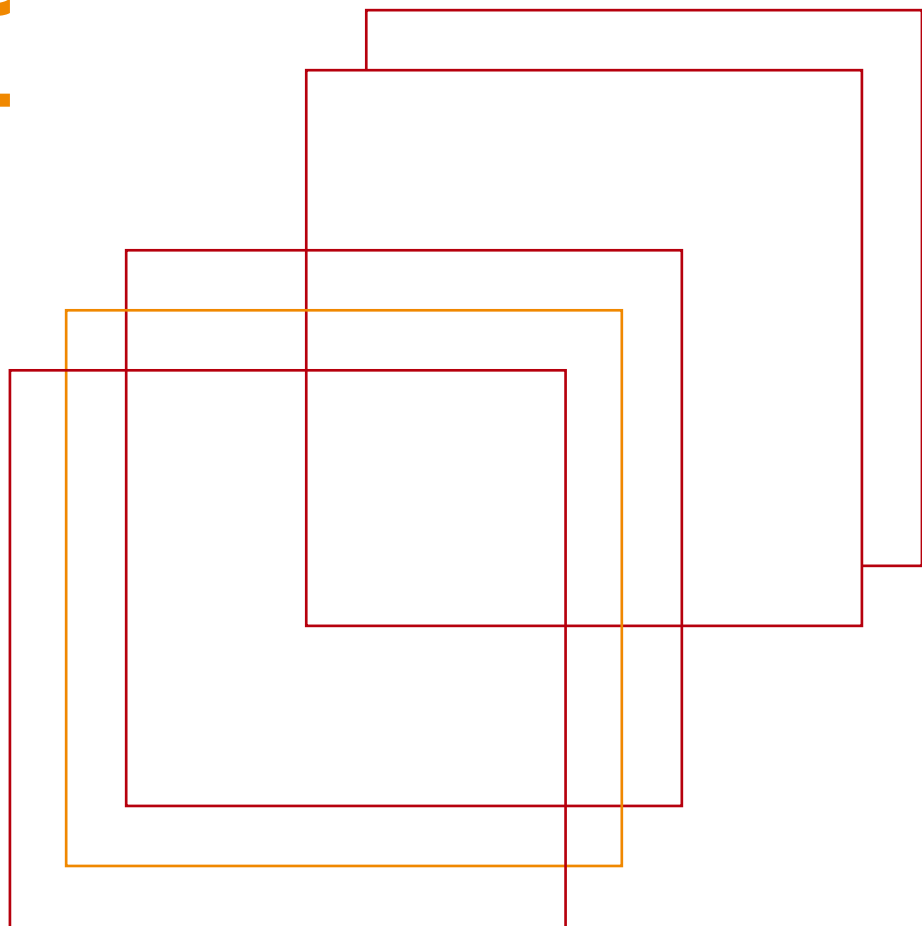


Rapport 2008



Fonds des Rentes



Le rapport annuel du Fonds des Rentes peut être consulté sur son site internet :

www.fondsdesrentes.be

Avant-propos

par Jean-Pierre Arnoldi, Président

Les turbulences qui ont secoué les marchés financiers internationaux à partir de la mi-2007 se sont propagées pour déboucher sur une crise financière extrêmement grave après la défaillance de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers durant le week-end des 13 et 14 septembre 2008. Le fonctionnement des marchés interbancaires a alors été fortement perturbé du fait d'un assèchement de la liquidité sur ces marchés. En Belgique, tout comme dans plusieurs autres pays, des institutions financières ont de ce fait été confrontées à de sérieux problèmes. En sus des opérations d'apport de liquidité de la banque centrale, les autorités belges ont adopté diverses mesures visant à renforcer la stabilité du système financier : des institutions financières systémiques ont été recapitalisées, le plafond de la protection accordée pour la garantie des dépôts a été relevé et une garantie de l'État pouvait être octroyée pour les engagements interbancaires. Même si ces deux dernières mesures n'ont pas eu un impact immédiat sur les besoins de financement du pouvoir fédéral, ni sur le ratio d'endettement, leurs effets potentiels peuvent être substantiels. En revanche, la recapitalisation de plusieurs grandes banques et d'une compagnie d'assurances a, dans une large mesure, dû être financée par des emprunts, augmentant le ratio d'endettement de quelque 6 p.c. du produit intérieur brut.

Dans la zone euro, les écarts de rendement s'étaient creusés avant même l'éclatement de la crise financière. L'incertitude croissante régnant sur les marchés financiers est en effet allée de pair avec un regain d'aversion au risque de la part des investisseurs. Il en a résulté une fuite vers les actifs les plus solvables et les plus liquides, en particulier les fonds publics allemands, lesquels bénéficient de la très grande liquidité du marché à terme Eurex. Après la faillite de Lehman Brothers, les risques de crédit souverains ont été réévalués en fonction des incidences immédiates et potentielles sur les finances publiques des mesures de stabilisation prises par les pouvoirs publics. La réduction de la liquidité sur bon nombre de marchés secondaires de fonds publics a rendu les investisseurs plus attentifs à l'augmentation du risque de liquidité. Ces risques croissants se sont traduits par un accroissement fulgurant des écarts de rendement, atteignant des sommets qui n'avaient jamais été enregistrés depuis l'introduction de l'euro.

Lorsqu'un nombre toujours plus grand d'indicateurs ont montré que les répercussions de la crise financière pesaient sur l'économie réelle, les pouvoirs publics de nombreux pays ont pris des mesures budgétaires de relance visant à atténuer la détérioration du climat économique, qui était beaucoup plus grave que prévu au départ. L'inflation se repliant rapidement, les banques centrales ont parallèlement assoupli leur politique monétaire. Entre-temps, les marchés financiers craignaient de plus en plus qu'une nouvelle vague de recapitalisations d'institutions financières en difficulté ne fût inéluctable. Dans la mesure où ces interventions, ainsi que les impulsions budgétaires favorisant la croissance, aggraveraient encore la situation budgétaire, le sentiment que les risques de crédit souverains s'alourdisaient encore s'est renforcé, ce qui s'est traduit par un nouveau creusement des écarts de rendement, lesquels ont atteint de nouveaux records. Les élargissements les plus importants ont été enregistrés par les pays les plus durement touchés par la crise financière, c'est-à-dire ceux dont la notation de crédit avait été abaissée ou dont la perspective de notation était devenue négative. Les fonds publics belges ont engrangé des résultats meilleurs que ceux de ce dernier groupe, mais moins bons que, par exemple, ceux de leurs équivalents français ou néerlandais.

Les institutions financières ont réduit leur octroi de crédit au vu des difficultés croissantes qu'elles ont rencontrées pour financer leurs actifs sur les marchés interbancaires et de leur situation financière précaire. Leur réticence s'est encore accrue lorsque le retournement conjoncturel a

également affecté la qualité de leurs débiteurs. Dans ce contexte, les primary dealers, en leur qualité de teneurs de marché, se sont montrés de moins en moins enclins à détenir d'importantes positions à risque, compte tenu, en particulier, de la volatilité élevée des cours. Sur les plates-formes de négociation électroniques, où les teneurs de marché encourent les plus grands risques en raison de l'affichage de cours fermes, les obligations de cotation ont été supprimées à partir de la mi-septembre, de sorte qu'ils n'ont plus dû coter que dans la mesure du possible. La liquidité du marché secondaire, y compris les transactions par téléphone, s'est réduite sous l'effet de l'élargissement des marges entre les cours acheteur et vendeur. Ce recul de la liquidité a sans aucun doute contribué à l'accroissement des écarts de rendement par rapport aux emprunts publics allemands. Il a également entravé le processus de « price discovery » sur le marché secondaire, ce qui contraint les émetteurs publics à octroyer des concessions de prix beaucoup plus larges lors de leurs émissions sur le marché primaire.

Globalement, tant les mesures de résorption de la crise financière que celles de soutien à l'activité économique ont entraîné en Belgique une nette augmentation des besoins de financement des pouvoirs publics. Sous l'effet de l'élargissement de l'écart de rendement par rapport aux fonds publics allemands et des concessions de prix plus larges, les conditions auxquelles les pouvoirs publics belges peuvent faire appel au marché se sont détériorées en termes relatifs. Dans le même temps, la concurrence sur le marché primaire s'est considérablement intensifiée, étant donné que la quasi-totalité des pays sont confrontés à une croissance exponentielle des programmes d'émission et qu'en outre, de plus en plus d'émissions bénéficient de la garantie de l'État. Au niveau de la demande, en revanche, les primary dealers sont devenus moins disposés, en raison de contraintes bilantaires, à prendre des positions en titres importantes et les hedge funds ont virtuellement disparu du marché au vu des difficultés considérables à financer leurs positions d'arbitrage. Malgré l'effet bénéfique du phénomène de « fuite vers la qualité » en faveur des obligations publiques, le marché belge des titres publics, tout comme ses concurrents directs, est dès lors confronté à des défis majeurs.

Comité du Fonds des Rentes

Composition au 31 décembre 2008

- PRÉSIDENT : **Jean-Pierre ARNOLDI**,
Administrateur général de l'Administration de la Trésorerie.
- MEMBRES : **Jan SMETS**,
Directeur de la Banque nationale de Belgique.
- Jean HILGERS**,
Directeur-Trésorier de la Banque nationale de Belgique.
- Omer VAN DRIESSCHE**,
Auditeur général des Finances à l'Administration de la Trésorerie.
- Serge BERTHOLOMÉ**,
Premier conseiller de la Direction à la Banque nationale de Belgique.
- Ingrid VAN HERZELE**,
Directeur à l'Administration de la Trésorerie.
- SECRÉTAIRE : **Ann Marie VAN DE KERKHOVE**,
Attaché des Finances à l'Administration de la Trésorerie.
- DÉLÉGUÉ : **Herwig SMISSAERT**,
Inspecteur général à la Banque nationale de Belgique.

Table des matières

AVANT-PROPOS	5
COMITÉ DU FONDS DES RENTES	7
1. MARCHÉS SECONDAIRES DES FONDS PUBLICS	11
1.1 Évolution des taux d'intérêt	11
1.2 Marché boursier centralisé	13
1.3 Marché hors bourse réglementé par le Fonds des Rentes	16
2. SURVEILLANCE ET RÉGLEMENTATION	23
2.1 Cadre réglementaire du marché réglementé hors bourse	23
2.2 Aspects opérationnels et de surveillance	25
2.3 Surveillance du respect des règles et obligations relatives au marché	31
3. COMPTES ANNUELS	35
3.1 Évolution des principaux postes du bilan du Fonds des Rentes	38
3.2 Fluctuations du portefeuille de fonds publics	41
3.3 Résultats	42
ANNEXE STATISTIQUE	47
LISTE DES ABRÉVIATIONS	51
SIGNES CONVENTIONNELS	53

REMARQUE PRÉLIMINAIRE

Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, en raison des arrondis.

1. Marchés secondaires des fonds publics

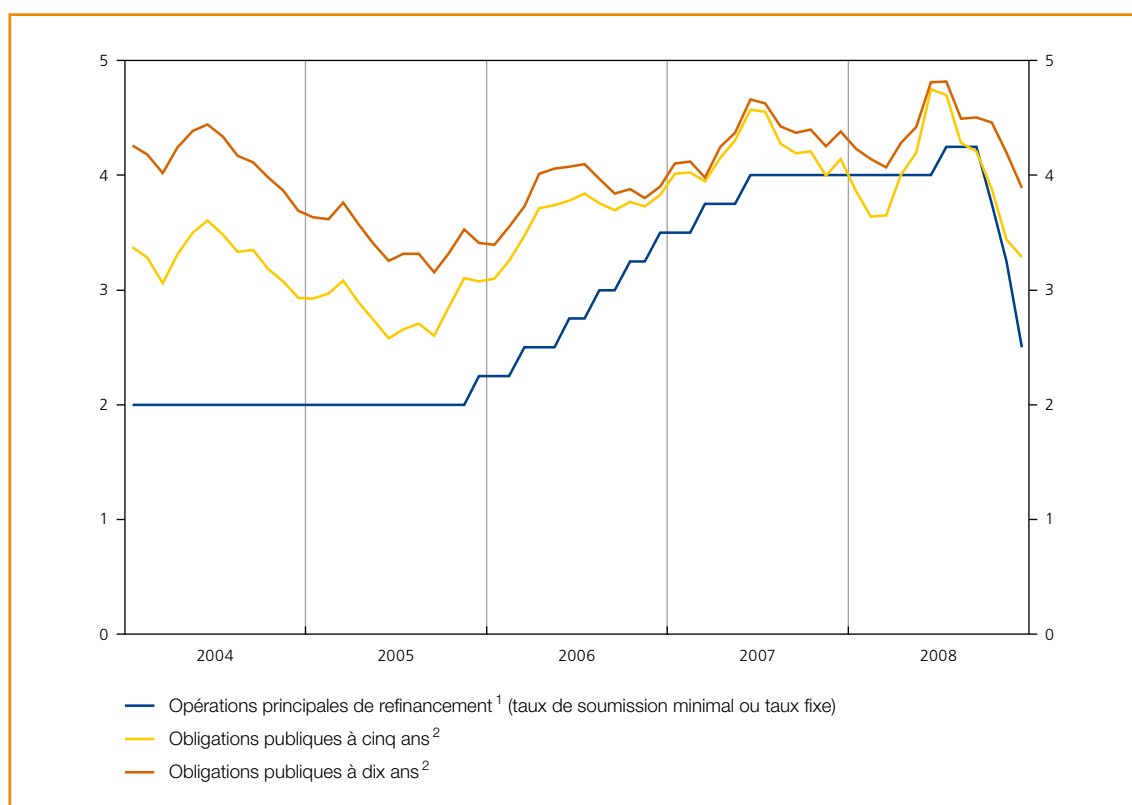
1.1 ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

Deux chocs majeurs ont ébranlé l'économie mondiale en 2008 : une accélération des hausses du prix des matières premières jusqu'au milieu de l'année et une brusque intensification des tensions au sein du système financier à partir de la mi-septembre. Bien qu'ils aient des causes spécifiques, ils trouvent tous deux leur source dans les excès financiers des années précédentes. Il en a résulté respectivement une poussée temporaire de l'inflation et un fort ralentissement de l'activité.

