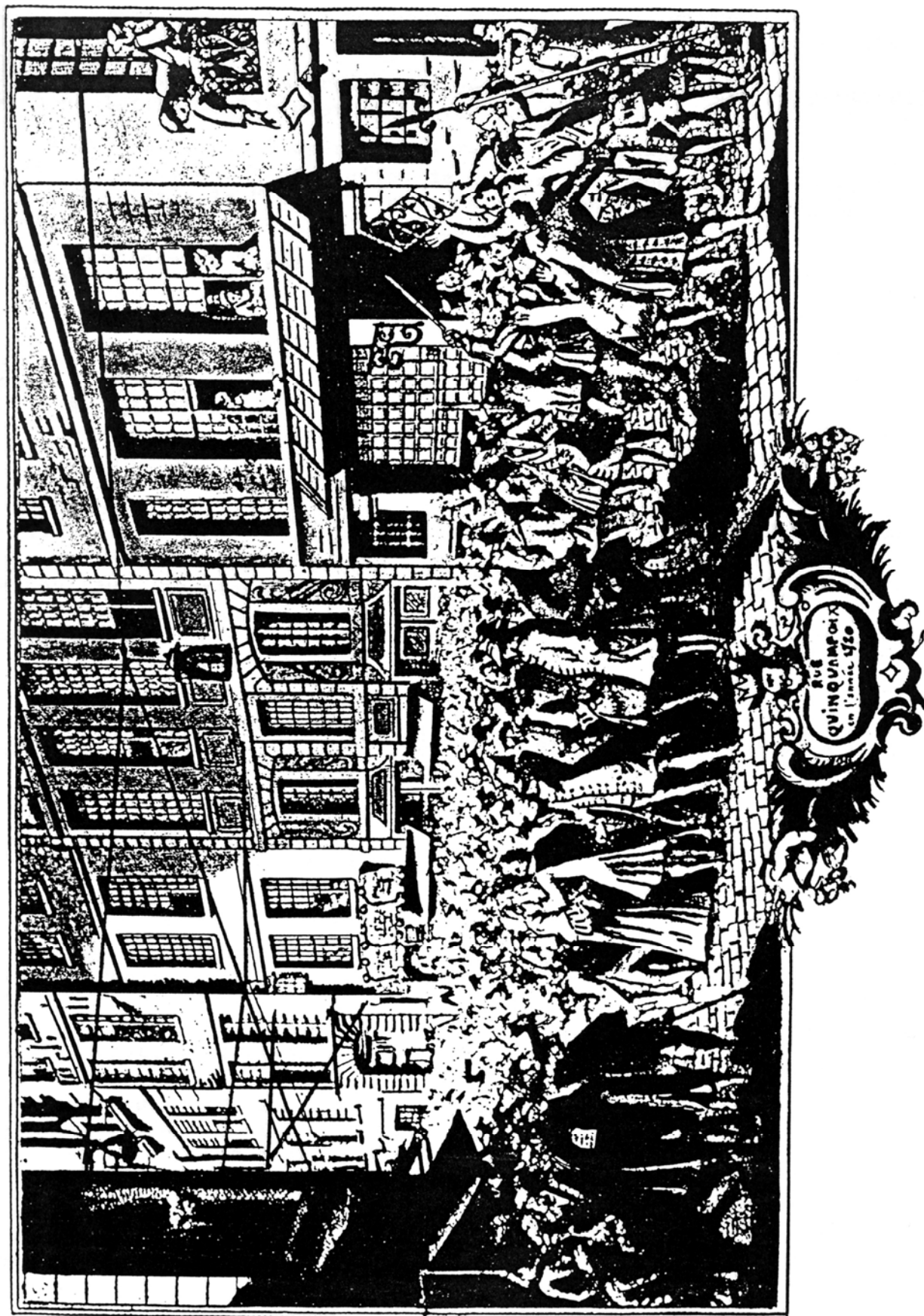




BOURSE TERME

rhône-alpes conseil finances

SIEGE SOCIAL : 37, COURS DE LA LIBERTE - 69003 LYON / TELEPHONE : 78.60.51.16 / TELECOPIE : 78.60.55.57
S.A. AU CAPITAL DE 250 000 F - R.C.S. : LYON B 350 973 378 - APE 7801



LA RUE QUINCAMPOIX EN L'ANNÉE 1720

TERME

Toute opération commerciale en général – et boursière en particulier – est spéculative : elle prévoit en vue du gain.

Ce qui distingue l'opérateur à Terme de l'opérateur "à portefeuille", c'est : l'utilisation de l'effet de levier que procure le **crédit**. Par suite, le Terme néglige le "coupon", pour ne s'attacher qu'aux "différences" en capital.

La pratique du Terme utilise deux techniques opposées : Ferme et Conditionnel.

Ferme

- On opère sur le support. Ou bien Physique, ou bien "Future" (actif "dérivé").
- Du coup, malgré le recours au crédit (couverture/marge ou deposit), des capitaux importants sont engagés.
- On s'appuie sur les "fondamentaux" et l'optique est à moyen terme (3 mois à 3 ans).
- L'étroitesse du marché (flottant) peut être favorable (cf. effet d'entonnoir et manipulations).
- **L'idéal** consiste à jeter son dévolu sur une seule valeur à un moment donné.

Conditionnel

- On opère sur des "dédits". Ou bien anciennes primes, ou bien modernes options négociables (Éventuellement : warrants et bons d'option – ou covered warrants).
- Les engagements, mêmes "en l'air" (à découvert), exigent peu de capitaux. En effet, l'effet de levier est décuplé relativement à l'engagement sur couverture.
- On s'appuie sur les "charts" (graphiques), en allant même jusqu'à minimiser la tendance (cf. Échelles). L'horizon, déterminé par l'échéance, est à court terme : d'une journée à quelques mois.
- La liquidité du marché est essentielle.
- **L'idéal** consiste à multiplier les opérations, afin d'exploiter tous les écarts favorables, et d'encaisser cash différences de primes et différences d'écarts.



– Comme il descend avec fierté...

– Faut croire que ses actions montent !...

FERME

Quelles sont les particularités caractéristiques du marché à Terme Ferme (R.M.) ?

Le **Principe** du marché à terme (R.M. [ou S.R.D.]) étant posé, il entraîne des **Contraintes** techniques et des **Conséquences** économiques.

I- Principe

L'opérateur prend position pour la fin du **mois boursier** (jour de liquidation), c'est-à-dire opère à crédit dans ce délai. Par suite, les ordres "à révocation" tombent à cette échéance (et non pas fin du mois civil).

1- Calendrier de liquidation :

Établi pour l'année à venir, il est publié à la Cote par la S.B.F.

La "liquidation", mise au net des opérations à terme, s'effectue en deux temps :

a) **Décider du sort des transactions** : 3 séances (Réponse des stellages, Liquidation générale, Séance des reports), à cheval sur le mois boursier, de sorte que le jour de liquid' est la dernière séance du mois.

b) **Assurer livraisons et règlements** : Livraison des titres (nominatifs, en SICOVAM et au porteur) et règlement des espèces. Double mouvement, des S.B. [Société de Bourse] entre elles, et de chaque S.B. avec ses clients. Ceci occupe 5 séances.

Les séances exigées pour ces opérations étant comptées en "remontant" à partir du dernier jour civil ouvrable, la liquid' se trouve située entre le 20 et le 24 du mois.

2- Dénouement :

L'échéance étant d'un mois (reconductible [cf. Reports]), les opérations devront finalement se dénouer selon un des deux procédés suivants :

a) **Comptant différé** : On "lève" ou on "livre". Dans le cas d'un achat, la couverture s'avère alors a posteriori comme un acompte.

b) **Compensation** : L'engagement initial est débouclé par un engagement en sens inverse. Il s'avère alors que l'opération ne porte que sur des "différences" à recevoir ou à verser, et ne fait pas l'objet de mouvement de titres. La couverture est non pas doublée, mais au contraire libérée.

II- Contraintes (techniques)

Elles sont de deux sortes :

- **Les Valeurs les plus actives** du marché peuvent seules être traitées : 200 françaises, plus le CNE 3 % et des T.P. (Titres Participatifs) ; 80 étrangères.

- Des “**Quotités**” de négociations sont imposées. De 5 à 500, de sorte qu’elles pèsent environ 4000 F (sauf exception).

Si une quotité est négociée “R.I.” (Règlement immédiat ou Comptant), le courtage est majoré d’une C.R.A. (Commission de Règlement Anticipé) de 1 %. Si des “rompus” sont négociés, la S.B. se porte contrepartie, et un Différentiel de 0,3 % majore le courtage.

III- Conséquences (économiques)

Elles sont de deux sortes :

a) **La propriété des titres** n’appartient pas juridiquement à l’acheteur de tendance (haussier ferme).

b) **Une Couverture** est exigée des opérateurs.

Celle-ci est une **garantie** des risques encourus, et non un acompte sur les capitaux mis en mouvement. Tous les titres en dépôt sont affectés à la couverture. Les titres nominatifs doivent faire l’objet d’un bordereau de transfert au nom de la S.B. Une position ne peut être couverte par les mêmes titres sous dossier. Les banques ont une couverture globale en S.B.F.

Les **taux** de couverture sont : 20 % en espèces et B.d.T. [Bon du Trésor], 25 % en obligations françaises et or, 40 % en actions ou parts de F.C.P. De sorte qu’un opérateur couvert en espèces multiplie ses forces par cinq.

Les intermédiaires sont **tenus** de vérifier les couvertures. Ils doivent exiger que le client la complète, si la couverture se trouve réduite de 10 % du montant de la position. Entre deux liquid’, le client doit recevoir une lettre recommandée ; en liquid’ il peut être “exécuté” sans formalité. La couverture est un minimum que l’intermédiaire peut porter à 100 %.

30 jan. 1990

COUVERTURE

Travail à faire

1- La situation ponctuelle d'un client est la suivante :

- Espèces : 63 363 DT (Débiteur)
- Obligations : 352 CR (Créditeur)
- Valeurs (actions) : 172 434 CR
- Engagements à terme : 142 117 à l'Achat.
- Couverture possible : ?
- Encore disponible : ?

Complétez cette situation.

2- La situation d'un client est la suivante :

- Espèces : 7853 CR
- Titres :

26 Foncina (action)	On cote : 600
15 C.I. B.N.P. (action)	On cote : 445
18 CV Crouzet 9,75 % 85 (obligation)	On cote : 345
20 T.P. Créd. Lyon. Oct. 84 (obligation)	On cote : 1147
50 I.B.M. (action)	On cote : 799

a) Quel est l'engagement possible sur Club Méd. (par 50 ; on cote : 623) ?

b) Ultérieurement, la couverture se déprécie de 7,75 % ; et cette situation subsiste jusqu'à la liquidation. Que fait l'agent de change ?

Corrigé-type

1/- Le débit espèces doit être épongé, ce qui laisse comme valeurs :

$$(352 + 172\,434) - 63\,363 = 109\,423$$

Ce montant de valeurs libres donne une **couverture possible** de :

$$109\,423 \div 0,4 = \mathbf{273\,557}$$

Compte tenu des engagements déjà pris, **reste disponible** :

$$273\,557 - 142\,117 = \mathbf{131\,440}$$

Bourse Terme

2/- Couverture possible :

- Espèces :

$$7853 \div 0,2 = 39\,265$$

- Obligations :

$$(345 \times 18) \div 0,25 = 24\,840$$

$$(1147 \times 20) \div 0,25 = 91\,760$$

- Actions :

$$(600 \times 26) \div 0,40 = 39\,000$$

$$(799 \times 50) \div 0,40 = 99\,875$$

$$(445 \times 15) \div 0,40 = 16\,687$$

$$\textbf{Total : } 311\,427$$

-> Engagement possible :

Une Quotité de Club :

$$50 \times 623 = 31\,150$$

Quotités possibles :

$$311\,427 \div 31\,150 = 9 \text{ quotités, soit } \textbf{450 Club (280\,350)}$$

- Nouvelle couverture : $311\,427 - 7,75\% = 287\,291$

Le client, engagé pour 280 350, est **encore couvert.**

P.S. : Extrait du Règlement de la C.A.C. ci-joint.

Règlement général de la Compagnie des agents de change

5°) Couverture des négociations à règlement mensuel :

Article 90

Lorsque le donneur d'ordre n'a pas déposé préalablement les titres ou les fonds, l'agent de change exige, pour tout ordre de négociation à règlement mensuel ou conditionnelle, la remise d'une couverture dont l'assiette, le taux minimal et la composition doivent être conformes aux règles fixées par le **ministre de l'économie** et des finances.

Cette couverture est calculée, sous contrôle de la **Chambre Syndicale** par référence au montant des risques encourus par le donneur d'ordre du fait de l'ensemble de ses engagements à règlement mensuel et conditionnels.

Article 91

Par dérogation à l'article précédent, la Chambre Syndicale peut fixer un régime particulier pour les ordres transmis par une banque ou un établissement financier.

Elle peut également, pour toute valeur et pour toute catégorie d'opération, renforcer les garanties minimales exigibles des donneurs d'ordre en couverture de leurs engagements.

Article 92

La Chambre Syndicale peut exiger le dépôt de la couverture dans ses caisses, soit à sa propre initiative, soit à la demande du ministre de l'économie et des finances.

Article 93

Sauf convention contraire entre **l'agent de change** et le donneur d'ordre, tous les titres conservés sous le dossier de ce dernier sont affectés de plein droit à titre de couverture à la garantie de ses engagements à règlement mensuel et conditionnels. L'agent de change peut les vendre sans préavis pour solder ces opérations à défaut de livraison ou de paiement **à l'échéance** par le donneur d'ordre.

Article 94

Pendant la **période qui sépare deux liquidations**, l'agent de change demande par télégramme avec récépissé le dépôt au donneur d'ordre dont la couverture viendrait à être réduite de plus de 10 % du montant total de la position, de reconstituer sa couverture dans les limites réglementaires. Faute pour le donneur d'ordre d'avoir versé, dans le délai de deux jours de bourse à partir du jour de l'envoi de ce télégramme, le supplément de couverture demandé, l'agent de change procède, sans autre mise en demeure à la liquidation des engagements et à la vente partielle ou totale de la couverture.

COMPTES de LIQUIDATION

Liquid.	DT (Achat)	CR (Vente)	Solde
Sept.	[1] Ferme $100 F + \text{frais (a)} = 101,07$	[2] Compensé (21/09) Cours de compensation : (c.c.) 101	0,07 DT (1)
Oct.	[3] f/Reporté (22/09) $101 (c.c.) + \underline{R} (b) = 101,795$ + frais (c) = $\frac{0,334}{102,13}$	?	?

Hypothèses :

- La valeur est montée de 1 % (de 100 à 101), depuis l'engagement jusqu'à la liquidation.
- Le taux de report fin sept. est de 8 %.
- On applique le courtage simple (officiel) sur Paris.

(1) Le solde de liquidation bascule sur le Relevé de Compte.

(a) Frais de transaction normaux $\approx 1,07\%$. [En fait = **1,0709 %**. cf. note 1 p. 27]

(b) Prix du report (avec taux de l'argent à 8 %) = **0,7875 %**. [cf. note 3 p. 27]

(c) Frais de transaction de Report (sur C.C. + R) = **0,3279 %**. [cf. note 2 p. 27]

Coût total du Report :

$102,13/101 - \Delta\% = 1,118\%$ mensuel.

Actuariel par an : $(1,01118)^{12} - 1 = 14,27\%$.

Travail à faire

Compte de Liquidation

Liquid. : AVRIL

Date		Rep.	Négo.	Quantité		Valeurs	Cours	Capitaux		Impôt *	Courtage	
Jour	Mois			A	V			DT	CR		Ferme	Rep.
10	04		FER	100		Moulinex	99	9 900		29,70	64,35	
23	04	REP			100	Moulinex	119		11 900			
				Solde Liqu.	CR. : 1 893,98		TVA 18,6 % 11,97 **	9 900	11 900	29,70	64,35	

Question : Chercher l'erreur.

Réponse :

La T.V.A. doit être arrondie au centime **inférieur**. D'où :

- T.V.A. : 18,6 % de 64,35 = 11,96 F.

- Donc le Solde : 1893,99 F.

1- Établir le compte de liquidation des opérations suivantes :

a) En liquidation précédente, j'avais acheté et fait reporté une quotité de **C.G.E.** (par 10) : C = 334,8 (en réalité toujours chiffre rond) ; R = 2,70 F.

En liquidation courante, je fais reporter mes C.G.E. de nouveau. C = 275 ; R = 2,17.

b) En cours de mois, j'ai acheté une quotité de **C.N.E. 3 %** (par 5) à 3835 F. Je lève en liquidation.

c) En cours de mois, j'ai vendu 2 quotités de **T.P. Crédit Lyonnais oct. 84** (par 10 à Lyon) au cours de 1126 F.

Je les livre en liquidation.

d) En cours de mois j'ai acheté deux quotités de **Z.C.I.** (par 500) à 1,29 F.

Je les lève en liquidation.

Bourse Terme

e) J'ai acheté fin courant 2 quotités de **Legrand** (par 10) à 3415 F.

Je vends en liquidation 1 quotité à 3497 ; je fais reporter l'autre quotité : C = 3490 ; R = Pair.

f) Le mois dernier, j'ai reporté la vente d'une quotité de **Robur** : C = 332 ; Déport (B) = 3,11 F. (par 100 à Marseille)

Je vends fin courant une seconde quotité à 329 F.

Je reporte l'ensemble de la position en liquidation : C = 305 : B = 3,29.

2- Proposez une méthode pour établir rapidement un solde approché.

1- compte de liquidation :

	BRUT		FRAIS				NET	
	Sens	Capitaux	Court.	Timbre	T.V.A.	Total	DT.	CR.
C.G.E.	A (1)	3 375 (2)	10 (3)	5,06	1,86	16,92	3 391,92	-
	V	2 750	-	-	-	-	-	2 750 (4)
C.N.E.	A (5)	19 175	95,88 (6)	57,52	17,83	171,23	19 346,23	-
	-	-	-	-	-	-	-	Levé
TP/CL (Lyon)	V	22 520	168,90 (7)	(8)	31,41	200,31	-	22 319,69
	-	-	-	-	-	-	Livré	-
Z.C.I.	A	1 290	10 (3)	3,87	1,86	15,73	1 305,73	-
	-	-	-	-	-	-	-	Levé
Legrand	A	68 300	443,95	204,90	82,57	731,42	69 031,42	-
	V ½	34 970	227,31	104,91	42,27	374,49	-	34 595,51
	V ½	34 900 (9)	-	-	-	-	-	34 900
Robur (Marseille)	V ½	32 889 (10)	(11)	-	-	-	-	32 889
	V ½	32 900	246,75	-	45,90	292,65	-	32 607,35
	A	61 000	91,5 (12)	-	17,01	108,51	61 108,51	-
TOTAL	A	153 140			240,71 (13)		154 183,81	160 061,55
	V	160 929						
SOLDE		7 789 CR				1 911,26		5 877,74 CR

Remarques :

(1) "Achat" suite à report : court. = 0,15 % ; Timbre = 0,15 %.

(2) Je suis reporté à C + R : $(334,8 + 2,7) \times 10$.

(3) Je suis frappé du minimum.

(4) La valeur fait objet d'un report, les frais seront prélevés fin prochain.

(5) Opération ferme : frais normaux (court. = 0,65 % ; Timbre = 0,3 %).

(6) Fonds d'État Indexé : court. = 0,5 %.

Bourse Terme

(7) Courtage Province : 0,75 %.

(8) T.P. exonérés de Timbre ; exonéré aussi en tant que valeur de Province.

(9) La valeur fait objet d'un report (quoique au pair) ; les frais de transaction seront prélevés "là-bas" (fin prochain) sur C (compensation).

(10) La valeur étant en Déport le mois échu, ma vente est prorogée à C – B.

(11) le déport a provoqué le prélèvement des frais de transaction sur la liquidation précédente, C étant supérieur à C – B.

(12) Inverse du n° 11 : la valeur en déport, les frais sont prélevés "ici" (en liquidation). Le déport lui-même (crédit) sera pris en considération fin prochain.

(13) T.V.A. regroupée du compte de liquidation.

Les **arrondis** de frais : le centime supérieur pour le courtage ; le centime inférieur pour le Timbre et la T.V.A.

...

2- Solde approché rapide :

Il est facile de comptabiliser les **capitaux bruts** traités : 153 140 à l'achat et 160 929 à la vente.

• **Sur le total** $A + V = 314\,069$, s'appliquent (sauf minimum de courtage 10 F et sauf cas particuliers : indexés, T.P., Province) :

- soit les frais **ferme** : environ **1,071 %** (0,65 % (courtage) + T.V.A. sur courtage + 0,3 % (Timbre)) ;

- soit les frais **sur report** : environ **0,33 %** (0,15 % (courtage) + T.V.A. sur courtage + 0,15 % (Timbre)) ;

- soit **compensation** sans frais (hors cas du déport).

Ceci fait dans notre cas :

- Capitaux sans frais	70 539	Frais :	---
- Capitaux à 0,33 %	64 375	Frais :	209
- Capitaux à 1,071 %	179 155	Frais :	1919
Total :	314 069	Total :	2128

• **Sur la différence** $V - A = 7789$ CR., retrancher ce total des frais arrondis, donnant un solde final de : **5661 CR.** arrondi.

• **Ainsi :**

- Le client sait rapidement que son solde sera positif ;

- L'élève (ou l'employé de l'intermédiaire) effectue un contrôle qui permet de localiser une erreur importante. (Le solde rigoureux de 5726,58 CR. ne s'écarte que de 65 F du solde approché).

Report

Travail à faire :

1- Comment peut se dénouer (liquider) une opération à terme ferme ?

2- Qu'est-ce qu'une opération de report ?

3- Quelle est la structure des frais de report ?

4- Exercice :

Un acheteur de 10 Lafarge (une quotité) en R.M. se fait reporter.

- cours de compensation : 1320 ;
- taux de l'argent : 8 % ;
- courtage simple.

Au total, quel est le coût de l'opération ?

- a) en francs par titre ;
- b) en % du cours.

1- Deux issues sont possibles :

a) **Comptant différé** : au terme (en liquidation), l'acheteur LÈVE les titres ou le vendeur les LIVRE. Dans chaque cas, il y a mouvement inverse analogue : argent contre titres ou titres contre argent.

b) **Compensation** : en cours d'échéance (mois boursier), l'opérateur prend position en sens inverse de l'engagement initial. Par suite, les capitaux mis en mouvement et les titres visés s'effacent : la couverture est libérée et l'ensemble de la position se résout en une DIFFÉRENCE à payer ou à recevoir (au jour des règlements). Conséquence à noter : la possibilité d'opérations "à la baisse".

2- Le report consiste à proroger un engagement ferme, donc à en suspendre le dénouement, jusque la liquidation suivante. L'obtention d'un nouveau délai occasionne des frais (cf. infra).

Le report se réalise au moyen d'une compensation provisoire, centralisée par la Chambre syndicale. Cette compensation est rendue possible par l'intervention de capitalistes qui "prêtent" pour un mois de l'argent ou des titres aux opérateurs.

Bourse Terme

Le mécanisme est le suivant : la compensation provisoire a pour assiette (conventionnelle) le “cours de compensation” fixé par la Chambre syndicale (proche du cours d’ouverture le jour de la liquidation) ; seul le coût proprement dit de l’opération fait l’objet de l’offre et la demande : le taux de l’argent d’une part et la nature des titres disposés à être employés en report d’autre part.

3- Les frais de report comprennent deux éléments :

a) **Le prix du report** : habituellement supporté par l’acheteur (sauf “report avec déport”). Il se compose comme suit (exprimé annuellement, en 12/12 [cf. note 1 p. 15]) : Taux de l’argent ; 1,20 % de courtage ; 0,25 % de T.V.A. (appliquée aux capitaux). Noter l’exonération de Timbre.

Pour un taux de report de 8 % fin nov. 86, cela donne :

$$R = C \times \frac{(0,08 + 0,012 + 0,0025)}{12} = \mathbf{0,7875 \%}$$

b) **Frais de transaction** : Contrairement à une opération effective de compensation en liquidation, suivie d’un nouvel engagement le jour des reports, ces frais ne sont prélevés que dans un sens, celui qui présente le montant le plus élevé de capitaux. Ils s’appliquent donc au cours de compensation, majoré éventuellement du prix de report.

Ces frais se décomposent comme suit : 0,15 % de courtage ; 18,6 % de T.V.A. [sur le courtage] ; 0,15 % de Timbre. Soit au total : **0,3279 %** (courtage simple).

4- - Prix unitaire du report : $1320 \times 0,7875 \% = 10,4 \text{ F.}$

- Frais de transaction : $(1320 + 10,4) \times 0,3279 \% = 4,36 \text{ F.}$

Total : **14,76 F** ; ou **1,118 %** mensuel (14,27 % annuel actuariel)

Compte de liquidation

COÛT

1- Transaction :

- Frais sur Ferme (F) = Courtage + T.V.A. sur le courtage + Timbre. $\approx 1,07\%$ ¹

- Frais sur Report (f) $\approx 0,33\%$

2- Prix du Crédit (R) :

Prix du Crédit $\approx 0,79\%$ (pour taux 8 %)

FERME

L'opérateur, engagé "ferme", doit déboucler ferme.

Liq'	A (DT)	V (CR)
n°1 ("ici")	Ferme + 1,07	
R E P O R T		
n°2... ("là-bas")		Ferme - 1,07

REPORT

R (Report)		
Liq'	A (DT)	V (CR)
m ("ici")	C	
m+1 ("là-bas")	$\underbrace{C + R}_{\pm f_{(1)}}$	

B (Bonification ou Déport)		
Liq'	A (DT)	V (CR)
m ("ici")	$\underbrace{C}_{\pm f}$	
m+1 ("là-bas")	C - B	

¹ Si courtage actions s/Paris (0,65 %), on a donc :

Courtage (0,65 %) + T.V.A. sur le courtage (18,6 %) + Timbre (0,3 %) = **1,0709 %**.

Différent si : Actions s/province : Courtage = 0,75 % ; Fonds d'État indexés : Courtage = 0,5 % ; Titres Participatifs (T.P.) : pas de Timbre.

REPORT

Que savez-vous du Report : **Mécanisme** et **Marché** ?

Le Report ne dénoue pas l'engagement à terme Ferme ; il permet de proroger cet engagement d'un mois, moyennant un coût. On dit que l'acheteur "fait reporter" sa position et que le vendeur "reporte".

I- Mécanisme

Il faut distinguer le Principe fondamental et la réalité pratique.

1- Principe :

- **La situation normale** (du capitalisme classique) est celle de l'expansion continue de l'économie, libérant de l'épargne fraîche. L'épargne d'un côté, les "lanceurs d'affaires" de l'autre, n'ont pas à se soucier de l'échéance administrative, socialisée, de la liquidation mensuelle. La fluidité dans la circulation des capitaux et le "classement" des titres est assurée par l'apparition d'une "position acheteur" en fin de mois (sur les valeurs, les compartiments et l'ensemble de la Cote du terme). C'est ainsi que les "acheteurs de tendance" font reporter leur position.

- **En fin de mois** donc, les achats à terme à proroger sont apurés et reconduits sur le mois suivant, en prenant comme référence le "cours de compensation" (C), proche du cours d'ouverture du jour de liquidation générale.

Un double mouvement "vendu/acheté" est effectué au cours C : d'abord vente "ici" (en liquid) ; ensuite achat "là-bas" (au jour des reports), ce dernier supportant les frais. La vente "ici" entre dans les cessions fiscales.

- **Les frais** se rapportant à l'opération de report sont de deux sortes :

- a) frais de **CRÉDIT** (report proprement dit). Ils rémunèrent les employeurs de fonds en report, qui "portent" les titres pour un mois. Ces frais comprennent : le taux de l'argent, majoré d'un courtage (1,2 %) et d'une T.V.A. (0,25 %) spécifiques. Le tout, exprimé annuellement est ramené à 1/12 (mois), et forme le montant "R", en francs par titres, figurant à la Cote.

Formule du **Prix de report**² :

$$R = C \frac{(Tx + 1,2 + 0,25)}{(12 \times 100)}$$

² R étant payé par le reporté, frais de l'employeur inclus, celui-ci encaisse donc bien le taux.

Bourse Terme

Recherche du **Taux annuel** (R connu) :

$$T_x = \frac{(R \times 1200)}{C} - 1,45$$

b) frais de **TRANSACTIONS** sur report, prélevés par l'intermédiaire. Il s'agit de 0,15 % de courtage (assujetti à la T.V.A. de 18,6 %) et de 0,15 % de Timbre. Ces frais sont appliqués à C + R, et prélevés "là-bas".

2- La réalité :

La concurrence entre compagnies, le développement inégal des secteurs, la compétition internationale et les cycles conjoncturels, créent une position acheteur très inégale selon les valeurs, et même des positions vendeur nettes.

