commun de placement ou de la SICAV. La **diversité**⁷⁴ intrinsèque de ce type de produit explique en partie leur succès. Car toutes les théories sur la gestion de portefeuille, activité qui tend à disparaître, s'accordent sur la nécessité de diversifier ses avoirs pour diminuer le risque du portefeuille sans en altérer le rendement global. Nous en parlerons ultérieurement. Comme ces dernières années ont eu pour but d'activer les marchés tout en les élargissant, monsieur Tout-le-monde a commencé à s'intéresser à la bourse et au marché monétaire. Le dynamisme des marchés actuels renforce l'idée que gérer son portefeuille *à la papa*, c'est-à-dire en le composant soi-même, élément par élément, était devenue obsolète. Monsieur Tout-le-monde s'est donc directement penché sur les fonds communs et autres SICAV, avec d'autant plus de plaisir qu'ils proposent de nombreuses variantes dont le nombre va sans cesse croissant. Il suffit pour s'en convaincre d'examiner la page les concernant dans un journal financier.

Quelles sont donc les différentes familles de regroupement ? Tout est possible. L'imagination règne en maître en ce domaine. Il peut y avoir une diversité **selon la nature** des titres. Ce peuvent être des actions, des obligations, des fonds et de effets publics, des options, bref, n'importe quel type de titre connu. Il peut même, évidemment, y avoir un mélange pondéré de différents types. Et certains fonds communs de placement et SICAV regroupent parfois d'autres fonds communs de placement et SICAV.

⁷⁴ Certes, comme la gestion de cette diversité est précisément confiée au Fond Commun de Placement ou à la SICAV, le propriétaire paye forcément ce service par des frais et autres commissions d'entrée, de sortie, d'opérations, etc. Mais le coût de la gestion personnelle est aujourd'hui plus élevé que ce coût-là, compte tenu du dynamisme des marchés actuels, qui force l'investisseur à réaliser de nombreuses opérations. Ce qui n'est pas le cas pour les Fonds Communs de Placement et les SICAV : les gestionnaires le font à la place de l'investisseur, à moindre coût, grâce aux volumes énormes des transactions.

Depuis quelques années sont apparues des SICAV/F immobilières (**SICAVI** ou **SICAFI**). Ces SICAV regroupent plusieurs titres représentatifs de biens immobiliers, tels que des certificats immobiliers (voir ci-après).

Un autre axe de diversité est l'**activité économique** liée aux titres possédés. L'industrie lourde, la technologie de pointe, la recherche spatiale, les services, tout est possible. Il existe des fonds communs de placement et des SICAV qui proposent de reprendre l'indice de la place boursière sur laquelle ils sont lancés. Ainsi le propriétaire est-il assuré d'avoir le même rendement que l'indice boursier en question. Certains fonds communs de placement et SICAV vont même jusqu'à garantir l'indice plus une participation aux éventuels bénéfices supplémentaires⁷⁵.

D'autres possibilités de diversité sont la **zone géographique**. Par exemple certains fonds communs de placement et SICAV ne gèrent que des titres du Moyen-Orient et de l'Amérique du Sud. D'autres ne s'occuperont que de l'Europe. Certains regroupements ne s'intéressent qu'aux **devises**. D'autres sont liés à la **pension**, c'est l'Épargne-Pension.

Définitions

La différence entre un fond commun de placement et une **SICAV** est le simple fait que la SICAV, contrairement au fond commun de placement, est une **société anonyme**. Elle a donc la *personnalité juridique* alors que le fond commun n'a qu'une *existence* juridique. SICAV est l'abréviation de **société d'investissement à capital variable**, autrement dit à *fond ouvert*. Il existe aussi des sociétés d'investissement à capital fermé, ou *fonds fermés*, ce sont les **SICAF**.

La différence fondamentale entre les deux formes de fonds est la suivante. Quand le capital est fermé, il n'est plus possible d'acheter des parts de ce fonds que si un des investisseurs se défait de ses propres parts. Dans l'autre cas, chaque nouvel investisseur augmente le patrimoine et chaque investisseur sortant le diminuera.

Dans la suite de cet exposé nous parlerons indifféremment des fonds communs de placement et des SICAV ou SICAF sous l'abréviation OPC.

Les OPC possède trois types d'intervenants : l'institution dépositaire, les clients investisseurs, et la société de gestion. L'**institution dépositaire** est l'institution qui récoltera les épargnes des **investisseurs** en échange d'un certain nombre de certificats représentatifs d'une partie du patrimoine de l'OPC. Dans les journaux financiers, l'institution dépositaire est renseignée en regard du nom de l'OPC. Mais rien n'empêche l'investisseur de souscrire dans sa banque préférée à des OPC dont sa banque n'est pas dépositaire. Il payera un peu plus cher, tout simplement. Les OPC sont cotés au moins toutes les semaines en Bourse. Bien entendu, tout le travail de gestion du patrimoine de l'OPC doit être assuré par un ensemble de professionnels. C'est la mission de la **société de gestion**. Soit dit en passant, elle ne peut exercer son droit de vote lié aux actions détenues.

Les OPC sont contrôlés par la CBFA. Par exemple les OPC belges ne peuvent détenir plus de 5 % de leurs titres dans une même catégorie. Une diversité minimale des placements est imposée par la même Commission Bancaire et Financière. Comme il a déjà été signalé, les OPC ont des objectifs très divers selon leur composition. Mais indépendamment de leurs objectifs, des OPC offrent des

⁷⁵ Ceci est possible en plaçant une partie des liquidités provenant des frais d'ouverture et de tenue de dossiers dans des options.

dividendes alors que d'autres proposent une exonération fiscale en **capitalisant** les revenus. Toutefois le législateur frappe ces dernières d'une taxe mobilière forfaitaire (de l'ordre de 1 à 2 %).

Ces dernières années ont été florissantes pour les SICAV. On ne les compte plus. Elles se diversifient de plus en plus. Citons, parmi les " nouveautés ", les **SICAV à Cliquet**, qui garantissent à l'investisseur de retrouver son capital de départ, indépendamment de l'évolution du marché, augmenté de l'éventuel bénéfice réalisé pendant la période d'investissement.

Les certificats immobiliers

Le certificat immobilier ou certificat foncier est une valeur mobilière, généralement au porteur, qui donne à son propriétaire le droit de percevoir une quote-part des revenus nets d'un immeuble déterminé et du produit de la vente ultérieure de cet immeuble.⁷⁶

L'idée des certificats immobiliers est née à l'époque glorieuse des golden sixties, caractérisées, entre autre, par une prolifération des constructions immobilières. Ces immeubles nécessitant des fonds et le goût immodéré du Belge pour les briques étant un fait certain, il en a résulté les certificats immobiliers, dont la nature juridique est un **droit de participation à un investissement immobilier**, sous la forme de créance sur la société émettrice.

Ces titres sont généralement **au porteur** (vieille attitude belge également, liée essentiellement à notre politique fiscale...) et ne confèrent pas un droit de propriété de l'immeuble au possesseur du titre, mais bien comme il a été dit, un droit de participation. Il s'agit d'une belle invention car elle permet au petit investisseur de miser dans l'immobilier sans mobiliser des sommes d'argent généralement importantes en ce domaine. De plus, l'investisseur reste **liquide** du fait que les certificats immobiliers sont directement **négociables**. Il n'aura pas les problèmes liés à la *gestion* d'un immeuble et il évitera aussi la *taxation* élevée propre aux biens immobiliers.

Parmi les différentes formes de certificats immobiliers, signalons les **certificats de leasing immobilier**, caractérisés par le fait que l'immeuble est construit sous le patronage du futur exploitant auquel il est ensuite loué dans le cadre d'un bail emphytéotique d'une durée comprise entre 27 et 99 ans. L'exploitant à la jouissance de l'immeuble (les loyers sont indexés) mais en supporte les charges. Il possède une option d'achat de l'immeuble à l'expiration du bail.

Il existe aussi des **certificats de location**, ou certificats de placement immobilier. Dans ce cas l'immeuble loué fait l'objet d'un bail classique civil dont la durée varie de 15 à 25 ans. Cela n'empêche pas le bail d'être parfois emphytéotique comme dans le cas du leasing. Mais généralement ce type de certificat ne confère pas d'option

⁷⁶ Cf. ANTOINE J., BROQUET C., CAPIAU-HUART M.-C., **Titres et bourse**, tomes 1 et 2, Deboeck Université, Coll. Entreprise, Bruxelles, 1988, tome 1, p. 100.

d'achat au locataire et l'immeuble est vendu au terme de la période de location. Une autre caractéristique est que les charges locatives sont supportées par la société émettrice ou la société propriétaire, mais pas par le locataire. Pourquoi cette fleur ? Parce que ce type de certificat est plus risqué : l'immeuble peut ne pas être loué, ou les locataires peuvent ne pas payer.

L'émission de ces certificats peut se faire de trois manières différentes : par l'association en participation, par la société unique, ou par la formule de **lendit**.

- Dans l'**association en participation**, la société émettrice finance la construction ou l'achat de l'immeuble. La gérance de l'association est assurée par la société propriétaire (qui n'est pas la société émettrice) ou confiée à un éventuel troisième associé. Les revenus, en fin d'opération, sont partagés entre les différents associés.
- Quand la société émettrice et la société propriétaire sont la même société, on parle alors de **société unique**.
- Dans le **lendit**, par contre, une société différente est créée à chaque nouvelle opération, en émettant des certificats immobiliers ayant le nom *d'unités d'investissement*.

Les euro-obligations

Nous avons étudié le marché des changes, en tant que compartiment particulier parmi les cinq qui composent le marché monétaire. Nous avons expliqué ce qu'était une euro-devise : une devise négociable sur les marchés internationaux. Le terme *euro* était mal choisi mais ce vocable a une origine historique que nous n'expliquerons pas ici.

Les euro-obligations, comme les euro-devises, sont des obligations d'un type particulier par rapport aux obligations classiques ou autres obligations d'état analysées précédemment : elles sont **négociables sur les marchés internationaux**. Par conséquent, elles sont également *émises de manière extra-territoriale, souscrites par un syndicat international de banques, et domiciliées de manière extra-territoriale* également. Les euro-obligations possèdent donc la même caractéristique que les euro-devises pour une raison très simple, elles sont **émises dans une euro-devise !**

Etant donné le caractère éminemment international de ce type de produit et la faiblesse du droit international, les euro-obligations échappent à tout contrôle que ce soit, puisqu'elles ne sont **soumises à aucune autorité**.

Quels sont les différentes **familles** d'euro-obligations ?

- Les **euro-obligations à taux fixe**, comme les obligations classiques à taux fixe, offrent une rémunération déterminée et périodique à son propriétaire, sur présentation du coupon.