L'expansion de l'économie mondiale est revenue de 5 p.c. en 2007 à 3,8 p.c. Le ralentissement de l'activité, qui avait frappé les États-Unis en premier lieu, s'est propagé jusqu'à affecter presque le monde entier. Dans la zone euro, la croissance a reculé de 2,6 à 1 p.c. Les pays qui avaient enregistré une vive expansion de l'économie et un boom de l'immobilier au cours des années précédentes, tels que l'Espagne et l'Irlande, ont été particulièrement affectés. L'essoufflement de l'activité

GRAPHIQUE 1.1 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR ET À LONG TERME DANS LA ZONE EURO

(moyennes mensuelles, sauf mention contraire)



Sources : BRI et BCE.

1 Données à la fin du mois.

2 Moyenne des taux de rendement sur les obligations émises par les États membres de la zone euro, pondérée par les encours respectifs de la dette publique.

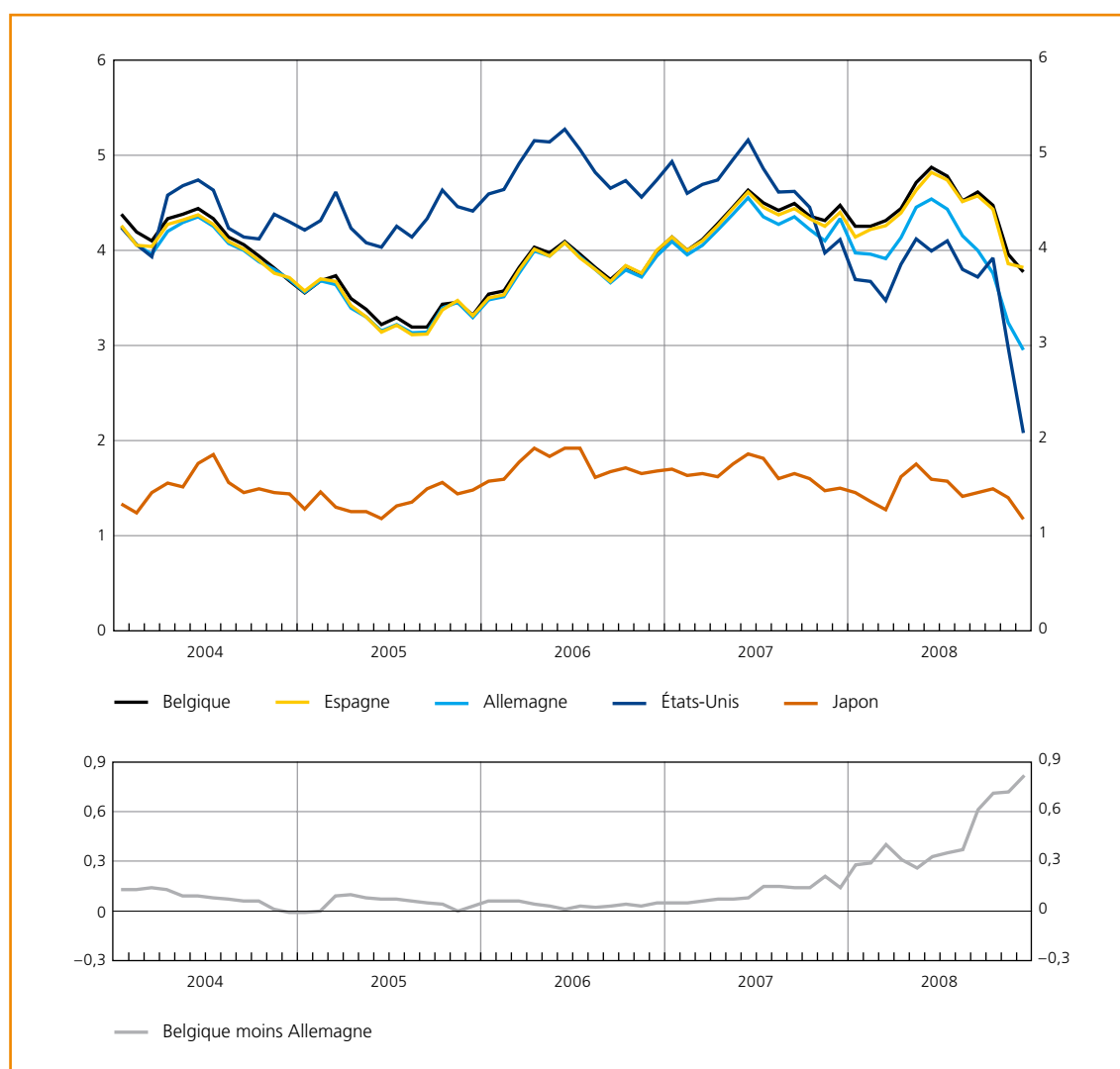
a été un peu moins marqué en Belgique que dans les grands pays européens : la croissance du produit intérieur brut de la Belgique a reculé de 2,6 à 1,1 p.c. Ces taux annuels masquent une nette détérioration de l'activité économique en cours d'année, essentiellement durant le dernier trimestre.

L'inflation s'est pour sa part inscrite en hausse presque partout jusqu'au troisième trimestre sous l'effet du vif renchérissement du prix des matières premières. Elle a ensuite reflué, une brutale dégradation des perspectives de la demande ayant fait baisser le prix des matières premières.

Au premier semestre de l'année sous revue, la conduite de la politique monétaire dans les principales économies a différé. Aux États-Unis, l'assouplissement entamé à la fin de 2007 s'est poursuivi. La Réserve fédérale a ramené, en quatre étapes, les taux d'intérêt de 4,25 à 2 p.c. Au Japon, les taux directeurs sont demeurés inchangés. Dans la zone euro, la banque centrale a au contraire augmenté

GRAPHIQUE 1.2 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME¹

(données à la fin de la période)



Sources : BNB et Fonds des Rentes.

¹ Taux de rendement bruts de l'emprunt de référence à 10 ans (ou « benchmark ») du secteur public sur le marché secondaire (voir annexe statistique, tableau S.3, p. 49). Chaque modification d'emprunt de référence peut donner lieu à une rupture dans le graphique étant donné qu'aucune correction n'est apportée pour l'allongement de la durée réelle qui se produit à ce moment.

les taux d'intérêt. Le 3 juillet, en raison d'une détérioration des anticipations inflationnistes, l'Eurosystème a ainsi relevé de 4 à 4,25 p.c. le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement.

Lorsque la crise financière a pris un tour plus dramatique, faisant refluer les menaces inflationnistes, la plupart des banques centrales ont assoupli leur politique de taux d'intérêt. Aux États-Unis, l'objectif pour le taux des fonds fédéraux est revenu en trois étapes de 2 p.c., niveau auquel il avait été fixé le 30 avril, à une fourchette comprise entre 0 et 0,25 p.c. De surcroît, la Réserve fédérale a mené une politique d'assouplissement, tant quantitatif, en gonflant considérablement son bilan, que qualitatif, en substituant des créances plus risquées aux emprunts d'État figurant à l'actif de celui-ci. La banque centrale japonaise a abaissé son taux de 20 p.b. à deux reprises, le ramenant ainsi à 0,10 p.c. Dans la zone euro, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené en quatre étapes de 4,25 p.c. début octobre à 2 p.c. au début de janvier 2009.

Les écarts de rendement entre l'emprunt de référence allemand à dix ans et les emprunts de référence des autres pays de la zone euro se sont notablement creusés au cours de l'année sous revue. Une première accentuation des écarts a été enregistrée entre février et la mi-mars, lorsque les problèmes de la banque d'investissement Bear Stearns ont, une première fois, exacerbé les tensions financières. Cet accroissement a été fort marqué dans les pays où la dette publique demeure élevée, comme la Belgique et l'Espagne. En revanche, en France et aux Pays-Bas, deux pays qui possèdent une notation de crédit identique à celle de l'Allemagne, le saut a été plus limité. Cette augmentation des écarts a reflété en partie une réévaluation du risque de crédit souverain par les investisseurs. En Belgique, les inquiétudes liées aux tensions politiques et les incertitudes entourant le déroulement du contrôle budgétaire ont aussi contribué à accentuer les écarts. Le climat de panique qui a régné sur les marchés financiers à la suite de l'effondrement de Lehman Brothers en septembre a par ailleurs encore sensiblement élargi les écarts de rendement. La fuite vers la qualité qui en a découlé s'est accompagnée d'un glissement en faveur des fonds publics les plus liquides et les moins risqués.

En 2008, l'écart de rendement entre les emprunts de référence à dix ans allemand et belge s'est établi à 42 p.b. en moyenne annuelle, contre 10 en 2007. À la fin de l'année, l'écart atteignait 82 p.b., contre 14 à la fin de 2007. Les emprunts de référence néerlandais et français ont affiché de meilleurs résultats que leur équivalent belge, de sorte que les écarts par rapport à ce dernier sont passés de respectivement 6 et 5 p.b. à 23 et 37 p.b. entre la fin de 2007 et la fin de 2008. Par contre, à la fin de l'année, le rendement de l'emprunt de référence à dix ans espagnol était supérieur de 5 p.b. à celui de la Belgique, alors qu'il lui était encore inférieur de 7 p.b. un an plus tôt.

1.2 MARCHÉ BOURSIER CENTRALISÉ

Le Fonds des Rentes a pour mission première d'assurer la liquidité du marché secondaire des titres de l'État, en faveur principalement des personnes qui interviennent sur ce marché en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle. Il le fait soit en intervenant lui-même sur le marché du fixing, soit en s'assurant la collaboration d'apporteurs de liquidité sur le marché continu dans un cadre veillant à la protection des intérêts des petits porteurs.

TABLEAU 1.1 VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ BOURSIER DES RENTES

(valeur nominale en millions d'euros)

	Marché du fixing					Marché continu		
	Titres achetés		Titres vendus		Total	Nombre de transactions (milliers)	Obligations linéaires	Bons d'État
	par les placeurs	par le Fonds des Rentes	par les placeurs	par le Fonds des Rentes				
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e) = (a) + (b) = (c) + (d)	(f)	(g)	(h)
2004	78,2	205,5	213,7	70,0	283,7	29,8	–	–
2005	36,4	164,0	169,4	30,7	200,3	22,4	53,7 ¹	–
2006	44,9	136,5	145,5	36,0	181,5	20,1	113,7	–
2007	20,7	58,0	62,5	16,2	78,7	9,6	156,6	102,4 ²
2008	2,6	12,2	12,1	2,7	14,8	2,7	151,1	114,7
2008 Janvier	0,4	3,3	3,3	0,4	3,7	0,6	14,6	10,0
Février	0,8	2,7	2,6	0,9	3,5	0,6	26,5	9,4
Mars	0,6	3,8	3,8	0,6	4,4	0,5	12,8	10,2
Avril	0,5	2,0	2,0	0,5	2,5	0,5	10,8	11,2
Mai .....	...	...	...	...	...	0,1	8,3	10,0
Juin	0,1	...	...	0,1	0,1	0,1	9,4	17,8
Juillet	0,1	...	...	0,1	0,1	0,1	3,2	6,0
Août .....	...	...	...	...	...	...	1,0	4,5
Septembre .....	...	...	...	...	...	0,1	13,5	11,8
Octobre	0,1	0,4	0,4	0,1	0,5	0,1	39,8	9,9
Novembre .....	...	...	...	...	...	...	7,3	6,9
Décembre .....	...	...	...	...	...	...	4,0	7,0

Sources : Euronext Brussels et Fonds des Rentes.

1 Le marché continu en OLO a démarré le 4 avril 2005.

2 Le marché continu en bons d'État a démarré le 6 mars 2007.

Le Fonds garantit la liquidité des emprunts les moins liquides cotés sur le marché du fixing. À cet effet, il fixe un cours par semaine et par emprunt. Lors de la fixation des cours, le Fonds se donne pour objectif de garantir un prix correct aux placeurs particuliers, eu égard aux caractéristiques propres de chaque emprunt. Au cours fixé, il se porte contrepartie pour l'excédent d'offre ou de demande, compte tenu d'une éventuelle réduction des ordres des professionnels.¹

Les obligations linéaires à taux fixe² et les bons d'État sont cotés sur le marché continu. La liquidité de ce marché est garantie par l'intervention d'un apporteur de liquidité désigné par Euronext. Le contrat d'apporteur de liquidité³ qui concerne le marché des rentes est soumis préalablement pour avis au Fonds des Rentes et à la Trésorerie.

1 Les règles du marché des rentes prévoient en l'article 27 que le Fonds des Rentes dans le cadre de sa mission de régulateur, peut soumettre sans condition un ordre sur le marché du fixing à une exécution partielle en le réduisant jusqu'au plus petit des montants nominaux ci-après :

- 125.000 euros pour les rentes libellées en euro;
- 1 pour mille du capital nominal en circulation de la rente considérée.