C'est pourquoi un taux de report spécifique devrait, à la limite, être appliqué à chaque valeur. En fait, un taux moyen est cependant adopté, mais avec des dérogations inévitables :

- **"Taux réduits"** : adopté pour les valeurs à courant acheteur relativement faible. C'est le taux moyen, diminué d'1/8, 1/4, 1/2.

On l'applique également : pour tenir compte d'un événement social avantageant les employeurs de fonds qui vont disposer des titres ; pour menacer les S.B. d'avoir à rémunérer les emplois de fonds avec leur trésorerie, s'ils rechignent à faire la contrepartie des vendeurs à découvert en n'avouant pas leur position acheteur.

- **"Pair"** : pour les valeurs pour lesquelles les vendeurs à découvert font contrepartie aux acheteurs de tendance. Dans ce cas, le prix du report est nul ; seuls des frais de transaction sont prélevés. Mention à la Cote : Pair, ou "=".

- **"Déport"** : Ce report avec déport correspond à un désagio pour les acheteurs, pénalisant les baissiers [vendeurs]. Dans ce cas, l'excédent de vendeurs à découvert élimine les employeurs de fonds, et exige à l'inverse l'intervention de prêteurs de titres à un mois. Ceci peut mener à une "chasse au découvert", un "étranglement des vendeurs", un "corner", provoquant des déports exorbitants (15 % et plus du cours... sur un mois !). Mention à la Cote : "B", soulignant la **bonification** de l'acheteur.

En cas de report au Pair ou de Déport, les frais sont prélevés "ici", selon le principe que C est supérieur à C – B.

II- Marché (des reports)

1- La Séance (cotation du taux de l'argent) :

Le matin de la séance des reports (1^{er} jour du mois) :

- **Le Centre Informatique** de la S.B.F. donne aux services liquid' des S.B. leur position à terme par valeur ;

Bourse Terme

- **Chaque S.B.** a en carnet les capitaux et titres mis à disposition du marché ;

- **La S.B.F.** appelle les valeurs ; chaque S.B. se prononce : “je me fais” (reporter), ou bien “je reporte”.

Sur les positions vendeur nettes, le taux de déport est déterminé sur-le-champ, en fonction de l’offre et la demande. Les valeurs à report au Pair ou reportées à taux Réduit sont isolées. Restent les positions acheteur nettes en situation normale ; la S.B.F. confronte celles-ci aux capitaux offerts, et fixe en conséquence le taux de l’argent.

2- Les Emplois de fonds (en report) :

Les capitalistes qui viennent reporter les opérateurs haussiers font un placement court terme (1 mois) très sûr : garanti par les titres et le fonds de solidarité.

- **Le taux** de l’argent n’étant connu qu’a posteriori, l’employeur donne des ordres “au mieux” ou “limités” ;

- L’employeur peut désirer se porter sur des **titres** en situation spéciale (accaparer des droits de vote à l’A.G.). Se trouvant vendeur “là-bas”, l’employeur devra déposer la couverture R.M. pour disposer des titres.

- **Fiscalité** : IRPP, ou bien P.L.F. à 47 % (revenu de créance ; 35 % en 1990).

On peut, par exception, mettre des **titres** sous dossier en report, afin d’éponger un solde de liquidation débiteur. Mais, acheteur “là-bas”, on doit couvrir la position.

...

Nota : Mécanisme du Report, Principe/Situation normale.

Le schéma classique doit être largement corrigé.

Tout d’abord, le commerce – et celui du Capital plus que tout autre – a toujours été gouverné par le principe : “les affaires c’est l’argent des autres”. La clef est de vendre avant d’avoir acheté.

Ensuite, nous ne sommes plus en 1860 ! Les manipulations financières des syndicats, le classement “définitif” des titres par les monopoles, le financement de l’économie par l’endettement, la dérive de l’économie dirigée (zinzins), et les récents procédés de couverture (O.N., contrats s/indices), tout cela fausse la traditionnelle “position de place”.

REPORT-DÉPORT

1- Le taux de report (taux de l'argent) est de $9 \frac{1}{8} \%$ (l'an).

Quel est, en % mensuel, le prix du report (appliqué au cours de compensation) ?

2- Le taux moyen de l'argent est de $9 \frac{1}{8} \%$. Sur Accor, on applique "le taux moins $\frac{1}{8}$ ".
Le cours de compensation est de 595 F.

Quel est le prix du report ?

3- Le C.N.E. 3 % affiche un cours de compensation de 3908 F et un Déport (B) de 50 F.
(Le taux de l'argent en vigueur ce mois est de $7 \frac{1}{4} \%$).

Quel est le taux du déport ?

4- Une valeur est reportée au taux moyen.

R (prix du report) = 0,62 F.

C (cours de compensation) = 119 F.

Quel est le taux de l'argent ?

5- Le taux de report est de $9 \frac{1}{8} \%$ (fin février 89).

Alsthom est reporté au taux moyen. C = 480 F.

Quel est le prix du report ?

6- Fin fév. 89, Alcatel est reporté à $\frac{1}{2}$ taux. C = 2690 F.

Quel est le prix du report (R) ?

1- Taux $9 \frac{1}{8} \%$ = 9,125 %.

Les taux de frais étant exprimés sous forme décimale, et "x" étant le taux de l'argent, la formule du prix du report est :

$$R = C \times \frac{(x + 1,2 + 0,25)}{1200}$$

En remplaçant "x" par 9,125, on obtient : $R = C \times 0,88125 \%$

Le pourcentage mensuel de prix du report est donc de : **0,88125 %**

2- Taux moins $\frac{1}{8} = 9 \%$ l'an.

Taux du prix du report mensuel : la formule donne : 0,88... %.

$R = 595 \times 0,8708 \frac{1}{3} \%$ = (coté) : **5,19 F.**

Bourse Terme

3- La formule précédente du prix du report permet d'établir celle du taux (brut annuel) :

$$\text{Taux} = \frac{(R \times 1200)}{C} - 1,45$$

Dans notre cas :

$$x \% = \frac{(50 \times 1200)}{3908} - 1,45$$

Taux du déport (bonification de l'acheteur) : **13,90 %**

4- De façon analogue au n° 3 :

$$\frac{(0,62 \times 1200)}{119} - 1,45 = \mathbf{4,80 \%}$$

5- Pour un taux brut annuel de 9 1/8 %, on a un taux net mensuel de :
(1,2 % de courtage et 0,25 % de T.V.A.)

$$\frac{(9,125 + 1,2 + 0,25)}{1200} = \mathbf{0,88125 \%}$$

D'où, prix du report pour Alsthom :

$$480 \times 0,88125 \% = \quad \quad \quad (\text{coté}) : \quad \mathbf{4,23 \text{ F.}}$$

6- Demi-taux : 4,5625 % l'an [9,125 ÷ 2]. C'est-à-dire 0,50104167 % le mois.

$$R = 2690 \times 0,50104167 \% = \quad \quad \quad (\text{coté}) : \quad \mathbf{13,48 \text{ F.}}$$

Presse – L'emploi des fonds en report

Tout particulier client d'une société de Bourse, nom dont a été rebaptisée la charge d'agents de change, peut demander à son interlocuteur habituel de placer des fonds en report. Rien de plus simple. Il suffit de le lui signaler **au plus tard le jour de la liquidation**, les reports ayant lieu le lendemain. **Il n'y a ni minimum ni maximum**. Il n'y a pas non plus de risque (principe de l'“acheté-vendu”). L'intéressé porte les titres pour ceux qui sont acheteurs sur le Règlement Mensuel et qui ont fait reporter leur position. La condition est évidemment de disposer des fonds nécessaires sur son compte. Il est possible **d'indiquer une limite de taux** (par exemple de 7 ¼ %). Ainsi, en fonction des valeurs à reporter et la masse de capitaux disponibles, l'opération sera ou non effectuée. Quand l'argent est rare, le taux est élevé... L'argent est bloqué pendant tout le mois boursier et ne redevient disponible qu'à la fin du mois suivant. L'opération peut être reconduite avec, le cas échéant, une modification de limite. Le rendement peut varier à chaque échéance mensuelle ; il est assez proche de celui du **marché monétaire** (soit autour de 7,5 % ces derniers temps). Les **frais sont acquittés par l'acheteur**. Fiscalement, les intérêts peuvent être déclarés **avec les autres revenus** au titre de l'IRPP ou faire l'objet d'un prélèvement libératoire au taux forfaitaire de 46 %.

La souplesse du mécanisme et la possibilité de recevoir un intérêt mensuellement (ou calculé *prorata temporis* en cas de capitalisation) confèrent néanmoins à l'emploi des fonds en report un certain attrait, du moins pour ceux dont la tranche marginale d'imposition est assez faible (moins de 26 %, sinon les produits obligataires sont plus avantageux).

16 septembre 1988

STELLAGE

A- Particularités

C'est la seule technique **conditionnelle classique** (contrat non négociable) qui subsiste (juillet 89). Ce conditionnel repose exclusivement sur du ferme ; les O.N. ne peuvent l'éliminer. Cependant, l'on peut construire l'équivalent d'un stelling en combinant call et put : on a alors un stelling plus souple, possible sur un plus grand nombre de valeurs, mais à échéance plus rapprochée.

Le "**jour de réponse**" des stellages remplace la réponse des primes.

Les **valeurs** admises sont celles du R.M., et selon leurs "quotités". Mais celles effectivement traitées sont très restreintes (3 ou 4 valeurs souvent), selon l'effervescence des titres ou les besoins des Institutionnels qui "servent" les stellages (vendeurs : C.D.C. et B.N.P.). Les ordres traités sont importants, d'où difficultés éventuelles de contrepartie pour le particulier.

L'**échéance** "loin" est à 6 mois. L'acheteur peut dénouer en optant pour une "réponse" intercalaire (sacrifier une part de valeur-temps).

En effet, s'agissant de conditionnel classique, **l'acheteur** a l'initiative d'exercer : acheter cher (borne supérieure) ou vendre bon marché (borne inférieure). Le vendeur a "les mains liées" jusqu'à la réponse.

B- Technique

L'on négocie l'alternative entre deux "**bornes**" fermes. Écarts fréquents entre les bornes : 15 % à 80 % du cours central ("point milieu"), selon la volatilité du titre.

Le stelling se négocie "**décentré**" à la hausse ou la baisse, selon que le point milieu est déporté vers la borne haute ou basse par rapport au cours ferme.

Le risque encouru est fonction de :

- L'écart (tendu ou détendu), rapporté à la tendance sur la valeur et au centrage du stelling ;

- Le type d'opération : stelling négocié "sec", ou bien lié au portefeuille (titres déjà détenus, ou perspective de comptant différé).

Pour l'opérateur "sec", le vendeur prend le risque "en plein" et l'acheteur risque le 1/2 écart, qui fait fonction de prime.

Cependant le vendeur, même engagé sec, peut gérer son risque par des "mariages" (cf. échelliers à prime). L'acheteur qui s'avère rapidement bien orienté peut exploiter la protection que représente son stelling par des allers et retours sur le ferme (plus aisés encore s'il possède 2 contrats).

Bourse Terme

Le risque détermine la **couverture** : couverture R.M. sur borne supérieure pour le vendeur ; [et 1/2 écart pour l'acheteur].

La **tendance** escomptée (opération sec) : immobilité des cours pour le vendeur ; mouvement brutal, dans un sens ou l'autre, pour l'acheteur.

L'acheteur devra impérativement exercer (choisir une borne). Cela l'amène à déboucler par une **seconde opération ferme** (selon le principe : prime levée, prime vendue). D'où capitaux engagés et frais supérieurs à du conditionnel ordinaire. Les frais imposent le choix de la borne inférieure si le cours ferme se trouve dans la zone du point milieu.

Les **ordres** (exemples) :

- AR (achat à révocation) stellage juin ; 10 Michelin Mieux/Écart 45 % (ou bien, préciser exigence relative au centrage) ;
- Lever stellage 10 Michelin 2862/4362, par vente à 2862.

Stellage/Pratique

Le 1/08, l'ordre suivant est exécuté :

Achat d'un stellage G¹e Eaux 1150/1295 – Août.

Réponse : 20/08 ; le Ferme cote 1199 ; quotité 10.

1- Quel est l'**Écart** du stellage (% du point milieu) ?

Perte brute maxi. Sur une quotité ? (**couverture**).

2- Établir le graphique des **gains et pertes** à l'échéance (hors frais).

3- À la réponse, le 20/08, je déboucle.

a) Quel est le cours ferme, pour lequel il est **indifférent** de choisir une borne ou l'autre, les frais étant pris en compte (courtage 0,65 %) ?

b) À ce cours, arrondi au franc inférieur, quel est le **bilan de l'opération**, nette de frais, bilan arrondi à la dizaine de francs près ?

c) Exprimer ce solde en % **du prix brut d'une quotité au cours ferme** du jour de l'engagement.

d) Par rapport à la perte brute théorique (question n° 1), **de combien s'accroît** la perte nette en pourcentage ?

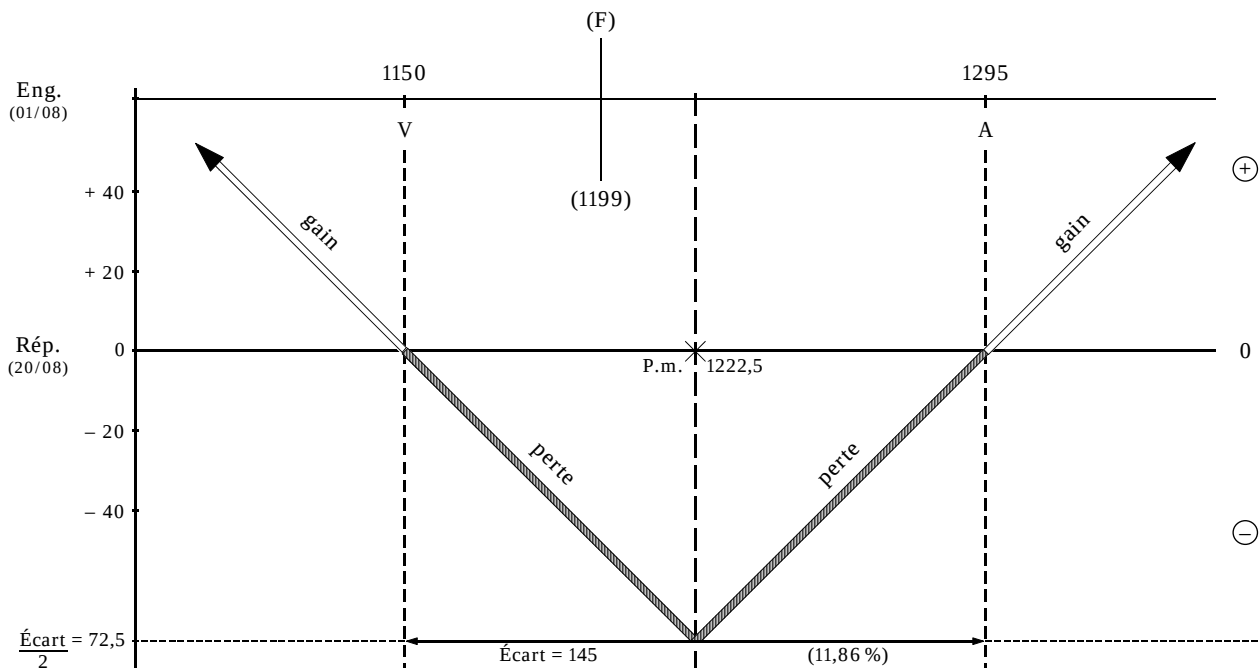
1- Écart en % :

$$\frac{(1295 - 1150)}{1222,5} \times 100 = \mathbf{11,86 \%}$$

Couverture :

$$\frac{(1295 - 1150)}{2 \text{ (1/2 écart)}} \times 10 \text{ (quotité)} = \mathbf{725 \text{ F}}$$

2- Graphique des gains et pertes :



3- a) Cours "indifférent" (concernant les bornes, frais compris) :

Les frais d'une opération ferme sont : 0,65 % de courtage ; 18,6 % de T.V.A. sur ce dernier ; 0,3 % de Timbre. Au total : **1,0709 %** du brut (arrondis éliminés).

- À l'achat, on applique au brut le coef. $1 + 1,0709 \%$, soit : **1,010709**.

- À la vente, on applique au brut le coef. $1 - 1,0709 \%$, soit : **0,989291**.

Soit "P" le cours recherché, le Débit net s'équilibre quand l'équation suivante se vérifie :
 $(P \times 1,010709) - (1150 \times 0,989291) = (1295 \times 1,010709) - (P \times 0,989291)$

Ce qui nous donne : **P = 2446,55 ÷ 2 = 1223,28** ; arrondi : **1223 F**.

b) Bilan de l'opération :

Si l'on opte pour une borne ou l'autre, on a un débit de 984 ou 989 F.

À la dizaine de francs près : **Débit 980/990 F**.

c) Perte en % d'une quotité au cours de 1199 F.

$$\frac{985 \text{ (perte moyenne)} \times 100}{11990} = \mathbf{8,2 \%}$$

d) Accroissement de la perte théorique :

La perte, passant de 725 à 985, augmente de **près de 36 %**.



Les Tuyaux

MATIF

1- Nécessité du Matif

L'économie d'**endettement** chronique depuis W.W.1 a conduit à une fébrilité des taux à l'émission. L'ampleur du phénomène l'a rendu finalement "insupportable" (Obligations : 80 % de la capitalisation et des transactions en Bourse. Taux : 7,50 en 1968 ; 17,50 en 1981 ; 8 % en 1986...).

Les anciennes parades ("bilans-or", émissions à taux variable, projet de cotation d'un emprunt géant à terme) apparurent comme des pis-aller. Il s'avéra qu'au risque né du marché, on ne pouvait parer qu'en instaurant ouvertement un **marché du risque**. Autrement dit, on devait offrir au mécanisme de la Bourse de Commerce une "denrée" inédite à traiter : les contrats de crédit eux-mêmes. Et ceux-ci entraînèrent à leur suite toute la panoplie des "instruments financiers" : contrats sur devise et contrats sur indices.

C'est ainsi que la boucle fut bouclée, la Bourse des valeurs – le Temple du Capital – placée finalement sous la houlette de la **Bourse de Commerce**. La conclusion naturelle du processus fut le rattachement des "Marchandises" au Matif (août 88). D'où la nouvelle appellation de Marché à Terme International de France. De fait, la terminologie du Matif est celle de la B.d.C. : lots, deposit, appels de marge, straddles, etc.

L'on est émerveillé d'observer avec quelle aisance le marché a trouvé en lui-même les ressources pour rétablir son équilibre compromis. Ceci, en secrétant tout simplement une "industrie du risque". Mais si l'on porte notre regard plus loin que le bout de notre nez, une question se pose : qui sera en mesure d'assurer la "**contrepartie**" spéculative aux opérations de couverture, quand on en aura "vraiment" besoin ? La suite directe du marché "ivre" n'est-elle pas l'étatisme intégral ? Bref, le profit peut-il se soutenir longtemps sur la seule base de la spéculation ?

Quoi qu'il en soit, les "futures" sont nés à Chicago en 1974 et notre Matif en **février 1986**. Après la cotation du "Notionnel" (dette à long terme), on créa un contrat sur la dette flottante (d'abord par le biais des Bons du Trésor à 90 jours, puis par le contrat Pibor). Ont suivi : contrat sur indice boursier (CAC 40), sur devise (EURODEM)...

Ce marché tout nouveau marque une **étape dans l'histoire** financière. La refonte du marché à Terme ferme traditionnel entraîna celle du conditionnel classique par les Options Négociables. Le succès du Notionnel fut d'ailleurs impressionnant : on escomptait 500/1000 contrats par jours, on en eut vite 3000. Le "gisement", quant à lui, traité auparavant à 126 000 titres/jour, le fut bientôt à 400 000 titres/jours.

2- Principe du Matif

La technique de la B.d.C. repose sur deux éléments : un produit (support) théorique ; une Chambre de Compensation.

Il ne s'agit plus de combattre le risque de fluctuation de cours d'une simple marchandise, mais celui du prix d'un **capital** (capital-argent ou capital productif directement). Pour ce faire, l'on se dote d'un **outil de couverture**. Ceci signifie un **transfert du risque** (et non pas son annulation), dont on libère les "professionnels" (utilisateurs de la nouvelle "denrée") pour le reporter sur des "spéculateurs" (s'adonnant à la prévision des mouvements de prix pour en tirer profit).

Le support technique nécessaire à cette division du travail est double : création d'un "contrat" à négocier et "compensation" des contrats traités.

- Le **CONTRAT** est la denrée-type, le "papier" (par exemple l'emprunt théorique) que l'on pourra négocier à terme, dans le but explicite de réaliser des "différences". Et c'est cela même qui contrebalancera les fluctuations que subit parallèlement le "physique" (par exemple les emprunts réels qui financent l'économie). Ainsi se définit l'opération de base de "couverture".

Plus le contrat est une denrée-type, plus il doit être l'idéal de la réalité et donc être, à ce titre, non plus "fictif" mais très **exactement défini**.

- Créer le contrat présuppose déjà une institutionnalisation du marché ; à plus forte raison, **COMPENSER** les contrats exige un "marché à terme **réglementé**", doté d'organes officiels.

...

Note :

Nous savons que la technique de couverture immédiate pratiquée par le professionnel individuel "enkyste" à long terme la tumeur du risque global du marché. Autrement dit, tout en étant devenu d'une nécessité impérieuse, le système, à la longue, ne peut tenir la route qu'autant qu'on en a pas besoin à l'échelle générale, ce qui ne peut cependant manquer de se produire.

L'opérateur individuel rencontre un tout autre problème, celui des "**risques résiduels**", manifestant que la couverture ne peut jamais être parfaite :

- risque de base : non-coïncidence des échéances du physique à couvrir et du papier de couverture ; discordance des cours entre physique et papier provoquée par le facteur technique (de marché) ;

- risque de corrélation : "qualité" (caractéristiques) nécessairement différente du physique et du papier.

3- Dénouement sur Notionnel

a) Le Matif est fait, en principe, pour se “couvrir”, et non pour déboucler par du physique. Le problème de livraison du contrat ne se pose donc pas dans cette perspective. Les professionnels ont seulement besoin de spéculateurs pour leur faire contrepartie. Pour ces derniers, le problème de livraison se pose encore moins.

b) Cependant, une fois le marché mis en route, il génère des possibilités propres de spéculation, qui émancipent les opérateurs du simple rôle de contrepartie des professionnels. D’où “arbitrage” et “spéculation pure” :

• **L’arbitrage** : cette spéculation à l’envers, sans risque, qui parasite cependant le marché de couverture, prend deux formes :

1- Achat de physique au comptant contre vente de papier à terme, et inversement (**cash & carry** et **reverse**, forme de réméré) ;

2- “Jumelage” d’échéances jouées les unes contre les autres (**straddles**).

• **Spéculation pure** : Ici, les spéculateurs débordent leur rôle initial et en viennent à opérer “en famille”.

Dans les deux cas, le dénouement ne pose pas de problème réel de livraison. C’est bien plutôt le problème inverse qui surgit : celui du danger d’emballement du marché à terme, qui perdrait le contact avec celui de la “matière première” réelle. Mais Robert Macaire et Bertrand disent : après nous le déluge ! Et les “experts” chantent le “bon côté” de l’autonomisation du marché à terme, qui est d’impulser la fameuse “liquidité” des transactions...

c) La livraison, cependant, est prévue dans le cas du **Notionnel**. Cette contrainte d’une “passerelle” entre Papier et Physique (inspirée de la B.d.C.) conforte au départ la réalité de l’ensemble des opérations sur contrats. De fait, les opérateurs qui n’ont pas dénoué leur position à l’échéance doivent livrer (V) ou lever (A) l’un des titres “synonymes” composant le “**gisement**”. Ceux-ci sont de réels emprunts (grosses émissions de fonds d’État, les OAT se trouvant très-adaptés), d’une durée de vie 7/10 ans, amortissement in fine, taux fixe 10 %, coté nu de coupon (et volume d’émission indéterminé). Ces emprunts, choisis par la CCIFP, représentaient à l’origine 56 Milliards de Francs.

À l’échéance, le cours de compensation du jour étant choisi comme **cours de liquidation**, une **table de concordance** relie ce cours de liquidation aux cours des emprunts du gisement. Inévitablement, l’un des emprunts synonymes apparaît comme “le moins cher à livrer”. Les VENDEURS en position choisissent le titre qu’ils veulent livrer et la Chambre affecte ces titres par tirage au sort aux acheteurs en position.

La livraison du Notionnel confirme le principe : moins la livraison doit s’envisager en pratique, plus elle doit être soigneusement précisée en théorie. La crainte plane toujours des Mississipiens de la rue Quincampoix !

À l’inverse, il n’est prévu aucune “passerelle” dans le cas du “**future**” **CAC 40**. Ici, l’on s’en tient au “cash settlement”, c’est-à-dire règlement en espèce de la différence entre le prix du contrat et le cours de compensation.

4- Exemple sur Notionnel

a) Caractéristiques :

Cf. Tableau.

- **Frais** par lot : 150 F de commission Adhérent, plus 10 F pour la Chambre. Le tout avec T.V.A. 18,6 %. Total = 187,90 F.

- Chaque jour, en fin de séance, est fixé le “cours de compensation” (dans la fourchette des derniers cours). Ce cours détermine la “**marge**” créditrice ou débitrice des titulaires des contrats. Les marges DT doivent être versées avant l’ouverture de la séance suivante, faute de quoi la position est liquidée.

b) Exemple : cas d’un Spéculateur (ou “Local”) :

• Clôture 3/03 : achat de 10 lots de Notion./Déc, à 104 % [cours]. Deposit (ancien) : 200 000 F ; frais H.T. : 1600 F.

• Clôture 4/03 : cours de compensation à 105 %.

Si l’on reste en position, compte crédité de : $(500\,000 \times 10) \times 1\% = 50\,000$ F (deposit libéré du même montant).

Si l’on dénoue (vente), gain H.T. : $50\,000 - (1600 \times 2) = 46\,800$ F. Ceci fait 23,40 % du deposit en une journée !

On le voit, l’on opère sur ce marché pour encaisser des différences dans la journée. Un écart de 1 point sur les taux entraîne une variation de cours des contrats de 5-6 % (25 000/30 000 F).

- Anticipation de baisse des taux : en 7 séances, à partir de l’ouverture du Matif (20 février 86), les cours de compensation du Notionnel ont progressé de 2,8 % ; tandis que le gisement progressait de 2,6 %.

- Anticipation de hausse des taux : en octobre 86, les taux se tendent brutalement. Les contrats “loin” reculent de 10 % (50 000 F d’écart sur un contrat !).

Caractéristiques des Contrats MATIF

	COTATION	ÉCHÉANCES	LOT	DEPOSIT
NOTIONNEL	• Crieée 10 h/16 h. • En %. Écart maximum quotidien : +/- 2 %. • Échelon : 100 F. (0,02 %).	• Mois en cours et chacun des 3 trimestres civils qui suivent. • Les transactions sur une échéance cessent 4 séances avant la dernière. • Le 16 du mois, on cote le mois suivant.	• 500 000 F.	• 25 000 F (5 % du nominal).
C.A.C. 40	• Crieée 10 h/17 h. • Indice calculé toutes les 30 secondes. • Chaque point correspond à 1/200^{ème} du contrat. • Échelon : 20 F.	• 3 mois rapprochés, plus un trimestre au-delà.	• 200 fois l'indice (base 1000 le 31/12/87).	• 20 000 F (100 points d'indice). • Bons du Trésor : 90 % du cours. • Les 40 valeurs : 80 % du cours.
Pibor 3 mois	• 8 h 30/16 h. Ferme à 11 h à l'échéance. • En %. Mais "100 moins taux" 3 mois (coté 98 équivalent à 8 % l'an). • Échelon : 125 F. (1/4 de 0,01 % du nominal).	• 4 trimestres civils.	• 5 MF.	• 15 000 F (0,3 % du nominal).
EURODEM 3 mois	• 8 h 30/16 h. • Échelon : 25 DM (1/4 de 0,01 % du nominal).	• Idem.	• 1 million de DM.	• 1000 DM.

PRESSE

Matif : le contrat Écu restera provisoirement français. Un choix qui tient compte de l'avenir (27.06.1990).

La criée du notionnel en Écus sera ouverte sur le Matif le 18 octobre prochain [1990] à 9 heures. Les investisseurs qui opèrent sur les emprunts à long terme libellés en monnaie européenne disposeront ainsi d'un outil standardisé de couverture.

Le gisement du contrat à terme mis au point par le Matif se limitera aux obligations émises par l'État français – seules des OAT pourront être livrées à l'échéance – deux lignes sont actuellement disponibles : l'OAT 9,50 % 2000 et l'OAT 8,50 % 1997, une enveloppe qui représente plus de 2 milliards d'Écus, incluant l'émission en date du 26 juin.

