



Ce sont de solides attraits que présente le nouvel emprunt 3-6-9 de l'Etat belge 1995-98-01-04, du moins si l'investisseur envisage un placement à 6 ans au maximum. C'est ce qu'estime Christian Jaumain, actuair et professeur à l'UCL.

CARACTÉRISTIQUES DU PHILIPPE XVII

- Prix d'émission: au pair, soit à 100 (ce n'est pour l'instant qu'une hypothèse, le prix d'émission étant fixé le 13 novembre).
- Durée: remboursement au pair après 3, 6 ou 9 ans au gré du souscripteur-prêteur (option put). Pour l'investisseur institutionnel, l'option est toutefois limitée à 25 millions.
- Coupons: respectivement 5,10%, 6,75% et 7% pendant les périodes successives de 3 ans. Les coupons de 6,75% et de 7% sont des minima qui seront alignés sur les taux du marché des OLO à 3 ans tel qu'il se présentera dans 3 ans ou 6 ans respectivement.

Selon l'horizon de placement, quel est le rendement du Philippe XVII comparé à celui des OLO ou des bons de caisse? Nous retiendrons ici 3 horizons de placement: 3, 6 et 9 ans et le rendement des OLO au 24 octobre 1995, date de l'annonce du Philippe XVII. Pour permettre la comparaison, le rendement des OLO a été préalablement estimé pour des maturités entières. Quant aux bons de caisse à 3 et 6 ans, leur rendement est actuellement de 5,1% et de 6% respectivement.

Le rendement envisagé est le rendement actuel. Ce rendement n'est pas nécessairement le rendement réel. Il est égal au rendement réel si tous les coupons (et, le cas échéant, les flux intermédiaires) sont réinvestis au même taux depuis leur échéance jusqu'au terme de l'horizon choisi.

Les filons du Philippe

HORIZON DE PLACEMENT: 3 ANS

Atout moment, en particulier au bout de 3 ans, l'obligation peut être vendue sur le marché secondaire. Le prix est celui d'une obligation de maturité 3 ans ou de maturité 6 ans remboursée au pair. Le prix dépend donc du taux à 3 ans dans 3 ans et du taux à 6 ans dans 3 ans. C'est évidemment le prix le plus élevé qui sera retenu. Si ces taux sont inchangés, le prix est de 103,95, soit un rendement de 6,34% sur 3 ans. Ce rendement est supérieur à celui des OLO ou des bons de caisse à 3 ans (5,29% et 5,10% respectivement). Si, par exemple, les taux baissent respectivement à 5% et à 6%, le prix est de 104,77, soit un rendement de 6,59% sur 3 ans. Si le taux à 3 ans dans 3 ans atteint 6% et si le taux à 6 ans dans 3 ans est supérieur à 6,45%, le prix est de 102, soit un rendement de 5,73% sur 3 ans. Le prix est inférieur à 100 si les taux dépassent respectivement 6,75% (taux des coupons 4 à 6) et 6,86% (taux moyen des coupons moyen 4 à 9). Dans ce cas, la première option put au pair peut être exercée et le rendement sur 3 ans atteint sa valeur minimum de 5,10%. En conclusion, plus le taux à 3 ans dans 3 ans et le taux à 6 ans dans 3 ans sont bas, plus le rendement sur 3 ans du Philippe XVII est élevé. Le rendement sur 3 ans du Philippe XVII est inférieur à celui des OLO (5,29%) si le taux à 3 ans dans 3 ans et le taux à 3 ans dans 6 ans dépassent respectivement 6,52% et 6,74% (contre 5,29% actuellement). La différence de rendement est au maximum de 0,19%. Par ailleurs, en aucun cas, le rendement sur 3 ans du Philippe XVII n'est inférieur à celui des bons de caisse (5,10%).

HORIZON DE PLACEMENT: 6 ANS

Le prix est celui d'une obligation de maturité 3 ans remboursée au pair. Il dépend des taux à 3 ans dans 6 ans, mais le rendement dépend des coupons payés entre-temps, qui dépendent eux-mêmes des taux à 3 ans dans 3 ans. Si ces taux sont inchangés, le prix est de 104,63, soit un rendement de 6,50% sur 6 ans. Ce rendement est supérieur au rendement des OLO et des bons de caisse à 6 ans (6,35% et 6% respectivement). Ce rendement est maintenu si le taux à 3 ans dans 3 ans est inférieur à 6,75%. Le prix est inférieur à 100 si le taux à 3 ans dans 6 ans dépasse 7% et si le taux à 3 ans dans 3 ans est inférieur à 6,75%. Dans ce cas, la 2^e option put au pair peut être exercée et le rendement sur 6 ans atteint sa valeur minimum de 5,85%.