2 Par contre, l'OLO à taux variable est cotée hebdomadairement sur le marché du fixing.

3 La société Florint B.V.

Le transfert des derniers bons d'État¹ vers le marché continu a pris place le 22 avril après la modification² de l'article 18 de l'arrêté royal du 14 juin 2005 relatif au marché des rentes autorisant désormais l'admission de fonds publics à la négociation sur le marché continu lorsqu'au moins un apporteur de liquidité a été désigné par Euronext au moment de cette admission. Auparavant, cet article stipulait qu'il fallait le concours d'au moins deux apporteurs de liquidité. Après le retrait d'un apporteur de liquidité et l'impossibilité d'en trouver un deuxième, une modification réglementaire s'imposait.

1.2.1 VOLUME DES TRANSACTIONS

Le volume global sur le marché du fixing a fortement régressé après le transfert des derniers bons d'État vers le marché continu. Il ne reste plus qu'un fixing hebdomadaire où sont cotés l'OLO à taux variable, les emprunts perpétuels et les emprunts à lots et à tirage dont le volume d'activité est insuffisant pour justifier un fixing journalier. Par conséquent, le volume est passé de 78,7 millions en 2007 à 14,8 millions. Tant les ventes des placeurs particuliers, passant de 62,5 millions en 2007 à 12,1 millions, que leurs achats, revenant de 20,7 millions en 2007 à 2,6 millions, se sont fortement contractés.

Par solde, le Fonds des Rentes a acheté un montant net de 9,5 millions sur le marché du fixing, inférieur de quelque 31,9 millions aux 41,4 millions acquis en 2007.

Le volume du marché continu a légèrement progressé, passant de 259 millions en 2007 à 265,8 millions. Cette évolution s'explique partiellement par un effet de vases communicants du fait du transfert des derniers bons d'État vers le marché continu le 22 avril. Les bons d'État ont généré sur le marché continu un chiffre d'affaires de 114,7 millions, contre 102,4 millions en 2007. Les OLO ont enregistré une activité en légère diminution de 151,1 millions, contre 156,6 millions en 2007. L'intérêt des investisseurs pour la sécurité des OLO a été particulièrement vif en octobre dans un contexte d'aversion au risque et de pertes boursières sur les marchés d'actions.

1.2.2 MODIFICATION DE L'INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ DE NYSE-EURONEXT, D'EUROCLEAR ET DE LCH.CLEARNET

Le système de négociation de NYSE-Euronext a été complètement remplacé. Le nouveau système plus performant et plus résistant, dénommé Universal Trading Platform, a remplacé l'ancien NSC-EMM à partir du 8 décembre pour les obligations. Ce système universel couvre maintenant tous les marchés, tant au comptant que de dérivés. Ce changement a été mis à profit pour harmoniser l'intitulé des obligations cotées sur NYSE-Euronext.

Le « Single Order Book » (SOB) et la phase 3 du projet « Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities » (ESES)³ à Bruxelles ont été mis en production respectivement le 14 et 19 janvier 2009. Le SOB a mis un terme à la cotation d'une même valeur sur différentes places boursières de NYSE-Euronext (« multiple listing »).

¹ Les bons d'État d'échéance septembre. Voir aussi le rapport annuel 2007, p. 13 et 14.

² Arrêté royal du 8 avril 2008 modifiant l'arrêté royal du 14 juin 2005 relatif au marché des rentes (*Moniteur Belge* du 16 avril 2008).

³ Voir le rapport annuel 2006, p. 16 et 17.

LCH.Clearnet, qui est chargé de la compensation des opérations en rentes traitées sur NYSE-Euronext, et le « Depository Trust & Clearing Corporation » (DTCC) américain ont annoncé le 22 octobre leur intention de procéder à une fusion des deux entités le 15 mars 2009¹.

1.3 MARCHÉ HORS BOURSE RÉGLEMENTÉ PAR LE FONDS DES RENTES

1.3.1 REMARQUE MÉTHODOLOGIQUE PRÉLIMINAIRE

L'entrée en vigueur de la directive MiFID au 1^{er} novembre 2007 était accompagnée d'une révision complète de l'organisation du reporting qui permet au Fonds des Rentes de disposer d'un aperçu global des transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie, effectuées dans l'EEE². Toutefois, au cours de l'année sous revue, les nouvelles informations auxquelles le Fonds a désormais accès n'étaient pas encore suffisamment complètes et rapides pour publier des statistiques sur cette base. En outre, le Fonds des Rentes devait également effectuer les développements informatiques nécessaires pour pouvoir les exploiter. Par conséquent, l'ancienne méthodologie a continué à être utilisée pour établir les statistiques relatives aux volumes des transactions d'achat/vente pour le présent rapport. Il est à signaler qu'à partir du début de 2009, le Fonds des Rentes intègre l'information sur les transactions obtenue via le système d'échange européen de déclarations des transactions TREM dans les volumes de transactions qu'il publie³.

Les statistiques établies selon l'ancienne méthodologie, qui proviennent essentiellement des données du reporting imposé aux membres du marché réglementé hors bourse⁴, montrent des imperfections. Elles comportent ainsi un certain nombre de transactions de sell/buyback, apparentées aux cessions-rétrocessions, qui ne peuvent être détectées qu'ex post au moyen d'un système de dépistage. De surcroît, les transactions d'achat/vente conclues par des non-membres du marché, pour qui l'obligation de déclaration au Fonds des Rentes n'est pas d'application, et liquidées dans les systèmes internationaux de liquidation, ce qui est le cas pour la plupart de ces transactions, n'apparaissent pas dans les statistiques de volume du Fonds des Rentes. Il est à remarquer que ces deux phénomènes ont un effet opposé sur les chiffres établis et se compensent dès lors partiellement.

La proportion de l'encours détenue dans les systèmes internationaux de liquidation donne une indication de l'étendue que ces imperfections méthodologiques peuvent occasionner. Elle s'élève à respectivement 47 p.c. en OLO et à 64 p.c. en certificats de trésorerie, soit en baisse de respectivement 1 p.c. pour les OLO et de 2 p.c. pour les certificats de trésorerie.

1.3.2 OBLIGATIONS LINÉAIRES

Le volume des transactions d'achat/vente rapportées au Fonds des Rentes en obligations linéaires a augmenté de quelque 4 p.c., passant de 902 milliards en 2007 à 938 milliards. En déduisant un montant estimé de 286,4 milliards de transactions de sell/buyback⁵, le montant réel estimé des achats/ventes en OLO a augmenté de 644,1 milliards en 2007 à 651,6 milliards, une croissance de 1 p.c. comparée à une augmentation de 12 p.c. l'année antérieure. La recherche de la sécurité par les investisseurs dans un contexte de grave crise financière a favorisé les obligations linéaires dont le

¹ Un consortium composé de huit banques et d'ICAP n'était pas parvenu à se mettre d'accord pour formuler une surenchère à la date prévue du 15 mars 2009. La chambre de compensation américaine DTCC a repoussé la finalisation de son offre sur LCH.Clearnet au-delà de la fin du mois de mars 2009.

² Voir le chapitre 2, point 2.2.2, « Reporting MiFID à la CBFA », p. 25 et 26.

³ Voir le chapitre 2, point 2.2.3, p. 30 et 31.

⁴ Voir encadré, p. 17.

⁵ En 2007, un montant de sell/buybacks de 257,9 milliards avait été enregistré (chiffre revu).

Marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie

Entreprise de marché

Le Fonds des Rentes est l'entreprise de marché du marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie.

Délimitation du marché

Le marché réglementé hors bourse comprend les opérations d'achat et de vente en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie pour lesquelles un membre du marché¹ intervient, soit pour compte propre, soit pour compte de tiers. Les opérations exécutées sur un autre marché réglementé, sur un MTF ou conclues en interne par l'intermédiaire d'un internalisateur systématique, d'une part, et les opérations conclues de gré à gré, d'autre part, ne tombent pas dans son champ d'application.

Règles de marché

Le Fonds des Rentes édicte les règles de marché, qui déterminent le fonctionnement du marché réglementé hors bourse.

Obligation de reporting

Les membres du marché doivent communiquer au Fonds des Rentes toutes leurs opérations d'achat/vente conclues sur le marché réglementé hors bourse, que ce soit pour leur compte propre ou pour le compte d'un ou plusieurs clients².

Transparence du marché

Le Fonds des Rentes publie quotidiennement le cours de référence ainsi que le volume et le nombre d'opérations d'achat/vente relatifs aux différents titres cotés sur le marché réglementé hors bourse.

¹ La liste des membres du marché peut être consultée sur le site internet du Fonds des Rentes www.fondsdesrentes.be.

² Les primary dealers en valeurs du Trésor belge sont tenus de déclarer au Fonds des Rentes toutes leurs opérations d'achat et de vente en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie, conclues sur ou en dehors du marché réglementé hors bourse.

différentiel vis-à-vis de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas s'est de plus fortement élargi durant l'année. Si la volatilité historique des rendements a encore augmenté en cours d'année, ce qui est généralement un élément favorable au trading, l'activité entre teneurs de marché a été freinée par la forte augmentation de la différence entre prix à l'achat et à la vente. Dans un contexte de fortes diminutions de valeurs de certaines obligations structurées et de difficultés de financement sur les marchés interbancaires, les activités de trading obligataires, pourtant bénéficiaires, ont été réduites de sorte que les volumes se sont taris en cours d'année pour tomber à un minimum à partir du mois de novembre.

TABLEAU 1.2 VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ HORS BOURSE DES FONDS PUBLICS¹

(valeur nominale en milliards d'euros)

	Volume global	Dont marchés électroniques					
		MTS Belgium	EuroMTS	ICAP BrokerTec	BGC eSpeed	TradeWeb	BondVision
A. Obligations linéaires ²							
2004	670,3	138,1	20,4	0,1	0,2	50,3	7,1
2005	610,5	118,2	16,1	0,1	0,2	55,8	9,2
2006	784,0	80,7	8,0	...	0,1	56,0	11,9
2007	902,0	96,0	9,2	0,6	0,1	72,8	10,6
2008	938,0	48,1	3,1	2,0	0,3	52,9	10,8
B. Titres scindés							
2004	6,5	1,3 ³	-	-	...	-	-
2005	6,5	1,0	-	-	...	-	... ⁴
2006	5,3	0,4	-	-	...	-	...
2007	8,3	0,7	-	-	...	-	...
2008	8,5	0,3	-	...	...	-	...
C. Certificats de trésorerie							
2004	225,6	44,5	-	...	...	0,5 ⁵	0,5
2005	204,4	57,8	-	...	...	5,9	2,3
2006	271,4	45,5	-	...	...	9,8	4,8
2007	241,9	37,4	-	...	...	21,6	5,0
2008	299,3	39,4	-	1,3	...	11,7	2,6

Sources : BNB et Fonds des Rentes.

1 Les opérations sont regroupées sur la base de leur date de transaction. La moyenne des achats et des ventes est comptabilisée.

2 Les soldes des transactions après compensation par LCH.Clearnet sont éliminés des statistiques.

3 Les titres scindés ont été repris sur MTS Belgium en janvier 2004.

4 Les titres scindés ont été repris sur la plate-forme multi-dealers BondVision en juin 2005.

5 Les certificats de trésorerie ont été repris sur la plate-forme multi-dealers TradeWeb en septembre 2004.

Le volume traité en obligations linéaires sur MTS Belgium a été divisé par deux, passant de 96 milliards en 2007 à 48,1 milliards. La chute a été encore plus prononcée sur EuroMTS, dont l'activité est passée de 9,2 milliards en 2007 à 3,1 milliards. Ces marchés électroniques dont le trading ne se fait pas de manière anonyme ont lourdement souffert de la crise de confiance sur les marchés interbancaires. La situation a considérablement empiré à partir du mois d'avril après l'effondrement de Bear Stearns en mars mais aussi à partir du mois de juillet postérieurement au sauvetage des agences de crédit hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae. Dès la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre, se sont succédées de longues périodes de « fast market », au cours desquelles les obligations de cotation des teneurs de marché étaient suspendues et des cotations « on a best-efforts basis » étaient fournies. Le différentiel entre le meilleur cours à l'achat et à la vente s'est fortement élargi comme souligné au paragraphe précédent, ce qui a augmenté les frais de transaction et négativement influencé les volumes.

À partir du 1^{er} avril, les primary dealers ont été autorisés à remplir leur obligation de cotation sur une ou plusieurs des trois plates-formes de négociation électroniques sélectionnées par les primary dealers parmi les plates-formes éligibles dont la liste a été établie par le Trésor belge¹. De ce fait une partie de l'activité de MTS Belgium s'est déplacée vers les deux nouvelles plates-formes interdealers sélectionnées, ICAP BrokerTec et BGC eSpeed qui ont enregistré des volumes de 2,0 et de 0,3 milliard respectivement.

L'Agence de la Dette a racheté via un compartiment spécifique de MTS Belgium, Belgian BuyBack (BBB), un montant de 4 milliards dans quatre OLO venant à échéance dans les douze mois qui suivent par rapport à un montant de 5,1 milliards dans cinq OLO en 2007.

Le volume global négocié sur les plates-formes multi-dealers, qui mettent en relation les clients institutionnels avec plusieurs teneurs de marché, ont également souffert de la désaffection du trading électronique. TradeWeb a enregistré une baisse de son chiffre d'affaires de 72,8 milliards en 2007 à 52,9 milliards. Par rapport aux plates-formes interdealers comme MTS Belgium, la diminution de volume de TradeWeb est relativement moins brutale à -27 p.c. contre -50 p.c. pour la première. BondVision en revanche a évolué en sens inverse, augmentant très légèrement son volume de 10,6 milliards en 2007 à 10,8 milliards au cours de la période sous revue.