Caractéristiques du Notionnel écu	
Date de lancement	18 octobre 1990
valeur nominal	100.000 écus
emprunts livrables *	OAT 8,50% 1997 OAT 9,50% 2000
dates de livraison	mars, juin, sept., déc.
Mode de cotation	en % du pair
Horaire de cotation	9h.00 - 16h.00
Echelon de négociation (tick)	2 points de base (100 écus)
Dépôt standard	2000 écus

idé infographie

(* "Gisement")

La direction de Matif S.A. n'exclut pas, dans un second temps, de proposer à la livraison d'autres signatures. L'arrivée de pays comme l'Italie ou l'Espagne et d'institutions financières internationales

comme la Banque européenne d'investissements (BEI) et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) pourraient ainsi venir assurer l'internationalisation du "panier" des emprunts livrables, à la condition qu'ils soient d'une durée allant de six ans au moins à dix ans au plus.

Pour des raisons techniques liées aux différentiels de rémunération offerte aux investisseurs, le comité du Matif a préféré pour l'instant se contenter d'un Écu "franco-français". Paris, en lançant ce contrat très politique, entend prendre date pour l'avenir.

Personne ne se fait d'illusion : le notionnel Écu n'aura pas le même succès que son équivalent en francs qui a fait la fortune du Matif.

Mais le jour où l'Écu deviendra la monnaie unique ou commune de la CEE et que le système Globex de transaction continue électronique entrera en fonction, permettant de poursuivre les opérations en dehors des heures d'ouverture officielle, l'utilité des produits dérivés s'imposera à tous. Un avis que partagent les professionnels de Londres où le rival du Matif, le Liffe (London International Financial Futures Exchange) cote depuis septembre un contrat à terme sur l'Écu à 3 mois.

Un produit qui pour l'instant n'attire guère de monde, les emprunts que la RFA doit émettre pour financer l'ouverture vers la RDA n'étant même pas sûrs de pouvoir y être arbitrés...

Marchés conditionnels

MONEP - Marchés des options négociables de Paris

Cours au 18 mai 1990 à 13 h 30	Prix	OPTIONS D'ACHAT				OPTIONS DE VENTE			
		Mai 90	Jun 90	Juil. 90	Sept. 90	Mai 90	Jun 90	Juil. 90	Sept. 90
CAC 40	1750						1		
1875	270								
1825						0,14	5,50		
1950						0,80	7		
1975						1	10		
2000						2,01	14		
2025						4	14		
2050	85					6,50	25		
2075	56,50					10	32		
2100	43	75				18	41		
2125	29	57				29	53		
2150	18	46				47			
2175	10,50	35							

VALEURS SUPPORT	Prix	Jun 90	Sept. 90	Déc. 90	Jun 90	Sept. 90	Déc. 90
Accor 990*	840 1000	..... .....	53 .....	..... .....	1 .....	..... .....	..... .....
Bouygues 674	600 640	75 50	85 60	..... .....	..... .....	..... .....	..... .....
C.G.E. 631	560 600 640 680 720	82 41 17,50 5	 34 20 11	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....
Cerus 403,60	380 400 440	 16 5	..... ..... .....	..... ..... .....	6 15	11 .....	..... .....
Elf Aquitaine 704	560 600 640 680 720 760	145 106 70 36 16 6,50	 45 33 16	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....
Euro Disneyl. Sca 107,50	100 110 120	10 4 2,40	..... ..... .....	..... ..... .....	1,70 .....	..... .....	..... .....
Eurotunnel Sa-Pic 50	40 50 60 70	11 4,50 0,90	 6,50 3 1,30	 5,25 3	..... ..... ..... .....	..... 2,60 5,30 20,50	 5,50
Havas 677	637 675 712	50 17 9	 25	..... ..... .....	..... ..... .....	..... ..... .....	..... ..... .....
Lafarge Coppée 468	375 425 450 475 480 520	 48 30 15,50 3,90	 106 53 44 28,90 12	..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... .....
Michelin B 130,10	120 130 140 150 160 180	 3,80 1	 5,10 3,60 1,50	..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... .....	..... 1,60	 3 6,99 12
Midi (Cie du) 1347	1200 1300 1400 1500	 38 16	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....
Paribas 699	600 640 680 720 760	 30 13 4,50	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... .....
Pernod Ricard 1329	1333 1417	 15	 100	..... .....	..... .....	..... .....	..... .....
Peugeot S.A. 845	760 775 800 850 880 920 925 960 1000 1100	 86 35,10 50 38 10,40 23 16 3,50 1,50	..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... .....	..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... ..... .....
Rhone-Poulenc Cip 423	380 440 480	..... ..... .....	..... ..... 11	..... ..... .....	..... ..... .....	..... ..... .....	..... ..... .....
Saint Gobain 602	560 600 640 680	52 19,30 6 2	 38 18 10	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....
Source Perrier 1745	1700 1800 2000 2200	125 70 19 9	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....

Ste Generale A	560 600 640 680	60 32 10	 29 19	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....
Suez Financiere	440 480 520 560	44 15 4 1	 30 15 6	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....
Thomson-CSF	120 130 140 150 160	 2,80 0,70	 9,10 6,50 3,50	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....	..... ..... ..... .....



(Marché à terme international de France)

Contrats de taux d'intérêt à LT (Empr. "notional" - taux 10%)	Précédent cours au 11/05/90	Dernier cours au 17/05/90	Ouverture au 18/05/90
Echéance juin 90.....	103,28	102,76	102,72
Echéance septembre 90..	103,22	102,80	102,76
Echéance décembre 90..	103,20	102,84	102,80
Echéance mars 91.....	-	-	-
PIBOR 3 mois	Précédent cours au 11/05/90	Dernier cours au 17/05/90	Ouverture au 18/05/90
Echéance juin 90.....	90,15	90,13	90,14
Echéance septembre 90..	90,14	90,12	90,11
Echéance décembre 90..	90,12	90,06	90,04
Echéance mars 91.....	90,10	90,04	-
EURODEM 3 mois	Précédent cours au 11/05/90	Dernier cours au 17/05/90	Ouverture au 18/05/90
Echéance juin 90.....	90,15	91,66	91,67
Echéance septembre 90..	90,14	91,32	91,35
Echéance décembre 90..	90,12	91,11	91,12
Echéance mars 91.....	90,10	91,03	-
CAC 40 Future	Précédent cours au 11/05/90	Dernier cours au 17/05/90	Ouverture au 18/05/90
Echéance mai 90.....	2.102	2.123	2.129
Echéance juin 90.....	2.106	2.127,5	2.133,5
Echéance juillet 90.....	2.106	2.125,5	2.133,5
Echéance septembre 91..	2.112	2.133	-

* Cours ferme à 15 H.

Contrats de futures et d'options

Comparaison internationale (volumes)

Marchés	CBOT Chicago	CME Chicago	MATIF * Paris	LIFFE Londres	TSE Tokyo	SFE Sydney
Total 1989 (nb contrats)	138 351 317	104 654 457	26 002 085	23 859 395	22 698 136	11 821 593
Total 1988 (nb contrats)	143 038 495	78 011 668	16 511 739	15 546 610	21 020 762	7 869 021
Croissance 89/88 (%)	– 3,3	+ 34,2	+ 57,5	+ 53,5	+ 8	+ 50,2
Part de marché 89 (%)	42,3	32,0	7,9	7,3	6,9	3,6
Part de marché 88 (%)	50,7	27,7	5,9	5,5	7,5	2,8
Variation 89/88 (%)	– 8,4	+ 4,3	+ 2,0	+ 1,8	– 0,6	+ 0,8
* BTAN OMF exclu. Marchandises à partir de juillet 1988.						

Source : MATIF S.A. – Service statistiques

23 janvier 1990

Presse - Cinq minutes à haut risque (24.03.1990)

Attention danger ! Le jour de l'échéance mensuelle des contrats CAC 40 est une séance à haut risque. Certains parlent de manipulation de cours ; Matif S.A. et la SBF se penchent sur le problème.

(...) le dernier jour ouvré de chaque mois, l'échéance la plus proche de l'indice CAC 40 – celle qui arrive à expiration – enregistre des écarts significatifs sur le Matif¹. Il n'est pas rare, durant les quelques minutes qui précèdent la clôture du marché, de constater un décalage de cours de 0,5 % à 1 %. Manipulation, expliquent la plupart des professionnels, qui recommandent d'ailleurs à leurs clients de ne pas intervenir ce jour-là.

¹ Rappelons, dans le cas du **futur CAC 40** (contrat à terme reposant sur l'indice CAC 40 établi par la Société des Bourses françaises sur la base de 40 valeurs du RM parmi les plus représentatives du marché de Paris), que **quatre échéances mensuelles** différentes sont cotées en permanence : **trois échéances rapprochées et une échéance trimestrielle**. Il s'agit ainsi, actuellement, des futurs sur mars, avril, mai, et juin. À la clôture de l'échéance mars (le dernier jour ouvré, soit le vendredi 30), les mois négociés seront avril, mai, juin et septembre. C'est la cotation du futur arrivant à échéance qui pose problème lors de la dernière séance du mois.

En fait, comme sur l'ensemble des marchés financiers modernes, où l'on cote à la fois des indices à terme (ou "futurs") et des options sur l'indice cash (indice non coté qui reflète simplement l'évolution des valeurs le composant), le jour de l'expiration des contrats donne lieu à de nombreux dénouements de position. On connaît bien la séance des "trois sorcières", à Wall Street, où sont négociées, en plus des futurs et des options sur l'indice cash, des options sur les futurs. Quand les opérateurs débouclent leurs positions, la tendance du marché peut s'accélérer ou s'inverser brusquement, sans que les anticipations fondamentales aient changé. Et ce d'autant plus que toutes ces opérations sont commandées à New York par des logiciels informatiques n'obéissant le plus souvent qu'à des considérations techniques. Dès qu'un cours est atteint, les programmes se déchaînent.

Il en va désormais de même à Paris, à ceci près que l'ordinateur n'est pas le maître du jeu. Le marché, pendant la dernière séance de Bourse du mois, n'en constitue pas moins un terrain d'affrontement entre arbitragistes, les uns en situation de cash and carry (achat d'actions composant l'indice CAC 40, vente de futurs), les autres en position de reverse cash (achat de futurs, vente d'actions). De cette confrontation, où chacun dénoue sa position par une double opération de sens inverse, ressort un cours de compensation de l'indice à terme, cours évidemment imprévisible.

Jusque-là, rien d'extraordinaire. Il ne s'agit que d'opérations de marché tout à fait normales. En outre, bon nombre d'arbitragistes n'attendent pas la dernière séance du mois pour annuler leurs positions. Enfin, comme l'explique Stéphane Voisin, responsable du trading Monep chez Tuffier Ravier Py, "les opérateurs roulent souvent leurs positions, ce qui signifie que les acheteurs [de contrats futurs mars ? (ici manque une ligne...)] les revendent à n'importe quel moment du mois, en fonction des opportunités, pour acheter des contrats sur avril". Rouler ou reporter sa position, tel est d'ailleurs le conseil que donnent les spécialistes. "C'est encore ce qu'il y a de mieux à faire, souligne Christian Duchesne, de la Société de Bourse Didier Philippe, car on ne sait jamais ce qui peut se passer le jour de l'échéance." Même son de cloche chez Matif S.A. Pour un haut responsable de l'organisme de compensation des opérations sur le Matif, "il vaut mieux travailler sur la première échéance en début de mois et rouler sa position par la suite". Mieux : "Il est déconseillé de rester en position sur la première échéance dans la semaine qui précède l'expiration du contrat."

Bref, tous les spécialistes s'accordent sur le mal. Et ceux qui parlent de manipulation en donnent le mode d'emploi, relativement simple à condition d'y mettre les moyens. Les opérations initiées ont alors d'autant plus d'effet que les marchés sont étroits. En clair, il s'agit par exemple d'acheter des futurs et de vendre les valeurs du CAC 40 pendant un mois donné, puis d'attendre le jour d'expiration du contrat pour déboucler cette position. À partir de 15 heures (une heure avant l'échéance), l'opérateur commence à racheter des actions, mais sans vendre pour autant le futur. Puis, au fur et à mesure que l'on s'approche de la clôture, il intensifie ses achats de titres au-delà des seuls rachats de couverture "en y mettant le paquet".

L'effet de levier

C'est entre 15 h 55 et 16 heures que ces opérations culminent. Cela a évidemment pour effet de faire grimper les cours, l'indice CAC et le futur. C'est alors que le manipulateur revend ses contrats, en encaissant une substantielle plus-value. Certes, cette plus-value est diminuée de la perte occasionnée par l'achat intensif d'actions. Mais notre spéculateur s'y retrouve largement car il n'est pas nécessaire de beaucoup investir pour entraîner un décalage des cours pendant quelques minutes, sur les valeurs du CAC 40. Quelque 20 millions de perdus d'un côté peuvent en rapporter une bonne centaine. Surtout si, dans le même temps, notre vendeur de futurs intervient aussi sur les options sur indice.

Ce débouclage de position (rachats de titres, ventes de futurs) est d'ailleurs plus courant que l'opération inverse. Car, au préalable, il est bien plus fréquent que les opérateurs soient en situation de reverse cash (achats de futurs, ventes de titres) que de cash and carry (achats de titres, ventes de futurs). En effet, dans le premier cas, il n'y a pas à se soucier du report à payer sur les actions. Bref, tout ceci explique que la dernière séance du mois soit en règle générale plutôt haussière. Il n'est pas interdit d'en profiter pour vendre les titres du CAC 40 que l'on détient en portefeuille. Si l'on souhaite se dégager, en effet, pourquoi ne pas attendre cette séance, tout en fixant, comme toujours, des limites ?

Retour au fixing ?

Quand on les interroge sur ces manipulations de cours, les autorités de marché ne nient pas le problème. Mieux : on reconnaît chez Matif S.A. que "tout cela fait l'objet de réunions avec la Société des Bourses françaises et la Société de compensation des marchés conditionnels". Mais quelle solution trouver ?

Hypothèse souvent avancée : l'arrêt des cotations en continu le dernier jour de la séance avec un retour pur et simple au fixing à 16 heures pour les cotations du futur. Le fixing est le seul système qui garantisse une totale transparence du marché puisque tous les intervenants sont réunis au même moment. Cette idée est en tout cas avancée par Matif S.A. Principal obstacle : il faudrait interrompre les cotations en continu sur les valeurs du CAC 40 qui, pour l'instant, sont cotées sur le même réseau informatique que toutes les autres valeurs du RM. Or, il n'est pas pensable, notamment vis-à-vis des investisseurs étrangers, d'interrompre toutes les négociations pour coter le futur. Techniquement, les autorités recherchent donc le moyen d'isoler les valeurs du CAC 40 des autres titres du continu. Quelles que soient les difficultés rencontrées, gageons que tout sera fait pour mettre fin aux manipulations.



– Monsieur, je me moque des affaires de la Chine... Je veux savoir ce que vous avez fait de mon argent !...

– Mais, madame cet argent était un magot *... donc, vous devez comprendre l'influence de cette guerre sur votre argent !...

(* Un magot est aussi une figurine grotesque de porcelaine... type chinois.)

MONEP

Théorie

1- Histoire

Création embryonnaire : **Chicago**, 1973. Suite à dollar inconvertible : fébrilité consécutive du change (devises), par suite des taux et finalement des actions.

Paris : support actions : septembre 87 ; Notionnel : janvier 88 ; indice CAC 40 : novembre 88.

2- Principe

a) Nature :

L'O.N. combine les possibilités des Options classiques (France : 1965) et celles des Warrants (B.S. : Bons de Souscription) (France : 1983).

Le **Warrant** offre un P.E. (prix d'exercice, sous la forme de prix d'émission) standardisé et un Premium négociable (sous la forme du Bon).

L'**Option classique** permet un engagement baissier (le vendeur a les "mains liées", l'acheteur a l'initiative d'exercer ou non). L'option "américaine" est exerçable à tout moment.

Ceci acquis, la "valeur support" (ou actif sous-jacent) est une valeur négociable à terme. Aussi, le support "démembré" du Monep fait-il l'objet de négociation sur une palette d'**échéances** normalisées.

Naturellement, les O.N. évincent le conditionnel classique (primes...).

En résumé : le nouveau Conditionnel crée un marché complet de la "valeur-temps", de ce qui sépare les cours à terme et au comptant (cash ou spot). D'où caractère fondamental de la **volatilité** du support, qui se traduit par un "**effet de levier**" décisif.

b) Éléments :

- **Prix d'exercice** : constitue l'engagement du vendeur.

Il est : AT (à parité), OUT (en dehors) ou IN (en dedans). L'option "à parité" a le plus large marché.

- **Premium** : montant de l'engagement CALL ou PUT, versé immédiatement par l'acheteur.

Ces deux éléments donnent les "**déterminants**" du prix de l'option :

Bourse Terme

- **Valeur intrinsèque** : écart entre cours support et P.E. (relation inverse selon le Call ou le Put). Éventualité d'un **dividende** à prendre en compte pour les actions.

- **valeur spéculative** : valeur du premium, fonction de la durée de vie de l'option (même dans le cas d'une valeur intrinsèque négative, il reste une valeur spéculative, au moins symbolique).

Le rapport O.N./P.E. introduit un levier de **financement**. Donc relation au **taux monétaire** et à sa volatilité. Les **frais** jouent en sens inverse.

c) Dénouement :

- On déboucle l'opération d'"ouverture" [par exemple achat d'une option] par une opération de "**clôture**" [l'acheteur revend son option] ;

- Ou bien, l'on "exerce" l'option (tirage au sort des vendeurs "assignés").

Sur les **actions**, l'exercice entraîne la transformation du conditionnel en ferme. Sur le **CAC 40**, débouclage au cours de compensation (clôture) ; à l'échéance, les contrats "en-dedans" sont exercés automatiquement, au cours de 16 heures.

d) Engagements :

• **Technique** : "positions de base" (cf. Tableau, avec comparaison parallèle de l'ancien conditionnel) ; combinaisons (stratégies "complexes") ; "rouler" la position ; défense de la position ; Échelles.

• **Stratégies** (anticipations) : couverture ; spéculation ; bonification de portefeuille ; arbitrage : d'échéances (comptant-terme, terme-terme), de produits ou de places ; portefeuille d'options.

3- Usages

a) Supports :

Valeurs R.M. ; indice boursier : CAC 40 (court terme ou long terme : PXL) ; Notionnel ; Pibor (1^{er} mars 90).

b) Classe et série :

• **Classe** : comprend toutes les O.N. appartenant à un **support**.

• **Séries** (doubles : Call et Put) : ouvertes sur un **P.E.**

L'**écart** normalisé séparant les P.E. est :

- Indice CAC 40 : 25 points d'indice (2,5 % de la base 1000) ;

- Actions-support : sommes rondes, en francs (10 F... 40 F... 200 F), selon le poids de la valeur, réparti par tranches (200 F, 400 F, 1000 F, 2000 F) ; de sorte que l'écart représente 6-7 % du cours.

Bourse Terme

À l'ouverture d'une échéance, **cinq** P.E. sont créés, deux de part et d'autre du prix à parité.

Ultérieurement, quand le cours support **se décale** du P.E. à parité de **75 %** on crée un nouveau P.E. (seulement sur les échéances dépassant 10 jours de bourse).

c) Lots :

Distincts des quotités R.M.

- par 100 sur **actions** (500 Eurotunnel) ;
- par 200 sur **indice** CAC 40.

d) Échéances :

- sur **actions** : On cote trois des échéances trimestrielles civiles (03 – 06 – 09 – 12). En début du dernier mois, on crée une nouvelle échéance (ex : le 1^{er} mars, on crée décembre) ; de sorte que durant un mois, on a quatre échéances cotées, dont une expirante.

- sur **CAC 40** : on cote trois mois consécutifs, plus une échéance trimestrielle au-delà (ex : le 1^{er} avril, on crée septembre).

e) Cotation :

Préouverture : 9 h – 10 h 15. Les ordres sont saisis en carnet, et l'on calcule un prix théorique d'ouverture, suivant les critères CAC.

Séance : 10 h 15 – 17 h.

f) Délais d'opération (négociation et exercice) :

cf. supra : dénouement.

- Actions : jusque l'**avant-dernière** séance de l'échéance ;
- Indice : jusque la **dernière** séance d'échéance.

g) Couverture :

Les **vendeurs** sont exposés à appels de marge quotidiens (règlement avant 10 h le lendemain), selon la variation anticipée défavorable du support :

- **actions** : +/- **20 %** du cours en espèces ; seuls les titres support sont admis à la place d'espèces ;
- **indice** : +/- **100 points** d'indice.

h) Ajustement des contrats :

En actions, le détachement d'un **droit** (pas les coupons) entraîne modification des contrats : prix d'exercice et lot ; mais seulement si sa valeur théorique pèse plus de **2 %** du cours.

i) Frais :

- À la SCMC (compensation) : commission de **12,50 F** par lot.
 - À la Société de Bourse : courtage libre depuis septembre 89 ; en fait, **2 %** du premium.
- La T.V.A. s'applique aux deux postes.

j) Fiscalité :

- Opérateurs occasionnels : plus-value taxée dès le 1^{er} franc à **16 + 1 %**.
- Opérateurs habituels : taxation B.N.C. (Bénéfices non-commerciaux).

Le fisc n'a pas encore précisé la distinction.

Moins-values : leur "matérialisation" n'exige pas un débouclage ; en principe elles ne sont reportables 5 ans que sur opérations "de même nature".

...

Note : Caractéristiques de l'Option sur Notionnel :
--

- Se fait **par 5000** ; et le premium est coté en % du nominal de 500 000 avec deux décimales. Ex : le cours de 2,15 correspond à un montant brut de 10 750 F.

- Échelon de cotation : 50 F (0,01 %).

- **Neuf P.E.** au minimum sont proposés, égaux aux cours entiers voisins du Notionnel. Ex : 99, 100, 101.

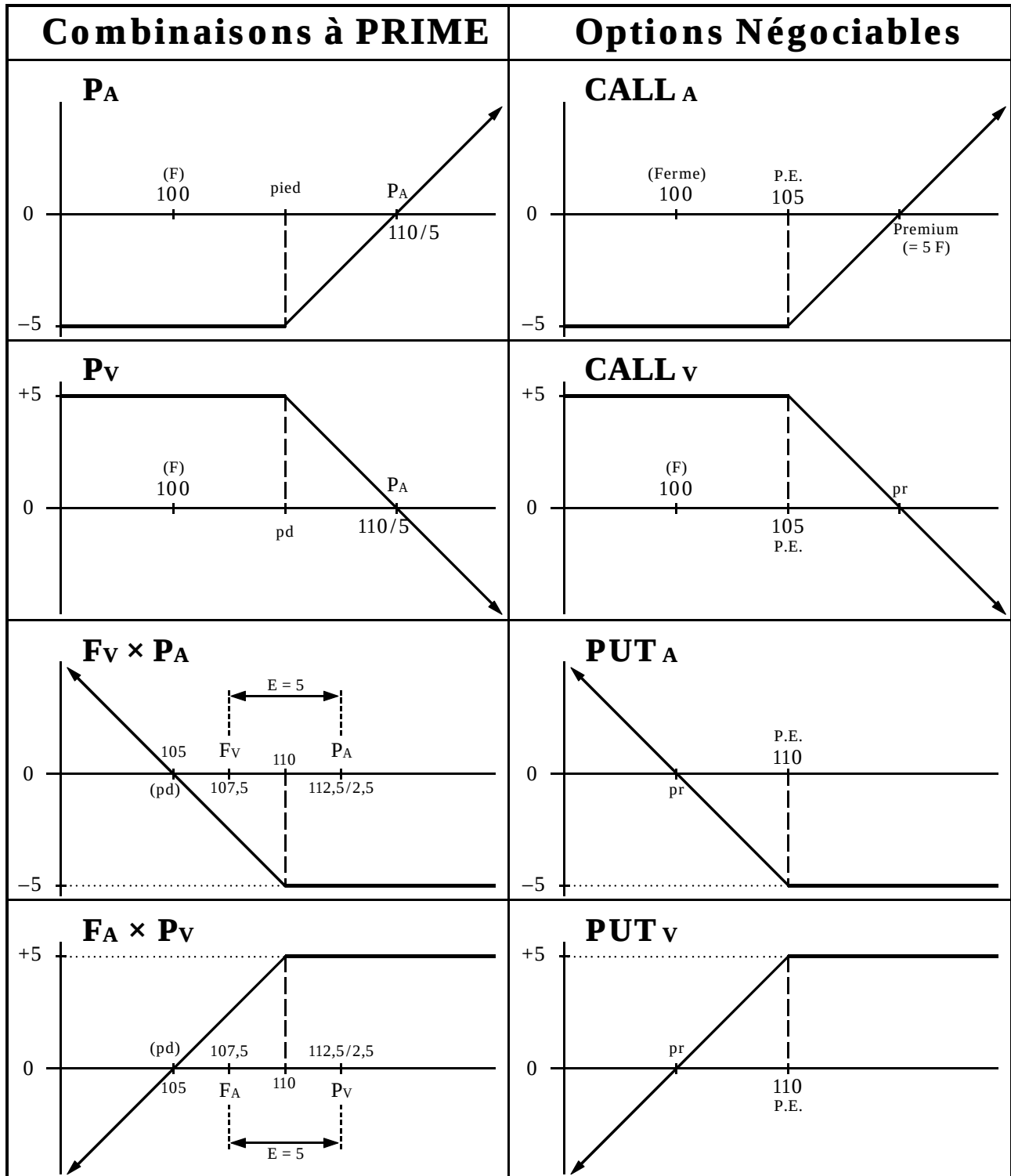
- Échéance : échéances trimestrielles civiles. L'option expire le dernier **vendredi** précédant l'échéance.

Conditionnel : Positions de Base

Échéances différentes ; Règlement dédit différent.

Ici, tous les P.E. sont "out" par rapport au Ferme, et réduits à un.

Les combinaisons sont non-négociables.



Glossaire Monep

Option : Confère à l'acheteur (porteur), pour une période déterminée, certains droits en ce qui concerne le titre support.

Date d'exercice (ou date d'Échéance) : Dernier jour ouvré du mois d'échéance. Le cycle des dates d'échéance est à Paris le suivant : mars-juin-septembre-décembre.

Titres support (titre de base, valeur sous option) : Titres pouvant être achetés (dans le cas d'une option d'achat) ou vendus (dans le cas d'une option de vente) par le détenteur qui lève son option.

Prix d'exercice (prix de levée) : Prix unitaire auquel le détenteur d'une option peut acheter (dans le cas d'une option d'achat) ou vendre (dans le cas d'une option de vente) le titre support.

À parité : Dans ce cas, le cours du titre support et le prix d'exercice du contrat d'option sont très voisins. L'option a une valeur intrinsèque nulle ou proche de zéro.

En dedans (en jeu ou "in") : Décrit une option qui a une valeur intrinsèque. Une option d'achat est en dedans lorsque le cours du titre support de l'option est supérieur à son prix d'exercice. Une option de vente est en dedans lorsque son prix d'exercice est supérieur au cours du titre support.

En dehors (hors jeu ou "out") : Une option est en dehors lorsque son premium est entièrement composé de sa valeur spéculative. Dans le cas d'une option d'achat, une telle situation se produit lorsque le prix d'exercice de l'option d'achat excède le cours du titre support. Les options de vente sont en dehors lorsque le cours du titre support dépasse leur prix d'exercice.

Classe (d'options) : Ensemble des séries d'options d'achat ou de vente portant sur une même valeur.

Série (d'options) : Toutes les options du même type et d'une même classe ayant le même prix d'exercice et la même date d'exercice.

Premium (avec) : Prix de l'option convenu entre l'acheteur et le vendeur par l'intermédiaire de leurs représentants au parquet. Le premium est coté par rapport à une action. Il est payé par l'acheteur au vendeur en fonction d'une quotité de cent titres supports.

Option d'achat : Contrat d'option conférant à son porteur le droit d'acheter le titre support au prix d'exercice convenu jusqu'au dernier jour ouvré du mois d'échéance. Une option d'achat oblige son vendeur à vendre la valeur sous option au prix d'exercice convenu si l'option lui est assignée avant son échéance.

Option de vente : Contrat d'option qui confère à son acheteur le droit de vendre le titre support au prix d'exercice convenu jusqu'au dernier jour ouvré du mois d'échéance. Une option de vente oblige le vendeur à acheter le titre support au prix d'exercice, si l'option lui est assignée avant son échéance.

Valeur intrinsèque : Dans le cas d'une option d'achat, la différence entre le cours de l'action et le prix d'exercice, quand elle est positive. Dans le cas d'une option de vente, la différence entre le prix d'exercice et le cours de l'option, quand celle-ci est positive. Il ne peut en effet y avoir de valeur intrinsèque négative.

Valeur spéculative : Différence entre le premium et la valeur intrinsèque, si celle-ci est positive. Sinon le premium est égal à la valeur spéculative de l'option.