- Ces obligations sont assorties de quatre modes d'amortissement : en *totalité à l'échéance*, c'est le **bullet bond** ; par *rachat partiel sur le marché secondaire* quand, forcément, le prix est en dessous du pair, c'est le **purchase fund** ; par remboursement partiel par **tirage au sort** ; ou par la technique du **sinking fund**, caractérisée par l'utilisation d'un échéancier déterminant à l'avance les euro-obligations qui seront remboursées chaque année par rachat ou par tirage au sort. Souvent les euro-obligations comportent une option de remboursement anticipé, c'est-à-dire un Call. On constate donc que par rapport aux obligations classiques analysées précédemment, les euro-obligations sont des produits très comparables.
- Les **euro-obligations à taux flottant ou floating rate notes** offrent une rémunération périodique variable déterminée par un taux qui garanti un peu plus qu'un taux de référence connu au niveau international comme le EURIBOR⁷⁷, le LIBOR⁷⁸.
- Les **euro-obligations convertibles** en actions existent également. Elles ont les mêmes caractéristiques que celles vues précédemment à propos des obligations convertibles classiques. Ce sont donc des euro-obligations à taux fixe d'une durée plus longue que les autres.
- Poursuivons dans les analogies. S'il existe des euro-obligations convertibles, il existe aussi des **euro-obligations avec warrant**.
- Plus particulier aux euro-obligations, il y a les **euro-obligations avec option de change, ou dual currency bonds**. Comme la caractéristique essentielle des euro-obligations est leur émission dans une euro-devise, lors de l'achat, de la vente, de l'encaissement du coupon, ou lors du rachat de l'euro-obligation, il se pose parfois un problème de change entre l'euro-devise et la devise de l'investisseur. Pour se prémunir contre de tels risques, une assurance est possible. Il s'agit d'un contrat donnant droit d'utiliser une *procédure d'échange de devises à un taux fixé à l'avance*. L'investisseur est libre d'utiliser ce droit ou pas. Il s'agit d'une véritable option (voir ci-dessous) comparable à un SWAP en devises proposant un échange de devises à des périodes déterminées. Dans le cas présent, l'option de change, contractée à l'avance sur l'euro-obligation même, porte essentiellement sur l'exercice du droit au moment *d'encaisser les coupons*. Ce droit reste donc valable pendant toute la *durée de vie de l'euro-obligation*.
- Enfin, signalons l'existence des **euro-obligations à coupon zéro ou zero coupon bonds**. Emises généralement au-dessous du pair, ces euro-obligations n'offrent *pas de coupon*, mais ils sont capitalisés et *remboursés au pair (pas de taxation) intégralement à l'échéance*. Ce sont des produits comparables aux *bons de capitalisation* étudiés précédemment.

⁷⁷ European Interchange Bank Offered Rate.

⁷⁸ London Interchange Bank Offered Rate.

Les options

Une option est un droit. Le droit d'opérer sur des actifs.

Première remarque : l'option est un droit. Cela signifie que le propriétaire de ce droit *peut l'exercer, mais il n'est pas obligé* de l'exercer. C'est très important pour bien comprendre la suite. Deuxième remarque : *un actif, ce peut être n'importe quoi* : une maison, un animal, une action, une obligation, une option également, une devise, un immeuble, etc. Dans le contexte qui nous préoccupe, nous envisagerons des actifs financiers, en l'occurrence des options sur actions, sur obligations, sur devises, etc. et non pas des options sur des biens immobiliers ou autres.

Que veut dire " **opérer** " ? *Acheter ou vendre !*

Ainsi une option est un droit permettant d'acheter ou de vendre un actif.

Examinons à présent les **sous-entendus** liés à cette définition générale de l'option.

D'abord, ce droit ne peut s'exercer que durant une **période préalablement fixée**. Par exemple les options sur action ou sur indice ou sur devises de la bourse d'Amsterdam couvrent des périodes de six mois généralement. Mais des périodes plus longues ou plus courtes existent également. Les **Falcons**⁷⁹ en sont un exemple (ce sont des options sur trois ou cinq ans). **Ce droit s'exerce une fois seulement**.

Mais si nous reprenons une option d'un type particulier déjà rencontrée dans ce cours, le SWAP sur devises, l'on constate que ce droit peut être une série de droits étalés dans la période spécifiée. A chaque moment, le droit peut être exercé ou pas. Le SWAP, qu'il soit sur devises ou pas, est donc un ensemble d'options de même nature mais couvrant des périodes différentes quoique contiguës.

Ensuite, ce droit d'acheter ou de vendre doit nécessairement comporter les termes de tout achat ou de toute vente, à savoir la **quantité et le prix** de l'actif dont il est question.

Enfin, comme nous avons affaire à un droit, il est évident qu'il faudra le payer. C'est le **prix de l'option**. Ce droit, en toute généralité, n'est pas nécessairement nominatif. Par conséquent il est possible de le revendre à d'autres personnes intéressées.

Résumons nous : une option est donc un droit payant et cessible permettant d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'un actif donné à un prix déterminé pendant une période fixée.

Une petite remarque s'impose ici : il existe des options qui permettent d'exercer ou non le droit à la *fin de la période uniquement*. Ce sont les **options de type européen**. D'autres laissent la possibilité au propriétaire du droit de l'exercer ou pas *pendant toute la période* et pas seulement à la fin. Ce sont les options de **type américain**.

Et maintenant un peu de **vocabulaire** technique lié aux options sur actifs financiers.

⁷⁹ Falcon = Fixed term Agreement for Long term Call options On Netherlands Securities.

Le prix de l'option s'appelle la **prime**. Si l'option porte sur un achat, c'est un **CALL**. S'il s'agit d'un droit de vendre, c'est un **PUT**. La quantité à acheter ou à vendre en cas d'exercice de son droit est appelée la **quotité**. L'actif sur lequel porte l'opération est appelé le **sous-jacent**. Le prix auquel est fixée la transaction d'achat ou de vente est le **prix d'exercice**. Dorénavant nous utiliserons ces termes.

A quoi servent les options ? *Les options sont des outils de protection aussi bien que des outils de spéculation. Voyons l'aspect spéculatif des options.*

Mettons-nous dans la peau de quelqu'un qui veut s'approprier un bien. Imaginez un objet ou un service qui vous tient à cœur : un voyage, une voiture, un livre, etc. Vous tombez sur l'objet de vos désirs par hasard. Vous pourriez l'obtenir mais vous n'avez pas assez d'argent sur vous et vous craignez qu'une autre personne ayant les mêmes goûts que vous ne l'achète avant votre retour. Que faites-vous ?

Vous allez trouver le vendeur pour lui remettre un acompte vous garantissant le droit d'acheter le bien ou le service pendant une heure ou avant une date donnée, tout simplement. (N'oubliez pas de faire signer un reçu comportant cette clause...)

L'opération qui vient d'être décrite, nous l'avons tous expérimentée d'une manière ou d'une autre dans notre vie. Le papier qu'on a sur soi sur le chemin du retour (si tant est qu'on ait eu la prudence de demander un écrit en échange de l'acompte), c'est une option. Comme l'opération porte sur un achat, il s'agit d'un CALL.

Vous allez dire : " Pourquoi avons-nous agi en tant que spéculateur ? " Tout simplement parce qu'on s'est bien douté que si le suivant proposait au vendeur un prix supérieur à celui affiché ou convenu, il aurait emporté l'objet ou le service. Nous avons spéculé sur une demande plus grande que l'offre, nous avons donc spéculé indirectement à la hausse du bien ou du service. Dans notre exemple, la prime n'est autre que l'acompte versé.

Conclusion : *quand on achète un CALL, on se dit que le sous-jacent va augmenter. Par contre, quand on vend un CALL, on se dit que le sous-jacent va diminuer.*

En effet, si notre CALL nous a permis d'acheter le bien ou le service, c'est aussi, forcément, parce que le vendeur voulait bien nous le céder. Autrement dit, il était ravi de signer sa promesse d'exclusivité moyennant acompte. Pourquoi l'a-t-il fait ? Parce que lui, au contraire de nous, s'est dit qu'il n'aurait plus pareille occasion de vendre sa marchandise à un tel prix, parce que, estime-t-il, les acheteurs se font rares, etc. Le vendeur a ainsi spéculé sur une offre plus importante que la demande, sur la baisse des prix. En réalité, il s'est protégé plus qu'il n'a spéculé.

Tout le monde s'y retrouve !

Imaginons à présent un autre type de spéculateur :

Vous êtes un riche pétrolier et vous avez entendu parler de l'éventuelle découverte en Europe de gisements inconnus qui auraient pour fâcheuse conséquence de vous forcer à diminuer le prix de votre baril de pétrole. Or, lors d'un de vos nombreux et incessants voyages d'affaire, votre voisin de siège en première classe est un représentant d'un pays européen qui n'est manifestement pas au courant de votre information. Au contraire, il est persuadé que la pénurie de pétrole sera pour bientôt. Votre esprit commerçant flairant la bonne affaire et vous proposez à votre voisin de signer votre pari commun par lequel il s'engage (ainsi que son pays...) à acheter une certaine quantité de votre bon pétrole au prix du jour, par exemple, si vous lui présentez l'écrit (l'option de vendre) avant une date donnée. Vous êtes très content

parce que vous êtes persuadé que la découverte va faire baisser les prix. Et le politicien est ravi parce qu'il est non moins persuadé que la pénurie galopante va faire augmenter les prix. Moyennant cet papier qu'il vous signe, vous lui livrez en contrepartie une certaine somme d'argent sur son compte en Suisse. C'est la prime de votre option.

Pourquoi payer ? Réfléchissez : c'est le politicien lui-même qui vous le demande : vous avez le droit de vendre votre pétrole, mais rien ne lui garanti que vous allez exercer votre droit.

Notre option étant un droit de vendre, c'est donc un PUT. Nous avons en effet spéculé sur une baisse des prix, alors que votre éventuel acheteur, qui n'est autre que le vendeur de votre PUT (il vous a vendu le papier signé de sa main), a spéculé lui à la hausse du pétrole. En réalité vous vous êtes plus protégé que vous n'avez spéculé, et inversement pour le politicien.

Conclusion : *quand on achète un PUT, on vise à la baisse ; quand on vend un PUT, on vise à la hausse.*

De ces deux exemples résulte déjà deux manières de **spéculer à la hausse** : *soit en achetant un CALL, soit en vendant un PUT.*

De même, il y a deux manières de **spéculer à la baisse** : *soit en achetant un PUT, soit en vendant un CALL.*

On constate aussi **l'équilibre permanent des intérêts** : ce que l'un paye, l'autre le reçoit, du fait que quand l'un pense blanc, l'autre pense noir, comme dans toute transaction d'achat ou de vente. De même y a-t-il équilibre entre l'aspect spéculatif et l'aspect de protection inhérent aux options : dans notre premier exemple, l'acheteur (du CALL et éventuellement du bien ou du service) est spéculateur, le vendeur (du CALL et de la marchandise) agit en protection ; dans le second exemple, le pétrolier acheteur du PUT (mais vendeur éventuel du pétrole) fait preuve de prudence et protège sa marchandise, le politicien vendeur du PUT (mais acheteur du pétrole) a, lui, spéculé.