La part de marché des achats/ventes réels conclus en OLO au moyen des plates-formes électroniques a chuté de 29 p.c. en 2007 à 17 p.c. pour les raisons citées plus haut.

1.3.3 TITRES RÉSULTANT DE LA SCISSION DES OBLIGATIONS LINÉAIRES (« STRIPS »)

Les intérêts d'un titre scindé sont négociés séparément du capital. Les titres ainsi créés font office d'obligations à coupon zéro. Le droit à la scission et à la reconstitution des obligations linéaires est réservé aux primary dealers en valeurs du Trésor belge ainsi qu'aux « recognized dealers ».

Les transactions d'achat/vente en strips se sont stabilisées à 8,5 milliards, contre 8,3 milliards en 2007, soit une augmentation de 2 p.c. En déduisant un montant estimé de 5,4 milliards de transactions de sell/buybacks², le montant réel estimé des achats/ventes en strips s'est fortement affaibli, passant de 5,8 milliards en 2007 à 3,1 milliards. La difficulté de trouver du financement interbancaire non garanti à plus d'une semaine a incité les banques à mobiliser tous les titres disponibles, y compris les strips, via le marché des repo.

Sur MTS Belgium, le volume a connu une chute à l'instar des OLO, passant de 0,7 milliard en 2007 à 0,3 milliard, encore moins que le niveau minimum atteint en 2006. ICAP BrokerTec et BGC eSpeed n'ont pas enregistré d'activité sur strips. De ce fait, le volume conclu en strips au moyen de plates-formes de négociation électroniques est tombé de 12 p.c. à 10 p.c. du total des transactions d'achat/vente d'une année à l'autre.

¹ L'État belge a à ce moment également décidé de céder sa participation dans MTS Associated Markets (MTS AM), exploitant la plate-forme de négociation électronique MTS Belgium. L'arrêté royal du 30 août 2008 autorisant le Ministre des Finances à vendre la participation de l'État belge dans la société anonyme « MTS Associated Markets » ayant pour objet social principal l'exploitation d'une plate-forme de trading électronique sur le marché secondaire des titres de la dette publique belge (*Moniteur Belge* du 12 septembre 2008) a autorisé le Ministre des Finances à vendre cette participation à MTS AM, ce qui a été effectué le 24 octobre.

² Un montant de 2,5 milliards de sell/buybacks avait été enregistré en 2007 (chiffre revu).

1.3.4 CERTIFICATS DE TRÉSORERIE

Le volume déclaré au Fonds des Rentes en certificats de trésorerie a progressé de 241,9 milliards en 2007 à 299,3 milliards, soit une augmentation de 24 p.c. En excluant les transactions de sell/buyback estimées à 36,5 milliard, en diminution par rapport à 2007¹, le volume réel estimé des achats/ventes en certificats de trésorerie a crû de 202,8 milliards en 2007 à 262,8 milliards, une hausse de 30 p.c., contre une diminution de 10 p.c. constatée lors du précédent rapport annuel. L'incertitude sur les marchés financiers a fortement favorisé les titres gouvernementaux à très court terme et pas uniquement les « Bubills » allemands. Le financement supplémentaire nécessité par les recapitalisations des banques Fortis et Dexia et de la société d'assurance Ethias a été couvert notamment par une forte augmentation de l'encours des certificats de trésorerie, ce qui a favorisé une augmentation de l'activité sur le marché secondaire.

Toutefois, l'intérêt des placeurs pour ces instruments n'a pas bénéficié aux marchés électroniques dont la part de marché est retombée de 32 p.c. du volume réel des transactions d'achats/ventes en certificats de trésorerie en 2007 à 21 p.c. au cours de l'année sous revue.

En dépit de la faculté offerte aux primary dealers de choisir des plates-formes concurrentes, le volume de certificats de trésorerie traité sur MTS Belgium a augmenté de 5 p.c., passant de 37,4 milliards en 2007 à 39,4 milliards, du fait de la recherche de sécurité des titres gouvernementaux par les investisseurs au second semestre. La plate-forme interdealers ICAP BrokerTec a enregistré un volume de 1,3 milliard, du fait de son acceptation comme plate-forme éligible pour les primary dealers à partir du 1^{er} avril. En revanche, BGC eSpeed n'a pas bénéficié du même phénomène pour les certificats de trésorerie, aucun volume n'ayant été conclu sur cette plate-forme.

Contrairement aux plates-formes interdealers, le chiffre d'affaires en certificats de trésorerie échangé sur les plates-formes multi-dealers TradeWeb et BondVision a enregistré un recul important. TradeWeb a ainsi conclu un volume de 11,7 milliards par rapport à 21,6 milliards en 2007, soit une diminution de 46 p.c. Au cours de la même période, BondVision a connu une régression de 48 p.c. de son chiffre d'affaires, passant de 5 milliards en 2007 à 2,6 milliards.

1.3.5 FACILITÉ DE REPO

La facilité de repo² de l'Agence de la Dette permet aux primary dealers et aux recognized dealers de conclure une cession-rétrocession avec le Trésor au cas où ils auraient vendu des titres à découvert et seraient contraints de les racheter dans le marché à des conditions trop onéreuses.

La facilité de repo a été utilisée 426 fois durant l'exercice sous revue contre 419 fois en 2007. Cette augmentation s'explique par une plus forte utilisation de celle-ci pour les titres scindés. Par type de titre, on a dénombré 140 contrats en OLO, 79 en strips et 207 en certificats de trésorerie. En 2007, la ventilation entre OLO, strips et certificats de trésorerie était respectivement de 149, de 32 et de 238 contrats. En volume, la facilité de repo a été moins utilisée qu'en 2007 surtout pour les certificats de trésorerie : les dealers précités ont emprunté un montant total de 3,7 milliards en OLO, de 0,8 milliard en strips et de 4,3 milliards en certificats de trésorerie. Les chiffres correspondants de 2007 étaient de respectivement 3,8 milliards, 0,4 milliard et 6,8 milliards.

¹ Un montant de 39,1 milliards de sell/buybacks avait été enregistré en 2007 (chiffre revu).

² Voir le rapport annuel 2001, p. 17.

Comme les années précédentes, les certificats de trésorerie sont restés plus utilisés que les autres titres dans le cadre de la facilité de repo du fait d'une moindre disponibilité de certaines lignes dans le marché des prêts de titres. La présence plus importante lors des adjudications de placeurs étrangers, qui ne sont pas toujours disposés à prêter des titres détenus dans les systèmes internationaux de liquidation, de même que la nature de ces titres principalement détenus en portefeuille (« buy and hold ») jusqu'à leur échéance finale expliquent ce phénomène.

2. Surveillance et réglementation

2.1 CADRE RÉGLEMENTAIRE DU MARCHÉ RÉGLEMENTÉ HORS BOURSE

La directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers (ci-après la « directive MiFID ») est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007. Les arrêtés royaux transposant la directive et ses modalités d'application en droit national sont d'application depuis cette date¹.

L'arrêté royal du 20 décembre 2007 relatif aux obligations linéaires, aux titres scindés et aux certificats de trésorerie est paru au Moniteur belge du 9 janvier 2008². Il est entré en vigueur avec effet rétroactif le 1^{er} novembre 2007 afin de garantir la cohérence avec l'entrée en vigueur à cette même date des règles MiFID. L'étape suivante consistait à aligner les règles du marché réglementé hors bourse sur le nouveau cadre réglementaire par le biais d'un arrêté du Fonds des Rentes.

Les dernières adaptations requises pour intégrer les interventions du Fonds des Rentes dans le nouveau cadre réglementaire concernent l'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes, d'une part, et le Protocole conclu entre la CBFA et le Fonds des Rentes, d'autre part.

2.1.1 ARRÊTÉ DU COMITÉ DU FONDS DES RENTES DU 20 AVRIL 2008 FIXANT LES RÈGLES DE MARCHÉ DU MARCHÉ HORS BOURSE

Le nouvel environnement réglementaire décrit ci-avant a nécessité une révision technique des règles de marché du marché réglementé hors bourse. Ainsi, les nouvelles références réglementaires devaient figurer dans l'arrêté du Fonds des Rentes du 1^{er} décembre 2003 fixant les règles de marché du marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. À cette fin, le Comité du Fonds des Rentes a approuvé un nouvel arrêté le 20 avril 2008. Ce dernier a été approuvé par le Roi, sur avis de la CBFA, et publié au Moniteur belge du 22 décembre 2008.

2.1.2 PROJET DE LOI MODIFIANT L'ARRÊTÉ-LOI DU 18 MAI 1945

L'arrêté-loi du 18 mai 1945 portant création d'un Fonds des Rentes, fait l'objet d'une révision en vue d'aligner les pouvoirs d'enquête du Fonds sur ceux de la CBFA. Cette occasion permet de revoir certaines dispositions, lesquelles paraissent obsolètes dans le contexte actuel ou nécessitent des précisions³.

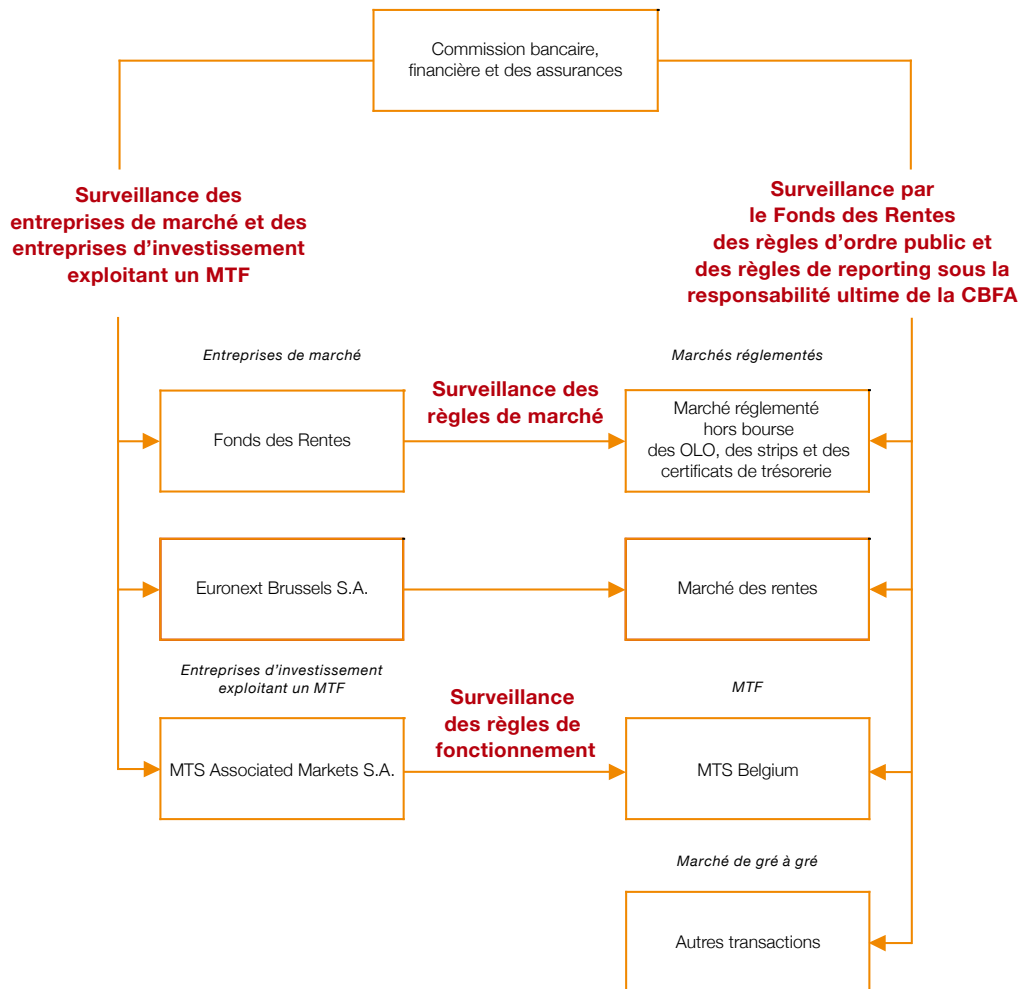
Le 9 mai 2008, le gouvernement a approuvé en première lecture un projet de loi. L'avis du 11 juin 2008 de la section de législation du Conseil d'État nécessitait une série d'adaptations de ce projet. Compte tenu des nombreuses adaptations purement légistiques et de la nouvelle structure en chapitres, le Conseil d'État préconisait en outre de remplacer l'arrêté-loi par une nouvelle loi. Le Comité

¹ Voir le rapport annuel 2007, p. 21.

² Voir le rapport annuel 2007, p. 23.

³ Voir le rapport annuel 2007, p. 23 et 24.

Surveillance en Belgique du marché secondaire des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie depuis le 1^{er} novembre 2007



Le Fonds des Rentes est l'une des deux entreprises de marché belges. Il établit les règles de marché applicables au marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie et veille au respect de ces règles. De plus, il assure la transparence du marché en publiant les cours et taux de référence, ainsi que les volumes réalisés sur le marché. La CBFA contrôle la manière dont le Fonds des Rentes exerce sa mission d'entreprise de marché.

Le Fonds des Rentes est chargé également de la surveillance du respect des règles d'ordre public (manipulation de marché, délit d'initié et règles de conduite) ainsi que des règles de reporting pour les transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie, et ce pour le compte de la CBFA qui en assume la responsabilité ultime.

du Fonds des Rentes a décidé de suivre cet avis et de remplacer l'arrêté-loi par la « loi relative au Fonds des Rentes ».