En conclusion, plus le taux à 3 ans dans 6 ans est bas et plus le taux à 3 ans dans 3 ans est haut, plus le rendement sur 6 ans du Philippe XVII est élevé. Le rendement sur 6 ans du Philippe XVII est inférieur à celui des OLO (6,35%) si le taux à 3 ans dans 6 ans dépasse 5,69% et si le taux à 3 ans dans 3 ans est inférieur à 6,75%. La différence de rendement est au maximum de 0,50%. Par ailleurs, le rendement sur 6 ans du Philippe XVII est inférieur à celui des bons de caisse (6%) si le taux à 3 ans dans 6 ans dépasse 6,60% et si le taux à 3 ans dans 3 ans est inférieur à 6,75%. La différence de rendement est au maximum de 0,15%.

HORIZON DE PLACEMENT: 9 ANS

L'obligation est remboursée au pair. Plus le taux à 3 ans dans 3 ans et plus le taux à 3 ans dans 6 ans sont hauts, plus le rendement sur 9 ans du Philippe XVII est élevé. Si ces taux sont inchangés, le prix est de 104,60, soit un rendement de 6,17%

sur 9 ans. Ce rendement est nettement inférieur au rendement des OLO à 9 ans (7,02%).

Le rendement sur 9 ans du Philippe XVII est supérieur à celui des OLO si le taux à 3 ans dans 3 ans et le taux à 3 ans dans 6 ans sont nettement supérieurs à leur niveau actuel. Cette condition signifie des taux à 3 ans très élevés à la fois dans 3 ans et dans 6 ans, la moyenne des 2 taux devant être de l'ordre de 8,25%.

IMPACT DE LA FISCALITÉ ET DES FRAIS

Pour l'investisseur non institutionnel, l'impact de la fiscalité devrait être mesuré. Si les coupons sont passibles du précompte de 15%, tel n'est pas le cas de la plus-value qui peut être dégagée après 3 ou 6 ans, ce qui diminue l'écart entre rendement brut et rendement net. Il convient également de tenir compte des taxes et frais s'il est fait appel au marché secondaire.

Horizon de placement	Rendement bons de caisse	Rendement OLO	Rendement Philippe XVII				
			si taux inchangés	minimum garanti	inférieur au rendement OLO si les taux à 3 ans dans 6 ans sont		
3 ans	5,10%	5,29%	6,33%	5,10%	3 ans	3 ans	> 6,52% > 6,74%
6 ans	6,—%	6,35%	6,50%	5,85%	3 ans	3 ans	< 6,75% > 5,89%
9 ans	—	7,02%	6,17%	6,17%	3 ans	3 ans	< 8,25% < 8,25%

CONCLUSIONS

- Pour l'investisseur.* Il est nécessaire de d'abord se fixer un horizon de placement. Pour un horizon de placement de 3 ans, le Philippe XVII se compare très avantageusement à une obligation ordinaire ou à un bon de caisse de maturité 3 ans. Pour un horizon de placement de 6 ans, la comparaison reste avantageuse dans de nombreuses éventualités, avec le privilège supplémentaire d'offrir une option put au bout de 3 ans. Par contre, pour un horizon de placement de 9 ans, la comparaison n'est favorable que moyennant des conditions qui paraissent plus difficiles à réaliser.
- Pour le Trésor.* Si, aux dates charnières, le taux à 3 ans est inférieur au minimum garanti, l'option put ne sera pas exercée. Des échanges entre investisseurs ne sont pas exclus pour autant, l'emprunt étant d'ailleurs au-dessus du pair. Mais ces échanges sont neutres pour le Trésor, qui aura emprunté à 9 ans au taux de 6,17%, bien inférieur aux conditions des OLO de même maturité. Si le taux à 3 ans est supérieur au minimum garanti, le Trésor aura effectué 3 emprunts successifs à 3 ans, opérations qu'il pratique régulièrement par le biais des OLO.

En définitive, le Philippe XVII apparaît comme une construction ingénierie, souple, intéressante pour le Trésor comme, moyennant quelques précautions, pour l'investisseur.