Option nue : Option non couverte. Dans le cas d'une option d'achat, une option pour laquelle le vendeur ne détient ni le titre support, ni une option d'achat (position achat) de la même classe ayant un prix d'exercice équivalent ou inférieur.

Combinaison : Stratégie d'achat ou de vente portant sur les options d'achat aussi bien que sur les options de vente. Par exemple, acheteur d'options d'achat et acheteur d'options de vente ; acheteur et vendeur d'options d'achat à prix d'exercice différents sur la même échéance ou à même prix d'exercice sur des échéances différentes.

Écart diagonal : Écart entre deux séries de prix d'exercice et d'échéance différente.

Écart horizontal : Écart portant sur des options de même classe ayant le même prix d'exercice mais des dates d'exercice différentes.

Écart en papillon : Écart horizontal ou vertical se composant de deux options achetées (vendues) au milieu et d'une option vendue (achetée) de chaque côté.

Écart à ratio : Écart dans lequel une série figure en nombre supérieur à l'autre.

Écart simple : Écart où ne sont associées que deux options.

Écart vertical : Implique l'achat et la vente d'options d'une même classe ayant les mêmes dates d'exercice mais des prix d'exercice différents.

Stellage : Achat d'un même nombre d'options d'achat et de vente d'une même série d'options. La vente d'un stellage consiste en la vente des mêmes options d'achat et de vente.

PRESSE – MONEP : MODE D'EMPLOI

Comment choisir son option. L'achat d'une option (en dedans, à parité ou en dehors) répond à des **stratégies** et des anticipations différentes.

Une option **en dehors** (dont le prix d'exercice est supérieur au cours de la valeur support pour un call et inversement pour un put) s'apparente, surtout lorsque l'échéance est proche, à un "billet de loterie" : la mise initiale est faible, mais il y a de grands risques que la perte soit totale, c'est-à-dire que l'option n'ait aucune valeur à l'échéance. Néanmoins, en cas de très forte hausse (pour un call) de la valeur support, le gain peut être considérable.

L'option **en dedans** (dans le cas d'un call, le cours de la valeur support est supérieur au prix d'exercice) est la plus sécurisante : à la valeur temps s'ajoute la valeur intrinsèque, il faut donc une évolution très négative du support pour qu'à l'échéance son cours soit nul. Mais, en contrepartie, les perspectives de gain sont assez modestes car l'investissement de départ est élevé.

L'option **à parité** (le prix d'exercice est voisin du cours du support) présente des caractéristiques intermédiaires : le risque est raisonnable pour un gain possible important ; en outre, ce sont ces options qui bénéficient du marché le plus large.

L'évolution des puts **Source Perrier** entre le vendredi 9 et le lundi 12 février traduit bien les caractéristiques des différents types d'options. Entre ces deux dates le cours de Perrier a **chuté** de 11,9 % passant de 1692 F à 1490 F. Dans le même temps, le put 1500 mars (en dehors) est passé de 5,50 F à 50 F, soit un gain de... **809 %**, le put 1800 mars (en dedans) n'a, quant à lui, gagné que... **180 %**, atteignant 350 F pour un cours de départ de 125 F. Enfin, le put 1700 mars (à parité) a vu sa valeur progresser de **320 %** en passant de 50 F à 210 F.

Dans cette circonstance, exceptionnelle, d'un effondrement des cours, les puts en dehors s'avèrent ainsi beaucoup plus rentables, mais en cas de **stabilité** des cours (donc à 1490 F) jusqu'à l'échéance, le put 1500 ne vaudrait plus que 10 F contre 50 F (– 80 %) tandis que le put 1800 vaudrait encore 310 F n'ayant perdu que 11 %.

Comment déboucler sa position. Dans tous les exemples que nous avons évoqués, dans les numéros précédents, nous présentions, par mesure de simplicité, le profil de gain à l'échéance ; or, la quasi-totalité des options sont revendues (ou rachetées) avant cette date afin de **céder** à la fois de la valeur intrinsèque et de la valeur temps. Pour reprendre l'exemple, cité plus haut, des options de vente Perrier, le détenteur du put 1500 a tout intérêt à revendre rapidement son option – s'il attend l'échéance, il perd la quasi-totalité de son gain. Le Monep est donc un marché où il ne faut pas hésiter à prendre rapidement ses bénéfices... ou ses pertes.

Un autre moyen de déboucler sa position consiste à la reporter (la "**rouler**", disent les professionnels) sur une échéance plus lointaine ou sur un prix d'exercice différent.

C'est en particulier le cas, dans la pratique, de la vente couverte d'options d'achats. Par exemple, un détenteur de 100 titres Peugeot avait vendu le 31 janvier un call 775 mars à 24,50 F ; le 20 février, en raison de la baisse de l'action Peugeot, ce Call ne vaut plus que 10,10 F. L'opérateur préférera alors racheter cette option et en revendre une autre à 26 F

au prix d'exercice de 720. Autre solution : revendre une option au même prix d'exercice (775), mais d'échéance juin au prix de 33 F.

Les différents exemples que nous avons présentés excluaient un facteur important : les frais de transaction. Or, ceux-ci sont loin d'être négligeables. Sur chaque option négociée, la SMC (organisme chargé de la surveillance et de la compensation sur le Monep) prélève une commission de 12,50 F à laquelle s'ajoute une TVA de 18,6 %. De son côté, l'intermédiaire (société de Bourse ou banque) encaisse un courtage dont le montant est libre depuis juillet 1989. Précisons qu'auparavant il était fixé à 2 % (TVA à 18,6 % en sus) du montant du premium.

L'imposition. Tout comme le Matif, le Monep jouit (ou pâtit !) d'une fiscalité spécifique. Les particuliers à condition qu'ils soient intervenants occasionnels sont imposés sur la plus-value dès le premier franc de gain au taux de 16 %. Les moins-values sont reportables sur les cinq années suivantes. Les intervenants habituels (dont il n'existe hélas aucune définition officielle) sont imposés dans la catégorie des BNC (bénéfices non commerciaux).

La couverture. Elle handicape tout vendeur d'options, qui doit en permanence avoir sur son compte en titres supports sous dossiers ou en espèces les sommes nécessaires pour affronter une variation défavorable de 20 % du cours du titre support lors de la séance suivante. Cette contrainte, ajoutée à des éventualités de pertes illimitées, rend excessivement dangereuse la vente nue (non couverte) d'options.

POUR EN SAVOIR PLUS. Depuis l'ouverture du Monep, la littérature sur le sujet s'est multipliée. En français, "Marchés de capitaux : options et nouveaux contrats à terme" de Michel Levasseur et Yves Simon chez Dalloz propose une approche très accessible et pédagogique du sujet. Chez PUF, "Les options négociables" de Roure et Buter y offre un panorama assez complet du sujet. Signalons encore, toujours chez PUF, "Les options sur actions" par Associés en Finance, "Bourse : gérer avec l'indice" par Didier Vitrac aux éditions Peyrot et Courtens, "Bourse, les options négociables", ouvrage assez technique de J.-C. Augros et P. Navette chez Vuibert, "Guide pratique du Monep" par Eric Pichet-Lombard chez SEFI et, chez le même éditeur, "Les options sur titres boursiers" par Charles K. Langford, qui présente l'avantage de donner un grand nombre d'exemples de stratégies.

Enfin, deux ouvrages en anglais font référence : "Options markets" de Cox et Rubinstein aux éditions Prentice Hall et "Options as a strategic investment" de Laurence Mac Millan chez Institute of Finance.

À noter que la SMC (15, rue du faubourg-Montmartre, 75009 Paris) devrait rééditer prochainement toute une série de brochures, très bien réalisées, qu'elle avait éditées lors de la création du Monep.

22 février 1990

PRESSE – MONEP

Compensation du marché.

Le marché d'options négociables connaît un large succès grâce à une clientèle potentielle importante. Étant donné le caractère de grande volatilité de ce marché et de procédures spécifiques qui ont été mises en place, au même titre que celles adoptées sur les marchés d'options étrangers.

La S.B.F est tenue de garder à jour les couvertures correspondant à leur position ouverte auprès de la compensation, que ce soit pour les clients des Sociétés de Bourse elles-mêmes.

Cette attribution donne droit à la S.B.F de veiller à trois éléments principaux :

- de vérifier spontanément les couvertures et de liquider éventuellement certaines positions d'opérateurs qui n'auraient pas la garantie financière de leurs opérations,
- de contrôler régulièrement que les règles de couverture soient respectées par l'ensemble des membres de la compensation,
- d'intervenir afin de faire respecter les mêmes règles par leurs propres clients.

Tout cela pour qu'aucun risque ne soit pris quant à la sécurité du marché.

Les parties prenantes de ce marché sont sans aucune mesure avec celles des marchés conditionnels traditionnels. La particularité de ce marché, à savoir que les contrats sont standardisés et que la chambre de compensation joue un rôle entre acheteurs et vendeurs, permet d'assurer le bon fonctionnement du marché tout en garantissant la bonne fin des opérations.

Grâce à cela, les opérateurs n'étant pas liés directement lorsque les contrats sont exercés, trouvent contrepartie par la chambre de compensation et de ce fait la liquidité du marché ne peut être remise en cause.

Ainsi l'ensemble des opérateurs qu'ils soient particuliers, gestionnaires de portefeuille, spéculateurs, arbitragistes, trouvent dans le principe d'options négociables, une restructuration complète de l'offre qui fait un grand défaut aux autres marchés conditionnels.

Sur les valeurs support déjà inscrites sur ce marché, un certain nombre de critères ont été retenus pour définir ce choix :

- capitalisation,
- importance du flottant (part du capital détenu par le public),
- volume de transactions,
- volatilité du titre.

Caractéristiques techniques des options sur actions

- Ouverture simultanée des séries d'options d'achat et des séries d'options de vente.
- Type d'options : à l'américaine, c'est-à-dire avec possibilité d'exercice par l'acheteur à tout moment jusqu'au jour qui précède la date d'échéance. Les options peuvent être exercées et participer aux tirages d'assignation le jour même de leur négociation.
- Dates d'échéance des contrats : le dernier jour ouvré du mois d'échéance.
- Règlement immédiat du prix de l'option dit (premium) : entre intermédiaires

collecteurs d'ordres et Sociétés de Bourse d'une part, entre Sociétés de Bourse et la S.B.F. d'autre part, les règlements interviennent le premier jour ouvré qui suit celui de la négociation du marché.

Couverture de positions

Le principe retenu pour assurer la sécurité financière du marché est celui du maintien constant, au compte des opérateurs, de la couverture éventuellement nécessaire à la liquidation de leur position en option, dans l'hypothèse de l'évolution la plus défavorable de la valeur de l'actif sous-jacent lors de la séance de bourse suivante.

Ce principe repose sur :

- l'établissement quotidien, à l'issue de chaque séance de bourse, d'une valeur liquidative de la position ouverte en options, sur la base du cours de la clôture des options constaté sur le marché, les achats d'options étant valorisés en tant qu'éléments de passif.

Ainsi, une position simple à l'achat dégage toujours un bilan positif ou nul, une position mixte à l'achat et à la vente, un bilan positif, nul ou négatif selon sa structure.

- La correction de cette valeur liquidative actuelle, pour tenir compte des risques de fluctuation des cours de l'option lors de la séance de bourse suivante.

Un tel principe présente les avantages déterminants suivants :

- l'évaluation directe du risque lié à l'option elle-même, et non du risque lié à l'éventualité de son exercice, reste cohérente avec le principe de négociabilité de l'option (qui fait disparaître la plupart des justifications à tel exercice),

- reposant sur une évaluation tangible, et par conséquent éventuellement compensée, des options détenues sur un actif sous-jacent déterminé, il permet de dégager une

couverture proportionnée au risque résultant soit de stratégies individuelles complexes, impliquant des positions mixtes simultanément à l'achat et à la vente, sur différents prix d'exercice et à différentes échéances soit des positions, par définition composites, des intermédiaires collecteurs d'ordres.

Frais de négociations

Les frais de négociations d'options sont constitués :

- d'un montant fixe par contrat (12,50 francs) rémunérant la compensation,

- d'un courtage rémunérant les Sociétés de Bourse qui négocient, conforme au barème actuellement en vigueur pour les primes et les options, scindé en deux fractions égales, l'une relative à l'opération d'ouverture, l'autre à l'opération de clôture et assorti d'un plafond en F (soit 2 % du montant de la prime sur l'opération de clôture). Cependant, contrairement au régime du courtage actuel sur stellages, non susceptible de rétrocessions, les apporteurs d'ordres sont rémunérés par une remise sur les courtages options.

Prix d'exercice

Les prix d'exercice des options négociables d'achat et de vente sont standardisés et appartiennent obligatoirement à la liste suivante :

20 - 40	180 F, 200 F
240 - 280	560 F, 600 F
680 - 760	920, 1000 F
1100 - 1200	1400 F, 1500 F, 1650 F, 1800 F, 1950 F, 2100 F
2300 - 2500	3900 F, 4100 F 4500 F, 4900 F, 5300 F, etc.

Lors de l'introduction d'une série d'options sur une échéance, on crée :

- le prix d'exercice "à parité" choisi parmi les standards ci-dessus qui est le plus proche du cours de la valeur support,

- le prix d'exercice "dans les cours" qui précède (succède) immédiatement celui qui est "à parité" pour une option d'achat (de vente),

- le prix d'exercice "en dehors des cours" qui succède (précède) immédiatement celui qui est "à parité" pour une option d'achat (de vente).

Si entre deux dates d'échéance, la variation du cours de l'action sous-jacente

dépasse de plus de 75 % la différence entre le prix d'exercice extrême et le précédent, on crée dès le lendemain de nouvelles séries au prix d'exercice suivant la liste sur chacune des échéances éloignées d'au moins 20 bourses.

Exemple : lorsque le cours de la valeur support vaut 1029 F, on crée les prix d'exercice 920, 1000 et 1100 F. Quand le cours atteint 1075 F, on crée le prix d'exercice 1200 F.

Prévisions – 27 avril 1990

MONEP

Unité et échelon de cotation

Le cours coté sur le marché de l'option représente le prix de l'option (premium) portant sur une unité de la valeur sous-jacente et par conséquent 1 centième de la valeur du premium d'un contrat.¹

L'échelon de cotation est de 0,01 F.

Modalité d'exercice des options

Le jour où l'acheteur décide d'exercer son option, son intermédiaire doit :

- signifier l'exercice à l'organisme de compensation qui va, d'une part, annuler sa position et, d'autre part, tirer au sort parmi les vendeurs de la même série d'options, celui qui est "levé" et dont la position sera

annulée, le tirage au sort est effectué après enregistrement des opérations du jour par l'organisme de compensation ;

- créer dans les comptes de ce client, une négociation à règlement mensuel (achat s'il exerce une option d'achat, vente s'il exerce une option de vente) portant sur les titres de la valeur support au prix d'exercice de l'option.

L'intermédiaire du vendeur de l'option exercée, avisé par l'organisme de compensation, inscrit de même, dans les comptes de son propre client, une vente (s'il s'agit d'une option de vente) à règlement mensuel.

Les instructions d'exercice sont communiquées à l'organisme de compensation par les intermédiaires titulaires d'un compte, avant 18 heures.

La livraison et le règlement des titres correspondant aux options exercées s'effectuent dans le cadre des procédures et

¹ 1/500 pour Eurotunnel ; 1/200 sur le CAC 40. (Note de l'auteur.)

sous les frais de négociations habituels du marché RM.

Ne peuvent prétendre participer aux procédures de livraison et de règlement de la liquidation mensuelle courante que les instructions d'exercice parvenues à l'organisme de compensation au plus tard le jour de bourse qui précède le jour de la réponse des [stellages].

Opérations sur titres et ajustement des contrats

Le paiement d'un coupon n'entraîne pas d'ajustement des conditions du contrat.

Au contraire, les détachements de droits de souscription ou d'attribution peuvent entraîner une modification des termes du contrat, selon les normes et les modalités suivantes :

- valeur du droit inférieure ou égale à 2 % du cours de l'action : pas d'ajustement ;

- valeur du droit supérieur à 2 % du cours de l'action :

1) ajustement du prix d'exercice en fonction du rapport de la valeur théorique

de l'action ex-droit au cours de l'action droit attaché à la veille du détachement ;

2) ajustement de la quantité de titres faisant l'objet du contrat, de telle manière que le montant des engagements soit maintenu à niveau constant.

Enfin, la quantité de titres faisant l'objet du contrat ne serait pas ajustée au titre près mais à la quotité de négociation RM la plus proche, celle-ci étant éventuellement et momentanément baissée pour permettre un ajustement plus approché. De même, il n'est pas procédé à un ajustement spécifique des quantités dans chaque série mais à un ajustement unique, quel que soit le prix d'exercice.

Les ajustements 1) et 2) peuvent donc être ainsi formulés :

1) **Prix d'exercice** ex-droit = Prix d'exercice droit attaché $\times$ (Valeur théorique de l'action ex-droit $\div$ Cours de l'action droit attaché)

2) **Quantité** ex-droit = Quantité droit attaché $\times$ (Cours de l'action droit attaché $\div$ Valeur théorique de l'action ex-droit)

15 mai 1990

D'autres stratégies sur le Monep

La semaine dernière, nous avons analysé les stratégies les plus simples communément employées selon les anticipations des opérateurs et actionnaires. Cette semaine nous traitons d'autres opérations tout aussi simples, mais peut-être moins utilisées parce que plus mal

maîtrisées. Bien sûr, le MONEP comme les autres instruments conditionnels est un instrument qui demande une parfaite connaissance de ses techniques, et nous sommes là pour ça !

Prenons un exemple : Elf Aquitaine sur les options suivantes : RM 695 - 688.

	Options d'Achat			Options de Vente		
P.E.	Juin	Sept.	Déc.	Juin	Sept.	Déc.
600	72				8	5
640		50	58	2	15	
680	15	24	45	20	30	40
720		13	30		45	

Opérateurs optimistes (comme nous)

Mieux vaut acheter des "call" longs pas très chers si possible. Si le capital engagé est limité il convient en effet d'être attentif et d'intervenir par rapport à ses propres considérations. En l'occurrence **l'opérateur achètera au minimum 2 "call" sur décembre à 720 P.E. + 30.**

Pour quelles raisons s'engage-t-il sur ce "call" ? La première est que, s'il opte sur cette échéance trimestrielle la plage temps est de six mois, donc moyenne, ce qui n'est pas un handicap, loin s'en faut ! La seconde, est que le risque s'évalue à $2 \times 30 \times 100 = 6000$ F + frais, risque moins élevé que P.E. 680 et encore moins que P.E. 640. Si le titre monte en juillet ou août à 740 RM par exemple, le "call" 720 septembre cote 35 et décembre 55. Sur une telle hypothèse,

l'opérateur peut opter pour trois solutions sensiblement différentes.

Première possibilité :

La plus simple pour un optimiste. Attendre la continuité de la hausse pour vendre les deux "call" nettement plus chers. Un choix qui ne tient pas compte des aléas d'un marché mais qui peut parfois être payant. Or ce n'est pas toujours le cas.

Deuxième possibilité :

L'opérateur vend 2 "call" septembre à 35. Dans cet exemple il joue la baisse du titre fin septembre et espère la hausse à partir d'octobre. Si la tendance du titre lui a donné raison il encaissera sur septembre le bénéfice de sa vente $2 \times 35 \times 100 = 7000$ F moins les frais et jouera un retour haussier du titre sur l'échéance trimestrielle suivante décembre. Si par bonheur le titre monte il aura réalisé deux opérations bénéficiaires avec un risque peu élevé.

Troisième possibilité :

L'opérateur vend un "call" 35 sur septembre sur son achat de 2 "call" décembre avec 30. Dans cette hypothèse, le scénario peut être identique au précédent, mais il n'aura encaissé en septembre que 3500 francs ($1 \times 35 \times 100$). Si par contre le titre sur septembre a fort bien monté, l'acheteur exercera son contrat et notre vendeur de "call" sera vendeur RM à $720 + 35 = 755$ RM à reporter sur le marché si besoin est deux liquidations face à l'achat des 2 "call" décembre. Dès cette liquidation octobre, l'opérateur joue la baisse de 100 titres RM à 755 et la hausse avec 1 "call" (= 100 titres) par solde à $720 + 30 = 750$. Il aura dès octobre réalisé un stellage sur le MONEP et affrontera les deux sens sur trois mois.

Cette dernière opération n'est pas dépourvue de bon sens, si l'on peut dire. Elle permet en effet de jouer de façon conditionnelle les deux tendances d'un marché sur une période donnée, et de bénéficier éventuellement d'orientations contrastées à larges fluctuations. Dans ce cas, les réalisations bénéficiaires sont souvent importantes par rapport au risque peu élevé d'origine.

Opérations simultanées

Ces deux dernières opérations peuvent être effectuées à la même séance. Dans ce cas, il est important d'intervenir sur des "call" rapprochés entre deux échéances. Sur notre tableau c'est le cas pour P.E. 640 où l'on observe 8 F de différence ($58 - 50$).

Conseil

Ces opérations peuvent être retenues et réalisées autant de fois que l'opérateur le souhaite, sa perte maximale pouvant être comptée dès le départ. En revanche, nous déconseillons l'inverse. À savoir acheter "call" septembre et vendre "call" décembre, car dans ce cas de figure l'évolution du titre

peut être contraire aux prévisions et l'opération peut coûter très chère. En effet, fin septembre le titre peut valoir 680. Logiquement l'opérateur exercera son option d'achat et sera acheteur de RM à $640 + 50 = 690$ + fraie, sachant qu'à ce moment l'option vendue à 58 P.E. 640 peut être assignée à n'importe quel moment du trimestre restant. Or, le plus difficile est en réalité de savoir pour notre opérateur s'il doit garder sa position acheteur sur octobre en RM face à sa vente de "Call" décembre ou alors vendre des titres RM sur les "call" levés afin de se solder. De toute manière le choix est difficile et le risque est identique aux positions prises sur le RM, car dans le deuxième cas il ne gagne rien sur sa vente, bien au contraire, et risque de se trouver à un certain moment vendeur à découvert si le titre progresse fortement. Donc en conclusion être vendeur ici et acheteur là-bas oui ! l'inverse non ! Par contre l'opérateur peut à l'origine diminuer son risque. Prenons l'exemple sur septembre. Il peut s'il croit à la hausse du titre, acheter un (ou plusieurs) "call" à 680 P.E. avec 24 en vendant simultanément à la même séance un (ou plusieurs) "call" à 720 P.E. avec 13. Nous étudierons la semaine prochaine toutes les éventualités et finalités d'une telle opération. En attendant, vous vous imaginez bien que ce n'est pas par hasard que nous avons pris Elf Aquitaine pour exemple. Nous continuons à croire à la hausse du titre à moyen terme, tout comme Peugeot dont le PER demeure le plus faible du secteur par rapport à ses concurrents internationaux.

Mais il faut savoir en Bourse que l'on n'est jamais sûr de rien et à l'abri de rien. Soyez donc techniques ! Vous ne le regretterez sûrement pas.

29 juin 1990

Marchés conditionnels (Dérivés)

30 mars 1990

MONEP - Marchés des options négociables de Paris

Cours au 30 mars 1990 à 13 h 30	Prix	OPTIONS D'ACHAT				OPTIONS DE VENTE			
		Mars 90	Avril 90	Mai 90	Juin 90	Mars 90	Avril 90	Mai 90	Juin 90
CAC 40	1750						4		
	1775						6		
	1800						7,50	15	26
	1825						10		
	1850						14		
	1875	83				0,10	18,50		
	1900		88				26		
	1925	37				0,10	33	41	50
	1950	13	53				45		
	1975	0,80	37			15			
	2000		25,50			38,50			
	2025	0,01	17,50						

P.E.

VALEURS SUPPORT	Prix	Mars 90	Juin 90	Sept. 90	Mars 90	Juin 90	Sept. 90
Accor	800 920 960		17 12,50			7	
Bouygues	560 720		1			18,50	
C.G.E.	520 560 600 640		7 30 20 8			7 15	
Ceris	440		8				
Elf Aquitaine	560 600 640 680 720		48 27 17 7,80	30		4,50 10	
Euro Daneyl Sca	100					7	
Eurotunnel Sa-Pic	40 50 60 70					0,95 3,50	
Havas	1400 1500 1600 1700					17 55	
Lafarge Coppée	325 350 375 400		30 19 9,50	30		5 10 21	
Michelin B	120 130 140 150 160			15 12 8,50		3 9,45 26	8
Modi (Cie du)	1100 1200 1300 1400 1500					15,50 40 45	
Paribas	600 640 680 720 760					9 20	
Peugeot S.A.	680 720 775 840 850 925 1000 1100					3 13 38 29 14,50 5	
Rhone-Poulenc Cap	400 440 480 520		85 54 30 11,50				
Saint Gobain	520 560 600 680					8 20	14
Source Perrier	1300 1400 1500 1600 1700 1900					9 20 36	
Sté Générale A	520 560 600					7 18 43	
Suez Financière	380 400 440 480 520 560		28,50 11 4 1,50	40 22	88	12 6 14	8 23

Thomson-CSF

120						3	
130							6,50
140	11,20						
150		10					
160	4,40					21	
180	1,80						



(Marché à terme international de France)

Contrat de taux d'intérêt à long terme (Emprunt national - taux 10 %)	Précédent cours au 23-3-90	Dernier cours au 29-3-90	Ouverture au 30-3-90
Echéance mars 90	100,88	-	-
Echéance juin 90	101,28	101,86	102,38
Echéance septembre 90	101,34	101,88	102,38
Echéance Décembre 90	101,66	102,1	102,48
PIBOR 3 mois	Précédent cours au 23-3-90	Dernier cours au 29-3-90	Ouverture au 30-3-90
Echéance juin 90	89,41	89,61	89,64
Echéance septembre 90	89,34	89,55	89,58
Echéance Décembre 90	89,29	89,5	89,53
EURODEM 3 mois	Précédent cours au 23-3-90	Dernier cours au 29-3-90	Ouverture au 30-3-90
Echéance juin 90	91,18	91,26	91,31
Echéance septembre 90	90,96	91,04	91,14
Echéance décembre 90	90,93	90,99	91,14
Echéance mars 91	90,94	91,01	-
CAC 40 Future	Précédent cours au 23-3-90	Dernier cours au 29-3-90	Ouverture au 30-3-90
Echéance mars 90	1943	1950	1951
Echéance avril 90	1945	1952	1952
Echéance mai 90	1946,5	1955	1954
Echéance juin 90	1939,5	1951	-

Options négociables sur le contrat de l'Emprunt Notionnel (Cours du 30/3/1990 à 13h30)

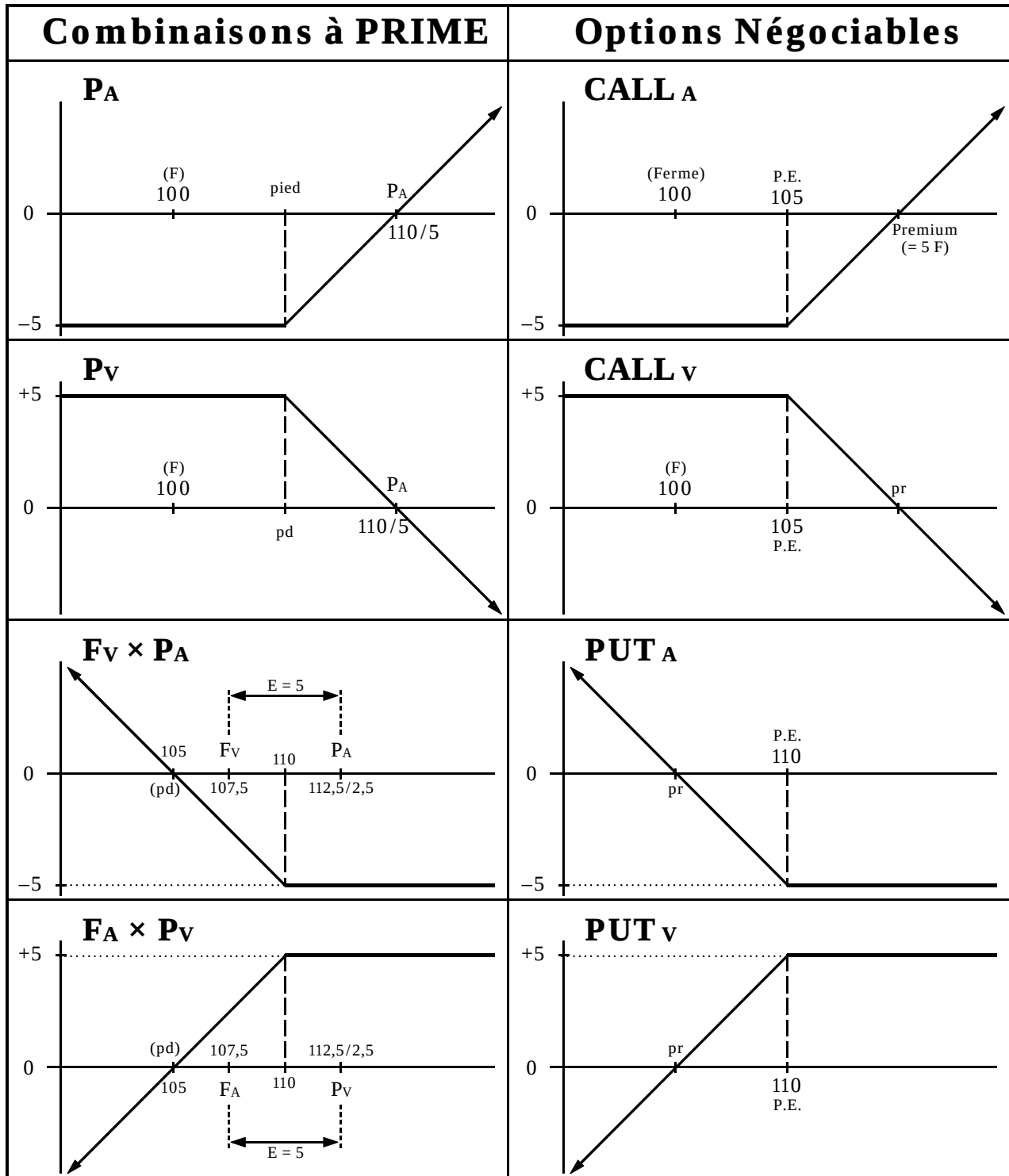
Prix d'exercice	Option d'achat				Option de vente			
	Mars	Juin	Sept	Déc	Mars	Juin	Sept	Déc
95	-	-	-	-	-	0,05	-	-
96	-	-	-	-	-	-	-	-
97	-	-	-	-	-	0,1	-	-
98	-	4,34	-	-	-	0,16	0,7	-
99	-	3,47	3,8	4,25	-	0,29	1,03	-
100	-	2,62	-	-	-	0,45	1,32	-
101	-	1,93	-	-	-	0,74	1,7	-
102	-	1,35	2,02	-	-	1,11	-	-
103	-	0,86	-	-	-	1,6	-	-
104	-	0,55	-	-	-	-	-	-
105	-	0,34	0,88	-	-	-	-	-
106	-	0,2	0,69	-	-	-	-	-
107	-	0,1	-	-	-	-	-	-
108	-	-	-	-	-	-	-	-

Conditionnel : Positions de Base

Échéances différentes ; Règlement dédit différent.