2.1.3 AUTRES ADAPTATIONS RÉGLEMENTAIRES

Toutes ces adaptations réglementaires seront également suivies d'une mise à jour des termes du Protocole conclu le 4 juin 2003 entre la CBFA et le Fonds des Rentes concernant la répartition des tâches et l'échange d'informations dans le cadre de l'arrêté royal relatif au marché hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. En particulier, le contrôle du respect des obligations de reporting devra être adapté au nouveau cadre juridique¹. Dans l'attente d'un nouveau texte, le Protocole existant est respecté mutatis mutandis.

2.2 ASPECTS OPÉRATIONNELS ET DE SURVEILLANCE

2.2.1 MEMBRES DU MARCHÉ

Le Fonds des Rentes tient à jour la liste des membres du marché². La composition du corps des primary dealers s'est modifiée au cours de l'année sous revue, ABN-AMRO Bank ayant été repris par Royal Bank of Scotland, laquelle assume désormais la fonction de primary dealer. Leur nombre est toutefois demeuré inchangé à 16.

2.2.2 REPORTING

Le Fonds des Rentes est responsable de la collecte des déclarations des transactions du marché réglementé hors bourse portant sur des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. En outre, il contrôle, pour ces instruments financiers, le respect des règles de déclaration pour le compte et sous la responsabilité ultime de la CBFA, conformément au Titre IV de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers³.

Comme précisé dans les précédents rapports annuels, la directive MiFID a entraîné une révision complète de l'organisation du reporting⁴.

Reporting MiFID à la CBFA

Les entreprises belges tenues à déclaration doivent déclarer à la CBFA leurs transactions en obligations linéaires, en titres scindés et en certificats de trésorerie par le biais du « Transaction Reporting System » (TRS). Les autorités de contrôle étrangères transmettent aussi à la CBFA, par l'intermédiaire du « Transaction Reporting Exchange Mechanism » (TREM)⁵, les déclarations de transactions portant sur des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie conclues ailleurs dans l'EEE par les entreprises étrangères tenues à déclaration.

¹ Voir ce chapitre, point 2.2.2, « Nouveau cadre juridique relatif au contrôle du respect des obligations de reporting », p. 28.

² La liste des membres du marché au 31 décembre 2008 a été publiée au Moniteur belge du 23 mars 2009. La liste des membres, régulièrement mise à jour, est disponible sur le site internet du Fonds des Rentes (www.fondsdesrentes.be).

³ Publié au *Moniteur belge* du 18 juin 2007.

⁴ Voir le rapport annuel 2006, p. 27 à 30 et le rapport annuel 2007, p. 25 et 26.

⁵ Le système organisant l'échange d'informations sur les transactions entre autorités européennes compétentes.

En vertu de l'article 58 de l'arrêté royal du 3 juin 2007 susmentionné, la CBFA informe le Fonds des Rentes des déclarations de transactions en obligations linéaires, en titres scindés et en certificats de trésorerie reçues via TRS et TREM.

Reporting au Fonds des Rentes

Le Fonds des Rentes devait toutefois maintenir le reporting existant pour les membres du marché. La transparence des volumes du marché réglementé hors bourse, qui doivent être publiés au plus tard le jour ouvrable bancaire suivant le jour de transaction (T + 1), est en effet établi sur la base des déclarations de transactions. À l'heure actuelle, les déclarations via TRS et TREM ne peuvent être utilisées à cette fin, comme la plupart du temps elles sont reçues en T + 2 ou plus tard, c'est-à-dire après la date de publication des volumes dans le cadre de la transparence.

Ce double reporting à l'autorité de contrôle locale et au Fonds des Rentes constitue une charge administrative pour les membres du marché. C'est pourquoi le Fonds étudie les possibilités pour la réutilisation des données des transactions disponibles via TRS et TREM. Ceci revêt surtout de l'importance pour les primary dealers, qui sont tenus de transmettre leurs déclarations au Fonds à l'aide de Trax¹. Deux exigences de base doivent être remplies pour utiliser les données de reporting reçues via TRS et TREM à des fins de transparence du marché: d'une part, les données transmises par le biais de ces systèmes doivent être complètes et d'une qualité irréprochable et, d'autre part, le Fonds des Rentes doit être sûr de les recevoir à temps, en l'occurrence en T + 1 au plus tard.

Projet pilote

Le Fonds des Rentes a lancé début mai un projet pilote avec un primary dealer britannique, un français et trois belges en vue d'examiner s'il peut être satisfait aux conditions de base susmentionnées, permettant d'effectuer leur reporting via TRS et TREM, et non plus via Trax.

Il appert de l'analyse que les données des transactions reçues via TRS et TREM répondent en principe aux exigences fixées par le Fonds des Rentes en matière tant d'exhaustivité que de qualité. En pratique toutefois, les données transmises présentaient encore trop souvent des lacunes qualitatives, qu'il s'agira de combler pour atteindre la norme fixée par le Fonds.

Le respect de la date butoir de T + 1 constitue cependant le défi le plus difficile à réaliser. Le Fonds des Rentes a constaté que la majorité des déclarations de transactions collectées via TRS ou TREM dépasse le délai ultime de réception fixé actuellement à 10h30 en T + 1. D'ailleurs, le délai de T + 2 pour mettre les transactions déclarées par l'étranger via TREM à la disposition de l'autorité de contrôle compétente, imposé à partir du 1^{er} novembre 2008 par la directive MiFID, est en principe trop long pour satisfaire aux obligations du Fonds des Rentes en matière de publication de la transparence du marché. Les premières expériences montrent que de nombreuses données n'avaient même pas encore été transmises au Fonds des Rentes en T + 2. Un autre problème est qu'en raison de difficultés techniques, TREM n'a pas toujours pu garantir une transmission fiable des informations.

Quoi qu'il en soit, le Fonds des Rentes continue d'examiner comment éliminer les obstacles de sorte que les primary dealers puissent être déchargés de l'obligation de rapporter au Fonds via Trax. Le Fonds vérifiera ensuite, pour chaque primary dealer, si les conditions sont remplies.

¹ Trax est le « Trade confirmation and risk management system » de l'ICMA.

Déclaration au Fonds des Rentes des transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie

Entreprises tenues à déclaration :

Les entreprises tenues à déclaration sont les membres du marché réglementé hors bourse.

Il s'agit principalement des :

1. entreprises d'investissement de droit belge ;
2. succursales établies en Belgique d'entreprises d'investissement relevant du droit étranger ;
3. établissements de crédit de droit belge ;
4. succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit étranger ;
5. primary dealers.

Transactions à déclarer :

Les achats ou les ventes sur le marché réglementé hors bourse pour lesquelles l'entreprise tenue à déclaration agit, soit pour compte propre (comme contrepartie), soit pour le compte d'un tiers (en tant que commissionnaire, courtier ou mandataire).

Données de la transaction à mentionner :

1. l'identification de l'entreprise tenue à déclaration ;
2. la nature de la transaction (achat ou vente) ;
3. le code ISIN de l'instrument financier ;
4. le volume en valeur nominale des instruments financiers de la transaction ;
5. le prix ou le taux d'intérêt de la transaction ;
6. la date et l'heure de la transaction ;
7. la qualité – pour compte propre ou pour le compte d'un client – dans laquelle l'entreprise tenue à déclaration agit ;
8. l'identification de la contrepartie.

Mode de déclaration¹ :

1. soit par l'intermédiaire du système de règlement-livraison de titres de la BNB, où la notification de liquidation fait office de déclaration ;
2. soit par le biais du système Trax, où la notification de matching fait office de déclaration.
Il est également possible de déclarer par le biais de Trax une transaction aux seules fins de reporting au Fonds des Rentes ;
3. soit, aux seules fins de reporting, par l'envoi d'un fax spécifique à la BNB.

Délai de déclaration :

Le plus rapidement possible et au plus tard à 10h30 T + 1, heure belge.

1 Les conditions précises auxquelles les différents modes de déclaration peuvent être utilisés et la manière de déclarer sont définies dans la circulaire 2007/1 du 15 octobre 2007 relative à la déclaration au Fonds des Rentes des transactions en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie.

Nouveau cadre juridique relatif au contrôle du respect des obligations de reporting

Comme indiqué ci-avant, l'entrée en vigueur de la directive MiFID a conduit à l'apparition d'un double système de déclaration des transactions en obligations linéaires, en titres scindés et en certificats de trésorerie.

Le Fonds des Rentes oblige les membres du marché, belges et non belges, à déclarer leurs transactions effectuées sur le marché réglementé hors bourse au plus tard à 10h30 en T + 1. Ces déclarations doivent être transmises via Trax, via le système de règlement-livraison de titres de la BNB ou par fax. Il appartient au Fonds des Rentes de déterminer la procédure de contrôle (seuils d'intervention, techniques de contrôle, etc.) du respect des obligations de reporting. En cas de non-respect, le Fonds peut infliger des sanctions. Il informe périodiquement la CBFA de la manière dont il remplit cette mission.

Les entreprises belges et étrangères tenues à déclaration doivent déclarer à la CBFA toutes les transactions en obligations linéaires, en titres scindés et en certificats de trésorerie qu'elles ont conclues tant sur le marché réglementé hors bourse que sur un autre marché réglementé ou un MTF, ainsi que toutes leurs transactions de gré à gré. Les déclarants belges sont tenus de déclarer ces transactions au plus tard en T + 1 via TRS, alors que celles déclarées par les déclarants étrangers via TREM doivent parvenir à la CBFA au plus tard en T + 2. La CBFA confère au Fonds des Rentes un droit de regard sur les informations relatives aux transactions reçues. Le Fonds exerce, pour le compte de la CBFA, le contrôle du respect des obligations de reporting, conformément aux modalités fixées dans un protocole conclu avec la CBFA. En cas de non-respect des obligations de déclaration, le Fonds mènera une enquête, après notification préalable à la CBFA, et transmettra le dossier à la CBFA qui décidera éventuellement d'une sanction¹.

Il découle de ce qui précède que la procédure de contrôle en vigueur pour le reporting au Fonds des Rentes des transactions conclues sur le marché réglementé hors bourse diffère à l'heure actuelle de celle applicable au reporting des transactions à la CBFA, en ce qui concerne plus particulièrement la ponctualité des déclarations. Dans l'attente de l'introduction des nouvelles procédures de contrôle, le Fonds des Rentes a continué à calculer, au cours de l'année sous revue, la ponctualité des déclarations (voir ci-après) selon l'ancienne procédure. Les mises en demeure ont naturellement tenu compte du nouveau cadre juridique.

Comme précisé ci-avant, ce nouveau cadre nécessite une révision du Protocole conclu entre la CBFA et le Fonds des Rentes sur la répartition des tâches et l'échange d'informations². Il est dans l'intervalle appliqué de manière pragmatique en ce qui concerne le contrôle du respect des obligations de reporting.

Ponctualité des déclarations

Le Fonds des Rentes continue à suivre de près le respect de la ponctualité du reporting, tant au moyen d'analyses globales qu'à l'occasion d'enquêtes périodiques auprès des membres du marché.

¹ La CBFA ne peut pas infliger une sanction aux entreprises étrangères tenues à déclaration mais bien signaler les problèmes constatés à l'autorité de contrôle étrangère.

² Voir le présent chapitre, point 2.1.3, p. 25.

La ponctualité des déclarations est essentielle afin de garantir la formation des prix et la crédibilité du marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie. Toute atteinte ou tout risque d'atteinte au bon fonctionnement de ce marché, qui se rapporte à la dette publique, doit dès lors être considéré comme grave.

Il convient de noter au préalable qu'à l'occasion des analyses globales relatives à la ponctualité des déclarations, réalisées sur une base trimestrielle, le Fonds des Rentes ne prend en considération que les transactions des membres du marché effectuées pour compte propre ou pour compte de clients. Les opérations réalisées par des non-membres du marché, dont le Fonds a connaissance parce que celles-ci sont par exemple liquidées par l'institution qui détient leur compte-titres, sortent du périmètre de ces analyses. Tout comme les autres années, la ponctualité de l'ensemble des déclarations des membres du marché a été analysée, portant tant sur les opérations réalisées sur le marché réglementé hors bourse que sur les opérations réalisées en dehors de celui-ci.

Dans la présente analyse relative à la ponctualité des déclarations au cours de l'année sous revue, le Fonds des Rentes n'a pas encore tenu compte des déclarations reçues via TRS et TREM. Le développement d'instruments d'analyse adaptés a en effet nécessité un certain temps. En outre, l'effet d'éventuelles maladies de jeunesse, qui apparaissent fréquemment lors du démarrage de grands projets tels que TRS et TREM, a ainsi pu être évité.

Abstraction faite de TRS et de TREM, les membres du marché ont utilisé trois canaux de déclaration différents. La part des déclarations effectuées par le biais du système Trax est revenue de près de 98 p.c. au cours de l'année précédente à moins de 96 p.c. du nombre total de déclarations durant l'année sous revue. Cette baisse est imputable au recul du niveau d'activité des primary dealers, lesquels sont tenus d'effectuer leurs déclarations via le système Trax. Ceci a permis au système de règlement-livraison de titres de la BNB de porter sa part de marché à 3,4 p.c. de l'ensemble des déclarations, contre à peine 0,9 p.c. en 2007. La part des déclarations par fax a représenté 1 p.c., soit un chiffre légèrement inférieur au 1,3 p.c. enregistré l'année précédente.