A la lumière de ces deux exemples, examinons **comment il est possible de ne pas exercer son droit**. Car présenté comme nous l'avons fait, le lecteur se dira à juste titre qu'on envisage mal pourquoi ne pas exercer ce droit dans certains cas : si tout se passe comme prévu, avec votre CALL vous achetez votre marchandise avec plaisir, même si entre-temps le vendeur s'est vu proposer des meilleurs prix que celui convenu ; et dans le cas de votre affaire pétrolière, quand les prix auront baissé, vous courrez chez le politicien pour lui vendre votre produit... qu'il est obligé de prendre !

Mais **quand tout se passe de travers**, à l'inverse de ce que vous pensiez ?

Dans le cas du CALL, quand nous étions acheteur potentiel de la marchandise de nos rêves, rien n'exclut que pendant les heures ou les jours qui ont suivi vous ne soyez tombé sur la même marchandise, mais proposée par quelqu'un d'autre à un prix plus intéressant. Dans ce cas, vous achetez évidemment auprès du nouveau vendeur et vous déchirez le CALL. Tant pis pour le premier vendeur, il savait à quoi il s'exposait et de toutes façons il garde votre prime (acompte versé).

Dans le cas du PUT pétrolier, si vous constatez que le politicien avait raison et que les prix du pétrole s'envolent, vous n'allez évidemment jamais exercer votre droit de

vente à un prix minable : vous vendrez cher à quelqu'un d'autre et tant pis pour le politicien. Il peut déjà s'estimer heureux de la prime que vous lui avez versée.

Autre cas où on n'exerce pas son droit : **quand on le revend**. C'est le cas le plus fréquent. En effet, nous avons dit que l'option n'était en toute généralité pas un droit nominatif mais cessible. Voyons cela de plus près.

Dans le cas du CALL, avez-vous nécessairement les dix millions nécessaires à l'achat de la marchandise de vos rêves ? En fait ce n'était pas vous qui étiez intéressé par la marchandise mais vous connaissez quelqu'un que cela intéresse, ou vous savez que ça peut de toute façon intéresser quelqu'un. Conclusion, quand les choses se passent comme prévu, vous revendez votre CALL à quelqu'un qui vous l'achètera au prix que vous l'avez payé, augmenté de la hausse du sous-jacent, et vous aurez ainsi réalisé votre somptueux bénéfice. Pourquoi somptueux ? Parce que vous avez versé seulement un pourcentage en acompte et que vous encaissez la différence de prix du sous-jacent à 100 %. L'effet de levier est considérable. Mais nous verrons cela plus tard. Par contre, si les choses ne se passent pas comme prévu, si les prix baissent au lieu de monter, vous perdez le montant de votre prime. La gagnant, dans ce cas, est le vendeur de l'option.

Dans le cas du PUT, pensez-vous que la plupart des investisseurs spéculateurs détiennent vraiment plusieurs milliers de tonnes de pétrole ? Donc forcément, les acheteurs de put n'exercent généralement pas, eux non plus, leur droit. Quand tout se passe comme prévu, au lieu d'exercer votre droit, vous le revendez avec bénéfice à quelqu'un d'autre, tout simplement. Par contre, quand les choses vont mal, quand les prix augmentent, vous perdez le montant de votre prime qui va au gagnant de l'affaire, le vendeur de votre PUT.

Conclusion pratique, dans le cas du CALL, l'acheteur du CALL est gagnant à la hausse, qu'il exerce ou non son droit, d'un montant égal à la différence de prix du sous-jacent diminué de la prime. Dans le cas contraire il perd le montant de sa prime.

Par contre le vendeur du CALL est perdant à la hausse, d'un montant égal à la différence de prix du sous-jacent diminué de la prime. Dans le cas contraire, il gagne le montant de la prime.

Dans le cas du PUT, l'acheteur du PUT est gagnant à la baisse, qu'il exerce ou non son droit, d'un montant égal à la différence de prix du sous-jacent diminué de la prime. Dans le cas contraire il perd le montant de sa prime.

Par contre le vendeur du PUT est perdant à la baisse, d'un montant égal à la différence de prix du sous-jacent diminué de la prime. Dans le cas contraire, il gagne le montant de la prime.

Pour être complet, il faut ajouter que dans le cas du CALL à la baisse, l'acheteur du CALL qui veut véritablement s'approprier le sous-jacent sera content en dépit de la perte de sa prime, puisqu'il pourra acheter l'actif à bas prix. C'est ce que nous exprimions dans notre exemple du CALL quand tout allait mal.

De même, l'acheteur du PUT à la hausse qui veut véritablement vendre le sous-jacent sera content en dépit de la perte de sa prime, puisqu'il pourra vendre l'actif à prix élevé. C'est ce que nous exprimions dans notre exemple du PUT quand tout allait mal.

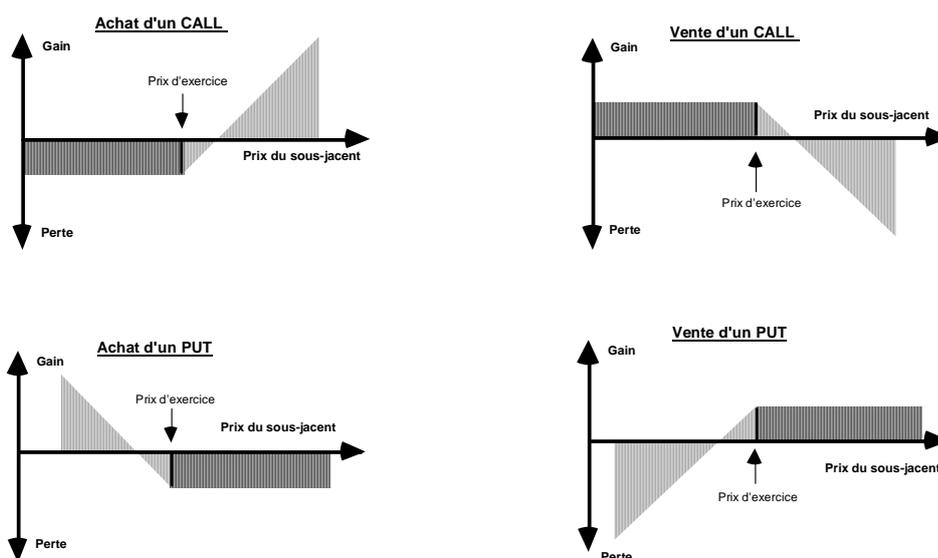
Autrement dit, on gagne beaucoup et on perd peu avec les options quand on les utilise dans un but de protection. On peut gagner beaucoup mais perdre aussi

beaucoup avec les options quand on les utilise essentiellement comme objet de spéculation. Mais même dans ce cas, malgré le risque très élevé de ce type de titre, la rémunération, le rendement, est forcément plus élevé statistiquement, sur un longue période de temps, que pour des titres moins risqués.

Quantifions et représentons les conclusions énumérées jusqu'à présent. Les graphiques qui suivent expriment le gain ou la perte réalisée sur l'opération en fonction du prix d'exercice du sous-jacent. Qu'il soit bien entendu que l'opération consiste soit à exercer son droit en achetant ou en vendant selon le type de l'option, soit à racheter ou à revendre l'option elle-même dans le cas plus général où le droit n'est pas exercé.

Les quatre graphiques suivants sont les combinaisons de base essentielles à toutes les stratégies possibles sur les options.

Le rendement des options oscille entre +300 % et -80 % l'an. L'effet de levier est considérable. Pourquoi ? Reprenons notre exemple de l'acompte dans le cas du CALL. Mettons que celui-ci soit de 10 % sur la valeur de la marchandise. Imaginons que la valeur de la marchandise augmente de 20 %. Nous aurons donc réalisé un bénéfice de 20 % rapporté à 10 %, soit un facteur 2, autrement dit 200 % !! Or une variation de valeur de 20 % en six mois est tout à fait possible.



Grâce aux éléments de base ci-dessus, toutes les combinaisons sont possibles : acheter ou vendre, un ou plusieurs CALL et/ou PUT, à des prix d'exercice différents, à des échéances différentes. Compte tenu des primes, les longueurs des combinaisons ne sont pas infinies : trois, quatre, cinq constituent un maximum. Deux, c'est déjà beaucoup pour un particulier (les frais sont proportionnellement moins élevés pour les grosses quantités manipulées par les grandes entreprises). Ainsi, suivant les hypothèses retenues on choisira telle ou telle combinaison (Cf. exposé oral).

Une remarque s'impose : les courbes précédentes sont fausses ! Eh oui, il faut tenir compte de ce que le jargon appelle le **trend temporel**. Il signifie simplement qu'indépendamment des fluctuations du sous-jacent, la valeur de l'option s'effrite au fur et à mesure qu'on se rapproche de l'échéance. Cela s'explique facilement si on a compris que l'option était non seulement un droit mais aussi, finalement, un pari sur

l'avenir (jusqu'à l'échéance). Or si vous pariez que Petrofina va augmenter dans les six mois qui viennent, on va vous répondre que c'est possible, en tous cas que la probabilité de réalisation de ce pari n'est pas négligeable. Par contre si vous faites le même pari mais sur trois jours par exemple, la probabilité sera nettement plus faible, d'où la valeur de l'option également.

Autrement dit, si le cours du titre sous-jacent de l'option ne fluctuait pas, la valeur de l'option ne serait pas une droite horizontale tombant brusquement à zéro à l'échéance, mais une courbe descendante jusqu'à l'échéance. C'est le trend temporel.

Pour passer un ordre en option, il faut que le papier sur lequel est rédigé l'ordre comporte les éléments suivants :

- la **date du jour** où l'on passe l'ordre ;
- la mention "**en opening**" ou "**en closing**" selon que vous commencez une opération ou que vous la terminez⁸⁰ ;
- le **nombre** de contrats que vous traitez, c'est-à-dire que le nombre total d'options sera le produit de ce nombre par la quotité requise pour cette option ;
- le type de contrat d'option traité, un **CALL** ou un **PUT** ;
- la **date de l'échéance**, donnée sous la forme d'un mois et d'une année ;
- le **nom du sous-jacent** concerné, désigné par son code ;
- le **prix d'exercice**, c'est-à-dire, comme nous l'avons vu, le prix auquel l'achat ou la vente devrait avoir lieu au cas où le droit est exercé ;
- le **cours limite** éventuel (sinon écrire "**au marché**") ;
- la **durée de validité** de l'ordre, mentionnée généralement pour un jour, une semaine, un mois ou un an (ridicule) ;
- la **place boursière** sur laquelle vous souhaitez opérer, par exemple Amsterdam ;
- suivent des mentions personnelles comme vos coordonnées, votre numéro de compte en banque, la manière de procéder au paiement, etc.