Ici, tous les P.E. sont "out" par rapport au Ferme, et réduits à un.

Les combinaisons sont non-négociables.



Presse – Monep

Tableau synthétique des Stratégies

Ce tableau récapitule les meilleurs stratégies en fonction des anticipations de l'investisseurs.

1- Hausse brutale des cours

- 1- Achat de Calls “out of the money” et d’échéance courte.
- 2- Vente de Puts.
- 3- Achat de spreads haussiers.

2- Baisse brutale des cours

- 1- Achat de Puts “out of the money”, et d’échéance courte.
- 2- Vente de Calls secs.
- 3- Achat de spreads baissiers.

3- Hausse lente et régulière des cours

- 1- Achat de Calls “at the money”.
- 2- Achat de Calls légèrement “out of the money” d’échéance médiane.
- 3- Achat de spreads haussiers “at the money”.

4- Baisse lente et régulière des cours

- 1- Achat de Puts “at the money”.
- 2- Achat de Puts légèrement “out of the money” d’échéance médiane.
- 3- Achat de spreads baissiers “at the money”.
- 4- Vente de Calls en couverture.

5- Stabilité des cours

- 1- Vente de stellages.
- 2- Vente de “strangle”.
- 3- Vente de “butterfly”.
- 4- Vente de Calls en couverture.

6- Variation brutale des cours sans opinion sur le sens

- 1- Achat de stellages.
- 2- Achat de “strangles”.

Monep – Pratique

1- Le 3/11/89, j'achète (ouverture) un Call CAC 40 – 1900-Déc. à 33 F.

Le 4/12/89, je vends (clôture) un Call CAC 40 – 1900-Déc. à 55 F.

Rédiger avis d'opéré. Bilan de l'opération d'ensemble, net de frais ? Performance en % ?

2- Le 5/01/90, j'achète (ouverture) un Put CAC 40 – 1975-Mars à 60 F.

Le 24/01/90, je vends (clôture) un Put CAC 40 – 1975-Mars à 94 F.

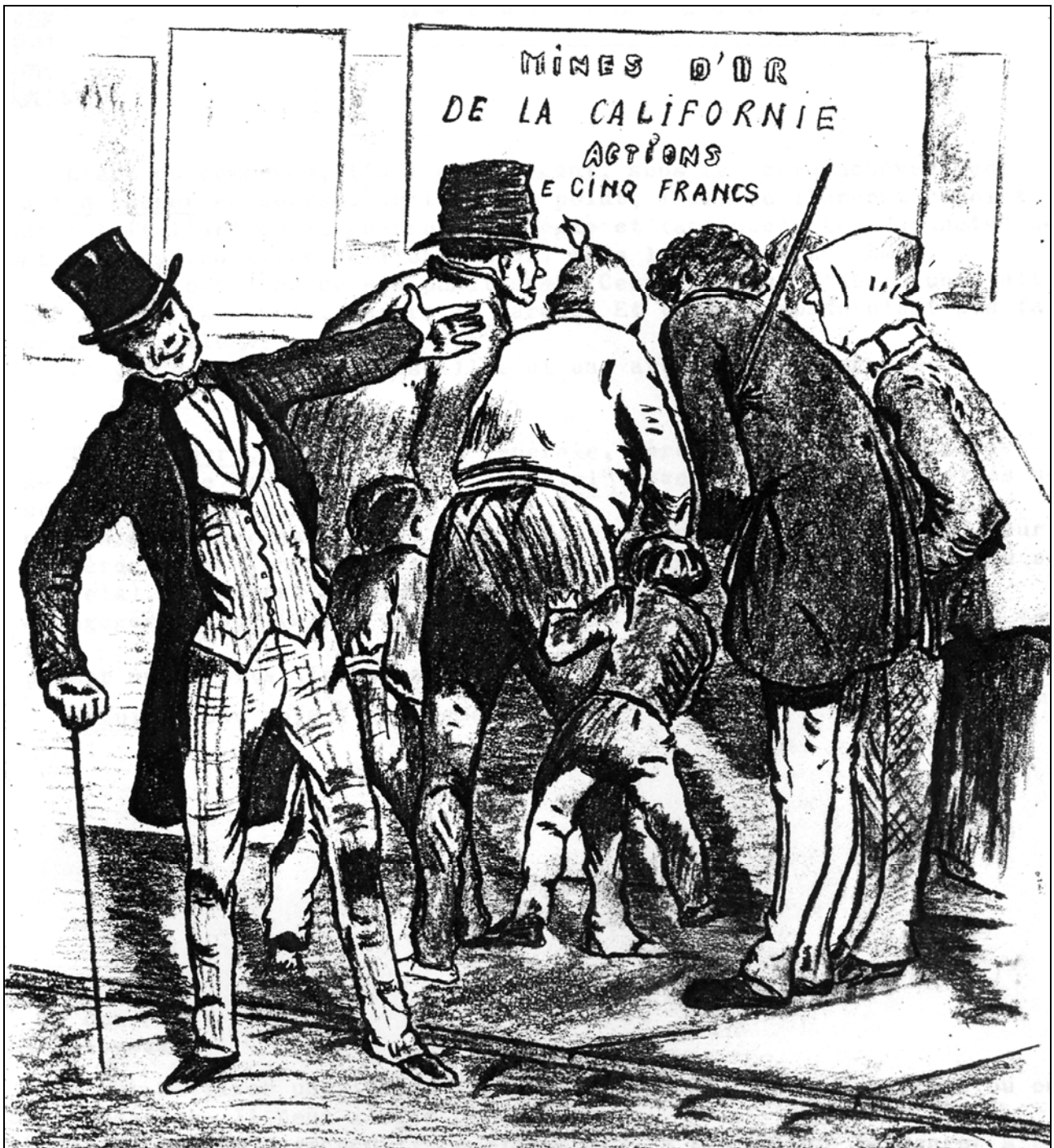
Rédiger avis d'opéré. Bilan de l'opération net de frais ? Performance en % ? (La vente bénéficie d'un demi-courtage).

1- Avis d'opéré :

J'ai l'honneur de vous informer que, suivant vos ordres j'ai effectué pour votre compte, l'opération suivante :							
ACHAT d'un CALL	QTE 200 ×	QUANTITÉ 1	LIBELLÉ CAC 40	CODE 0096612	COURS 33,000	N° REPERTOIRE 3	
			BRUT	COURTAGE	IMPÔT	T.V.A. SUR DÉBITS	NET
SÉRIE : - ÉCHÉANCE :	12/89	LYON, le	06/11/89	6600,00	144,50	26,87	6771,37
- PRIX :	1900,00			NOMINAL	(132 (2 % du Brut)	(C × 18,6 %)	COUPON COURU
			PARIS, le	03/11/89	+ 12,5 (Compens.)		
SOCIÉTÉ DE BOURSE			COMPTE N° 394756	MR FREDDY PIETRO MALOT 4 RUE ZIMMERMANN 69007 LYON			LY

J'ai l'honneur de vous informer que, suivant vos ordres j'ai effectué pour votre compte, l'opération suivante :							
VENTE d'un CALL	QTE 200 ×	QUANTITÉ 1	LIBELLÉ CAC 40	CODE 0041076	COURS 55,000	N° REPERTOIRE 15	
			BRUT	COURTAGE	IMPÔT	T.V.A. SUR DÉBITS	NET
SÉRIE : - ÉCHÉANCE :	12/89	LYON, le	05/12/89	11000,00	232,50	43,24	10724,26
- PRIX :	1900,00			NOMINAL	(220 (2 % du Brut)	(C × 18,6 %)	COUPON COURU
			PARIS, le	04/12/89	+ 12,5 (Compens.)		
SOCIÉTÉ DE BOURSE			COMPTE N° 394756	MR FREDDY PIETRO MALOT 4 RUE ZIMMERMANN 69007 LYON			LY

• Gain (sur 31 jours) : 10 724,26 – 6 771,37 = 3 952,89 F
58,38 %



– Faut-il être un dindon, pour croire de pareils canards !

Gérer la position

L'art du commerce, l'art de l'argent, sous sa forme achevée, est **l'art d'opérer** en Bourse. Arrivé à ce point, l'art de l'argent rejoint tout à fait l'art de la guerre (stratégie et tactique). Les "jaunets" [Napoléons] ne sont pas les munitions de l'opérateur, mais les "soldats" mêmes.

Il faut donc "gérer ses positions". Ceci est tout d'abord une "attitude" envers la Bourse, envers le marché. Et tout le monde n'est pas fait pour la bataille !

Il y a une attitude conseillée et une attitude à proscrire.

Tout d'abord, d'une manière générale, gérer l'argent signifie :

- se défaire de tout rapport "sentimental" envers les valeurs : elles ne sont que des supports de capital ;

- ne pas s'engager sans délai, sous prétexte qu'on a un solde créditeur ; n'opérer qu'en fonction des "campagnes" et cycles (conjoncturels ou sectoriels). La Bourse est ouverte tous les jours !

- s'engager "stop" (A/V), autrement dit se placer dans le sillage du marché.

- penser à exploiter la baisse.

Ensuite, une fois l'engagement pris :

CONSEIL

1- Se couvrir

C'est se fixer une limite impérative de perte, en pourcentage ou en valeur absolue. Il peut s'agir de :

- "mettre un stop", reconduit "à glissière", à mesure que le danger s'estompe ;

- protéger le ferme par du conditionnel. Ex : couvrir un achat ferme par l'achat d'une option de vente. Sans tomber dans la pusillanimité, et sans oublier que les assurances se paient !

2- Garder

Ce peut être un signe de sang-froid. Et on nous le conseille habituellement pour les "belles valeurs de fonds de portefeuille". Il est vrai, en effet, que la Bourse est faite pour monter, "au bout du compte", au moins en monnaie courante.

Cependant cela ne peut constituer une recette. On doit au contraire limiter cette attitude aux cas suivants :

- si des prises de bénéfices antérieures sur le titre l'approchent d'un prix de revient nul ;

- si la disparition de la valeur entraîne la suppression d'un compartiment dans le portefeuille, sur lequel on comptait pour harmoniser l'ensemble.

3- Moyennes en baisse

Nous affirmons que le principe est absurde et donc à proscrire. Sans être assez sots pour ignorer que toutes les règles ont leurs exceptions. Mais si la moyenne peut s'avérer judicieuse une fois sur dix ou sur cent, c'est de façon accidentelle ; donc toute autre technique aurait rendu aussi bien !

On me dit : vous détenez un titre payé 100 F ; le cours tombe à 90 F ; achetez-en un 2^{ème}, afin d'abaisser votre prix de revient à 95 F.

Ce raisonnement recèle deux a priori :

- a) j'ai de l'argent (pour faire une moyenne) ;
- b) la chute de mon titre reflète la tenue de la Cote.

Voyons cela :

a) l'argent :

Si j'en manque, pas question de moyenne : ou bien je laisse dormir la valeur, ou bien je me coupe un bras.

Si j'en possède, pourquoi gaspiller du bel argent en l'engageant sur une valeur qui m'a déjà déçu et peut-être tourne mal ! Au départ, je n'aurai jamais misé sur une valeur qui baisse ; or c'est ce que je m'appête à faire à présent, sous prétexte que je me suis déjà trompé... Je perdais 10 F sur un titre. Devrais-je être satisfait de perdre toujours les mêmes 10 F, répartis sur deux titres ? Plus des frais majorés ! Ma fameuse moyenne n'établit qu'une chose certaine : j'achète à 95 F une valeur qui n'en vaut que 90 ! Enfin, le poste occupé par la valeur enfle au-delà de ce que j'avais envisagé au départ, et je compromets excessivement l'ensemble de mon portefeuille.

C'est ainsi que l'on se donne l'illusion de gérer, alors qu'on ne fait que subir. Et, ce faisant, l'on se fait sottement contrepartie des opérateurs qui se sauvent ! Comme tous les gens de mon espèce contribuent à masquer l'importance du repli par leurs achats irraisonnés qui soutiennent passagèrement les cours, ce sont autant de candidats aux ventes "de découragements" qui déferleront dans quelques lunes, probablement à l'heure où il serait opportun de se réintéresser au titre.

Le fond du problème, c'est qu'on ne possède jamais de l'argent de façon inépuisable. Car si c'était le cas, les Moyennes, Pyramides et autres martingales réussiraient, mais pour la bonne raison qu'il n'y aurait plus de marché.

b) la Cote :

En général, si ma valeur baisse, toute la Cote ne chute pas ! La solution est donc d'utiliser son argent, non pas pour accumuler une valeur qui baisse, mais pour se rattraper par une valeur qui monte. Du même coup, d'ailleurs, je diversifie le portefeuille.

Et si la Cote chute en effet dans son ensemble, raison de plus pour conserver ses liquidités bien à l'abri, vu que la conjoncture risque de transformer bientôt l'argent frais en la "valeur" la plus recherchée.

Si, envers et contre tout – c'est-à-dire en opposition du marché –, je juge excellents les fondamentaux de ma valeur et sa décote scandaleuse, que faire ? Simplement se mettre en arrêt et retenir l'idée de reprendre les titres ; mais plus tard, par un engagement sans

relation avec le premier (surtout pas pour se “venger” !), après que ce soit dessiné un “point de rebroussement”. Peu importe même si, alors, l’on doit prendre position plus “cher” en prix nominal, puisque la cherté réelle ne se mesure qu’en terme de profitabilité.

c) Moralité :

Proscrire les moyennes en baisse ; par contre : vivent les moyennes en hausse !

4- Se couper un bras

Cette mesure chirurgicale reflète la meilleure attitude envers le marché boursier, qui consiste à “couper ses pertes” et “laisser mûrir ses gains”. Il faut interdire qu’une pomme pourrie contamine le panier, c’est-à-dire mange les gains qui ne sont encore qu’à la Cote et non dans la poche.

Donc ne pas hésiter à se couper un bras, s’il y a eu négligence à se couvrir, un “stop limite” s’avérant trop serré, ou quelque fluctuation brutale.

Le seul problème est donc celui du “seuil” des stops, qui doit être établi relativement : selon que le price-earning est élevé ou non, et selon la sensibilité propre du titre (mesurée par les graphiques “en bâtons”).

Bref, ne pas perdre de vue que ce n’est pas nous qui faisons la tendance, mais les zinzins, jobbers et autres “blocards”. Si on les accompagne, ça va ; se mettre en travers est suicidaire.

5- Retourner la position

C’est inverser le sens de l’opération, sans le moindre scrupule. Par exemple : revendre ou racheter le double.

Ceci manifeste au moins l’absence d’entêtement, de réticence à se déjuger, attitude boursière parfaite en tant que telle. Mais gare à l’excès de souplesse...

PROSCRIRE

1- Fausses tactiques

Il s’agit toujours de fausses tactiques où l’on retrouve : la passivité à l’égard du marché théorisée et l’obstination personnelle. Malheureusement, cela passe au rang de trivialités, qui sont le fait de professeurs naïfs ou de marchands cyniques de “lettres confidentielles”.

Ici, tous les “tuyaux” et toutes les “méthodes” imaginables sont déversés. Soit l’on conseille sans cesse les 15 valeurs qui font tout le volume de la place. Soit, au contraire, l’on vous sélectionne des valeurs “délaissées” qui n’ont absolument aucun marché. Soit l’on vous conseille d’être “sélectif” c’est-à-dire d’opter pour la valeur la moins surpayée du secteur et donc la plus vulnérable. Soit l’on prône la “diversification” comme l’art suprême, alors que cela ne fait que masquer l’absence d’avis précis.

Il y a encore les préceptes carrément provocateurs, du genre : tant qu’on n’a pas vendu on n’a pas perdu ; et les fameuses “moyennes en baisse”.

Gestion active

La gestion active, dans le sens le plus général du terme, consiste à ne pas en rester à l'engagement spéculatif "sec", mais à prolonger celui-ci par des initiatives complémentaires raisonnées, visant à défendre et améliorer la position.

Mais il faut être clair : au niveau où nous nous trouvons, la technique n'est jamais qu'un adjuvant ; la clairvoyance quant à la tendance est le facteur décisif. La technique permet seulement de "limiter la casse" au minimum et d'exploiter l'engagement clairvoyant au maximum. C'est beaucoup, mais c'est tout.

La gestion active (simple) comporte un aspect économique et un aspect tactique.

ÉCONOMIQUE

1- Partir gagnant

L'objectif boursier est commercial, c'est le gain. Il est donc évidemment préférable de "partir gagnant", sans se laisser égarer par les chimères de la spéculation "sans risque", "avec assurance". Ne soyons pas naïfs ! Qui ne risque rien n'a rien. L'assurance, nous le savons, se paie par un handicap initial systématique. Mais, plus gravement, elle se traduit par un déséquilibre de l'offre et la demande, entre professionnels (zinzins) qui vendent de l'assurance, et les épargnants (le spéculateur de Carpentras) qui en achète...

2- L'effet de levier

L'effet de levier, procuré par le crédit, est en fait la seule et unique chance de faire aussi bien ou mieux "que l'indice". Autrement dit, c'est le seul moyen de lutter contre l'Intermédiaire (frais). Sans compter que nous avons deux autres adversaires : l'inflation et le fisc.

Compter avec l'effet de levier exige ainsi de se ménager du disponible et de consentir à payer des frais. Ceci est simple affaire d'organisation établir un plan de bataille et mise au point d'une logistique.

3- Horizon des opérations

Le jugement porté sur une valeur n'a de sens que s'il est rapporté à un horizon déterminé de visibilité du marché. Par suite, le "tout ou rien" que représente l'échéance fatidique du conditionnel n'est qu'un obstacle relatif. C'est pour la même raison que la formule "qui n'a pas vendu n'a pas perdu" est un slogan pour gogos. Une perte "sur le papier" est tout ce qu'il y a de plus sérieux ! Gérer signifie essentiellement envisager l'arbitrage dans le temps, c'est-à-dire avoir à liquider pour reprendre position à meilleur compte.

4- Performance escomptée

Quant à la performance escomptée, il faut également rester pratique. Non pas raisonner en termes de “risques” et “espérances” purement techniques. Seul compte la règle de l’Optimum :

- une marge de gain confortable, réaliste et vraisemblable (abandonner la fascination du gain “illimité”) ;
- en envisageant une plage de cours crédibles (la plus large possible, mais inutile qu’elle soit “infinie”) ;
- relativement à l’échéance retenue (Compensation ou Réponse). C’est-à-dire avoir en vue un “écart” mesuré non pas absolument par rapport au cours ferme du jour de l’engagement, mais corrigé de la “valeur-temps” à courir jusqu’à l’échéance.

Optimum : exemple de la vente de primes “sec”

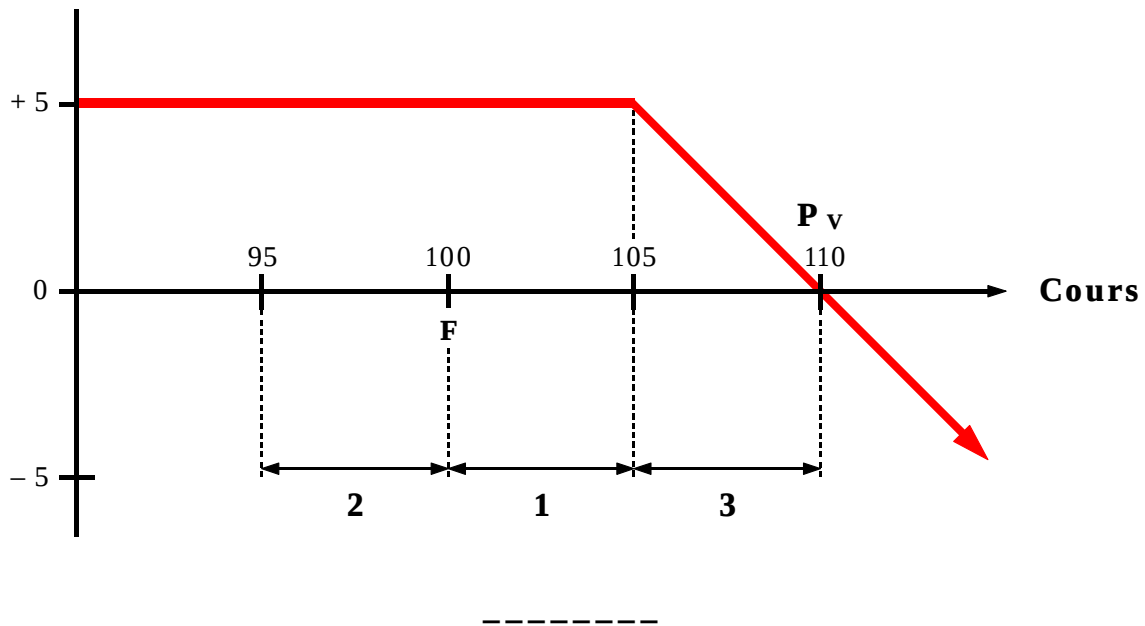
Les doctrinaires en chambre déconseillent systématiquement cette opération. L’argument est le suivant : je prends un risque “illimité” en hausse, contre une espérance de gain “limitée” en baisse, en acceptant de plus de me “lier les mains” jusqu’à la Réponse.

Malheureusement l’objection tombe à plat. La raison en est que, par cette opération, je ne joue ni la hausse ni la baisse, mais précisément la troisième tendance du marché, qui n’est autre que l’immobilité des cours ! Et c’est ici qu’il importe d’avoir une idée relative, et même dynamique (oui !) de la stagnation des cours.

Les conditions précises requises pour la vente de primes “sec” sont les suivantes : tout d’abord un contexte de hausse calme, tel que présente – par exemple – la phase de “prospérité” du cycle, c’est-à-dire après reprise et avant boom (en fait, c’est le contexte de 10 mois sur 12) ; ensuite, que l’intervention soit ajustée sur les “crêtes” qui apparaissent au cours des vagues normales de 3 mois 1/2.

L’analyse de l’engagement ressort du graphique ci-dessous. En “théorie”, l’opérateur ne dispose que de la zone n° 1, qui matérialise le champ de la hausse normale (valeur-temps stricte) pour gagner. Mais en pratique son aire d’opération est triple : la zone n° 2 couvre l’espace du repli attendu des cours, pour laquelle une vente ferme n’apporterait pas un meilleur gain ; et la zone n° 3 étend la protection en hausse, au cas où le repli escompté tarderait, du fait que l’acheteur de prime abandonne à cause des frais. Bilan de la tactique : elle est beaucoup plus sûre qu’il ne paraît ; et l’opérateur se permet de jouer les “coupons” (en primes abandonnées)... sans avoir de portefeuille (et sans taxe sur le revenu !). En définitive, le “risque” encouru est grassement rémunéré, nous semble-t-il. Sous réserve, bien sûr, qu’on ne se limite pas à un engagement isolé, exceptionnel.

Moralité : chaque chose doit être envisagée de manière “concrète”.



TACTIQUE

1- “Se couper un bras” et “laisser mûrir les gains”

Répetons-le, ceci est probablement la première des règles tactiques. De même qu’il est exclu d’acheter au plus bas et de vendre au plus haut (sauf hasard heureux), de même ne peut-on opérer sans multiplier les opérations “à regret” et, enfin, la meilleure valeur peut chuter de 50 %. L’idéal est, bien sûr, de couper ses pertes en laissant une opération blanche en brut (perte des frais). Du côté gain, l’idéal est de se retrouver avec un matelas de valeurs à prix de revient nul.

Quoi qu’il en soit, la règle en cause s’applique sans réserve : quel que soit l’engagement technique (ferme, conditionnel, combinaisons) et la tendance jouée (hausse, baisse, immobilité).

2- Du Ferme subsiste à l’échéance

Nous avons deux cas :

- Si l’on spéculé en ferme : ne pas reculer devant le report en liquidation ; cela fait partie du jeu. Mais ne pas déroger de l’horizon initialement adopté. Et sauf : risque de “corner” en baisse, ou “bombe” éclatant dans le sens de la hausse.

- Si l’on spéculé en conditionnel : le ferme subsistant à la Réponse (échéance) doit être liquidé sans délai ni hésitation. Dans le même esprit “prime levée, prime vendue”.

3- Conditionnel classique et “négociable”

Se souvenir de l'équivalence :

$$\text{CALL}_A = P_A ; \text{CALL}_V = P_V ;$$

$$\text{PUT}_A = F_V \times P_A ; \text{PUT}_V = F_A \times P_V.$$

La grande différence est dans la négociabilité des premium.

4- Les Écarts : tendus et détendus

Ne pas perdre de vue que, toutes choses égales d'ailleurs (soit, valeur intrinsèque mise à part), dès l'engagement et en avançant vers l'échéance, les Écarts diminuent ; autrement dit, les primes (premium) se voient de moins en moins demandés.

5- Les Quantités de conditionnel

Les engagements conditionnels équilibrés en quantité donnent un profil de performance comme suit : la “différence des primes” sur les bas cours, et la “différence des écarts” sur les hauts cours.

6- La Réponse au “pied”

En achat conditionnel, si la Réponse s'annonce autour du pied :

- abandonner si l'on est haussier (P_A) ;
- lever s'il s'agissait de se protéger en baisse ($F_V \times P_A$; $P_V \times P_A$).

7- Primes en excédent

Si la position comprend plus de prime que de ferme, en quantité (soit $F_A \times P_V / P_V \dots F_V \times P_A / P_A \dots$), ramener le raisonnement à un engagement F/P équilibré à liquider ; plus un solde de P à défendre.

8- Les frais

À mesure que la gestion active donne de l'ampleur aux opérations, ne pas omettre de contrôler la situation des frais.

...

La gestion active mène tout droit à une perspective nouvelle, celle des Échelles.

Gestion active (A)

Engagé initial	Tendance escomptée	Gagnant		Perdant	
		Conseillé	Proscrire	Conseillé	Proscrire
F_A	H P/G illimité prospérité	- F_V - P_V /dm renouvelé (2)	- P_V (1)	- F_V - P_V (3)	
F_V	B P/G illimité effondrement	- G mod : F_A (4) - G imp : $\left\{ \begin{matrix} F_A \text{ part (5)} \\ P_A \text{ (6)} \end{matrix} \right.$		- $F_A \times P_V$ - $P_{A1} \times P_{V3}$ } (7)	
P_A [= Call _A]	H P limité boom	- B red : F_V 3/4 (8) - H esp : • P_V 1/2 même échéance (9) • puis F_V 1/4 - IM sup : P_V grosse (10)	- P_V échéance plus longue (11)	- abandon - P_V s/condition (12) - P_V /dm (si cours conve- nable)	- P_V plus loin (11)
P_V [= Call _V]	IM P illimité en hausse prospérité, sur crête	- P_A légère (13)	- F_A (sauf Échelle) - P_A plus proche	- P_A ; au moins aussi lourde (14)	- P_A plus proche
$F_A \times P_V$ [= Put _V]	IM P illimité en baisse sur creux	- $F_V \times P_A$	- tout le reste - débouclage non si- multané (15)	- $F_V \times P_A$	- tout le reste - débouclage non simultané (15)
$F_V \times P_A$ [= Put _A]	B P limité en hausse tension	- F_A : 1/3, 1/2... (16) puis refaire F_V (17) - P_A (18)		- $F_A \times P_V$ (19) - $P_A \times P_V$ (20)	

Notes

Nous conservons le conditionnel classique comme référence. Il est aisé de convertir en options négociables (cf. tableau de concordance des positions de base).