Le Fonds des Rentes a en outre constaté qu'un peu moins de 5 p.c. des transactions d'achat et de vente sur obligations linéaires et titres scindés déclarées par le biais du système Trax au cours de l'année sous revue ont été effectuées après le délai ultime – 10 heures 30 en T + 1 –, soit environ la moitié de plus par rapport au 3 p.c. de déclarations tardives constatées l'année précédente. En revanche, la ponctualité des déclarations sur certificats de trésorerie transmises via Trax s'est sensiblement améliorée: un peu plus de 2 p.c. de ces déclarations ont été faites en retard, contre quelque 5 p.c. l'année précédente. Dans l'ensemble, la ponctualité des déclarations transitant par le système Trax a légèrement progressé, mais les chiffres restent susceptibles d'amélioration.

Pour les membres du marché de taille plus petite, les notifications de liquidation au système de règlement-livraison de titres de la BNB, autrement dit les déclarations implicites, restent le principal mode de déclaration. Quelque 30 p.c. des déclarations implicites d'achat/vente portant sur des obligations linéaires et des titres scindés ont été reçues tardivement, contre 41 p.c. l'année précédente. Pour ce qui est des certificats de trésorerie en revanche, les retards ont concerné 20 p.c. des déclarations implicites, contre 14 p.c. l'année précédente. Étant donné le volume plus important en obligations linéaires, la ponctualité globale des déclarations implicites s'est toutefois notablement améliorée. En outre, selon des estimations, 5 à 10 p.c. des déclarations implicites représentent des notifications de correction qui rectifient des instructions erronées de notifications antérieures, de sorte qu'elles se produisent presque inévitablement de manière tardive. Enfin, les déclarations implicites ne représentent globalement qu'une part réduite du volume total déclaré. Le Fonds des Rentes continue néanmoins à accorder une attention particulière à ces déclarations tardives.

Conformément à la nouvelle réglementation, le Fonds des Rentes a formellement enjoint à deux membres du marché qui, sur une base trimestrielle, ont communiqué tardivement un trop grand nombre de transactions sur le marché réglementé hors bourse, de prendre les mesures nécessaires afin de remédier aux manquements. Il s'agit de deux membres qui déclarent leurs transactions de façon implicite via le système de règlement-livraison de titres de la BNB. Il n'a été constaté aucun cas de déclaration tardive d'opérations effectuées tant sur le marché réglementé hors bourse qu'en dehors de celui-ci, qui ait justifié une transmission du dossier à la CBFA.

Depuis le début de 2009, le Fonds des Rentes effectue systématiquement une double analyse de la ponctualité des déclarations des opérations des membres du marché. Il examine, d'une part, la ponctualité des déclarations de leurs opérations sur le marché réglementé hors bourse et, d'autre part, la ponctualité des déclarations de toutes leurs opérations effectuées tant sur le marché réglementé hors bourse qu'en dehors de celui-ci. Le Fonds analyse déjà les opérations déclarées via TRS et TREM au niveau de leur qualité et de leur exhaustivité, mais pas encore systématiquement au niveau de leur ponctualité. Ces nouvelles procédures de contrôle doivent encore être affinées en concertation avec la CBFA et ensuite formalisées dans le Protocole entre les deux institutions.

2.2.3 TRANSPARENCE DU MARCHÉ

Le Fonds des Rentes publie chaque jour les cours et les taux de référence. Lors de la fixation, vers 15 heures 30, des cours de référence des obligations linéaires et des taux de référence des certificats de trésorerie, il est tenu compte des prix affichés à l'écran sur MTS Belgium. Le Fonds publie également, le jour bancaire ouvrable suivant le jour de la transaction (T + 1), le volume et le nombre de transactions d'achat et de vente conclues sur le marché réglementé hors bourse en obligations linéaires, titres scindés et certificats de trésorerie. Ces données sont établies sur la base des déclarations des opérations.

Publications du Fonds des Rentes dans le cadre de la transparence du marché réglementé hors bourse

Données relatives au jour de transaction T

Données publiées¹

- cours ou taux de référence par ligne d'OLO, par certificat de trésorerie et pour les strips les plus représentatifs
- volume et nombre de transactions d'achat/vente par ligne d'OLO et par certificat de trésorerie ; et,
- volume total des transactions d'achat/vente par catégorie d'instrument (OLO, strips et certificats de trésorerie)

Moment de publication

le jour T vers 16 heures

le jour T + 1 vers 11 heures

¹ Ces données sont disponibles sur le site internet du Fonds des Rentes.

L'exactitude des statistiques relatives au volume et au nombre de transactions dépend de la ponctualité et de la qualité du reporting. La part des achats et des ventes d'obligations linéaires, de titres scindés et de certificats de trésorerie déclarés en retard par les entreprises tenues à déclaration a représenté, tout comme l'année précédente, 4 p.c. en volume.

Outre les informations de marché précitées imposées légalement, le Fonds des Rentes publie de longue date sur son site internet les volumes mensuels globalisés des opérations tant sur le marché réglementé hors bourse que sur l'ensemble du marché secondaire, c'est-à-dire y compris les volumes des transactions qui ont été conclues en dehors du marché réglementé¹.

Depuis l'entrée en vigueur de la directive MiFID au 1^{er} novembre 2007, la part de marché du marché réglementé hors bourse s'est toutefois nettement réduite. Ce recul s'explique, d'une part, par le fait que les opérations effectuées sur des MTF tombent depuis lors en dehors du périmètre du marché réglementé hors bourse. D'autre part, le Fonds reçoit, via le système de déclaration TREM, de nombreuses informations étrangères supplémentaires concernant des transactions conclues en dehors du marché réglementé hors bourse par des non-membres du marché.

Afin de diffuser les données les plus pertinentes relatives au volume des transactions sur le marché secondaire, le Fonds des Rentes a considérablement élargi les informations qu'il publie concernant les opérations. Depuis le début de 2009, il publie quotidiennement non seulement les volumes des achats/ventes du marché réglementé hors bourse – publication à laquelle il est tenu légalement –, mais également les volumes échangés en dehors du marché réglementé, à savoir les transactions conclues sur des MTF et les transactions de gré à gré. À cet effet, outre les informations de reporting obtenues via Trax et le système de règlement/livraison de titres de la BNB, le Fonds utilise désormais aussi les informations qu'il reçoit par le biais de TREM.

Néanmoins, le Fonds des Rentes reçoit les données des transactions transmises via TREM généralement trop tard pour les intégrer dans les volumes publiés en T + 1. C'est pourquoi il publie également un aperçu des volumes journaliers globalisés des 45 derniers jours calendrier, lesquels sont mis à jour quotidiennement en incorporant les déclarations tardives.

Enfin, le Fonds a étoffé les statistiques mensuelles en ajoutant le volume mensuel par ligne d'obligations linéaires et par certificat de trésorerie.

Les nouvelles statistiques relatives aux volumes sont disponibles sur le site internet du Fonds des Rentes, tant pour les OLO, les titres scindés et les certificats de trésorerie séparément que pour les trois types d'instruments globalisés. De plus, une ventilation est chaque fois effectuée entre le marché réglementé, les autres transactions et l'ensemble du marché.

2.3 SURVEILLANCE DU RESPECT DES RÈGLES ET OBLIGATIONS RELATIVES AU MARCHÉ

2.3.1 ENQUÊTES

Dans le cadre de sa surveillance du respect des règles et obligations relatives au marché des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, le Fonds effectue des contrôles systématiques, tant sur la base des données des transactions déclarées que sur celle de

¹ Il s'agit des achats/ventes d'obligations linéaires, de titres scindés et de certificats de trésorerie, ainsi que d'une globalisation de ces opérations.

l'évolution des prix et des taux d'intérêt sur le marché, qui donnent régulièrement lieu à des demandes verbales ou écrites d'informations et de pièces complémentaires. Lorsqu'il détecte des indices d'irrégularités, il procède à des enquêtes ad hoc, en principe selon une procédure écrite, mais qui peuvent, si cela s'avère nécessaire, l'amener à se rendre sur place.

2.3.2 CONSTATATIONS

Lors de ses enquêtes, le Fonds a constaté une infraction grave, mais, généralement, seuls des manquements mineurs ont été décelés.

Accroissement de volume sans raison économique

À la mi-2008, le Fonds des Rentes a constaté de nombreux « allers-retours » (achat/vente et vente/achat) de certificats de trésorerie, effectués de septembre 2007 à juillet 2008 entre un membre étranger du marché et un courtier étranger qui n'est pas membre du marché. Le but de ces opérations, qui ont atteint un montant total de 7,7 milliards, était d'augmenter le volume des transactions sur titres publics belges du membre du marché concerné. Aucune de ces transactions n'a été effectuée sur le marché réglementé hors bourse.

La loi du 2 août 2002¹ dispose qu'il est interdit à toute personne d'effectuer des transactions qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande d'un ou plusieurs instruments financiers. C'est la raison pour laquelle le Fonds a ouvert une enquête quant à ces transactions et a pour ce faire demandé la collaboration de la CBFA et de l'autorité étrangère compétente. Le Fonds des Rentes a clôturé son enquête le 16 février 2009 et a transmis l'intégralité du dossier, y compris toutes les pièces utiles et un rapport du Comité du Fonds des Rentes présentant ses conclusions, à la CBFA, pour qu'elle y donne suite.

Reporting par le biais du système Trax

Conformément aux obligations de reporting imposées par la directive MiFID, il y a désormais lieu d'établir une distinction entre, d'une part, les transactions conclues sur un marché réglementé ou un MTF et, d'autre part, les transactions de gré à gré et celles conclues en interne. Dans le premier cas, il convient de mentionner également le code MIC² du marché réglementé ou du MTF sur lequel la transaction a eu lieu. Les transactions conclues sur le marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie requièrent l'introduction du code MIC « FRRF » correspondant. Après avoir actualisé les instructions de reporting par le biais du système Trax dans sa circulaire 2007/1 et avoir mené une campagne de sensibilisation³, le Fonds des Rentes a constaté qu'en dépit d'une amélioration, ces codes n'étaient toujours pas correctement mentionnés par toutes les institutions utilisant le système Trax.

En outre, un très grand nombre de différences sont apparues entre les transactions déclarées par le biais de Trax et celles déclarées via TRS et TREM.

Le Fonds des Rentes a attiré individuellement l'attention de plusieurs membres du marché sur l'usage correct des codes appropriés lorsqu'ils déclarent des transactions via Trax. Si des incohérences par rapport au reporting à leur autorité de surveillance locale effectuée par le biais de TRS ou TREM avaient en outre été constatées, ils étaient incités à les corriger.

¹ Article 25, §1, 2^o, a) de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (*Moniteur belge* du 4 septembre 2002).

² Market Identifier Code.

³ Voir le rapport annuel 2007, p. 32 et 33.

Reporting par le biais du système TRS

En vertu de l'article 9 de l'arrêté royal du 20 décembre 2007 relatif aux obligations linéaires, aux titres scindés et aux certificats de trésorerie, le Fonds des Rentes veille au respect des règles de déclaration des transactions portant sur ces instruments à la CBFA.

Durant la seconde quinzaine de novembre, le Fonds des Rentes a sélectionné toutes les transactions, portant sur des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, déclarées par le biais de TREM et TRS et qui avaient été conclues avec des entreprises belges tenues à déclaration comme contrepartie¹. Ces déclarations ont été comparées au reporting que les entreprises belges tenues à déclaration avaient elles-mêmes faites par le biais de TRS. Il a ainsi été possible de vérifier si elles avaient effectivement déclaré leurs transactions portant sur des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie à la CBFA via TRS et, le cas échéant, si ce reporting était bel et bien exhaustif.

L'enquête a permis au Fonds des Rentes d'identifier un certain nombre d'entreprises belges tenues à déclaration dont la déclaration de transactions portant sur des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie à la CBFA via TRS présentait des lacunes. Ces dernières se sont engagées à mettre au point leur reporting via TRS. Le Fonds des Rentes a informé la CBFA de l'évolution de son enquête.

www.fondsdesrentes.be / www.rentenfonds.be

Le Fonds des Rentes dispose d'un propre site sur internet. Ce site permet notamment de consulter les règles de marché applicables au marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie et d'autres réglementations pertinentes. La liste des membres du marché, ainsi que les principales données relatives à la transparence du marché, y sont également publiées. Le site dispose d'une facilité de courrier électronique.

¹ Dans le cadre du reporting par le biais des systèmes TREM/TRS, les entreprises tenues à déclaration doivent notamment mentionner la contrepartie de la transaction.

3. Comptes annuels

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2008

ACTIF

(milliers d'euros)

	2008	2007
Portefeuille de fonds publics ¹	156.576	167.421
Avoir en compte courant	3	10
Autres actifs	7	68
Comptes de régularisation	2.668	2.854
Total de l'actif	159.254	170.353

PASSIF

(milliers d'euros)

	2008	2007
Avances consenties par l'État belge	15.380	32.470
Cessions-rétrocessions .....	...	...
Part de bénéfice à verser à l'État belge	3.954	...
Autres passifs	286	307
Comptes de régularisation	1	4
Provision pour pensions et obligations similaires	220	250
Dotation du Trésor public (article 9 de la loi du 19 juin 1959)	69.720	69.720
Réserve		
au 31 décembre 2007	67.602	
dotation à la réserve	+2.091	
au 31 décembre 2008	69.693	67.602
Total du passif	159.254	170.353

1 Valeur nominale	157.950	171.584
Valeur boursière	159.061	167.453

POSTES HORS BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2008

(milliers d'euros)

	2008	2007
Opérations au comptant de titres en voie de liquidation		
Achats .....	...	139
Ventes	225	514
Garanties données		
Actifs grevés de sûretés réelles pour compte propre	323	323
Valeurs de tiers reçues en dépôt		
Euros à livrer à terme .....	...	...