Ne soyez pas surpris qu'il n'existe aucun bordereau (actuellement) prévu chez votre banquier (ou votre courtier) pour traiter les options. Il faut souvent surcharger un bordereau d'ordre d'achat ou de vente d'actions ou d'obligations. De plus il n'est pas rare que le préposé auquel vous vous adressez ne connaisse pas très bien ce type de produit (existant pourtant depuis les années 1970 : plus d'un quart de siècle !) et qu'on vous envoie auprès d'un *chef*, soi-disant spécialiste, dont il vous faudra écouter les (pas toujours bons) conseils avant de passer votre ordre proprement dit. Vous devrez parfois vous-même expliquer aux banquiers comment procéder. Les

⁸⁰ Vous la commencez (opening) quand vous achetez une option, ou quand vous vendez une option que vous venez de mettre sur le marché. Ce deuxième cas est rare pour l'investisseur privé puisque, comme nous l'avons vu précédemment, il faut dans ce cas détenir le sous-jacent (ou posséder la somme totale équivalente), ce qui élimine l'effet de levier propre aux options.

banquiers vous feront signer une décharge spéciale pour les options, les dégageant de toute responsabilité au cas où vous vous cassez la figure...

Prenons un exemple. Vous voulez acheter 10 CALL sur Philips, échéance en avril 93, pour un prix d'exercice à 25 florins. Nous sommes le vendredi 13 novembre 1993, à Bruxelles, et l'ordre sera valable aujourd'hui seulement. Vous êtes prêt à dépenser un maximum de 2,1 florins par contrat dont la quotité est de 100. Bien sûr, vous traitez sur le marché d'Amsterdam.

Vous vous rendez chez votre banquier et votre ordre comportera :

- le 13/11/92 ;
- achat " en opening " ;
- de 10 CALL APR 93 PHIL NLG 50 cents (prix d'exercice) ;
- au cours limite de NLG 5 cents ;
- validité de l'ordre : 1 jour ;
- sur le marché d'Amsterdam ;

Qu'aurez-vous à dépenser ? Vous allez acheter 10 x 100 options à maximum 5 Cents. C'est-à-dire $5\,000 \times 1,035$ (pour tenir compte des frais) = 5 175 €.

Le jour (trois semaines après par exemple) où vous voulez revendre le tout (mais vous pouvez ne vendre qu'une partie évidemment) à minimum 7 cents (car le titre est passé de 50 cents à 52 cents, soit une petite augmentation de 4 %), l'ordre comportera :

- le 4/12/92 ;
- vente " en closing " ;
- de 10 CALL APR 93 PHIL NLG 50 cents (prix d'exercice) ;
- au cours limite de NLG 7 cents ;
- validité de l'ordre : 1 jour ;
- sur le marché d'Amsterdam ;

Qu'aurez-vous reçu sur votre compte en banque ?

$10 \times 100 \times 7$ (minimum) $\times 1,035$ pour les frais. C'est-à-dire 7 245 €.

Quel est donc votre bénéfice net (car en tant que particulier *bon père de famille* dont ce n'est pas l'activité principale de jouer en bourse, vous êtes exempté de taxes sur les plus-values immobilières...) ? $7\,245 - 5\,175 = 2\,070$ €, soit un rendement de $2\,070 / 5\,175 = 40\%$ nets en trois semaines !!

On voit clairement ici l'effet de levier des options : 4 % d'augmentation du sous-jacent provoquent 40 % d'augmentation sur l'option. L'effet de levier est donc de 10 !

Les options sont partout ! Nous n'avons malheureusement pas la place ici pour en débattre mais signalons tout de même un exemple connu de tous où les options sont présentes sans qu'on s'en rende compte : passer un ordre d'achat (vente) d'actions ou d'obligations avec un cours limite. Le fait de libeller l'ordre avec un cours limite vous dégage du souci de suivre les cours de bourse tous les jours car pendant la période de validité de votre ordre, si le cours reste dans la limite que vous avez imposée, vous pourrez acheter (vendre) vos titres automatiquement, le courtier s'occupant de tout. Cela signifie qu'il existe dans le monde une contrepartie qui se réserve à tout moment le droit de vous revendre (racheter) les titres puisque votre but est précisément de les acheter (vendre). Autrement dit, en mettant un cours limite, vous vendez automatiquement à quelqu'un dans le monde un droit de vendre (acheter) les titres, à savoir un... PUT (CALL) !! Fort bien. Mais comme vous avez vendu une option - sans vous en rendre compte - est-ce que vous avez gagné

l'argent de cette option ? Absolument pas ! Du moins pas en argent mais, compte tenu de ce que nous disions il y a un instant à propos du souci en moins de suivre les cours de bourse tous les jours, vous avez gagné du temps de gestion de votre ordre. C'est là que se retrouve la valeur de votre option. Par la même occasion , on se rend compte une fois de plus de l'importance du temps en finance et en économie, et de l'étroite et permanente interaction entre le temps et l'argent.

Un autre exemple ? Il y en a des centaines mais quand une entreprise emprunte auprès d'un banquier, elle se livre aussi à l'achat d'une option qui se révélera être... un CALL ou un PUT ? A votre avis ?

En Belgique, depuis 1991 est apparu le marché des options. Il s'appelle le **Belfox**. Il ne traite que quelques valeurs. Ce marché n'est donc pas encore efficient (Cf. titre suivant). Souhaitons-lui bonne chance et une rapide expansion tant au niveau de l'offre que de la demande.

Mais aujourd'hui (1999), son avenir n'est-il pas compromis ? En effet, des projets de fusion entre différentes places boursières européennes sont discutés depuis l'avènement de l'euro scriptural. Bruxelles pourrait ainsi s'associer avec Paris, Francfort ou, mieux, Amsterdam. Qu'advierait-il, alors, du notre petit Belfox ?

Les certificats de produits dérivés ou [hedge funds](#)

À ne pas confondre avec les certificats immobiliers vus précédemment, ces actifs financiers sont des produits dérivés, au même titre que les SICAV/F/FI, options (et dérivés), warrants (option déguisée) et futures (contrats sur le marché du continu).

Si les SICAV/F/FI sont des paniers de produits de base de la bourse (devises, obligations et actions), les certificats sont également des paniers, mais de tous types de produits, y compris, sinon surtout les produits dérivés, tout en ayant les caractéristiques des options, à savoir, une date d'échéance connue et des conditions de remboursement connues dès l'émission.

4.3. Théorie des marchés efficients

Cette théorie⁸¹ suppose qu'**à tout moment la valeur d'une chose incorpore instantanément toute l'information disponible.**

Premier constat : c'est une théorie. Elle n'est donc valable que dans les domaines où elle prétend fonctionner. Or la pratique a montré qu'elle est valable pour les larges marchés boursiers. L'instantanéité est de l'ordre de cinq à dix minutes pour les places financières américaines et extrême-orientales, et de dix à vingt minutes pour les bourses européennes.

Deuxième constat : toute l'information disponible signifie non seulement l'information relative à l'actif financier concerné mais également l'information économique, financière et politique en général. En effet, il suffit qu'éclate une guerre dans le monde pour que les cours de bourse fluctuent énormément, indépendamment d'un éventuel lien de cause à effet avec l'actif financier concerné.

En conclusion, pour les marchés financiers, la théorie des marchés efficients pourrait s'énoncer : à tout moment la valeur d'un actif financier incorpore dans le quart d'heure qui suit toute l'information financière, économique et politique disponible dans le monde.

Pour les autres marchés, le marché de l'emploi, de la télévision, de l'amour, du sport, de l'enseignement, des restaurants, des théories scientifiques, etc., à vous d'examiner la validité de cette théorie. En tout cas, pour les marchés financiers, la théorie fonctionne bien, ainsi que le montrent les études (généralement américaines) faites depuis des années, et périodiquement, sur de longues durées.

Une conséquence de cette théorie des marchés efficients est la suivante. **La valeur future d'un bien financier dépend de sa valeur actuelle et de toute l'information financière, économique et politique qui sera disponible d'ici là.** C'est ainsi que plusieurs économistes se sont acharnés à étudier l'influence de tel ou tel type d'information sur la prédiction des cours.

- Tout d'abord, ils ont analysé la **forme dite faible de l'information**, c'est-à-dire toute l'information historique disponible, comme par exemple les cours de bourse passés de l'actif financier concerné. Ils sont formels : la connaissance de ce type d'information *ne permet pas de faire des prédictions meilleures que le hasard*. Nous savions déjà que les *analyses techniques* qui prétendent dégager les cours futurs sur l'étude des courbes des cours passés était mathématiquement sans fondement, mais ici les résultats - certes empiriques - vont plus loin, englobent plus de domaines que celui de l'analyse technique.

⁸¹ Eugene F. FAMA, 1965.

- Ensuite ils ont examiné l'influence de la **forme demi forte de l'information**, c'est-à-dire celle qui incorpore non seulement la forme précédente d'information, mais aussi l'information dérivée de la forme faible, une information à valeur ajoutée. Il s'agit par exemple des informations délivrées par les journaux, par les bureaux d'analyse financière, etc. Les résultats sont identiques, ce type d'information *ne permet pas non plus de battre le hasard*. Par conséquent même *l'analyse fondamentale*, qui se base entre autre sur l'étude des ratios⁸² et autres outils d'analyse financière, ne permet pas de prédire les cours futurs...
- Enfin, il existe la **forme forte de l'information**, celle qui est dérivée des deux formes précédentes et qui possède donc une haute à très haute valeur ajoutée. Contrairement aux deux autres formes d'information, celle-ci est payante et parfois fort cher comme par exemple les lettres d'information (à ne pas confondre avec des Swingtrend et autres). Ici les études montrent dans un premier temps qu'il est possible de battre le hasard car les utilisateurs de la forme forte de l'information gagnent plus d'argent que les autres. Mais, dans un second temps, si l'on tient compte de l'argent qu'ils ont dépensé pour obtenir cette forme forte d'information, on constate que, statistiquement, leurs gains nets ne sont pas meilleurs, une fois de plus, que les gens qui utilisent les dés pour jouer en bourse. *On ne peut donc battre le hasard ici non plus*. (En d'autres termes, la valeur actualisée nette de leur investissement, rapportée à cet investissement, est, comme pour les autres, égale à la valeur de l'indice boursier relatif au marché sur lequel ils ont opéré.) Mais il y a une exception...

En effet, rien n'interdit de tricher ! Autrement dit si vous pouvez obtenir de l'information à forme forte gratuitement, il est alors évident que vous battrez le hasard. Il y a deux manières de procéder : le **vol** ou le **délit d'initié (insider trading)** en Anglais). Si vous êtes patron d'une grande entreprise cotée en bourse et que vous devez annoncer dans les jours prochains le licenciement de quelques milliers de vos collaborateurs, vous avez intérêt à acheter des PUT sur vos actions (avec l'avantage supplémentaire qu'on ne vous prenne pas la main dans le sac puisque vous ne touchez pas à vos propres actions...)