(A) Symboles :

F_A : achat ferme ; P_A : achat à prime ; $F_A \times P_V$: opération "liée". $P_{A1} \times P_{V3}$: achat de la lourde contre vente de la légère.

H : hausse ; B : baisse ; IM : immobilité (stagnation des cours).

G : gagnant ; P : perdant ; dm : pour demain.

mod : modeste ; imp : important ; part : partiel.

red : redouté ; esp : espéré ; sup : supposé.

...

(1) P_V : empêche de liquider éventuellement le ferme. Un revirement du marché mettrait le ferme en péril. Menace de gifles successives.

(2) P_V /dm : bonifie le ferme ; ou bien liquide plus haut que le ferme. Liberté conservée.

(3) P_V : pour bonifier F_A .

...

(4) F_A : matérialise le gain.

(5) F_A part : bonifie F_V et laisse mûrir.

(6) P_A : pour se couvrir.

(7) les deux cas : bonifient F_V .

...

(8) F_V part : assure un minimum de bénéfice.

(9) P_V part : élimine tout risque. **Puis**, si après des cours gagnants, on voit le maintien des cours et revend P_V , on peut dès lors : à volonté renforcer ou affaiblir le bas, en variant les proportions de vente de lourdes ou de légères.

(10) P_V (grosse) : assure un bénéfice en bas.

(11) P_A , gagnant ou perdant, ne doit jamais faire P_V plus loin : parti à risque limité, il se retrouverait avec risque en plein.

- P_A levée : donne $F_A \times P_V$, donc risque illimité en baisse ;

- P_A aband. : donne P_V sec, donc risque illimité en hausse.

(12) Mais 3 conditions : même échéance ; poids égal ou plus léger ; cours au moins aussi haut que le pied de P_A (c'est-à-dire ne pas perdre un écart plus large que la prime).

...

(13) Avantage énorme de se retrouver les mains libres sur P_V (grosse). Puis, la hausse poursuivie autorise revente de moyenne ou légère. Ne racheter la petite de couverture que si : la tendance menaçante et la Réponse loin (accentue la menace).

(14) Cours défavorables a priori.

...

Bourse Terme

(15) Ce serait “partir à la barbotte”, c’est-à-dire incohérence.

...

(16) Objectif : rattraper l’écart à jeu, c’est-à-dire supprimer le risque ; tout en restant en position à la baisse.

(17) Même quantité, si remontée au pied. Pour reconstituer $F_v \times P_A$, libre d’écart cette fois.

(18) Si gain en ferme modeste. La petite est préférable. Ceci place “à cheval”, mais blanc entre les deux pieds ; et permet donc de profiter de tous les mouvements.

Puis, en baisse, racheter lourd et revendre léger ($P_A \times P_v$) : déplace les bornes du stellage vers le bas (l’écart des primes pénalise en baisse, et l’écart des cours bonifie en hausse).

(19) Si cours F_A moins P_v pas supérieur au premier pied (l’ancien pied ne doit pas descendre).

(20) Si cours P_A encore raisonnable.



– Ah ! mon Dieu !... d'où viens-tu comme ça ?...

– De la Bourse, parbleu !... tout est à la paix !...

ÉCHELLES

Principe

L'Échelle est, pour ainsi dire, une gestion active professionnelle, transformée en technique propre, élevée au rang de méthode. Aussi, tout de qui est abordé dans la "gestion active" reste valable.

Il s'agit donc de préméditer que l'on aura à tirer parti des variations du marché : fluctuation des cours et changements des "écarts de primes" (primes tendues ou détendues). Ceci dans le cadre d'une échéance définie.

Le but est, d'abord d'annuler tout risque, ensuite de s'assurer le gain optimum, sur une plage de cours crédibles à la réponse.

Le moyen est de mobiliser les combinaisons techniques, en "collant" à la tendance. Des interventions successives à "contre-tendance" (acheter en baisse et vendre en hausse) doivent élargir le gain. Épouser la tendance signifie, en tout état de cause, intervenir avant d'entrer dans la zone de perte, l'idéal étant de conforter les points faibles quand les cours se déplacent sur le point de gain maximum.

Bref, il ne s'agit plus en principe d'opérer sur anticipation, mais au contraire par la matérialisation du fait accompli.

En général il est donc préférable que le marché présente une succession d'écarts significatifs : soit une conjoncture fébrile, soit un support volatile.

L'Écart de la prime se réduit avec l'approche de l'échéance. L'opérateur peut racheter (défaire l'opération avec bénéfice) les jours où la prime est offerte, quitte à reprendre l'engagement un jour où les écarts se retendent.

Notre époque de Bourse essentiellement spéculative est idéale pour les amateurs d'écarts, depuis ceux des initiés, jusque ceux des commis. À l'inverse, les frais étant décuplés de nos jours, sont un facteur défavorable.

Avec l'Échelle s'applique sur toute la ligne la règle de "l'optimum" (cf. gestion active).

Dans tous les cas, outre le sang-froid requis de tout entrepreneur (opérateur), l'Échelle exige :

- Un marché liquide. La Rente ou le Rio-Tinto d'autrefois sont avantageusement remplacés par le Notionnel et le marché de l'Indice (CAC 40).

- Être soi-même constamment sur le qui-vive et sur la brèche. Ceci implique la présence réelle sur le marché, le contact direct avec les négociateurs du "pit" [corbeille]. La "délocalisation" actuelle favorise également cette présence.

- Posséder des munitions [des liquidités] ; puisqu'il va s'agir de coller à la tendance.

- Un courtage préférentiel est souhaitable, vu la multiplication des engagements (ou "échelons" de l'échelle). Le "pied de l'échelle" est le point critique de l'engagement initial, relativement au profil de gains et pertes à la Réponse. Notre époque, répétons-le, est tout à fait défavorable en ce qui concerne ce point des frais. C'est en effet le règne des "fast bucks" [argent vite fait], associé à celui des rentes de situation. Nous avons le double obstacle des

intermédiaires cartellisés en zinzins, et des teneurs de marché et autres traders à l'avidité sans scrupule. Gare donc à la “moulinette” [tout se faire manger en frais] ! Sans oublier l'appétit d'ogre des pouvoirs publics, le rêve de “l'État à bon marché” s'étant à tout jamais envolé.

- Une technique boursière correctement maîtrisée. À ce titre, les options négociables, bien plus souples, ont fait du conditionnel un instrument “parfait”.

Ne pas hésiter à “boucler” l'échelle à un moment favorable donné, sans se préoccuper de l'échéance théorique. Ceci, en particulier quand P_V , vu la valeur-temps amenuisée, ne laisse plus espérer de ressort. Mais, alors, penser à embrayer une nouvelle échelle sur l'échéance suivante.

Le grand art est représenté par le Maréchal des primes, qui sévissait à Paris avant la Grande Guerre, lequel durant 15 ans, parvint à n'engager jamais que du conditionnel dans ses échelles.

Modalités

1- À risques “limités”

Tout inconnu est écarté, et la provision requise est minime.

Tout l'effort est tendu vers la priorité suivante : libérer au plus tôt l'engagement pris de la pénalité initiale que l'on s'est infligée.

Cette Échelle est en fait un compromis entre la gestion active (à risque en plein et reposant sur une anticipation de la tendance) et l'Échelle à risque “illimité” qui néglige la tendance.

L'Échelle à risque limité consiste donc en ceci : l'on commence par anticiper une tendance, mais sous forme conditionnelle ; de sorte que si l'anticipation s'avère rapidement heureuse (dédits amortis), l'on enchaîne sur l'Échelle “pure” (seul facteur technique), mais sans autre aléa que positif.

L'engagement type, de base, est P_A (CALL_A) ou $F_V \times P_A$ (PUT_A). L'on joue le décalage absolu des cours, en hausse ou en baisse. Par décalage “absolu”, nous entendons le débordement du décalage normal incorporé dans la valeur-temps.

2- À risque “illimité”

Le risque n'étant illimité qu'au sens technique, cela signifie en fait que l'on part gagnant relativement aux cours (outre l'encaissement immédiat des premium qui peuvent fructifier).

C'est donc l'Échelle “reine” du véritable technicien. Elle offre d'ailleurs les combinaisons les plus étendues, puisqu'elle autorise l'introduction de F_A et P_V (CALL_V). Il faut seulement comprendre dans les munitions les couvertures éventuellement nécessaires.

Bourse Terme

Toute l'Échelle ne consiste qu'à s'efforcer de conserver et creuser l'avantage initialement acquis. L'Échellier, ici, est émancipé de toute anticipation de tendance et s'appuie sur la seule technique pour en épouser les mouvements. Si donc l'on pouvait faire abstraction des frais, l'on s'approcherait quasiment de la Martingale. Mais quel travail ! Et ne rêvons pas trop...

L'engagement type, de base, est P_v (sec) ou la vente de "stellages" synthétiques. L'on joue l'immobilité relative des cours (dans la mesure où l'on joue quelque-chose). Le décalage normal des cours en fonction de la valeur-temps est pris en compte dans le "centrage". Les frileux qui se portent contrepartie acheteur, font les frais de l'opération.

Voici pourquoi l'échellier, qui se fait une spécialité de P_v sec n'en court pas le risque théorique :

- La loi des grands nombres (cf. Assurances) vérifie l'encaissement des primes abandonnées 10 mois sur 12. Les meilleurs mois pour cette échelle sont donc les mois de statu quo.

- L'opérateur commence l'échelle sur des capitaux modestes (relativement à sa surface), de façon à conserver du champ pour les opérations de défense qu'un mouvement étendu peut rendre nécessaire.

- Le risque résiduel "illimité" devient pratiquement très limité, à condition de se couvrir à temps. Partant gagnant et le risque illimité ne portant que sur le découvert, il suffit donc de couvrir ce découvert au fur et à mesure qu'il se trouve menacé. C'est pourquoi il est impératif de ne voir aucune tendance a priori. Toute opinion préconçue nuit à la souplesse confiante réclamée chez l'opérateur. Il est tout simplement décidé a priori de se laisser porter par le mouvement et de ne jamais se laisser exagérément déborder.

- Le point à surveiller : ne pas manquer les occasions de retrouver la liberté, s'agissant des positions vendeurs introduites.

Risque limité (A)

Tendance anticipée	Début Échelle	Gagnant		Perdant	
		D'abord	Ensuite	D'abord	Ensuite
H	- <u>P_{A1}</u> (°) (1) - P _{A1} × P _{V3} (4) (5) - P _{V1} × <u>P_{A3}</u> (8) (9)	- P _{V2} (2) $\left\{ \begin{array}{l} - F_V \times P_A (6) \\ - P_{V1} \times P_{A3} (7) \end{array} \right.$ - F _V 1/2... F _V 1/2... (10)	- P _{V1} (3) - F _A (en baisse)	Abandon	.....
B	- F _V × P _A (11) - P _{V1} × P _{A3} (12)	- P _A 1/2	$\left\{ \begin{array}{l} - F_V 1/2 (13) \\ - \text{puis :} \\ \quad \bullet \text{ soit } P_{A3} ; \\ \quad \bullet \text{ soit } F_A 1/2 (14). \end{array} \right.$		
IM	- P _{A1} × <u>P_{V2}</u> × P _{A3} (15)				
À CHEVAL	- F _V × <u>P_A</u> (16)	- F _A ; 1/2 F _A ... (17)	$\left\{ \begin{array}{l} - \text{en reprise : } F_V (18) \\ - \text{en baisse :} \\ \text{poursuivre } F_A 1/2, \\ F_A 1/4... (19) \end{array} \right.$		

Notes

(A) Ne pas oublier que l'on part avec un handicap ; il s'agit de le récupérer au plus vite, tout en restant en position.

(°) P_{A1} : le soulignement indique la “doublure” (ou autre quantité supérieure).

(1) C'est **CALL_A**.

(2) P_{V2} : vendre une quantité moindre de lourdes, de sorte à rester haussier en se trouvant “à jeu” en baisse (opération blanche en brut).

(3) P_{V1} : revendant des légères, les positions haussières restantes laissent un gain pas trop écrasé par les cours croissants de vente ; et l'on se ménage néanmoins un gain en cas de repli.

...

(4) C'est **Cash and Carry** (P.E. joués sur l'échéance). Écarts verticaux (spreads).

(5) Ne donne lieu qu'à peu d'opérations.

(6) C'est profiter des hauts cours pour gagner en baisse.

(7) Si écart minime laissant un bénéfice en haut.

...

Bourse Terme

(8) C'est **Reverse cash and carry + CALL_A**.

(9) On ne risque rien en baisse. Inconvénient : perte sur pied P_A intercalaire. Mais grandes perspectives sur une hausse vive.

(10) Liquidier le ferme en baisse (aubaine).

...

(11) C'est **PUT_A** (cf. gestion active).

...

(12) Vente de grosse contre petite. C'est **Reverse cash and carry** (prix d'exercice – P.E. – joués sur l'échéance). Écart vertical (Spread).

(13) Mais ne rien faire tout au long si les cours ne permettent pas d'opérer conformément aux indications de l'échelle à défendre. Ainsi, la perte restera toujours strictement limitée à la mise à jeu initiale.

(14) On achète en baisse pour améliorer le haut. Et, ainsi de suite, tant que les cours s'y prêtent (Ex : F_A en baisse pour liquider F_v).

...

(15) C'est **C & C + Reverse**.

...

(16) C'est **achat de stellage**. Si le marché est mouvementé jusque la Réponse on peut multiplier le gain (et capitaux engagés) sans risque : en vendant en hausse et achetant en baisse ; si possible en chevauchant les bornes.

(17) On vise à récupérer la perte au pied, dans l'hypothèse de baisse. " F_A " en quantités d'autant plus légères qu'on va plus bas de l'écart F/P récupéré.

...

(18) Si l'on remonte au pied, on peut revendre ferme ce qui reste couvert par des primes sans risque (aubaine). Dès lors :

- plus d'espoir en hausse (sauf F_A ou $P_{A1} \times P_{V3}$).

- gros espoirs en baisse.

(19) Si l'on fait le plein de F_A , plus d'espoirs en baisse.

Mais si reprise ultérieure, on exploite P_A , gagnant F_v dès le pied.

Risque illimité (A)

Tendance anticip. (B)		Début Échelle	Gagnant		Perdant	
Gain	Risque		D'abord	Ensuite	D'abord	Ensuite
B limité	H illimité	P_V (1)	- Encaisser dédits. - P _{A3} : idem (2) - F _A 1/2... 1/3 (3)	- P _{V1} - idem		
H limité	B illimité	F_A × P_V				
H limité	H illimité (4) B limité ou nul	P_{A1} × P_{V2} (5) (6) (7)	- P _{A1} × <u>P_{V2}</u> × P _{A3} (8)	- P _{V1} × P _{A2} (6) (7) (9) (10)	- P _{V1} × P _{A2} (9)	
H limité	H/B illimité	F_A × P_V (6) (7) (11)	- <u>cours stagnant</u> : bonifié (12) - <u>baisse</u> : P _V ; P _V /dm (13) - <u>hausse</u> : (14) $\left\{ \begin{array}{l} F_A \times P_V \text{ (ou } P_V/dm) \\ P_{A1} \times P_{V2} \end{array} \right.$ (15)	- F _V × P _A (16) <u>Puis</u> F _A × P _V (17)		

Notes

(A) Ne pas oublier qu'on part avec un avantage initial ; il s'agira de le conserver et de le renforcer (net de frais).

(B) C'est toujours, en fait, comme départ normal d'Échelle, l'"anticipation" d'une immobilité relative (IM).

...

(1) cf. commentaire "gestion active – optimum". Vente de prime "sec" ; c'est **CALL_V**. Sur crêtes : soit trend haussier, soit valeur solide en prise de bénéfice.

(2) Pour se libérer de P_V (en baisse confirmée). Afin de renouveler P_{V1} en reprise.

(3) Donc F_A × P_{V1}/x (P_V encore en position) ; si l'on croit la baisse terminée. L'écart ainsi assuré en hausse bonifie fortement le prix de vente des P_V qui subsistent (capitaux concernés dans l'hypothèse).

...

Bourse Terme

(4) On est “vendeur par solde” en hausse.

(5) Conseillé, en particulier, quand l'écart du ferme est détendu (pied en arrière). J'ai enfourché la tendance en ce sens que le risque illimité est à contre-marché ; mais réserve de P_A lourde acquis à bon compte.

(6) Si l'on craint une hausse brutale, ne pas aller jusqu'à la doublure, afin d'éviter que l'avantage initial ne soit d'un coup annulé.

(7) L'opération est heureuse quand la baisse suit immédiatement l'engagement. Alors, on réitère $P_{A1} \times \underline{P_{V3}}$; et l'on couvre tout P_V à découvert par des P_{A3} (la plus légère), à un cours déprécié.

L'Échelle est pratiquement bouclée. Reste, après protection du découvert, qu'on gagne partout, sauf les P_{A1} à récupérer en baisse. On tâche de regagner celles-ci par une différence de primes : $P_{V1} \times P_{V2}$; mais dans une zone gagnante.

(8) Sur baisse. Engagement redoublé.

(9) Ne pas se laisser déborder, et intervenir avant d'entrer dans la zone de perte ; se couvrir à temps, dans l'ordre, contre la hausse puis la baisse.

(10) Mais tenir compte du “prix de revient” de l'opération initiale. Autrement dit, ne se couvrir qu'à contre-tendance (sur des écarts favorables et en maintenant les proportions engagées dans les deux sens (H/B), préservant l'équilibre de l'échelle.

...

(11) C'est une **vente de stellage**.

(12) Se contenter d'encaisser le double de primes, minorant sérieusement F_A de plus en plus.

(13) Ceci minore le prix de F_A (enfonce le clou). Le “danger” des P_V devient toujours plus théorique (profil de réponse), même si l'engagement se trouve multiplié.

(14) Il s'agit de relever la moyenne des prix de vente. Le choix entre les deux modalités est fonction des cours.

(15) On monte par exemple au pied ; ici, “mariage” (cf. stellages).

(16) Hausse poursuivie : ferme liquidé, avec écart amenuisé sur P_A , la laissant au cours inférieur à celui de P_V .

(17) Dans le cas de rechute survenant enfin. La baisse fait redemander des primes, je m'engage sur un écart tendu.



**Les Coulissiers profitant de la feuillée,
pour se réunir clandestinement
sur les arbres de la place de la Bourse.**

Presse – L'opération d'arbitrage "Cash and Carry"

Principe

L'arbitrage comptant-Terme, plus communément appelé "Cash and Carry", est une opération rendue possible par le Matif, marché à terme d'instruments financiers. Les deux contrats existant sur ce s'y prêtent : le contrat notionnel et celui sur bon du Trésor. Le principe de base du Cash and Carry repose sur **l'achat au comptant** d'un actif et sa **vente simultanée à terme**. Sur le marché du notionnel, l'opération comptant-terme consiste à acheter au comptant des obligations du gisement d'emprunts d'État à long terme livrables, et à vendre des contrats. Dans ce cas, le porteur bénéficie du coupon couru des obligations achetée mais, à l'inverse, il supporte les coûts de financement (emprunt des liquidités sur le marché monétaire). En théorie, si le marché est bien arbitré, le rendement d'un achat au comptant d'obligations et de la vente à terme de contrats doit être égal au taux de financement pour la durée correspondante. Si le taux dégagé par l'opération de cash and carry est supérieur au taux de financement sur le marché monétaire, il y a anomalie. Cela signifie que le terme est plus cher que le comptant. C'est cette anomalie qu'exploite l'arbitrage. On vend ce qui est cher et on achète ce qui est bon marché.

Exemple

Supposons que, le 30 avril, le cours de l'obligation du gisement 13,20 %

septembre 1983 soit de 116 avec un coupon couru de 7,35. L'opérateur qui achète au comptant cette obligation la paie (hors frais) : $P1 = C + CC1 = 116 + 7,35 = 123,35$.

Le même jour, le cours du contrat notionnel à échéance juin 1988 est de N0, soit 99,50. Ce cours reflète la valeur de l'emprunt 13,20 % 1983, au facteur de concordance près. Ce facteur relie l'obligation fictive du contrat notionnel à l'obligation 13,20 % 1983. Il existe parce que ce titre n'a pas les mêmes caractéristiques que l'obligation notionnelle. À l'échéance du contrat, le prix de livraison de l'emprunt 13,20 % est de : $P2 = (FC/100) \times N + CC2$; $P2 = (1,157827) \times 99,50 + 10,2430 = 125,45$.

FC : facteur de concordance de l'emprunt 13,20 % 1983 pour l'échéance juin 1988 du contrat notionnel = 115,7827.

N : cours du contrat notionnel échéance juin 1988 au 30 juin, par hypothèse égal à N0 = 99,50.

CC2 : coupon couru de l'obligation 13,20 % septembre 1983 au 30 juin 1988 = 10,2430.

Comme le vendeur a le privilège de choisir les titres qu'il va livrer, l'arbitragiste a la certitude de livrer les titres qu'il détient à l'échéance finale. Un acheteur d'obligations 13,20 % 1983 le 30 avril sait que, le 30 juin, il vendra ces titres au prix P2. Les ayant achetés au prix P1, sa plus-value ou sa moins-value sera de : $d(P) = P2 - P1$.

Par ailleurs, sa position à terme de contrats sera valorisée ou détériorée, par

le biais des appels de marge, selon les variations des cours du notionnel : $d(N) = N - N_0$.

Le résultat global sera de : $P_3 = d(P) - d(N)$ puisque la valorisation des deux postes évolue en sens contraire.

Le taux de rendement de l'opération de cash and carry est égal à : $T = P_3/P_1 \times 360/n$.

n : nombre de jours entre le 30 avril et le 30 juin.

Si ce taux est supérieur au coût de financement, l'arbitragiste est bénéficiaire. Dans l'exemple pris, on obtient : $d(P) = 125,45 - 123,35 = 2,10$; $(N) = 0$; $P_3 = 2,10$; $T = 2,10/123,35 \times 360/61 = 10,05\%$.

Le taux de rendement de l'arbitrage est donc supérieur à celui d'un placement sur le marché monétaire pour la même durée (de 7 à 8 %) et l'opérateur dégage une marge de cash and carry. Dans la réalité, l'arbitragiste achète le 30 avril au comptant 50 millions de nominal d'obligations 13,20 % au prix de : $P = (50\,000\,000 \times 123,35\%) = 61\,675\,000$ francs.

Il vend 100 contrats notionnels de nominal 500 000 francs, correspondant à la valeur nominale de sa position de 13,20 % à 99,50. À l'échéance, le cours de liquidation étant encore de 99,50, le taux est de 10,05 %. Que se passe-t-il si le cours de liquidation est de 103 ? Le taux de rendement de l'opération est alors de : $P_2 = 103\% \times 115,7827\% + 10,243\% = 129,499\%$; $d(P) = 129,499\% - 123,35\% = 6,149\%$.

La plus-value réalisée est de : $d(P) = 50\,000\,000 \times 6,149\% = 3\,074\,600$ f.

En revanche, la position à terme s'est sensiblement dégradée. $d(N) = 103\% - 99,50\% = 3,5\%$.

La moins-value réalisée est de : $d(N) = 3,5\% \times 50\,000\,000 = 1\,760\,000$ francs.

Le résultat final de l'opération est alors de : $P_3 = d(P) - d(N) = 1\,324\,600$ francs.

Et le rendement du cash and carry est : $T = P_3/P \times 360/61 = 12,67\%$.

À l'inverse, si le cours du notionnel passe à 95, c'est la position à terme qui se valorise et celle au comptant qui se dégrade. Le rendement de l'arbitrage n'est plus alors que de 6,63 %.

Comment éviter cet aléa ? Dans ce qui est une opération de couverture, il doit y avoir parallélisme entre l'évolution comptant-terme. C'est le facteur de concordance qui détermine le nombre de contrats à vendre pour se couvrir (facteur de couverture). Pour couvrir les 50 millions nominal d'obligations 13,20 % 1983, l'arbitragiste vendra : $N = (1,157827) \times (50\,000\,000/500\,000) = 115,7827$.

L'arbitragiste va donc vendre 116 contrats notionnels échéance juin 1988. À l'échéance du contrat, il va livrer les 50 millions d'obligations 13,20 % 1983 correspondant à la vente de 100 contrats notionnels. D'autre part il va racheter les 16 contrats qui constituent son supplément de couverture. Il enregistrera des pertes lors de ce rachat si le cours de rachat est supérieur au cours de liquidation.

Le financement des appels de marge

L'arbitragiste qui vend le 30 avril 116 contrats échéance juin 1988 au cours de 99,50 devra payer des appels de marge dès que le cours de ces contrats montera. Ces appels de marge constituent des décaissements qu'il est nécessaire de

financer. Si le cours du contrat est passé à 102 le 24 juin, date de la dernière cotation du contrat juin, le coût de financement des appels de marge provoqué par cette hausse (avec un taux de financement à 7 %) sera au plus, par contrat, de : **AM** = $5\,000 \times (102 - 99,50) \times 7/100 \times 54/360 = 131,25 \text{ francs}$.

D'où un impact négatif sur le rendement d'au plus : **I** = $(131,25/500\,000) \times 360/54 = 0,175 \%$.

Il faut signaler que, pour financer ces appels de marge, tous les intervenants n'ont pas les mêmes possibilités. Cela est encore plus vrai pour l'emprunt des liquidités nécessaires à l'achat des obligations au comptant. De plus, les frais de négociation des contrats, les courtages payés au moment de l'achat sur le marché du comptant et de la livraison des titres, qui s'apparente à une vente boursière, minorent la marge dégagée lors de l'arbitrage cash and carry. Dans l'exemple choisi, ces doubles frais représentent environ 0,14 % du montant investi. Quant à l'impact du financement des deposits, il peut être négligé si ces derniers sont constitués de bons du Trésor et donc rémunérés.

L'opération de Reverse

L'arbitrage appelé "reverse" est l'opération réciproque du cash and carry. On a vu que celle-ci était effectuée lorsque le cours à terme d'une obligation était jugé trop cher par rapport à son cours au comptant. Si le cas de figure inverse se présente, comptant trop cher par rapport au terme, l'arbitragiste vendra des obligations au comptant et achètera des contrats à terme. L'opération de reverse est plus difficile à mener que le cash and carry, car elle suppose que l'on possède déjà les obligations ou qu'on ait pu les emprunter. (Attention : le prêt de titres en France n'est pas autorisé à ce jour et le reverse s'effectue dans ce cas via le réméré.) De plus, si le cash and carry ne comporte aucun risque, dans la mesure où les obligations achetées au comptant sont livrables à terme, l'arbitragiste en reverse ne sait pas à l'avance quelle obligation lui sera livrée à l'échéance. Il peut très bien recevoir des titres différents de ceux qu'il a empruntés !



“Quand on est possesseur de cent actions dans les bitumes, qu’on a une femme comme monsieur, on cherche un arbre, on prépare un nœud coulant et, s’il serre trop, on se raccroche aux branches.”

Dessin d’Honoré Daumier : Suicide, Musée Carnavalet.

Répartition des Richesses

Paul Leroy-Beaulieu – 1881

Nous relevons, de 1837 à 1840, dix-sept sociétés pour l'asphalte ou le bitume : les mines d'asphalte de Pyrimont-Seyssel, le Seyssel belge, le Seyssel allemand, le Seyssel anglais, le Seyssel américain, le bitume élastique de Polonceau, le bitume végéto-minéral et de couleur, le mastic bitumineux végétal, le bitume minéral, l'asphalte de la Haute-Loire, l'asphalte de Bastennes, le Bastennes anglais, l'asphalte Guibert, le bitume du Nord, le Polonceau anglais. C'est l'année 1838 qui s'est signalée par cet amour du bitume : toutes ces dix-sept sociétés font prime alors, et quelle prime ! au milieu de toutes nos folies, nous sommes des sages auprès de nos pères.

Quelle singulière et inexplicable passion pour le bitume s'était alors emparée des esprits ! Elle fut, d'ailleurs, de courte durée. En 1841, de ces dix-sept sociétés de bitumes que l'année 1838 avait portées à de si hauts cours, il n'y en avait plus qu'une qui figurât à la cote de la Bourse, et elle se négociait à 25 ou 30 p. 100 de perte.