COMPTE DE RÉSULTATS AU 31 DÉCEMBRE 2008

(milliers d'euros)

	2008	2007
Produits	8.844	5.179
Résultats d'intérêts	6.079	6.459
Résultats sur transactions	-183	-1.419
Reprise de réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics	2.918	139
Reprise de provision pour pension et obligations similaires	30	...
Charges	-2.799	-3.331
Intérêts sur les avances consenties par l'État belge	-967	-1.436
Frais généraux administratifs :		
Rémunérations, charges sociales et pensions	-1.392	-1.444
Autres frais administratifs	-440	-451
Bénéfice net de l'exercice	6.045	1.848

RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(milliers d'euros)

	2008	2007
Bénéfice net à affecter	6.045	1.848
Le bénéfice net est réparti de la manière suivante :		
Dotation à la réserve	2.091	1.848
Bénéfice à verser à l'État belge	3.954	...

3.1 ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX POSTES DU BILAN DU FONDS DES RENTES ¹

La valeur comptable du portefeuille des fonds publics est revenue de 167,4 millions à la fin de l'exercice précédent à 156,6 millions à la fin de l'année sous revue. Les cours ayant remonté durant la période considérée, la valeur boursière s'est contractée dans des proportions légèrement inférieures, à savoir de 8,4 millions, pour s'élever à 159,1 millions.

Le transfert des bons d'État du marché du fixing au marché continu, sur lequel opère un apporteur de liquidité, ayant été achevé dans le courant du mois d'avril, le Fonds des Rentes a pu continuer à réduire la taille de son portefeuille de bons d'État, qui constituent l'essentiel du portefeuille de fonds publics ².

TABLEAU 3.1 PRINCIPAUX POSTES DE LA SITUATION DU FONDS DES RENTES
(millions d'euros)

Fin de période	Actif		Total du bilan	Passif		
	Portefeuille de fonds publics ¹	Comptes de régularisation		Dotations du Trésor public et réserve	Avances par l'État belge	Part de bénéfice à verser à l'État belge
2004	220,8	4,2	225,0	134,5	85,7	4,3
2005	206,5	3,7	210,3	136,6	69,2	3,9
2006	187,8	3,3	191,2	135,5	55,0	...
2007	167,4	2,9	170,4	137,3	32,5	...
2008	156,6	2,7	159,3	139,4	15,4	4,0
Différence 2008-2007	-10,8	-0,2	-11,1	+2,1	-17,1	+4,0
2008 1 ^{er} trimestre	167,7	2,9	170,6	137,3	31,9	-
2 ^e trimestre	156,9	2,7	159,6	137,3	20,4	-
3 ^e trimestre	154,1	2,7	156,8	137,3	16,7	-
4 ^e trimestre	156,6	2,7	159,3	139,4	15,4	4,0

¹ Montant à financer (valeur comptable du portefeuille, à l'exclusion des transactions restant à liquider).

D'une année à l'autre, les avances consenties par l'État belge au Fonds se sont inscrites en baisse, revenant de 32,5 millions à 15,4 millions, en raison principalement de la diminution de son portefeuille. Elles ont reculé plus sensiblement que la valeur comptable du portefeuille de fonds publics à la suite du bénéfice dégagé durant l'exercice, qui en partie est affecté à la réserve et en partie est versé au Trésor.

¹ Voir également l'encadré p. 39 et 40.

² Voir le chapitre 1, point 1.2, p. 13 à 15.

Description des postes du bilan et hors bilan

BILAN

Actif

Portefeuille de fonds publics

Le portefeuille de fonds publics est constitué principalement des emprunts d'État que le Fonds des Rentes utilise soit pour assurer la régularisation sur le marché boursier du fixing soit pour prêter des titres à l'apporteur de liquidité sur le marché continu.

Le portefeuille est valorisé selon les principes qui valent pour le portefeuille de placement des établissements de crédit. À l'achat, les titres sont comptabilisés au prix d'acquisition. Par la suite, ils sont évalués sur la base de leur rendement actuariel moyen d'acquisition. Toutefois, lorsque la valeur comptable d'un emprunt devient supérieure à sa valeur boursière, la différence est actée en réduction de valeur de manière à aligner sa valeur comptable sur sa valeur boursière. Si ces réductions de valeur diminuent ou disparaissent lors de l'exercice suivant, une reprise de provision a lieu. Par contre, si la valeur comptable de l'emprunt est inférieure à sa valeur boursière, dans un souci de prudence comptable, aucune plus-value n'est enregistrée dans le compte de résultats.

Autres actifs

Sous cet intitulé, sont repris essentiellement les lots tirés au cours de l'exercice sous revue mais payés l'année suivante.

Comptes de régularisation

Cette rubrique comprend principalement les intérêts courus sur fonds publics qui ne peuvent réellement être encaissés qu'au cours de l'exercice comptable suivant.

Passif

Avances consenties par l'État belge

Les avances de l'État belge constituent la source principale de financement externe du portefeuille de fonds publics. Le taux applicable à une avance est égal au dernier taux marginal des opérations principales de refinancement (MRO-Marginal Rate) fixé par la BCE. Chaque jour ouvrable bancaire, les intérêts sont payés lors du remboursement d'une avance.

Cessions-rétrocessions

Dans cette rubrique est enregistrée la contre-valeur des titres du Fonds des Rentes mis à la disposition de LCH.Clearnet dans le cadre de cessions-rétrocessions de titres. Ce mécanisme a été mis en place afin de permettre à LCH.Clearnet de pallier une éventuelle absence de livraison, à la date de liquidation prévue, de titres vendus sur le marché boursier des rentes.



Part de bénéfice à verser à l'État belge

La part de bénéfice de l'État, à verser au Trésor le 31 mars de l'année qui suit l'exercice comptable, correspond au solde du bénéfice net constaté au bilan après déduction du montant destiné statutairement à la réserve.

Autres passifs

Sous cette rubrique sont repris notamment les rémunérations et charges sociales relatives à l'exercice considéré mais qui ne seront payées qu'au cours de l'année suivante.

Comptes de régularisation

Cette rubrique comprend les intérêts à payer sur les avances consenties par l'État belge.

Provision pour pensions et obligations similaires

Cette provision couvre les engagements contractuels relatifs au personnel, constitués au cours d'un exercice mais qui ne seront déboursés que lors d'un exercice ultérieur.

Dotation du Trésor public

Ce poste reprend le montant que l'État belge a alloué au Fonds des Rentes en application de l'article 9 de la loi du 19 juin 1959.

Réserve

En vertu de l'article 6 des statuts du Fonds des Rentes, la réserve est normalement alimentée à concurrence de 3 p.c. de la dotation par an, soit environ 2 millions.

POSTES HORS BILAN

Opérations au comptant de titres en voie de liquidation

Les achats et les ventes de titres conclus au comptant dont le délai de liquidation n'est pas encore écoulé sont repris pour leur valeur comptable.

Garanties données

Dans le poste « actifs grevés de sûretés réelles pour compte propre » figure la valeur nominale des titres cédés à LCH.Clearnet dans le cadre des cessions-rétrocessions décrites ci-avant dans les comptes de passif du bilan et gagés dans le cadre du système de compensation opéré par LCH.Clearnet afin de garantir la bonne fin des opérations.

Valeurs de tiers reçues en dépôt

Le poste « euros à livrer à terme » reprend la contre-valeur des espèces à remettre à LCH.Clearnet lors du dénouement des cessions-rétrocessions avec cette dernière.

3.2 FLUCTUATIONS DU PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS

La valeur nominale du portefeuille de fonds publics a continué de se réduire, revenant de 171,4 millions à la fin de l'exercice précédent à 157,9 millions.

TABEAU 3.2 MOUVEMENTS DU PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS SELON LA NATURE DES OPÉRATIONS
(valeur nominale en millions d'euros)

Fin de période	Portefeuille ¹	Mouvement par rapport à la fin de la période précédente	Nature des opérations				
			Opérations nettes en bourse (+ : achats ; - : ventes)	Souscriptions (+)		Encaissements (-)	Opérations nettes hors bourse (+ : achats ; - : ventes)
	(a)	(b) = (c) à (g)	(c)	aux bons d'État (d)	aux obligations linéaires (e)	(f)	(g)
2004	217,9	+7,5	+135,5	+31,2	+8,0	-36,5	-130,7
2005	204,7	-13,2	+133,2	+30,6	-	-35,1	-141,9
2006	191,5	-13,2	+100,5	+20,1	-	-30,7	-103,1
2007	171,4	-20,1	+41,4	+33,1	-	-18,1	-76,5
2008	157,9	-13,5	+9,5	+29,0	-	-28,1	-24,0
2008 1 ^{er} trimestre	171,8	+0,3	+8,1	+9,0	-	-5,2	-11,6
2 ^e trimestre	161,1	-10,7	+1,3	+7,5	-	-7,7	-11,8
3 ^e trimestre	158,4	-2,7	-0,2	+5,1	-	-7,5	-0,1
4 ^e trimestre	157,9	-0,5	+0,3	+7,4	-	-7,7	-0,5

1 Y compris les transactions restant à liquider.

Les interventions régulatrices du Fonds sur le marché du fixing ont donné lieu à un achat net de titres pour un montant d'à peine 9,5 millions, soit un recul d'environ 77 p.c. par rapport au montant de 41,4 millions que le Fonds avait pris en portefeuille par cette voie en 2007. Cette diminution substantielle est imputable à l'achèvement susmentionné du transfert des bons d'État au marché continu.

Le Fonds a souscrit aux bons d'État pour 29 millions, ce qui est légèrement moins que les souscriptions enregistrées l'année précédente pour un montant de 33,1 millions. Même si le Fonds des Rentes ne procède plus à des interventions régulatrices sur le marché du fixing pour les bons d'État, il souscrit encore à ces titres, fût-ce dans des proportions moindres qu'auparavant. Le Fonds peut ainsi prêter des bons d'État à l'apporteur de liquidité sous la forme de cessions-rétrocessions lorsqu'il est confronté à un problème de liquidation.

Les encaissements de titres remboursables se sont élevés à 28,1 millions, contre 18,1 millions en 2007.

Les opérations hors bourse se sont clôturées par une vente nette de 24 millions, contre un solde vendeur de 76,5 millions l'année précédente. Cet important recul est lié à l'achèvement du transfert des bons d'État au marché continu en avril. D'une part, ce transfert a conduit à une très forte

contraction des achats nets du Fonds sur le marché du fixing, lesquels sont normalement neutralisés par des ventes hors bourse. D'autre part, le Fonds a pu réduire la taille de son portefeuille dans les titres transférés vers le marché continu.

3.3 RÉSULTATS

3.3.1 RÉSULTATS FINANCIERS SUR LE PORTEFEUILLE

Au cours de l'exercice, un résultat financier positif de 4,9 millions a été enregistré sur le portefeuille de fonds publics. Il se compose de 5,1 millions de résultats financiers courants et de 0,2 million de pertes non récurrentes sur transactions.

Les résultats financiers courants sur le portefeuille de fonds publics s'obtiennent en déduisant des résultats d'intérêts les intérêts sur les avances consenties par l'État belge, qui assurent partiellement le financement du portefeuille. La part autofinancée du portefeuille a contribué à concurrence de 5,2 millions aux résultats financiers courants. Sur une base annuelle, le rendement moyen du portefeuille a été inférieur à son coût de financement moyen. La part du portefeuille financée par des moyens externes a ainsi fourni une contribution négative au résultat, à hauteur de 0,1 million.

Les résultats financiers courants ont progressé de 0,1 million par rapport à l'exercice précédent, étant donné que les coûts de financement ont diminué davantage que les résultats d'intérêts grâce à la contraction du portefeuille de fonds publics.

TABLEAU 3.3.A APERÇU GLOBAL
(millions d'euros)

Fin d'année	Résultats financiers sur le portefeuille de fonds publics ¹	Reprise de réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics	Frais généraux administratifs	Réductions de valeur sur fonds publics	Résultat net (+ : profit ; - : perte)
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e) = (a) à (d)
2004	+8,1	+0,2	-2,0	...	+6,3
2005	+8,3	...	-1,9	-0,4	+6,0
2006	+3,6	...	-1,9	-2,8	-1,1
2007	+3,6	+0,1	-1,9	...	+1,8
2008	+4,9	+2,9	-1,8	...	+6,0
Différence 2008-2007	+1,3	+2,8	+0,1	...	+4,2

1 Voir tableau 3.3.B ci-dessous, colonne (e).

TABEAU 3.3.B RÉSULTATS FINANCIERS SUR LE PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS

(millions d'euros)

	Résultats d'intérêts (a)	Coûts de financement (b)	Résultats financiers courants (c) = (a) + (b)	Résultats sur transactions (d)	Résultats financiers (e) = (c) + (d)
2004	+8,0	-1,8	+6,2	+1,9	+8,1
2005	+7,4	-1,7	+5,7	+2,6	+8,3
2006	+6,6	-1,8	+4,8	-1,2	+3,6
2007	+6,4	-1,4	+5,0	-1,4	+3,6
2008	+6,1	-1,0	+5,1	-0,2	+4,9
Différence 2008-2007	-0,3	+0,4	+0,1	+1,2	+1,3
2008 1 ^{er} trimestre	+1,6	-0,3	+1,3	...	+1,3
2 ^e trimestre	+1,5	-0,3	+1,2	-0,2	+1,0
3 ^e trimestre	+1,5	-0,2	+1,3	...	+1,3
4 ^e trimestre	+1,5	-0,2	+1,3	...	+1,3

TABEAU 3.3.C RENDEMENT BRUT DES MOYENS PROPRES¹

(pour cent sur une base annuelle)

	Taux de rendement moyen du portefeuille ² (a)	Taux moyen de financement via les avances de l'État belge ³ (b)	Rendement moyen brut, avant les résultats sur transactions, des moyens propres ⁴ (c)
2004	3,61	2,04	4,66
2005	3,47	2,09	4,28
2006	3,30	2,83	3,52
2007	3,73	4,00	3,67
2008	3,74	4,17	3,67
2008 1 ^{er} trimestre	3,74	4,24	3,66
2 ^e trimestre	3,72	4,27	3,61
3 ^e trimestre	3,76	4,47	3,66
4 ^e trimestre	3,73	3,52	3,75

1 Les moyens propres au sens large comprennent essentiellement la dotation du Trésor public, la réserve, la part de bénéfice à verser à l'État belge, l'éventuelle réduction de valeur actée sur le portefeuille, les résultats d'intérêts et sur transactions, déduction faite des intérêts payés.