Alors, pratiquement, il n'est pas possible de s'enrichir avec les titres ? Vous ne pourrez en tous cas pas battre l'indice d'une famille de titres donnée. Comment gérer un portefeuille de titres aujourd'hui, comment évaluer les risques et les rendements ? Tels sont les sujets du titre suivant.

⁸² Exemple : le rapport cours / bénéfice d'une action. Il est de l'ordre de 15 pour les sociétés américaines et de l'ordre de 13 pour les sociétés européennes.

4.4. Gestion moderne d'un portefeuille de titres - Gestion et théorie du risque

Qu'entend-on par portefeuille titres ? Rien de plus que ce que recouvrent les mots *portefeuille* et *titres*. Les titres, nous savons à présent un peu mieux ce que cela recouvre. Nous avons vu en effet qu'un titre était aussi bien une action, une obligation, un certificat de trésorerie, un OLO, un fonds ou un effet public en général, qu'une option, un certificat immobilier, une facture ou un effet de commerce en général.

Bref, titre ou actif financier sont synonymes et englobent donc beaucoup de choses différentes qui, soit dit en passant, n'ont pas toujours le formalisme papier auquel on peut s'attendre quand on parle de portefeuille. Car les options par exemple, constituent une écriture en compte sous forme informatique dont seul le bon de commande atteste l'existence.

Il y a quelques dizaines d'années, les produits offerts sur les marchés monétaires et financiers étaient relativement réduits : des actions, des obligations, quelques effets et fonds publics. D'autre part, toutes les réformes du marché de l'argent, ces dernières années, nous font deviner que jusqu'aux années septante seuls quelques initiés versés dans les affaires possédaient un portefeuille titres et le géraient eux-mêmes.

Quand les créateurs de ces portefeuilles mouraient, les héritiers reprenaient les actifs financiers et en confiaient la gestion à des spécialistes. C'est là que le métier de gestionnaire de fortune voyait sa justification.

Qu'en est-il aujourd'hui ? Nous le savons : internationalisation, concentration, déspecialisation, désintermédiation, informatisation ! Auxquelles s'ajoutent un élargissement considérable des marchés tant au niveau des produits offerts qu'au niveau de la masse des agents qui s'échangent ces produits. Si l'on y greffe la vitesse et le nombre croissant des opérations financières dans les pays industrialisés, on a affaire à une véritable jungle. En apparence seulement car nous espérons qu'à la lumière des quelques concepts énoncés dans le présent cours, l'on a pu se rendre compte de la gigantesque machinerie active derrière tout cela.

Quand on comprend le fonctionnement de l'alternance entre la hausse et la baisse des taux d'intérêts, allié aux concepts d'inflation, de chômage, de croissance et d'équilibre extérieur (le fameux carré magique), l'on comprend (presque) tout le reste. Car il "suffit" de rapporter toutes les données à des valeurs nettes indépendantes des devises et des inflations nationales.

Ainsi, aujourd'hui, tout le monde peut-il s'occuper de bourse et de banque. Tout le monde possède des titres sous une forme ou sous une autre. Je dirais qu'un individu qui possède un livret d'intérêt possède un début de portefeuille titres. Car une autre manière de définir un portefeuille titres, ce serait de dire qu'il s'agit d'un **ensemble d'actifs financiers visant à enrichir son propriétaire.**

L'aspect le plus important d'un portefeuille, la mesure de son état de santé, c'est son **rendement global**. Comment se mesure-t-il ? A nouveau, le temps est fondamental ici : il faut se choisir une période. Au début de la période, si l'on avait vendu tous les titres de notre portefeuille, combien en aurait-on retiré ? Posons-nous la même question à la fin de la période.

La différence entre la valeur finale et la valeur initiale, rapportée à la valeur initiale, livre le rendement (positif ou négatif) du portefeuille pour la période donnée.

Il est donc pratique, pour savoir de quoi on parle, d'actualiser ce rendement sous forme de pourcentage à l'année, suivant la formule des intérêts composés. Par exemple, si votre portefeuille vous a rendu du 8 % en six mois, combien aurait-il rapporté en une année ? Tout simplement $(1 + 8\%)^2 = 1,1664$, c'est-à-dire 16,64 % l'an et non pas bêtement le double des 8 % sur six mois, qui ne constituent qu'une grossière approximation. Inversement, si votre portefeuille vous a fait perdre -20 % sur trois ans, que vaut son rendement annuel ? Le calcul sera ici $(1 - 20\%)^{1/3} = 0,9283$, c'est-à-dire -7,17 % l'an.

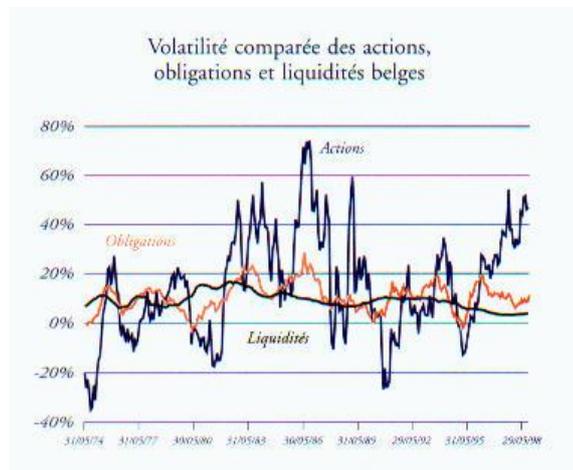
Que vaut le **rendement net** d'un portefeuille ? Basé sur la même technique définie précédemment, ce rendement tient compte de tous les frais réels inhérents aux opérations. Autrement dit quand on évalue le portefeuille à un moment donné, il faut tenir compte, pour chaque type de titre, du pourcentage (approximatif) de frais et autres commissions propres à ce type de titre. Puis il faut pondérer en fonction des volumes de chacun des titres de manière à dégager le pourcentage global des frais et commissions, à déduire du rendement global brut. (Par exemple les frais sur options varient de 3,5 % à parfois 10 % et plus alors que les frais sur SICAV sont de 0,05 % par exemple.)



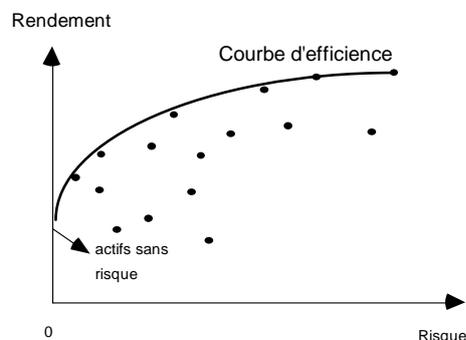
Une autre manière de calculer le rendement (brut ou net) d'un portefeuille consiste à procéder au calcul du rendement de chaque élément constitutif du portefeuille puis à pondérer tous ces rendements de manière à obtenir le rendement global. Tout dépend du niveau de précision souhaité et des outils de calcul dont on dispose.

Un autre élément quantitatif fondamental d'un portefeuille est la mesure de son **risque**. Mathématiquement, le risque d'un actif financier pour une période donnée, c'est le rapport entre son écart-type et la valeur absolue de sa moyenne. L'écart-type étant positif, de même que n'importe quelle valeur absolue, il doit être clair que le risque d'un actif est toujours positif !

On constate aussi que le risque est indéniablement lié à la période étudiée car l'écart-type et la moyenne dépendent directement de la distribution des valeurs de l'actif pendant ladite période.



Quand on étudie le **rendement** (ordonnée) des actifs financiers en fonction de leur **risque** (abscisse), l'on obtient un nuage de points dont la limite supérieure ressemble à une courbe croissante plus qu'à une droite montante. Cela signifie, fort heureusement, que plus le risque d'un actif est élevé, plus son rendement est statistiquement élevé.



Nous insistons sur le terme *statistiquement*. Car s'il est vrai que les options rapportent en moyenne du 110 %, il s'agit d'une moyenne obtenue sur plusieurs années. Il faut parfois donc attendre longtemps avant d'obtenir la moyenne. Mais on

peut faire fortune ou faillite avant, tout dépend de la manière de gérer ses liquidités. Par contre, avec un livret intérêt, on est assuré d'avoir un petit rendement de 4 %⁽⁸³⁾ (inflation non déduite) tout de suite...

Pour information, le risque d'un actif financier peut se décomposer en un **risque diversifiable** et un **risque non diversifiable**, également appelé **bêta** (β).

Le risque diversifiable est un risque qui devient nul quand, comme son nom l'indique, l'on diversifie ses actifs financiers, autrement dit quand le portefeuille est composé non pas d'un actif financier, mais d'au moins 30⁸⁴, suivant le type de marché⁸⁵.

L'actif sans risque sera donc forcément l'actif au rendement le moins élevé. On peut considérer ainsi que l'intersection de la courbe limite supérieure avec l'axe vertical correspond au rendement des livrets d'intérêts et autres carnets d'épargne. Ensuite apparaissent les obligations d'état, puis les obligations privées, puis les fonds communs de placement et les SICAV, puis les actions, puis les options.

Comment se fait-il que certains actifs se situent en dessous de cette courbe limite croissante ? Ces sont visiblement des actifs qui, pour un risque donné, fournissent un rendement inférieur à celui auquel on est en droit de s'attendre. Autrement dit il s'agit de produits qu'il faut fuir absolument car la concurrence offrira certainement un bien meilleur rendement pour le même risque.

En résumé, aujourd'hui, un portefeuille titres ne doit comporter qu'un minimum d'actifs financiers dont le risque est déjà minimisé du fait même de sa diversité intrinsèque. C'est le cas des SICAV et fonds communs de placement. D'autre part, pour minimiser les frais, il faut se livrer au moins d'opérations possible sur ces SICAV, quelques fois par an seulement. Enfin, de manière à prévenir un risque de crash, il est prudent de s'offrir une option PUT couvrant partiellement la valeur totale du portefeuille. Seul ce PUT (dont la durée de vie maximale normale est de six mois, souvenons-nous) méritera un suivi attentif alors que les SICAV ne doivent être surveillées que tous les mois par exemple.

Le **choix des actifs constitutifs du portefeuille** doit s'articuler sur trois pôles : la *documentation maximale* (prospectus, interviews des banquiers, questions à vos connaissances et relations, etc.), *l'estimation du rendement net* de chaque actif candidat au portefeuille, la prise en considération de la *concurrence en fonction de la courbe* des rendements par risque (celle que nous venons de voir).

83 D'après l'étude rapportée dans La Libre Entreprise du 7 décembre 1996, À quel livret se vouer, arrivent en tête des rendements (toutes primes incluses), avec 4,25 % l'an, les banques Argenta et Cortal, ensuite, avec 4 % tout ronds, le Crédit Lyonnais Belgium et Eural Unispar ; avec 3,75 %, HBK ; et toutes les autres ne méritent pas d'être citées pour leur si faible rendement. Signalons un magnifique 2,75 % pour toutes les "grandes" banques "classiques". L'on constate ainsi des écarts de rendement de plus de 54 %.