Peut-on s'étonner que le théâtre et le roman tournassent alors en dérision la société en commandite ? le type de Robert Macaire date de ce temps, ainsi que la "Société des bitumes bitumineux".

Enchaînement rationnel

- P_A **Haussier à risque limité.**

- P_V sur portefeuille..... **Bonification du portefeuille.**
 “Haussier” sans risque.
 Contrepartie de P_A , mais pas le
 “contraire”.

- $\left\{ \begin{array}{l} F_V \times P_A \\ OV_A \end{array} \right.$ **Baissier à risque limité.**
 Vrai contraire de P_A .

- $\left\{ \begin{array}{l} F_V \times \underline{P_A} \\ ST_A \quad (F_V \times F_A) \end{array} \right.$ **“À cheval” (risque limité).**
 Union de P_A et de $F_V \times P_A$.

- $\left\{ \begin{array}{l} ST_V \text{ sur portefeuille } (F_A \times F_V) \\ \underline{P_V} \times F_A \end{array} \right.$ **“Funambule”.** Bonifie le porte-
 feuille.
 Contrepartie du précédent.

- $\left\{ \begin{array}{l} ST_V \text{ (sec)} \\ P_V \text{ (sec)} \end{array} \right.$ **Immobilité à risque illimité.**
 Inverse du précédant.

- $P_{A1} \times \underline{P_{V2}} \times P_{A3}$ **Immobilité à risque limité.**
 Troisième tendance, mais sans ris-
 que.

COMBINAISONS

Placements para-boursiers : fonds en report, arbitrages en report.

“Risque”
croissant

H - B

3^{ème}
Tendance



1

- **Placements spéculatifs** (comptant) :

$$A \times C_A \blacksquare T \times C_V$$

$$C_{V1} \times C_{A2} \text{ (arbitrages de portefeuille)}$$

2

- **Spéculation de tout repos** (à terme, mais avec capital) :

$$T \times P_V \blacksquare C_V \times P_A$$

3

- **Spéculation pour débutants** (vraiment à crédit, mais risques nuls.
Gains minimes ; “ni H, ni B”) :

$$P_{A1} \times \underline{P_V} \times P_{A3} \dots\dots\dots \textbf{immobilité}$$

4

- **Spéculation protégée** (orientée dans un sens du marché, mais
“assurance”) :

1- Perte limitée et gain illimité :

a) *Mouvements ordinaires* :

$$P_A \blacksquare F_V \times P_A \text{ (aubaine possible)}$$

b) *Mouvements brusques* :

$$\underline{P_A} \times P_V \blacksquare F_V \times \underline{P_A} \times P_V$$

$$F_V \times \underline{P_A} \text{ (“à cheval”) } \dots\dots\dots \textbf{secousses}$$

2- Gains et pertes limités :

$$P_A \times P_V \blacksquare P_V \times P_A$$

5

- **Spéculation courante** (situation normale d'immobilité et gain maxi
ponctuel, mais perte illimitée en hausse) :

$$P_A \times \underline{P_V} \dots\dots\dots \textbf{immobilité}$$

6

- **Risques en plein** (perte illimitée possible, mais grande spéculation.
D'ailleurs, défense a priori (gestion active) et a posteriori (Échelle)) :

$$F_A \blacksquare F_V$$

7

- **Gros risques** (gains limités) :

$$F_A \times P_V \blacksquare P_V \dots\dots\dots \textbf{immobilité}$$

$$\underline{P_V} \times F_A \text{ (le “précipice”, ou “funambule”).}$$

Départ courant d'Échelle)

Sur-spéculation : valeurs reportables.

Suite : - Gestion active (se défendre et poursuivre son avantage).
- L'Échelle de primes (technique pure, sans opinion).

Arbitrages en report

Faire reporter à bon marché ses propres titres, pour utiliser les fonds ainsi obtenus à “reporter cher” d’autres valeurs, constitue l’opération d’arbitrages en reports. Elle est indiquée pour les détenteurs de titres se négociant à terme et dont le report est bon marché. Nous ne saurions trop attirer ici l’attention de nos lecteurs capitalistes. Plusieurs **grandes valeurs de spéculation** : les Rentes Françaises, les Rentes Russes et bien d’autres encore trouvent, à de certains moments, à se “faire reporter” dans des **conditions exceptionnelles de bon marché, par suite de positions vendeurs**. Le capitaliste qui a, en caisse, une quantité de ces rentes pouvant être traitée à terme, c’est-à-dire un minimum de 1 500 F pour les rentes 3 %, 2 000 F pour les rentes 4 %, peut alors, sans risque aucun, trouver une augmentation sensible de revenu (1 %, 2 %, **quelquefois 3 % de supplément net**, par année). Il suffira de donner l’ordre à un Coulassier (**les reports étant plus avantageux en Coullisse** qu’au Parquet) de faire reporter les titres que l’on possède et d’employer les fonds, ainsi obtenus, à reporter d’autres valeurs sur lesquelles les acheteurs consentent un intérêt élevé. Cette différence, entre les deux reports, constitue le bénéfice de l’opération. Le capitaliste n’acceptera en report que les titres de négociation courante à terme ; il devra refuser de reporter les valeurs ne se traitant qu’au comptant.

Valeurs reportables

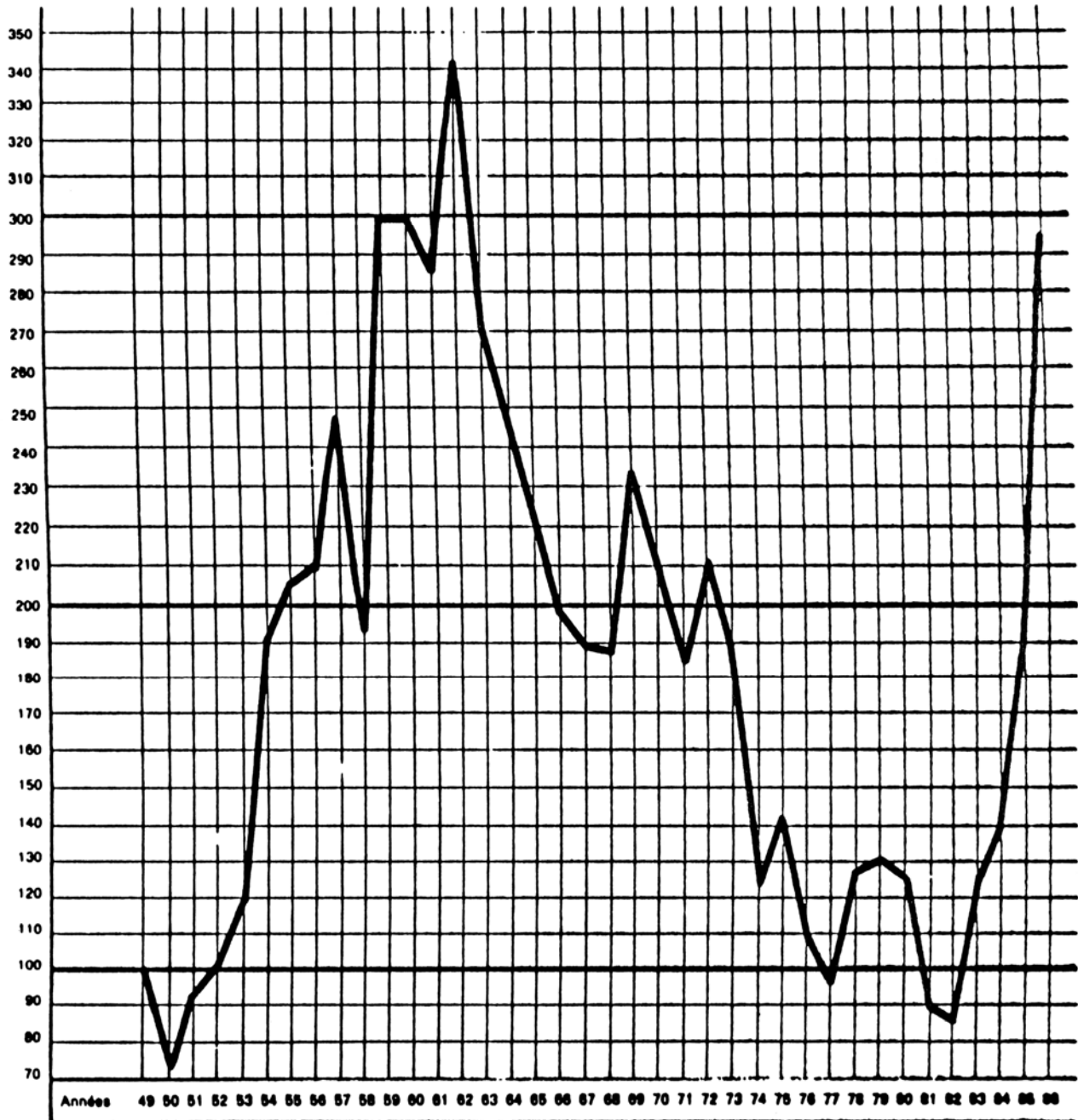
L’acheteur de Rentes Reportables est celui qui conserve constamment sa position, en la faisant reporter de mois en mois. Les années pendant lesquelles le taux de report payé par l’acheteur se trouve inférieur au montant du coupon, et celles où le cours des rentes est en hausse, sont des années en bénéfice pour l’opération. Elles sont, au contraire, en perte lorsque le taux du report est supérieur à l’intérêt des titres, ou lorsque le prix du fonds d’État diminue. Pendant la grande poussée de hausse de 1889 à 1897, où le 3 % a vu ses cours s’élever de 82 F jusqu’à près de 105 F, certaines années ont naturellement donné aux acheteurs de ces rentes des résultats magnifiques. Et ce n’est que dans le cas d’un mouvement suivi comme celui que nous citons, que ces opérations peuvent être pratiquées. Mais, en temps ordinaire, le terrain sur lequel on prétend les établir n’offre pas une solidité suffisante ; quelles que soient les valeurs sur lesquelles on spéculé, il y a des moments où l’on doit être acheteur, d’autres où il est bon de s’abstenir, d’autres enfin où il devient préférable de se mettre à la baisse. Il est inadmissible qu’on reste acheteur, comme une borne, du 1^{er} janvier à la Saint-Sylvestre, en payant quand le titre baisse, sans rien faire, ni pour prévoir ni pour se défendre. Pour se porter acheteur d’une valeur, il faut s’inspirer des circonstances et des événements et nous nous déclarons incapable de comprendre une opération qui n’en tiendrait aucun compte.



Une Panique à la Bourse

La Bourse de Paris

Juin 87 (avant Krach)



Évolution en pouvoir d'achat
(indice INSEE base 100 en 1949)

Le pouvoir d'achat du franc

LE POUVOIR D'ACHAT DU FRANC			
Coefficients de conversion en francs de 1989			
Années	Coefficients	Années	Coefficients
1901	16,38	1945	0,53
1902	16,38	1946	0,35
1903	16,38	1947	0,23
1904	16,38	1948	0,15
1905	16,38	1949	0,13
1906	17,74	1950	0,12
1907	16,38	1951	0,10
1908	16,38	1952	0,09
1909	16,38	1953	0,09
1910	16,38	1954	0,09
1911	14,19	1955	0,09
1912	14,19	1956	0,09
1913	14,19	1957	0,08
1914	14,19	1958	0,07
1915	11,83	1959	0,07
1916	10,65	1960	6,70
1917	8,87	1961	6,48
1918	6,87	1962	6,19
1919	5,60	1963	5,90
1920	4,02	1964	5,72
1921	4,63	1965	5,56
1922	4,73	1966	5,39
1923	4,34	1967	5,23
1924	3,80	1968	4,99
1925	3,55	1969	4,68
1926	2,69	1970	4,44
1927	2,60	1971	4,21
1928	2,60	1972	3,96
1929	2,45	1973	3,69
1930	2,42	1974	3,25
1931	2,53	1975	2,91
1932	2,76	1976	2,65
1933	2,88	1977	2,42
1934	3	1978	2,22
1935	3,28	1979	2
1936	3,04	1980	1,77
1937	2,42	1981	1,56
1938	2,13	1982	1,40
1939	1,99	1983	1,28
1940	1,69	1984	1,18
1941	1,44	1985	1,13
1942	1,20	1986	1,10
1943	0,96	1987	1,06
1944	0,79	1988	1,04
		1989	1

Ex : un appartement acheté 1 million de francs en 1979 devra minimum se revendre 1 million $\times$ 2 = 2 millions en 1989, pour qu'il n'y ait pas de perte en pouvoir d'achat.

MUTATION BOURSIÈRE

La “mutation financière” actuelle s’exprime à la Bourse dans le double phénomène contradictoire suivant : bureaucratisation et spéculation.

1- Bureaucratisation

- La Bourse est avant tout un marché de **la Dette** (80 % d’obligations), plus qu’un marché du Capital (fonds propres).
- Épargne et Financement **socialisés** : les Ménages placés sous la tutelle des O.P.C.V.M. et les Entreprises sous celle des Zinzins.
- **Fonctionnarisation** du marché lui-même (C.O.B.).

2- Spéculation

- La Bourse est devenue le lieu de manœuvre entre le Budget de l’État (dette publique) et le Capital. D’où le va-et-vient **nationalisations/privatisations**.

• Comme marché du capital, la Bourse se restreint à un “**marché d’entreprises**”. Ceci illustré par les O.P.A., fusions, “introduction” parodiant le Prospectus de 1860, rachat d’actions par l’entreprise, R.E.S.

Que devient l’“objet social” des entreprises absorbées par les opérations boursières ? Quant aux opérateurs “personnes physiques” (les Ménages), relégués en O.P.C.V.M., le marché leur échappe.

• La Bourse des Valeurs s’est entièrement mise à l’école de la **Bourse de Commerce** : négociation d’actifs “théoriques” (papier de papier), par les MATIF/MONEP ; recherche de “différences” enterrant le dividende ; “trading” excluant le “portefeuille” ; Chartism supplantant l’Analyse.

On n’a pas fini de dire

“Les pères ont mangé du verjus,
Et ce sont les dents des enfants qui sont agacées”.

(Jérémie – 31 : 29)

Presse

Logique

Une observation sur le “pronostic” de la hausse et de la baisse. Quand un journal annonce la hausse d’une valeur, il est certain qu’il conseille à ceux qui en possèdent de ne pas la vendre ; de même, quand il annonce la baisse, il détourne ceux qui voudraient en acheter. C’est ainsi que si le journal a du crédit, il supprime le marché : dans le premier cas faute de vendeurs, dans le second faute d’acheteurs. Conclusion : la spéculation conseillée ne devient possible que si l’on n’y croit pas !

Par ailleurs, la science politique et la pratique des affaires peuvent donner effectivement une quasi-certitude au spéculateur. Mais ce fruit de la tension d’esprit et de la compétence n’a évidemment de valeur que si cela reste une conviction presque individuelle. Conclusion : ce ne peut faire l’objet d’une information dans la presse.

La presse

De toutes les publications, il n’en est pas une seule, nous disons pas une seule, qui exprime une opinion désintéressée.

Il ne peut y avoir rien de gratis dans un journal dont toutes les pages ont un tarif public et notoire, et qui, outre le tarif officiel, fait encore payer à part son acquiescement moral.

L’organe financier qui n’a pas de tarif affiché est à la disposition des spéculateurs ; ceux-ci obtiennent, des entreprises qu’ils recommandent (ou qu’ils dénigrent !), des “options” leur permettant d’opérer à coup sûr, en échauffant des coups montés.

Le fait de s’abonner à un journal est considéré comme aussi anormal dans le monde de la finance que celui de payer ses places de théâtre pour le monde du journalisme politique. Dans ces conditions, sans solliciter les présents par des bassesses, il devient impossible de les refuser quand on les offre, à moins de vouer son journal à une mort fatale. De là découle la nécessité d’ouvrir ses colonnes à tous ceux qui se présentent “le chèque à la main”...

Même dans les bulletins confidentiels où le savoir-faire suinte à chaque ligne, reste encore à savoir lire entre les lignes, discerner la secrète intention du conseiller et aussi son intérêt, car, lui non plus, ne peut pas vider tout son sac dans un document public.

Les conseils essentiellement professionnels peuvent masquer tout simplement des spéculations véreuses. On est alors dans le cas de propriétaires d’écuries de course, qui

parient à la cantonade contre leurs chevaux, ayant toujours dans leurs mains la certitude de ne pas gagner.

Lorsque les gens du “Panama” menèrent leur historique sarabande autour des bas de laine et des consciences parlementaires, le journaliste qui se permettait de venir, en trouble-fête, signaler tant d’impudents mensonges, était accusé de chantage, de vénalité mécontente.

Agences de publicité

Plus de 20 000 journaux viennent se condenser entre les mains de quelques agents de publicité qui prennent à forfait la publicité d’une affaire. On compte une demi-douzaine de ses Syndicats de presse, dont deux se partagent le dessus du panier.

Le résultat à obtenir est celui-ci : à chaque émission, qu’aucune note discordante ne s’élève dans les journaux ayant une bonne clientèle de lecteurs. Il est rare qu’il ne soit pas obtenu. D’ailleurs, ces Syndicats sont souvent les maîtres de bulletins de Bourse de journaux quotidiens, qu’ils afferment.

Quelles sommes les Banques d’émission doivent-elles sortir de leurs caisses quand elles font un appel public (ou même discret !) aux capitaux ? L’État et les Villes s’adressent aux mêmes agents de publicité.

Bref

Bref, quel est le journal qu’il faut prendre comme conseiller ? Si c’est pour y ajouter une confiance aveugle, il faut répondre sans hésiter : AUCUN.

Il n’y avait pas encore de Journalistes et l’on ne connaissait que des Gazetiers, quand déjà on signalait leur “âpre **vénalité**”.

Chacun aime à se mirer dans le bulletin financier qui enregistre ses propres espérances. C’est cette prédisposition d’esprit qui amoindrit beaucoup le rôle de la presse, laquelle, en résumé, ne fait, le plus souvent, qu’enfoncer des portes ouvertes.

D’après Robert-Milles, Remisier – 1924

MANIPULATIONS

Le grand public entend parler, de temps à autre, des “opérations d’initiés”, que traquent les “gendarmes de la Bourse”. Tout cela au nom de la “sécurité et transparence du marché”.

En fait, les choses en restent toujours au niveau de “fait divers”^o: Il n’en ressort que la plus grande confusion intellectuelle. Et les “affaires” se terminent en passe-temps de juristes, qui n’en finissent pas de tracer la frontière entre la “propriété” et le “vol”.

Voyons la chose d’un peu plus près.

MARCHANDS

L’on sent obscurément que le sacro-saint Marché ne peut aller sans manipulations, tout comme le mariage traîne derrière lui la casserole de l’adultère. Mais pour avoir l’espoir de caractériser la solidarité intime entre ces contraires, il faut commencer par distinguer précisément les notions. En l’occurrence, il s’agit de distinguer Placement, Spéculation et Manipulation.

1- Le Placement :

C’est la base de tout le système. L’on a ici un “commerçant” pour qui l’argent est lié à la production, qui s’occupe de Financement. Son souci est le pouvoir de gestion – le droit de vote – comme instrument de valorisation du capital. Il y a beau temps que le Dividende n’est plus que l’ombre de cette valorisation. Les simples “épargnants” font donc tout autre chose qu’un placement au sens où nous l’entendons ici. Et cela vaut encore moins pour les cadres de la compagnie qui sont enrôlés dans un “plan d’épargne d’entreprise”.

L’opérateur qui fait un placement boursier au sens propre du mot a son représentant dans les Analystes qui scrutent les “fondamentaux”.

2- La Spéculation :

Cet autre “commerçant” appartient à une catégorie toute différente. Son argent ne s’engage pas au-delà de la circulation du capital. Son but est d’exploiter les “écarts” qui se manifestent par le jeu de l’offre et la demande, de la concurrence. Dans sa fonction qui se réduit à celle d’un arbitragiste, il contribue à “lisser les cours”, et à accroître la “liquidité” du marché.

La technique frauduleuse de la “bouilloire” existe toute seule quand “ça monte” : on prend son bénéfice sur une valeur, pour en acheter une autre qui a grimpé d’autant. Ou bien – ce qui revient au même –, selon les conseils de l’analyste, l’on se porte sur un titre qui fait l’objet d’une hausse “marginale” inférieure. Bref, le marché s’emballe. Le spéculateur, opérant en “chartist”, attend tout ce monde au tournant. Il n’oublie pas, tout simplement, que le “cours” ne coïncide jamais avec la “valeur”.

Même chose à la Baisse, où l’on pourrait parler de technique du “réfrigérateur”.

3- Les Manipulations :

C'est ici seulement qu'apparaît le "vilain" commerçant. Il ne s'agit plus d'exploiter les écarts spontanés du marché, mais bel et bien de fabriquer ces écarts et de se substituer ainsi au marché. Reconnaissons au manipulateur une âme de planificateur ! Mais il est connu comme un voleur, son gain étant purement et simplement la contrepartie de la perte d'un commerçant honnête, qui joue le jeu des "forces aveugles" du marché.

MARCHÉ

Le marché met en relation, d'une part des Titres, d'autre part des Opérateurs. (cf. schéma). C'est cette relation que le manipulateur se propose de maîtriser.

Titres

D'un côté, nous avons la masse des titres inertes, quoique "en circulation" juridiquement : ce sont les titres classés et les titres contrôlés. De l'autre côté, le Flottant.

Tout est possible si l'on réussit à manœuvrer le flottant. Si quelqu'un en acquiert la majeure partie, une poussée d'achats – par exemple – bien menée supprime les titres disponibles, fait bondir les cours et le public s'offre en proie. Une fois prisonnier des titres, on le mène peut-être longtemps, successivement à la hausse et à la baisse.

Opérateurs

C'est parmi les opérateurs, précisément, que se trouvent les hommes disposés à manœuvrer le flottant : ce sont les Manipulateurs, qui font face au Grand public.

1- Le grand public :

Il est formé de deux groupes : les opérateurs "**à portefeuille**" (les épargnants ordinaires) et les "**spéculateurs**" (simples). Rappelons que le spéculateur se contente d'empocher les différences qui se présentent, alors que le Manipulateur les orchestre.

On peut manipuler le marché en entraînant dans le tourbillon les seuls spéculateurs ; mais les plus beaux coups se réalisent en entraînant des opérateurs à portefeuille.

2- Les manipulateurs :

Ils sont constitués de deux groupes : les Initiés et les Syndicats.

• Les initiés :

Ils sont à l'intérieur de la société : administrateurs, banque, commissaires aux comptes, agent de change attitré. Il y a aussi l'entourage de ce petit monde. Nous n'aborderons pas ici les ramifications chez les "élus" que la manipulation peut impliquer. En se tenant sur le plan économique, un fait est à signaler : certains commissaires aux comptes présentent cette particularité d'être frappés de cécité devant les fraudes illimitées des administrateurs – pourvu que leur rémunération soit calculée largement.

Par leur position, les initiés ont un rôle déterminant dans les manipulations et ils sont constamment à pied d'œuvre. Les faits et gestes des initiés sont soigneusement surveillés en Bourse, pour connaître les achats "de bonne source" ; leurs intermédiaires attitrés laissent aussi filtrer intentionnellement des renseignements.

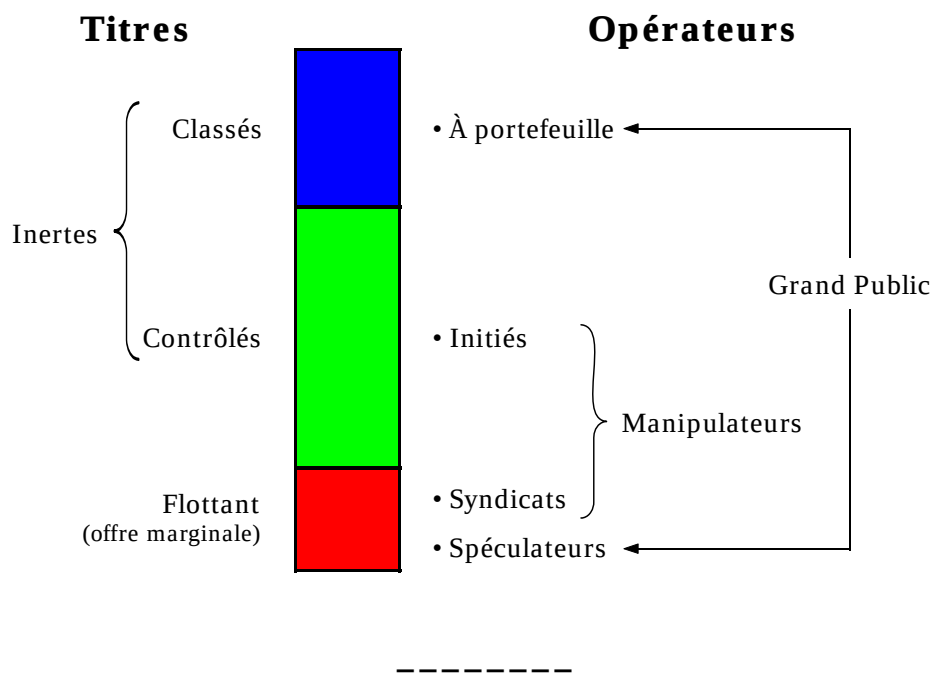
• Les syndicats :

Ils sont à l'extérieur de la société : sociétés d'investissement, banques de spéculation, opérateurs professionnels, syndicats proprement dits. Leur rôle de manipulateurs est donc intermittent. Mais il peut être très violent.

Il y a des **liens** étroits entre les deux groupes et souvent les syndicats s'assurent l'appui des initiés. Dans un "syndicat d'introduction", il y a connivence des administrateurs et des manipulateurs externes.

Mais ces deux groupes peuvent aussi être en **lutte** aiguë. De même, des syndicats opposés peuvent se combattre.

De toute façon, le grand public est rarement avantagé par ces affinités ou rivalités...



MÉTHODE DES INITIÉS

Il est difficile aux administrateurs (et autres initiés) de ne pas se laisser aller à l'incompétence et même à la malhonnêteté ; c'est-à-dire de ne pas exploiter les **avantages** qu'ils ont sur les actionnaires et le grand public.

Or, un conseil d'administration peu scrupuleux dispose pour ses manœuvres incorrectes d'un champ d'action pratiquement illimité.

...

L'avantage fondamental des initiés c'est, par définition, la connaissance des conditions **internes** de l'entreprise, lesquelles sont précisément le principal facteur déterminant des fluctuations normales des cours. Ce sont donc les initiés qui, nécessairement, mettront en mouvement les fortes hausses et les fortes baisses.

La connaissance des conditions internes de l'entreprise : état du carnet de commandes, des projets de fusion, etc. se ramène finalement à connaître les perspectives de **bénéfices**. Or, il est virtuellement impossible de donner une définition précise du "bénéfice d'une entreprise". Aussi peut-on presque toujours manipuler les bénéfices sans enfreindre la loi. Il est très facile de manipuler les bénéfices publiés, en faisant varier le taux d'amortissement, les évaluations d'actifs, et ainsi de suite.

Compte tenu de leur position, les initiés organisent activement leur spéculation sur leurs propres titres en manipulant avant tout "**l'information**". L'on prépare les comptes afin que se répandent d'elles-mêmes des informations qui ne sont "exactes" qu'au point de vue comptable, le mieux étant toujours que les informations s'appuient sur des comptes "convaincants". On s'abstient de publier des informations qui desserviraient les intérêts des initiés. On laisse filtrer des "tuyaux", on répand des "rumeurs" à la Bourse, on envoie des lettres à la presse, on fait lancer des circulaires par les intermédiaires, on diffuse des nouvelles inexactes. Etc.

...

Les manipulations des initiés peuvent être graduées en gros comme suit :

1- Administrateurs et actionnaires agissent de concert contre le public.

La méthode est très primitive, mais jamais périmée. Par exemple, une SARL bidon est montée avec des "relations d'affaires" extérieures. La SARL "vend" à ces "tiers", plusieurs années de suite, de la pacotille à des prix exorbitants. Grâce à la "prospérité" manifeste de l'affaire, la SARL se transforme en une Société Anonyme, laquelle cède ses actions au public à des cours qui capitalisent 15 fois les bénéfices... fictifs. Tous "frais" compris, on gagne par ce moyen 10 fois sa mise.

2- Les administrateurs se jouent des actionnaires, tout simplement.

C'est la formule "classique".

- on fait apparaître des bénéfices "réduits" pour acheter du papier, puis des bénéfices "élevés" pour en vendre. And so on...

- on fait apparaître des bénéfices "élevés" pour se faire allouer des jetons de présence et des indemnités supplémentaires par les actionnaires... reconnaissants.

- les administrateurs font fluctuer anormalement les prix des pièces détachées vendues à une filiale étrangère et exploitent les mouvements de cours des actions de cette filiale sur les deux places boursières.

- on change périodiquement de fournisseurs (ex : accessoires pour une société automobile), et l'on achète et vend les titres de ces sociétés en conséquence.