2 Ratio entre les résultats d'intérêts et la moyenne journalière du portefeuille durant la période considérée.

3 Ratio, recalculé sur une base annuelle, entre les coûts de financement et la moyenne journalière des avances de l'État belge durant la période considérée.

4 Ratio entre, d'une part, les résultats d'intérêts sur le portefeuille de fonds publics diminués des coûts de financement recalculés sur une base annuelle et, d'autre part, la moyenne journalière des moyens propres durant la période considérée.

3.3.1.1 Résultats d'intérêts

Les résultats d'intérêts se composent, d'une part, des intérêts bruts promérités et, d'autre part, de la différence entre la valeur comptable des titres, recalculée chaque jour d'après leur rendement actuariel moyen, et leur valeur comptable moyenne antérieure. Les différences d'évaluation par rapport à leur précédente valeur d'inventaire sont également prises en compte dans les résultats d'intérêts.

Les résultats d'intérêts de l'exercice ont atteint 6,1 millions, soit 0,3 million de moins qu'au cours de l'exercice précédent. Ce repli découle de la réduction de la taille du portefeuille, le taux de rendement moyen de celui-ci n'ayant guère évolué (3,74 p.c. contre 3,73 p.c. en 2007).

3.3.1.2 Intérêts sur les avances consenties par l'État belge

La politique monétaire de la BCE a entraîné une hausse du taux moyen de financement dû par le Fonds des Rentes sur les avances consenties par l'État belge; celui-ci est passé de 4 p.c. en 2007 à 4,17 p.c. Un net recul du recours à ces avances a néanmoins conduit à une baisse des intérêts dus sur celles-ci, lesquels sont revenus de 1,4 million en 2007 à 1 million.

3.3.1.3 Résultats sur transactions

Les résultats sur transactions se composent des différences entre, d'une part, le produit des ventes de titres durant l'exercice et, d'autre part, la valeur comptable moyenne de ces titres.

En raison de la hausse des taux d'intérêt au cours du premier semestre, la valeur boursière de la plupart des emprunts du portefeuille est demeurée inférieure à leur valeur comptable moyenne. Le Fonds des Rentes ayant réduit son portefeuille de titres durant cette période, ces ventes se sont généralement soldées par des pertes. Lors du second semestre, les taux d'intérêt ont chuté, si bien que la valeur boursière des titres a évolué positivement par rapport à leur valeur comptable. Cependant, les gains sur transactions réalisés en cas de ventes en cette période ont été insuffisants pour compenser les pertes initiales. Par solde, des pertes sur transactions de 0,2 million ont été enregistrées, une amélioration de 1,2 million par rapport à 2007.

3.3.2 REPRISE DE RÉDUCTIONS DE VALEUR SUR LE PORTEFEUILLE DE FONDS PUBLICS

À la suite de l'envol des cours boursiers observé d'une fin d'année à l'autre, une reprise de réductions de valeur à hauteur de 2,9 millions a pu être actée. La plupart des réductions de valeur comptabilisées fin 2006 ont de ce fait été apurées.

3.3.3 REPRISE DE PROVISION POUR PENSIONS ET OBLIGATIONS SIMILAIRES

Suite à la retraite d'un membre du personnel qui n'a pas été remplacé, la provision pour pensions et obligations similaires a pu être légèrement diminuée par le biais d'une reprise en compte de résultats.

3.3.4 FRAIS GÉNÉRAUX ADMINISTRATIFS

Les frais généraux administratifs sont constitués des rémunérations, charges sociales et pensions, ainsi que d'autres frais administratifs.

Le Fonds des Rentes apporte, conformément à l'article 2, 2° de sa loi organique, son concours technique sur le plan des ressources humaines nécessaires aux activités de l'Agence de la Dette, créée au sein de l'Administration générale de la Trésorerie. Un montant de 1,4 million a été consacré aux rémunérations, charges sociales et pensions y afférentes.

Les autres frais administratifs, qui se sont montés à 0,4 million, comprennent principalement les coûts liés à la surveillance du marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie, ainsi que les frais de bourse.

3.3.5 BÉNÉFICE NET DE L'EXERCICE

L'exercice comptable s'est clôturé par un bénéfice net à affecter de 6 millions. Celui-ci provient des résultats financiers sur le portefeuille à hauteur de 4,9 millions, de la reprise de réductions de valeur sur le portefeuille de fonds publics à concurrence de 2,9 millions et de charges diverses pour un montant de 1,8 million.

En vertu des règles de distribution du résultat net contenues dans l'article 6 des statuts du Fonds des Rentes, 2,1 millions ont été versés à la réserve et le solde, à savoir 3,9 millions, a été payé au Trésor le 31 mars 2009.

Annexe statistique

TABLEAU S.1 EMPRUNTS PLACÉS SOUS LE CONTRÔLE DU FONDS DES RENTES¹

Fin d'année	Obligations linéaires (a)	Bons d'État (b)	Emprunts classiques (c)	Total (d) = (a) à (c)	Variation annuelle (e)
A. Nombre d'emprunts					
2004	25	56	12	93	+4
2005	21	56	12	89	-4
2006	20	54	12	86	-3
2007	21	60	11	92	+6
2008	21	60	10	91	-1
B. Montant nominal en circulation (milliards d'euros)					
2004	210,1	8,2	0,1	218,4	-0,9
2005	214,2	7,2	0,1	221,5	+3,1
2006	214,2	6,8	0,1	221,1	-0,4
2007	226,1	6,3	0,1	232,5	+11,4
2008	225,4	5,4	0,1	230,9	-1,6
C. Capitalisation de l'encours² (milliards d'euros)					
2004	231,1	8,4	0,1	239,6	+3,5
2005	236,8	7,3	0,1	244,2	+4,6
2006	225,2	6,8	0,1	232,1	-12,1
2007	230,2	6,2	0,1	236,5	+4,4
2008	238,0	5,5	0,1	243,6	+7,1

Sources: Ministère des Finances et Fonds des Rentes.

1 Les obligations linéaires sont considérés comme étant en circulation dès leur adjudication ou la date de clôture de la syndication et les bons d'État dès le jour prévu de clôture de la souscription.

2 Les obligations linéaires sont évaluées aux cours de référence publiés par le Fonds des Rentes. Les emprunts classiques et les bons d'État sont évalués à leur cours de bourse.

TABLEAU S.2 TAUX DE RENDEMENT BRUTS À MATURITÉ CONSTANTE DES OBLIGATIONS LINÉAIRES¹

Fin de période	Durée restant à courir (en années)										
	1	2	3	4	5	6	7	10	15	20	25
2004	2,23	2,47	2,69	2,89	3,07	3,22	3,37	3,70	3,97	4,16	4,29
2005	2,68	2,80	2,91	2,98	3,04	3,09	3,15	3,32	3,36	3,44	3,54
2006	3,82	3,87	3,90	3,91	3,92	3,94	3,95	3,99	4,05	4,10	4,12
2007	4,13	4,11	4,12	4,17	4,22	4,26	4,30	4,52	4,69	4,70	4,74
2008 Janvier	3,64	3,55	3,54	3,62	3,71	3,78	3,86	4,18	4,49	4,57	4,64
Février	3,58	3,39	3,33	3,43	3,55	3,64	3,75	4,20	4,57	4,60	4,67
Mars	3,82	3,78	3,80	3,87	3,92	3,93	3,97	4,30	4,63	4,71	4,78
Avril	4,02	3,96	4,00	4,10	4,16	4,17	4,20	4,43	4,70	4,79	4,83
Mai	4,22	4,36	4,44	4,45	4,45	4,46	4,49	4,68	4,89	4,97	5,01
Juin	4,64	4,79	4,87	4,88	4,87	4,87	4,88	4,97	5,10	5,15	5,14
Juillet	4,41	4,49	4,54	4,57	4,57	4,56	4,58	4,75	4,92	4,94	4,93
Août	4,32	4,29	4,28	4,31	4,34	4,35	4,37	4,55	4,75	4,80	4,80
Septembre	3,71	3,82	3,95	4,09	4,22	4,31	4,38	4,62	4,81	4,86	4,89
Octobre	2,68	3,09	3,42	3,61	3,76	3,95	4,15	4,61	4,86	4,79	4,72
Novembre	2,12	2,75	3,19	3,35	3,42	3,56	3,72	4,04	4,24	4,22	4,19
Décembre	1,99	2,51	2,92	3,15	3,32	3,46	3,59	3,82	4,01	4,09	4,13

Source : Fonds des Rentes.

¹ La série reprend les rendements à maturité constante à partir d'une courbe de rendement calculée selon la méthode de la courbe « cubic spline ». La méthodologie de calcul est décrite dans un article publié en mars 1994 dans le Bulletin de la BNB.

TABLEAU S.3 TAUX DE RENDEMENT SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE DE L'EMPRUNT DE RÉFÉRENCE À 10 ANS¹

Fin de période	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas	Espagne	États-Unis ²	Japon
A. Taux de rendement							
2004	3,68	3,69	3,67	3,66	3,71	4,30	1,44
2005	3,32	3,29	3,30	3,28	3,31	4,41	1,48
2006	3,99	3,94	3,97	3,97	4,00	4,74	1,68
2007	4,47	4,33	4,42	4,41	4,40	4,11	1,50
2008 Janvier	4,25	3,97	4,10	4,09	4,14	3,69	1,45
Février	4,25	3,96	4,07	4,12	4,22	3,67	1,36
Mars	4,31	3,91	4,13	4,13	4,26	3,47	1,27
Avril	4,44	4,13	4,34	4,36	4,39	3,85	1,62
Mai	4,71	4,45	4,59	4,61	4,63	4,12	1,75
Juin	4,87	4,54	4,72	4,73	4,82	3,99	1,59
Juillet	4,78	4,43	4,61	4,61	4,74	4,10	1,57
Août	4,52	4,15	4,35	4,35	4,51	3,80	1,41
Septembre	4,61	4,00	4,31	4,32	4,57	3,72	1,45
Octobre	4,47	3,76	4,12	4,25	4,43	3,92	1,49
Novembre	3,96	3,24	3,67	3,64	3,86	2,98	1,40
Décembre	3,77	2,95	3,40	3,54	3,82	2,08	1,17
B. Différentiel de rendement par rapport à la Belgique							
2004		0,01	-0,01	-0,02	0,03	0,62	-2,24
2005		-0,03	-0,02	-0,04	-0,01	1,09	-1,84
2006		-0,05	-0,02	-0,02	0,01	0,75	-2,31
2007		-0,14	-0,05	-0,06	-0,07	-0,36	-2,97
2008 Janvier		-0,28	-0,15	-0,16	-0,11	-0,56	-2,80
Février		-0,29	-0,18	-0,13	-0,03	-0,58	-2,89
Mars		-0,40	-0,18	-0,18	-0,05	-0,84	-3,04
Avril		-0,31	-0,10	-0,08	-0,05	-0,59	-2,82
Mai		-0,26	-0,12	-0,10	-0,08	-0,59	-2,96
Juin		-0,33	-0,15	-0,14	-0,05	-0,88	-3,28
Juillet		-0,35	-0,17	-0,17	-0,04	-0,68	-3,21
Août		-0,37	-0,17	-0,17	-0,01	-0,72	-3,11
Septembre		-0,61	-0,30	-0,29	-0,04	-0,89	-3,16
Octobre		-0,71	-0,35	-0,22	-0,04	-0,55	-2,98
Novembre		-0,72	-0,29	-0,32	-0,10	-0,98	-2,56
Décembre		-0,82	-0,37	-0,23	0,05	-1,69	-2,60

Source : Fonds des Rentes.

1 Taux de rendement, calculés avant les éventuelles retenues fiscales à la source, de l'emprunt de référence à 10 ans du secteur public. Les données sont relevées vers 12 heures.

2 Les taux de rendement sont recalculés sur une base annuelle pour tenir compte du paiement semestriel des intérêts.

Liste des abréviations

BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
EEE	Espace économique européen
ICMA	International Capital Market Association
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (directive sur les marchés d'instruments financiers)
MTF	Multilateral Trading Facility (système multilatéral de négociation)
MTS	Mercato Telematico dei Titoli di Stato
OLO	Obligations linéaires
TREM	Transaction Reporting Exchange Mechanism
TRS	Transaction Reporting System

Signes conventionnels

_	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
...	zéro ou quantité négligeable
n.	non disponible
p.b.	points de base
p.c.	pour cent

Éditeur responsable

Jean-Pierre Arnoldi

Président

Avenue des Arts 30 – BE -1040 Bruxelles

Personne de contact pour le rapport du Fonds des Rentes

Herwig Smissaert

Délégué du Fonds des Rentes

Tél. +32 2 221 43 28 – Fax +32 2 221 31 02

herwig.smissaert@nbb.be

Mise en page

BNB Prepress & Image

Impression

IMPRIMERIE MASSOZ

Rue du Parc 44 – BE - 4432 Allieur (Liège)