84 Le mathématicien Benoît Mandelbrot préconise même 4 fois plus, soit un minimum de 120 actifs financiers différents pour pallier le risque fractal, bien plus important que le risque β .

85 C'est ce que font les gestionnaires de SICAV et Fonds Communs de Placement. C'est pourquoi l'achat d'un tel produit apporte un risque diversifiable quasiment nul. Ce qui permet à son propriétaire de se libérer de ce souci tout en ne s'appropriant qu'une seule SICAV au lieu de plusieurs.

La Banque, la Bourse, la Finance, etc.

Ajoutons encore qu'il est préférable, d'un point de vue fiscal, de s'approprier des actifs capitalisables, dont les revenus lors de la revente ne seront pas taxés. Alors que les actifs qui donnent droit à un dividende sont forcément sujets au précompte mobilier. Notre point de vue est bien entendu celui du particulier *bon père de famille* qui n'est pas sujet à une imposition sur les plus-values réalisées, pour autant, bien entendu, que ses activités sur le marché boursier ne soient pas considérées comme des activités principales mais essentiellement accessoires et auxiliaires...

D'après les palmarès des SICAV (organisés par Micropal et publiés par la *Libre Entreprise* fin février de chaque année), on peut dire, en gros, qu'un investisseur attentif (celui qui a lu ce cours, donc qui s'informe et évite ainsi les brebis galeuses) réalisera les **performances** suivantes :

- En **SICAV de trésorerie**, il fera du **3 % maximum** (inflation déduite).
- En **SICAV d'obligations**, il fera du **8 % en moyenne**.
- En **SICAV d'actions**, du **16 % à 20 % en moyenne**.

Voici un tableau de décision pour gérer à moyen et long terme un portefeuille boursier. Il se base sur trois critères : la croissance (C), l'inflation par les prix (I), et le la valeur des taux d'intérêt de la banque centrale (T).

En fonction du niveau faible (0) ou élevé (1) de ces trois critères, il est possible de dégager des stratégies d'investissement. Celles-ci déterminent les parts relatives des produits de base de la finance dans notre portefeuille : plutôt constitué de devises (D), d'obligations (O) ou d'actions (A).

Comment ? en sachant que la croissance est directement liée aux placements en actions ; que le niveau des taux d'intérêt est associé aux placements en obligations ; et que l'inflation est inversement corrélée aux placements en devises (plus l'inflation est élevée, moins il est intéressant de placer son argent en devises).

Par exemple, lorsque la croissance est forte, l'inflation basse et les taux d'intérêt peu élevés, il vaut mieux que le portefeuille soit constitué d'actions (pour suivre la croissance) et de devises (l'inflation est faible), mais pas d'obligations.

C	I	T	Stratégies
0	0	0	D
0	0	1	O + D
0	1	0	Rien, ou produits dérivés
0	1	1	O
1	0	0	A + D
1	0	1	A + O + D
1	1	0	A
1	1	1	A + O

5. Exemples de questions

*Soyez spontané !
- Un Paradoxe -*

1. Expliquez la structure et la composition des différentes balances existantes.
2. Que savez-vous du Monétarisme ?
3. Expliquez le mécanisme de fluctuation des taux d'intérêts.
4. Qu'est-ce que le Carré Magique ?
5. Donnez la structure générale des organismes de contrôle et de tutelle du marché de l'argent en Belgique.
6. Quels sont les différents marchés de l'argent ?
7. Quels sont les rôles fondamentaux de la banque ?
8. Où se situe la banque vis-à-vis des agents macro économiques ?
9. Qu'est-ce que l'inflation ?
10. Quelles différences faites-vous entre les monnaies divisionnaire, fiduciaire et scripturale ?
11. Qu'est-ce qu'un taux nominal, un Taux d'Enfer, un taux flat, un taux d'escompte, un taux de réescompte ?
12. Que sont les coefficients de structure ?
13. Définir la structure et les rôles de chaque principal organisme de tutelle et de contrôle du marché de l'argent en Belgique.
14. Donnez des exemples d'indépendance du pouvoir exécutif et du pouvoir de l'argent (marché monétaire et marché financier) en Belgique. Dégagez au moins une faille dans le système et comment pourriez-vous y remédier ?
15. Quels sont les trois principaux soucis d'un banquier ?
16. Qu'est-ce que le coefficient de création monétaire ?
17. Que dit l'Arrêté Royal du 9 juillet 1935 ?
18. Que disent les accords de Bretton Woods ?
19. Que sont les concepts de désécialisation, d'internationalisation, de désintermédiation, de progrès technologique et de concentration dans le monde bancaire ?
20. Donnez la définition légale de la faillite.
21. Qu'a dit Nixon en 1971 ? Pourquoi le 15 août ?
22. Définissez les grandes lignes du SME.
23. Qu'est-ce la Loi Mammouth ?
24. Qu'est-ce que la loi d'autonomie de la fonction bancaire ?
25. Quelles sont les grandes étapes historiques du régime bancaire belge ?
26. Qu'appelle-t-on banques en Belgique ? Que recouvre ce terme ?
27. Quelles sont les EPC et quelles sont leurs particularités d'origine, avant la désécialisation ?
28. Décrivez les principaux postes du bilan d'une banque.
29. Quels sont les moyens d'action d'une banque ?
30. Qu'est-ce que le phénomène d'inversion des taux ?
31. Quelles sont les bases du Traité de Rome ?
32. Qu'est-ce que l'inflation importée et comment peut-on la combattre ?
33. Qu'est-ce que l'inflation par les coûts et comment peut-on la combattre ?
34. Qu'est-ce que l'inflation par la masse monétaire et comment peut-on la combattre ?
35. Qu'est-ce que le gold exchange standard ?
36. Qu'est-ce qui a provoqué la déclaration de Nixon en 1971 ?

37. Qu'ont décidé les accords du Smithsonian Institute ?
38. Qu'était le serpent monétaire ?
39. Qu'étaient les taux pivots ?
40. Qu'était l'indicateur de divergence ?
41. Qu'est-ce que le seuil de divergence ?
42. Donnez la structure du marché monétaire belge depuis la réforme de 1991.
43. Décrivez chaque compartiment du marché monétaire belge.
44. Classez par ordre de grandeur les taux pratiqués dans chaque compartiment du marché monétaire en Belgique. En tant que banquier, si vous avez besoin d'argent, à quel marché vous adressez-vous ?
45. Qu'est-ce que le taux d'intervention ?
46. Qu'est-ce que le BIBOR ? Et le LIBOR ?
47. Qu'est-ce que le principe des adjudications ?
48. Qu'est-ce que le Tender System ?
49. Que veut dire Primary Dealers ?
50. Combien vaut un certificat de Trésorerie et qui peut l'acheter ?
51. Comment la Banque Nationale peut-elle agir sur les taux et pratiquer sa politique monétaire ?
52. Quel est le principe fondamental qui régit la formation des cours des devises sur le marché des changes ?
53. Quels sont les deux types de cotations rencontrés sur le marché des changes ?
54. Comment se forment les cours des devises sur le marché des changes au comptant ?
55. Expliquez la formation des cours des devises sur le marché des changes à terme.
56. Que sont les termes report et déport ? Comment les calcule-t-on ? Donnez un exemple.
57. Expliquez la différence entre le système des taux de change fixes et le système des taux de change flottants.
58. Quel est le cadre légal de la politique monétaire belge ?
59. Comment s'exerce le pouvoir politique sur la politique monétaire en Belgique ?
60. Comment s'exprime le pouvoir financier sur la politique monétaire belge ?
61. Quelles sont les trois principales catégories d'instruments de politique monétaire et de crédit ?
62. Qu'est-ce que l'astreinte ? L'encadrement des dépôts ? L'encadrement des crédits ?
63. Quels sont les moyens directs et indirects de la politique monétaire belge ?
64. Quels sont les instruments de " fine tuning " et qu'est-ce que le " fine tuning " ?
65. Pourquoi les taux d'interventions sont-ils des instruments de fine tuning ?
66. Quels sont les risques que court un banquier quand on lui demande un crédit ?
67. Qu'est-ce que l'équation du risque ?

68. Quels sont les différents Comités rencontrés dans une banque et quelle est leur fonction respective ?
69. Quels sont les critères d'octroi de crédit.
70. Que sont : le fonds de roulement, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie d'une entreprise ?
71. Qu'entendez-vous par politique de crédit ?
72. Comment peut-on "liquéfier" un actif ?
73. Qu'appelle-t-on consolider la dette ?
74. Définissez brièvement les différentes formes de crédit en montrant leurs avantages, leurs inconvénients et leurs usages.
75. Donner le principe du crédit documentaire.
76. Quels sont les types de garanties ? Donnez un exemple de chaque type.
77. Qu'est-ce que le crédit sur notoriété ?
78. Comment est structuré le marché financier belge ?
79. Qu'est-ce que le marché primaire ?
80. Quels sont les différents types de titres ? Comment peut-on les classer ?
81. Qu'est-ce qu'une part de jouissance ?
82. Qu'est-ce qu'une part bénéficiaire ?
83. Quelles sont les mentions obligatoires d'une émission d'actions ?
84. Qu'est-ce que la prime d'émission ?
85. Qu'est-ce que le droit de souscription ? Le droit de préemption ? Le droit de préférence ?
86. Qu'est-ce qu'un script ? Un rompu ? Une souscription réductible ?
87. Qu'est-ce qu'une garantie de bonne fin ? Une prise ferme ?
88. Qu'est-ce que le marché au comptant et comment est-il subdivisé ?
89. Qu'est-ce que le marché à terme et quel genre d'opérations peut-on y faire ?
90. Qu'est-ce que le Parquet ? La Corbeille ? Le NTS ? Le BELFOX ?
91. Quelles sont toutes les caractéristiques possibles des obligations ? Que représentent-elles ?
92. Définissez les notions de primes de remboursement et d'émission tant pour les actions que pour les obligations.
93. Quelle différence faites-vous entre le taux facial, le taux nominal, le taux de rendement et le taux actuariel d'une obligation ?
94. Qu'est-ce qu'une obligation subordonnée ?
95. Que sont les obligations convertibles, avec warrant, et les certificats de conversion ?
96. Quelles différences faites-vous entre un droit de souscription et un droit de conversion ?
97. Qu'est-ce qu'une émission au robinet ?
98. D'où viennent les bons de caisse ? Quelle est leur utilité économique ? Quelles sont leurs caractéristiques ?
99. Qu'est-ce qu'un bon d'épargne ?
100. Quels sont les différents types d'emprunts obligataires du secteur public ?
101. Qu'est-ce qu'une rente perpétuelle ?
102. Qu'est-ce qu'une obligation à durée indéterminée ?

103. Quelle différence existe-t-il entre un fonds commun de placement et une SICAV ?
104. Comment classer les fonds communs de placement et les SICAV ?
105. Qu'est-ce qu'un certificat immobilier ?
106. Quelle différence y a-t-il entre un certificat de leasing immobilier et un certificat de location ?
107. Quelles sont les différentes manières d'émettre des certificats immobiliers ?
108. Qu'est-ce qu'une euro-obligation ?
109. Qu'est-ce qu'un bullet bond ? Un purchase fund ? Un sinking fund ? Un floating rate note ? Un dual currency bond ? Un zero coupon bond ?
110. Qu'est-ce qu'une option ? Le BELFOX ?
111. Comment libelle-t-on un ordre d'option ?
112. Tous les marchés sont à la baisse pour les semaines à venir. Quelles sont les stratégies possibles en option ? Idem quand les marchés stagnent. Idem quand les marchés fluctuent beaucoup sans qu'une tendance globale à la hausse ou à la baisse ne se dégage.
113. Quel est le vocabulaire inhérent aux options ?
114. Présentez et commentez les quatre dessins de base des options et à quelle stratégie de marché s'adaptent-ils ?
115. Comment calculez-vous le nombre de contrats d'options que vous pourrez acheter compte tenu du montant que vous voulez investir ?
116. Citez au moins un cas d'option cachée dans la vie courante des affaires.
117. Que dit la théorie des marchés efficients ?
118. Quelles sont les trois formes d'information ?
119. Quelles conclusions tirez-vous de la théorie des marchés efficients appliquée aux marchés boursiers internationaux ?
120. Qu'est-ce qu'un rendement ? Un rendement net ?
121. Qu'est-ce que le risque d'un actif financier ? Qu'est-ce qu'un risque diversifiable ?
122. Comment géreriez-vous aujourd'hui votre portefeuille de titres ? Et demain ? Quels sont vos critères ?
123. De quoi faut-il tenir compte lors de la constitution d'un portefeuille de titres ?
124. Pourquoi la gestion moderne d'un portefeuille de titres est-elle fondamentalement différente de la gestion d'il y a quelques années ?
125. Qu'est-ce que le sigle BXS ?
126. Qu'est-ce que l'Euronext ?
127. Vous hésitez entre emprunter 1 000 € à du x % ou à puiser 1 000 € de votre portefeuille boursier qui vous rapporte du y % (pour fixer les idées, on supposera que l'opération a lieu sur un an). Quelle relation y a-t-il entre ces deux taux ? À partir de quel moment devient-il plus intéressant d'emprunter ? Essayez avec un PAT à 6 % et un portefeuille qui rapporterait du 8 %. Empruntez-vous ou puisiez-vous dans votre capital boursier ?
128. Pouvoir définir les termes suivants :

adjudication
aval

agrégation bancaire
balance

astreinte
Banque Nationale

BELFOX	BIBOR	bons de capitalisation
bons mixtes	Bretton Woods	bullet bond
call	Carré Magique	Simple Fixing
cauchemar du banquier	caution	censeur
certificat de conversion	certificats de location	certificats de trésorerie
closing	CNCP	coefficient de rempli
coefficient de réserve	coefficients de structure	Comité du risque
concentration	Corbeille	G8
cotation du " certain " et de " l'incertain "		Courbe d'efficience
Crédit automatique	Crédit d'acceptation	Crédit de trésorerie
Crédit libre	credit scoring	décote
délit d'initié	déport	désécialisation
dividende	droit de préemption	droit de préférence
droit de souscription	dual currency bond	EPC
équation du risque	Escompte cédant	Escompte fournisseur
euro-obligation	Falcon	FIBOR
FIF	fine tuning	floating rate notes
garantie de bonne fin	Gold dollar standard	gold exchange standard
holding	INCA	indicateur de divergence
inflation	insider trading	internationalisation
KEYNES	leasing	lendit
LIBOR	loi Mammouth	Double Fixing
mécanisme des taux d'intérêt	Monétarisme	Nixon
NTS	Obligation à charnières	Obligation subordonnée
OCCH	OCP	OLO
OPA	OPE	OPEN MARKET
opening	action ordinaire	pair comptable
Parquet	part de jouissance	parts bénéficiaires
PAT	Marché Primaire	Primary Dealers
prime	prise ferme	action privilégiée
prix d'exercice	prix de remboursement	protocole d'autonomie
purchase fund	PUT	quotité
rapport d'émission	réforme	régent
Renting	REPO	report
risque	rompu	scripts
marché secondaire	serpent monétaire	seuil de divergence
Sicav	sinking fund	SME
souscription	sous-jacent	strips
SWAP	taux d'intervention	taux de change fixes
taux de change flottants	taux directeur	taux nominal
taux réel	Tender System	trend temporel
vendre à découvert	zero coupon bond	Zinzin

6. Bibliographie

*Ne cherchez pas à avoir le dernier mot. On
peut vous en donner l'occasion ...
- Robert Heinlein -*

- ANTOINE J., BROQUET C., CAPIAU-HUART M.-C., **Titres et bourse**, tomes 1 et 2, Deboeck Université, Coll. Entreprise, Bruxelles, 1988, tome 1 : 392 p., tome 2 : 303 p.
- ALSTEENS O. & CHARLET M., **Le dernier né des “ commercial papers ”, les billets de trésorerie. Une nouvelle forme de financement pour les (grandes) entreprises**, Eco-Soir, 28/08/92, p. 12
- ARTUS (Patrick), **Les Incendiaires – Les banques centrales dépassées par la globalisation**, Éd. PERRIN, France, 2007, 175 p.
- ASSOCIATION BELGE DES BANQUES, **Le Système Bancaire Belge**, Vol. 190, Coll. Aspects et Documents, Bruxelles, 1997, 110 p.
- ASSOCIATION BELGE DES BANQUES, **Les Banques en 1995**, Vol. 189, Coll. Aspects et Documents, Bruxelles, 1997, 80 p.
- ASSOCIATION BELGE DES BANQUES, **Vade-mecum statistique du secteur bancaire 1996**, Vol. 191, Coll. Aspects et Documents, Bruxelles, 1997, 166 p.
- ASSOCIATION BELGE DES BANQUES, **Le métier de banquier**, Association Belge des Banques, Bruxelles, 1997, 32 p.
- BAISIR R., **Opérations financières**, Institut Cooremans, Cours de 1990-1991, 165 p.
- BAISIR R., COUSIN J.M., DAVIER F., **Connaissances de gestion : indispensable pour l'accès à la profession**, Editions LABOR, Bruxelles 1990, 367 p.
- BAUDEN, Olivier, **Quand Francfort tousse, Bruxelles sort ses mouchoirs**, Intermédiaire n° 22, 20/10/98, p. 16
- BAUDOUX L. & de GRAND RY F., **Gagner de l'argent en options**, Telex-Invest / Investir en options, Bruxelles 1988, 155 p.
- BONNER (William), WIGGIN (Addison), **L'empire des dettes – À l'aube d'une crise économique épique**, Les Belles Lettres, Paris, 2006, 397 p.
- CHAMBOST E., **Le Piège Suisse**, Robert Laffont, Paris, 1983, 346 p.
- CHARROUX Robert, **Trésors du Monde enterrés, emmurés, engloutis**, Ed. Arthème Fayard, Coll. J'Ai Lu A190, Paris, 1962, 313 p.
- COLLINS E.G.C & DEVANNA M.A., Institut Supérieur de Gestion, **MBA, synthèse des meilleurs cours des grandes Business Schools américaines**, Maxima - Laurent Dumesnil Editeur, Paris 1991, 503 p.
- C.VDV, **S'informer pour survivre. Pour s'adapter au renouvellement rapide des connaissances, les PME doivent améliorer leur système d'information**, La Libre Entreprise, 24/10/92, p. 17.
- DEALVAUX (BÉATRICE), MICHIELSEN (STEFAN), **Le Bal des Empires – Les dessous du capitalisme belge**, Éditions Racine (Bruxelles), 1999, 350 p.
- DUPLAT, **Bourse et clubs d'investissements**, Edition de l'Organisation
- FRALON José-Alain, (Albert Frère) **Le Fils du Marchand de Clous**, Fayard, Paris, 1997, 350 p.

- GENERALE DE BANQUE, **Connaître la Banque - Les crédits - Perspectives 3**, Collection de la Générale de Banque, 16 p.
- GENERALE DE BANQUE, **L'Euro, concrètement**, Collection de la Générale de Banque, 59 p.
- GREENSPAN (Alan), **Le Temps des turbulences**, JC Lattès, Paris, 2007, 677 p.
- L'Echo, **La BNB cède ses certificats de trésorerie**, 29/10/92, p. 6.
- L'Echo, **Adjudications de la BNB**, 129/10/92, p. VIII.
- L'Echo, **Jouir du patrimoine immobilier de son vivant – Le crédit logement inversé permet au propriétaire d'une habitation de profiter de son habitation sans déshériter sa famille**, 16/06/07, p. 15.
- L'Echo, **Le Crédit Communal rejette la réforme des EPC**, 29/10/92, p. 1.
- L'Echo, **Le Crédit Communal n'est plus une EPC**, 03/04/93, p. 8.
- La Libre Entreprise, **La bourse d'alpha à omega**, 09/03/96, p. 16.
- La Libre Entreprise, **Le NTS supplante le CATS**, 06/07/96, p. 2.
- La Libre Entreprise, **Un tournant pour le Crédit Communal**, 23/03/96, p. 2.
- La Libre Entreprise, **Shopping de Luxe - Complaisant, le Luxembourg ?**, 10/08/96, p. 4.
- La Libre Entreprise, **La réponse de Duplat - Le difficile métier de contrôleur**, 10/05/97, p. 4.
- La Libre Entreprise, **Palmarès des Sicav - Sicav de Crystal 1997**, 27/02/97, Ed. Spéciale.
- La Libre Entreprise, **Quand les banques cèdent leurs crédits**, 8/11/97, p. 20
- Le Soir, **BBL : vers une foire d'empoigne entre Paris et Amsterdam**, 1/11/97, p. 7
- LE SOLLEN, GUÉNAELLE, **Pas d'économie sans monnaie**, Hatier, Coll. Optiques Économie, Paris 1993, 79 p.
- LEUSCHEL, Roland, **Jamais le dimanche, de préférence en octobre. Souvenirs et stratégies**, Roularta Books, Bruxelles, 1992, 119 p.
- LIERMAN, Frank, **Le Nouveau Visage du Marché Obligataire Public**, ULB-VUB / Solvay Business Review, 11/92, p. 7
- MANDELROT, Benoît, HUDSON, Richard L., **Une approche fractale des marchés – Risquer, perdre et gagner**, Éd. Odile Jacob, Paris, 2005, 361 p.
- MARBAIS, Olivier, **La Privatisation des Établissements Publics de Crédit**, Institut Cooremans, 1993, 114 p.
- MAYSTADT P., MERCIER P., LEFEBVRE O., SAUVENIERE H., DE CALLATA E., VALENDUC C., **Marchés financiers - Impôts directs : Réformes et enjeux, Reflets Perspectives de la vie économique**, tome XXIX, Bruxelles, juillet 1990, pp. 253 à 336.
- MC LUHAN, MARSHALL, **Pour comprendre les médias**, Mame/Seuil, Coll. Points n° 83, Paris, 1968 (1964 éd. originale), 404 p.

- **MERCIER P., Les nouveaux produits financier en Belgique : survol de leur utilisation**, in Reflets & Perspectives de la vie économique, tome XXIX, juillet 1990, pp. 263 à 280.
- **MINGUET A., Les Marchés Financiers Belges**, Office International de Librairie, Bruxelles & Louvain-La-Neuve, 1990, 349 p.
- **P.S., Almanij : étonnant return boursier**, L'Echo, 29/10/92, p. 6.
- **P.W., Pourvoir à une “ éducation ” plutôt qu’à une “ formation ”. Pour Petrofina, en raison de la vitesse à laquelle la technologie évolue, il faut apprendre à apprendre, apprendre à communiquer**, La Libre Entreprise, 10/92.
- **PRAET P., Théorie Monétaire I**, 2e candi Sciences économiques, 2e candi Solvay, première édition 1995-1996/6, ULB-PUB, +/- 400 p.
- **Solvay Business Journal, Sous le règne de l’incertitude – Jacques Attali et Ilya Prigogine face à l’émergence d’une science qui nous confronte à la complexité croissante du monde réel**, Solvay Business Journal n° 25, 25/04/99 – 25/06/99, p. 6
- **SOROS, GEORGE, L'Alchimie de la Finance**, Valor, Paris, 1998, 441 p.
- **SOROS, GEORGE, Le défi de l'argent**, Pocket 10419, Plon, Paris, 1996, 206 p.
- **SOROS, GEORGE, La vérité sur la crise financière**, Denoël Impacts, Paris, 2008, 212 p.
- **SOUSI-ROUBI, BLANCHE ; LEFRANC, DENIS, Banque et Bourse**, 4e éd., DALLOZ, Paris, 1997, 238 p.
- **TEULON F., Le système monétaire international**, Seuil Economie, Paris 1996, 94 p.
- **THIRY, ANDRÉ ; FABRY, PIERRE ; MERCIER, JEAN ; DESCAMPS, JEAN-MARIE ; JASPART, ANDRÉ, Manuel des Crédits**, Crédit Général, Bruxelles, 1987, 283 p.
- **TOFFLER A., Les nouveaux pouvoirs (Powershift). Savoir, richesse et violence à la veille du XXI^e siècle**, Fayard, Paris 1991, 658 p.
- **VAN DER ELST R., Les astuces de la bourse, questions et réponses**, L'Echo / L'Investisseur, Bruxelles 1991, 336 p.
- **WESTON & COPELAND, Managerial Finance**, Eighth Edition, The Dryden Press International Edition, Orlando -Florida 1989, 1035 p.
- **X.Z., Petite révolution en matière de crédit : taux hypothécaire variable dans 2 mois**, L'Echo, 29/10/92, p. 5.
- **Y.C., Les banques belges à l’action. Les autorités hésitent à leur donner le champ libre pour prendre des participations industrielles**, La Libre Entreprise, 17/10/92, p. 7.
- **ZEEGERS J., Retour aux recettes Keynésiennes. Relance vigoureuse et abandon du monétarisme, tels sont les remèdes préconisés par la CNUCED pour enrayer la “ déflation par la dette ”**, La Libre Entreprise, 26/9/92, p. 4

- ZEEGERS J., **Prix Nobel pour économiste original. En étendant l'analyse économique à l'ensemble des comportements humains, l'Américain de Chicago, Gary Becker, Est-il allé trop loin ?**, La Libre Entreprise, 17/10/92, p. 6
- ZEEGERS J., **Peut-on battre le marché boursier ?**, La Libre Entreprise, 06/02/93, p. 11
- ZEEGERS J., **Changes fixes et changes flottants**, La Libre Entreprise, 12/12/92, p. 13
- ZEEGERS J., **Cette Mystérieuse Politique Monétaire Allemande**, La Libre Entreprise, 29/08/93, p. 13

Films :

- **Le Sucre** (film français avec Depardieu, Picoli et Carmet)
- Le célèbre **Wall Street**

Romans :

- Les premiers romans de **Sulitzer**, dont Money, Cash, Fortune, Duel à Dallas, Le Roi Vert, etc.
- CHAMBOST E., **Le Piège Suisse**, Robert Laffont, Paris, 1983, 346 p.
- PAYNE D., **Le Dragon et le Tigre**, Le Livre de Poche, N° 6361, Paris, 1986, 1278 p.

BD :

- La série des Largo Winch

CD-ROM :

- Wall Street Trader 98, 1998, CD-ROM de jeu de simulation boursière
- La Bourse (française), CD-ROM éducatif

Radio & podcast :

- Radio BFM, <http://www.radiobfm.com/>, 107,7 Mhz (Bruxelles)

INTERNET :

- **Association Belge des Banque**, <http://www.abb-bvb.be>
- **Brussels Stock Exchange**, <http://www.bourse.be>

7. Index

A

Accords de Bâle II	42
action ordinaire	120
action privilégiée	120
adjudication	32, 51, 119
agrégation bancaire	119
astreinte	56, 91, 117, 119
aval	73, 119

B

balance	12, 13, 17, 23, 39, 40, 119
Banque Nationale	18, 21, 22, 23, 32, 33, 41, 46, 48, 51, 52, 53, 55, 56, 57, 58, 61, 66, 78, 79, 117, 119
BELFOX	82, 118, 119, 120
BIBOR	117, 120
bons de capitalisation	92, 98, 120
bons mixtes	92, 120
Bretton Woods	37, 38, 39, 40, 42, 54, 116, 120
bullet bond	98, 119, 120

C

call	22, 120
Carré Magique	15, 16, 116, 120
cauchemar du banquier	120
caution	69, 73, 120
censeur	120
certificat de conversion	91, 120
certificats de location	96, 120
certificats de trésorerie	32, 33, 56, 57, 79, 91, 120, 123
closing	104, 105, 120
CNCP	43, 49, 120
coefficient de emploi	56, 120
coefficient de réserve	56, 91, 120
coefficients de structure	25, 26, 41, 46, 55, 61, 116, 120
Comité du risque	47, 120
concentration	38, 78, 110, 116, 120
Corbeille	83, 118, 120
cotation du	120
Courbe d'efficience	120
Crédit automatique	63, 120
Crédit d'acceptation	69, 120
Crédit de trésorerie	63, 120
Crédit libre	63, 120
credit scoring	60, 63, 120

D

décote	80, 120
délit d'initié	109, 120
déport	54, 117, 120
désécialisation	38, 48, 78, 110, 116, 120
dividende	80, 81, 114, 120
Double Fixing	83, 120
droit de préemption	81, 118, 120
droit de préférence	81, 118, 120
droit de souscription	80, 81, 90, 118, 120

dual currency bond	98, 119, 120
--------------------------	--------------

E

EPC	12, 19, 43, 48, 49, 52, 53, 78, 116, 120, 123
équation du risque	60, 117, 120
Escompte cédant	66, 120
Escompte fournisseur	67, 120
euro-obligation	82, 97, 98, 119, 120

F

Falcon	99, 120
FIBOR	120
fine tuning	55, 57, 117, 120
floating rate notes	98, 120

G

G8	40, 120
garantie de bonne fin	69, 82, 90, 118, 120
Gold dollar standard	37, 120
gold exchange standard	116, 120

H

holding	120
---------------	-----

I

INCA	38, 43, 49, 120
indicateur de divergence	40, 117, 120
inflation	15, 17, 22, 39, 40, 57, 84, 110, 113, 114, 116, 120
insider trading	109, 120
internationalisation	38, 78, 110, 116, 120
IRG	18, 33, 47, 52, 120

K

KEYNES	11, 120
--------------	---------

L

leasing	19, 61, 96, 119, 120
lendit	97, 120
LIBOR	98, 117, 120
loi Mammouth	41, 120

M

Marché Primaire	120
marché secondaire	53, 78, 79, 82, 83, 98, 120
mécanisme des taux d'intérêt	120
Monétarisme	11, 13, 16, 116, 120

N

Nixon	37, 39, 54, 116, 120
NTS	82, 83, 85, 118, 120, 123

O

Obligation à charnières	120
Obligation subordonnée	120
OCCH	43, 49, 59, 120
OCP	12, 18, 43, 120
OLO	51, 52, 53, 56, 57, 79, 82, 92, 110, 120
OPA	24, 120

OPE 24, 120
OPEN MARKET..... 55, 57, 58, 120
opening 104, 105, 120

P

pair comptable..... 79, 80, 87, 120
Parquet..... 83, 118, 120
part de jouissance 80, 118, 120
parts bénéficiaires..... 80, 120
PAT 64, 65, 120
Primary Dealers..... 52, 53, 79, 117, 120
prime..... 85, 87, 88, 90, 100, 101, 102, 118, 120
prise ferme 82, 90, 118, 120
prix d'exercice..... 100, 103, 104, 105, 120
prix de remboursement 87, 88, 120
protocole d'autonomie..... 26, 120
purchase fund..... 98, 119, 120
PUT ... 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 109, 113,
120

Q

quotité..... 85, 100, 104, 105, 120

R

rapport d'émission..... 80, 81, 90, 120
réforme 22, 37, 51, 78, 117, 120, 123
régent..... 120
Renting 66, 120
REPO..... 55, 57, 58, 120
report 54, 117, 120
risque ... 24, 26, 48, 59, 60, 65, 84, 89, 94, 103, 110,
112, 113, 119, 120
risque de marché 60

risque opérationnel 60
rompu..... 81, 118, 120

S

scripts..... 81, 90, 120
serpent monétaire..... 40, 117, 120
seuil de divergence 117, 120
Sicav 19, 24, 120, 123
Simple Fixing..... 81, 83, 120
sinking fund..... 98, 119, 120
SME..... 23, 40, 42, 116, 120
souscription 64, 80, 81, 82, 118, 120
sous-jacent..... 100, 102, 103, 104, 105, 120
strips 81, 120
SWAP 55, 57, 58, 98, 99, 120

T

taux d'intervention..... 22, 52, 56, 57, 117, 120
taux de change fixes..... 42, 54, 117, 120
taux de change flottants..... 39, 42, 54, 117, 120
taux directeur..... 52, 120
taux nominal..... 17, 89, 116, 118, 120
taux réel 17, 120
Tender System..... 51, 117, 120
trend temporel 103, 104, 120

V

vendre à découvert..... 83, 120

Z

zero coupon bond..... 98, 119, 120
Zinzin..... 120