- les administrateurs d'une banque créent une société en s'aidant de prête-noms, et font consentir à cette société des avances à très bas taux d'intérêt.

Bourse Terme

- les administrateurs d'une société hôtelière constituent une société pour la vente de vins et cigares et y canalisent les profits de l'hôtel.

- etc., etc., etc.

3- Les administrateurs *torpillent* leur propre société.

On comprime plusieurs années les bénéfices de la société, pour la vendre à un groupe extérieur à vil prix, en contrepartie de larges indemnités qui compensent la perte de leur poste.

On cède des actifs de la société à des prix très bas, ayant acheté des titres de l'heureuse société acquéreuse.

On passe des commandes excessives ou trop chères à une seconde société, dont on se charge personnellement d'actions. L'inverse peut être réalisé ensuite !

4- Les administrateurs manient des *capitaux fictifs*.

C'est la méthode moderne, née avec les "sociétés financières". L'on s'appuie sur l'apparition du "portefeuille" (participations) dans les actifs et sur la création de holdings.

Le principe est d'opérer des achats et ventes fictifs de titres entre compères juridiquement séparés, pour entraîner à volonté le public à la hausse ou à la baisse.

En pratique, il faut être trois, afin que le mouvement provoqué se répercute sur les actions du troisième, par l'intermédiaire de son portefeuille.

Les holdings "triangulaires" peuvent même être travaillés de l'extérieur par un quatrième holding constitué "en famille", et dont les actions ne sont pas cotées.

Ce système d'administrateurs "en combinaison" ne se prive pas de pratiquer aussi les procédés précédents : ventes d'actifs à des prix ridiculement faibles, etc.

Modèle de manipulations réciproques, par des conseils d'administration enchevêtrés et des "groupes d'intérêts".

- "A" achète **au public** des actions de "C", dont les cours montent.

- "B" ayant une participation dans "C", a profité de la hausse de cette dernière. "A" gagne sur la **vente** au public des actions "B" qu'il possède.

- Le marché apprend que "A" a gagné en vendant "B", et que "C" y a une participation ; "A" revend au public ses actions de "C" avec un **autre profit**.

- "A" achète à vil prix des **actifs** de son compère "C", dont le bilan passe au rouge. On sait que "B" participe dans "C" ; "A" peut ainsi récupérer à bon compte ses anciennes actions "B".

Et le jeu se poursuit, jusqu'à ce qu'il devienne dangereux.

5- Les *Émissions*.

À ce point, où les initiés englobent administrateurs, une banque et un agent de change, la transition s'annonce avec la méthode des Syndicats.

Il s'agit de jouer sur les émissions nouvelles de sociétés existantes. Ou bien de se faire promoteurs de sociétés, d'organiser des Introductions.

- On maintient les cours ou même on les souffle, pour que les actionnaires et épargnants souscrivent, c'est-à-dire en définitive pour que le public verse la prime d'émission.
- À l'inverse, on comprime les cours pour inciter les actionnaires à céder leurs titres, soit contre espèces, soit contre des titres d'une autre Cie.
- Un syndicat d'introduction ramasse ou se fait attribuer un gros paquet de titres, et il pousse les cours pour écouler ces "valeurs-maison".

MÉTHODE DES SYNDICATS

Le syndicat peut agir **avec ou sans** le concours des administrateurs. Primo, ceux-ci sont parfois "vieux jeu" et ne s'interposent pas dans les rumeurs et mouvements de Bourse sur les titres de leur société. Secundo, si la manipulation est à la hausse, les administrateurs y voient rarement d'inconvénient ; c'est ce qui fait que les manipulations à la hausse sont plus faciles qu'à la baisse. Tertio, les administrateurs peuvent être laissés hors jeu du fait que les manipulateurs agissent en général dans le sens de la situation conjoncturelle, ou même dans le sens de la situation économique.

Néanmoins, pour des raisons d'efficacité, le syndicat **s'entend** en général avec de gros porteurs, qui "accordent des options" presque bénévolement, trop heureux de gagner sur leurs titres. Parfois une tranche d'options est cédée à des intermédiaires et d'autres "personnalités" utiles à l'opération.

...

Ceci dit, voici **ce qui distingue** l'action des syndicats et celle des initiés :

- Les initiés agissent principalement par le biais de l'information. Les syndicats sont loin de négliger cela, mais ils attendent avant tout des résultats par "de gros achats dits de bonne source" à des cours en hausse graduelle (hypothèse d'un syndicat haussier). Ainsi, à la limite, le titre se fait sa propre publicité.
- Par suite, les syndicats se doivent d'opérer sur un très grand nombre de titres.
- Les syndicats ne peuvent se contenter de jouer contre les actionnaires, ils doivent entraîner le public, qui ne démarre souvent que quand il est connu que le titre a déjà donné des plus-values sur le marché.
- Les syndicats – vue l'envergure de leur opération – ne peuvent se passer de s'appuyer sur la tendance, au moins conjoncturelle, sinon de la branche (cf. 2^{ème} phase).
- Les syndicats agissent "scientifiquement". Certains agissent à long terme (deux à trois ans, en visant un profit de 100 % ou plus) ; d'autres à court terme (trois à six mois, avec un profit de 30 %). À Wall Street, on appointe en général un gérant du syndicat, avec pleins pouvoirs, pour mener l'affaire. Il est payé, soit à forfait, soit le plus souvent par une option de 10 000 titres à trois cours différents. Le dernier cours est supérieur à celui auquel le syndicat a prévu de se dégager, afin d'intéresser le gérant à être performant. Un gérant habile gagne 50 000 dollars en six mois (1937).

...

La technique du syndicat se déroule en quatre temps.

1- Ramassage :

Il s'agit de mettre la main, à bon compte et sans bruit, sur la quasi-totalité du flottant. Pour cela, souvent, on vend un gros paquet par l'intermédiaire attitré de la société (vente "de bonne source") en même temps qu'on achète, en quantité supérieure si possible, mais par petits paquets et par des intermédiaires sans lien avec la société, de province, etc. L'on est constamment prêt à vendre, pour tuer dans l'œuf toute hausse indésirable, venant de spéculateurs ou d'autre origine.

2- Emballer le marché :

On dit aussi : "pousser les titres", ou "changer les étiquettes".

C'est la phase la plus délicate. Il faut d'abord s'assurer qu'on s'est procuré tous les titres utiles, c'est-à-dire tout ce qu'il est possible d'acquérir sans provoquer de hausse appréciable, bref la majeure partie du flottant. Il faut détenir le maximum de titres à terme, ce qui permet de briser un mouvement de baissiers en levant les titres. Dans ce cas les baissiers se verraient refuser toute facilité de report et contraints de racheter au mieux.

Ensuite, il faut pouvoir attendre. Attendre l'heure où la Bourse dans son ensemble entre en confiance, prête à s'engager dans tout mouvement de hausse conjoncturelle, et afin que les rumeurs ultra-optimistes à répandre ne soient pas démenties par le conseil d'administration (s'il n'est pas dans le coup).

Le moment venu, on achète donc vigoureusement, ostensiblement, en lançant simultanément les rumeurs favorables : bénéfiques, commandes, pourparlers... Ainsi, le grand public est amené d'un seul coup sur le marché, en même temps que les baissiers, s'il en existe, rachètent le découvert. Si le public réagit mollement, on active d'autant plus le marché avec des "ordres couplés" : des membres du syndicat s'achètent et se revendent mutuellement de gros paquets à des cours qui s'élèvent fictivement, le volume ayant au fond plus d'intérêt que les cours eux-mêmes, et cela ne coûtant finalement que les courtages.

Le public étant enfin en mouvement, on peut s'arrêter là, s'il s'agit d'un syndicat à **court** terme. Le gérant "distribue" dès lors ses titres, par paquets de 10 000 titres, en sorte que le marché reste large.

S'il s'agit d'un syndicat opérant à **long** terme, celui-ci provoque une hausse en zig-zag, pour inciter le public à acheter sur chaque réaction. Que les administrateurs soient ou non dans le coup, il faut que le public soit convaincu que les "initiés" achètent.

3- Distribution :

Les cours étant assez hauts, le manipulateur se met à vendre à grande échelle. Mais, si la baisse est trop forte, on redresse les cours pour ramener les acheteurs "sur réaction". Et on revend.

On peut soutenir le titre chaque fois qu'il tombe, en fabriquant des "paliers de résistance" qui rameutent les acheteurs.

De toute façon, le syndicat soutient le marché afin de se créer les occasions voulues pour se dégager complètement. Cela peut durer des semaines ou des mois, selon le nombre de titres et les réactions du public.

Si le marché est hésitant à se maintenir à un niveau élevé, malgré les soins du syndicat, on peut acheter à prime [acheter des options d'achat] le double de ce qu'on a à vendre ferme, sachant que ceux qui servent des primes font un achat ferme pour se couvrir, lequel achat fournit la contrepartie des titres à écouler.

Souvent, avant la vente initiale à grande échelle, on vend à terme des paquets éparpillés, par des intermédiaires sans lien avec la société. Ceci, afin d'absorber les titres qui resteraient à prêter à des vendeurs. Et aussi pour donner à penser aux professionnels qu'il y a là des vendeurs "mal renseignés" qui devront se racheter.

4- Effondrement :

Le but atteint, on abandonne le marché : plus d'achats de soutien, ni de rumeurs favorables. Les "seuils de résistance" sont crevés et la baisse est brutale. D'autant que le flottant s'est gonflé énormément, qu'une bonne partie du papier est entre les mains de spéculateurs "anémiques" (sans gros moyens), opérant sur couverture et crédits bancaires, et pour qui la baisse devient vite une contrainte de revendre en perte. D'autant aussi que les baissiers "professionnels" entrent à leur tour en campagne (ils attendaient que le syndicat lâche le titre).

Rien n'empêche, à ce moment, le syndicat d'engager une opération **inverse** : ventes à découvert, rumeurs défavorables, etc.

ANTIDOTE

Peut-on se protéger contre les manipulations ?

Répondre à cela exige, tout d'abord de cerner exactement leur influence, ensuite d'envisager les parades.

INFLUENCE

L'influence des manipulations comporte deux aspects :

1- Elle est réelle

Les manipulations peuvent parfois exercer une influence importante sur les cours, aussi bien pour les mettre en mouvement que pour les empêcher de bouger ; pas seulement sur les titres à introduire mais aussi sur les titres classés ; leur action peut gouverner aussi bien la demande "du portefeuille" (amateurs de titres à classer) que celle des "spéculateurs" (opérateurs à court terme du public).

Les manipulateurs ont pour cela des procédés pleins d'artifices et d'ingéniosité. Et si les initiés et un syndicat (qui peut être un opérateur solitaire) travaillent la main dans la main, des résultats remarquables peuvent être atteints.

Finalement, il est difficile pour une valeur de poursuivre longtemps un mouvement dans une direction si les manipulateurs (et spécialement les initiés qui sont constamment à pied d'œuvre) n'approuvent pas ce mouvement.

Ainsi, les manipulateurs tendent à régler le rythme du marché et, en dernière analyse, le contrôlent indirectement dans une large mesure. On voit quel grand danger cela représente pour le "public" (à portefeuille ou spéculateur).

2- Elle est limitée

Cependant, le rôle des manipulateurs trouve certaines limites objectives.

- Tout d'abord, les manipulateurs n'ont finalement aucune prise sur les booms et les krachs boursiers, sur le mouvement cyclique général, qui les prend même régulièrement au dépourvu.

- Ensuite, les sociétés exposées aux manipulations des initiés arrivent à être connues.

- Les syndicats, quant à eux, peuvent bien manipuler un titre, mais pas un compartiment tout entier. Au contraire, pour réussir, ils doivent s'appuyer sur la tendance conjoncturelle, et non pas la contrarier. Ils doivent même être dans le sens de la situation économique de branche dans le cas où ils prétendent agir contre les initiés.

- Ensuite, précisément, le syndicat et les initiés peuvent se trouver en lutte sur le même terrain, et même des syndicats entre eux. Ceci neutralise relativement leur action.

- Enfin, les manipulateurs peuvent se trouver tout à fait mauvais juges de la valeur absolue ou relative des titres qu'ils ont pris pour cible.

PARADES

Pour parer aux manipulations, il faut envisager "qui" est concerné, et "comment" l'on peut s'y prendre.

1- Qui peut s'opposer aux manipulations ?

a) **Les autres professionnels** (qui ne sont pas dans le syndicat).

Ceux-ci connaissent la musique. En particulier eux seuls pratiquent en fait la vente à découvert et pourraient enrayer une manipulation à la hausse. En temps normal, ils ne s'y aventurent pas, sachant que si le titre est solidement tenu, le danger d'être étranglé par le refus soudain de prolonger les facilités de report est sérieux.

b) **Les spéculateurs** (simples, du public).

Il est essentiel pour les syndicats de maîtriser ce groupe, qui fait basculer le grand public. Or, c'est facile.

- Lors de la 1^{ère} phase, de "ramassage", il suffit de maintenir des cours invariables. Les spéculateurs se fatiguent de ces titres et les cèdent.

- Lors de la 2^{ème} phase, de hausse agressive par exemple, c'est l'inverse : la cohorte des spéculateurs est attirée magnétiquement, voulant sa part de gâteau, et achetant, le plus souvent à découvert et sur fonds empruntés aux banques, espérant bien liquider leurs positions avant la réaction, avant le grand public.

c) **La foule** (qui détient les titres classés et possède de l'épargne fraîche à investir).

Bourse Terme

Elle est à 90 % haussière et achète quand les manipulateurs et spéculateurs ont rendu le marché actif (hausse vigoureuse avec un volume de transactions croissant), au moment précis où les rédacteurs financiers “expliquent” le mouvement en discutant toutes les “influences favorables” voulues et confirment que les initiés achètent. Comment “tant de gens” peuvent-ils se tromper ensemble ! C’est cela qui amène les hausses et les baisses toujours “trop loin”. Et si les manipulateurs préparent bien des remontées encore plus fortes après chaque chute, le titre a la réputation d’être bon à acheter “sur réaction”. Il est surprenant de constater sur quelle large échelle le public achète une valeur à la mode qui vient de baisser après une longue série de hausses...

2- Comment se protéger ?

De ces lois et mécanismes découlent précisément les précautions à prendre, qui correspondent aux diverses phases de la technique des syndicats.

a) Ramassage :

Rien n’apparaît encore sur le marché. Cependant l’on peut, en particulier à l’achat, essayer d’anticiper sur les manipulations en n’achetant “que” des titres sous-évalués et dont les cours oscillent dans une zone basse. Ce sont ces valeurs qui risquent d’être prises en main par des syndicats.

b) Emballlement du marché :

Si un titre sain vient de rester dans une zone basse un certain temps et bondit soudain au-dessus de la série de ses anciens maxima, on peut penser qu’une hausse de plus de 30 % va être montée.

c) Distribution :

Se méfier des “tuyaux” portant sur des titres évoluant dans des cours élevés sur le graphique. Si une valeur est passée par des maxi. et des mini. de plus en plus élevés et cesse de monter, malgré de “bonnes nouvelles” qualifiées d’“imprévues” (ce point est important), se méfier encore. Vérifier si le titre est simultanément surévalué économiquement.

d) Effondrement :

Un titre a oscillé sur une moyenne horizontale dans une zone élevée et tombe désormais au-dessous de son ancienne série de minima : cela signifie que des initiés ou un syndicat ont retiré leur soutien.

Dans les cas b) et d), il y a de forts mouvements durables à attendre. Le mieux est d’exploiter la manipulation, plutôt que de la combattre. Il est même souhaitable de l’accompagner délibérément, quitte à retourner une position récemment prise.

(d’après le Major Angas – 1937)

Mardi 22 octobre 1929



J. Pierpont Morgan

“Those he could not crush, he bought”.

Le président en titre des USA se nomme **Hoover**.

J.P. **Morgan** est le patron de l'établissement bancaire le plus puissant du monde.

Le mardi 22 octobre 1929, la banque Morgan fait remettre à Hoover un rapport de 20 pages ; le président ajourne un important rendez-vous avec le gouvernement de l'Ohio pour prendre connaissance du document.

Il lit ceci :

La situation comporte un certain nombre d'éléments ***“réellement préoccupants”***.

Mais : “Rien dans la conjoncture présente n'autorise à douter que les forces traditionnelles de l'économie ne vont pas intervenir normalement pour corriger les excès et rétablir l'équilibre”.

Car : “N'est-ce pas simplement l'amélioration du fonctionnement de la Bourse et des nouveaux fonds mutuels d'investissement qui attirent les petits épargnants ? Ne peut-on prévoir que ceux-ci, d'abord séduits par le mirage de rapides profits spéculatifs et de fortunes miraculeuses, ne vont pas rapidement s'assagir pour faire leurs investissements dans les valeurs sûres, d'entreprises solides ?”

En effet : “De même qu’un cocktail un peu fort stimule un appétit paresseux et l’encourage à profiter des bienfaits d’un repas reconstituant, nous assistons sans doute à un phénomène comparable. La spéculation a aiguillonné l’appétit du peuple américain pour l’investissement. Nous n’avons pas le droit de déplorer cet état de choses qui associe la nation tout entière aux destinées de l’industrie américaine”.

“Il a pu, il pourra y avoir encore certaines pertes de capitaux par la faute d’actions douteuses ou frauduleusement introduites sur les marchés des valeurs. Ce problème sera résolu quand on aura émis en assez grand nombre des actions méritant la confiance de ceux qui désirent en acquérir”.

“La solution de ce problème en fera disparaître un autre, plus important encore. Répartir largement la propriété de nos grandes entreprises industrielles entre des dizaines, voire des centaines de milliers de petits actionnaires permettra certainement d’aplanir, avant d’éliminer, les inégalités sociales et les conflits, vrais ou supposés, qui dressent encore les uns contre les autres les industriels et les travailleurs, les nantis et les défavorisés”.

Ce qui est à redouter : c’est de voir “une initiative prématurée, quelle qu’elle soit, venir enrayer le délicat mécanisme d’une machine économique et financière qui, dans son ensemble, fonctionnait pour le plus grand bien de la population et d’une proportion sans cesse croissante de celle-ci, mieux, plus largement et plus complètement que jamais dans l’histoire de ce pays ni d’aucun autre”.

Conclusion : “Notre avenir est paré des plus brillantes couleurs... Nous avons devant nous les meilleures perspectives de prospérité matérielle dont aucun pays ait jamais joui. Nos ressources (...) rendent nos valeurs boursières les plus convoitées qui soient. Il n’est pas un pays au monde (...) qui ne soit prêt à nous prêter des capitaux à des taux d’intérêt hautement concurrentiels (...). Il serait parfaitement inutile, dans une telle conjoncture, d’envisager quelque mesure corrective que ce soit, tant de la part des pouvoirs publics que celle d’initiatives privées”.

...

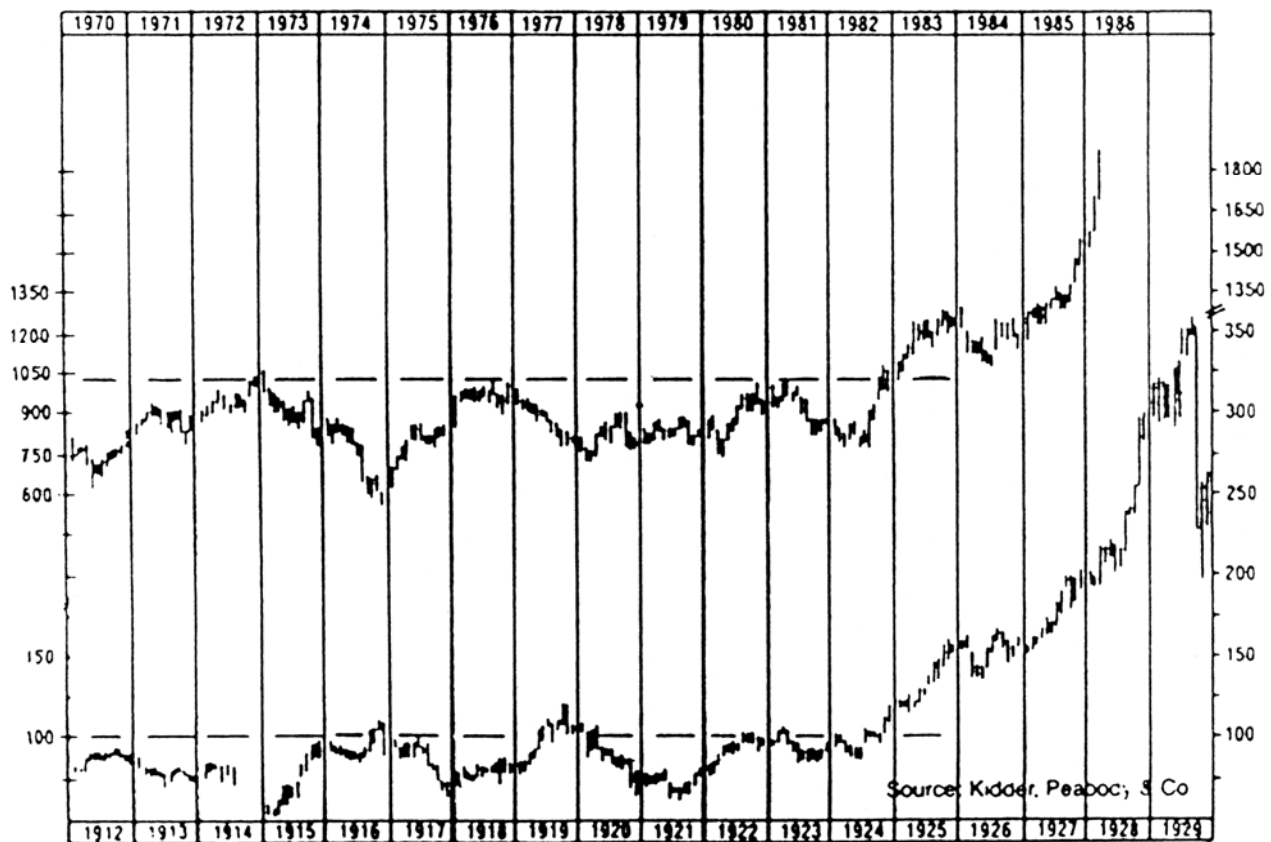
Hoover avait été élu en recevant le conseil de ne pas “secouer le bateau”. Et il ne pouvait qu’approuver les principes de Morgan, qui étaient ceux-là mêmes sur lesquels il avait été élu.

Le **24** octobre 1929 fut celui du “**jeudi noir**”, dont on ne se releva qu’en 1949, boursièrement parlant.

Freddy Malot

Presse– Évolution de Bourse de New York avant 1929 et avant 1986

Ce graphique représente l'évolution de la Bourse de New York durant les années qui ont précédé le Jeudi Noir de 1929. Nous avons également retracé la trajectoire de l'indice de Wall Street entre 1970 et 1986. On remarque de nombreuses similitudes d'orientation. Mais espérons que l'Histoire ne se reproduira pas deux fois !



Règles d'Or

A

1- L'argent : quand on en manie, il faut être désintéressé, et non pas avide. Et il faut être sérieux, non pas joueur. Incompatible ?

B

2- Le jeu est inégal. D'une part, les initiés, zinzins et syndicats ; d'autre part, le "grand public", aveugle et manœuvré. On a toutes les chances d'être "en queue de mouvement" : acheter trop tard et vendre trop tôt ! Prendre du recul.

3- Presse financière, analystes, etc. : ils expliquent très bien... le passé. Ou bien, au choix : enfoncent des portes ouvertes, sont vénaux, ou de bon conseil... par hasard. Prendre soi-même ses décisions.

4- Apprendre à se parer des Manipulations : elles sont redoutables et sottes tout à la fois.

5- Les catastrophes rétablissent le jeu égal : météo, crises, politique... Profiter de ces rares occasions.

C

6- La Bourse n'est plus que spéculative ; raisonner donc plus-value et Blitzkrieg.

7- Un marché "imprévisible" ? Raison de plus pour se forcer à opérer rationnellement : avoir une stratégie, un plan. D'un plan mauvais, on tire des leçons ; les "coups" n'enseignent que la superstition.

8- La Bourse anticipe et exagère.

9- Être avec la tendance. On a toujours tort d'avoir raison trop tôt. Mais savoir s'arrêter avant l'effervescence ou le découragement.

10- Penser à la baisse ; c'est le grand privilège du commerce boursier.

11- Avoir l'œil sur la position de place (situation technique).

D

12- Rester libre ; ne pas emprisonner son argent. Opérer au-dessus de ses forces est le grand mal, ce qui mène au suicide. Arrive un moment où il y a abondance de titres et pénurie de numéraire.

13- Avoir des munitions. Le manque à gagner est moins grave que la débâcle. Les pieds dans les titres, il y a toujours le risque de ne pouvoir se dégager. Le gain dans la poche est autre chose que le gain à la Cote.

14- Si on connaît le comptant et le hors-cote, cash rapporte au moins autant qu'à crédit.

15- La décision prise, rien ne presse : profiter des "campagnes" (4 jours) et cycles intercalaires (3/4 mois) pour passer aux actes.

16- Proscrire l'entêtement. Charger la position gagnante, se couper un bras en perte. Non aux Moyennes défensives, aux ventes de primes [d'options] sur portefeuille en péril. Au contraire : moyennes en hausse et défense agressive (retourner la position, se mettre à cheval...).

E

17- Être minutieux, si l'on veut que l'audace paie. Il y a non pas deux, mais trois tendances à jouer : hausse, baisse, immobilité.

18- Dans tous les sens, opérer sur plusieurs secteurs sélectionnés, sur plusieurs devises... faute de mieux. Et plusieurs quotités en position sur chaque poste.

19- Dans les deux sens (H/B), s'engager "stop" ; si le marché est large et la tendance calme. Pour limiter sa perte, un contrat (engagement conditionnel) vaut mieux qu'un stop (pari sur la Cote).

20- Opérer selon la liquidité : marché large ou étroit ; part du flottant et part des titres tenus ou classés.

21- Multiplier les "clignotants" liés à l'engagement : tenue du conditionnel, des convertibles, des titres mixtes (certificats et participatifs), des bons de souscription, du Monep. Surveiller les filiales. Suivre la grande directive du marché de la dette : charge financière des entreprises ; courbe des taux courts et longs et leur articulation.

F

22- La Bourse est difficile. Il y a toujours des coups durs. Et on ne peut pas faire de la Bourse sans subir des revers de temps à autre.

23- On ne "sait" jamais vraiment qu'"après" ; l'invraisemblable est chose courante.

24- On gagne à la longue. Si on a raison 1 fois sur 3, et si on veille à couper les pertes et à laisser mûrir les gains.

25- Avoir raison ne suffit même pas parfois : si la contrepartie est insolvable. Il faut aussi, de toute façon, un peu de "chance".

La Bourse et la Vie

A

“La science de la Bourse est celle qui résume toutes les autres : c’est comme une synthèse des connaissances humaines”.

- Robert-Milles, remisier, *La grammaire de la Bourse* – 1^{ère} éd. bien avant 1914

B

Les deux grandes inventions du 19^{ème} siècle : “La machine à vapeur et la valeur mobilière”.

- Ed. Théry, directeur, dans l’entre-deux-guerres, de l’*Économiste Européen*, journal libéral

...

La Bourse : “Boussole des affaires et thermomètre de la tranquillité publique”.

- Mériclet, 1/8 d’Agent de Change – 1854

...

“Nous sommes tous des marchands de quelque chose”.

- *Dictionnaire d’Économie Politique* – 1853

...

“Vois dans ce rendez-vous des peuples différents
Tout se heurter, les mœurs, les langues et les rangs
La Bourse ! tout y vient ; tout en sort ; tout y rentre ;
Du moderne univers c’est le cœur, c’est le centre.
C’est elle enfin qui porte, arbitre de la terre,
Dans les plis de sa robe ou la paix ou la guerre.
(La Bourse), concentrant les capitaux épars,
Seconde puissamment l’industrie et les arts ;
Beaucoup de plans hardis, d’entreprises immenses,
Avorteraient dans l’ombre, infertiles semences,
Si, de lumière et d’air largement inondés,
La Bourse, leur soleil, ne les eût fécondés”.

- Ponsard, *La Bourse* – 1856

...

Bourse Terme

“Le cours des valeurs n’est qu’une synthèse du rendement dont celles-ci sont capables avec plus ou moins de stabilité”.

“Les transactions de Bourse en valeurs mobilières ne sont pas plus des jeux de hasard, que toutes les autres qui ont pour but la vente et l’achat de marchandises ou de propriétés”.

“On a voulu, de tout temps, opposer aux “ventes à découvert” une question de moralité : nous n’avons jamais compris cela. En réalité, le haussier et le baissier ont le même objectif : acheter bas et vendre cher ; ils diffèrent par le point de départ de l’opération”.

“Toute la science de la Bourse est renfermée dans ces trois mots : argent, patience et décision”.

- Robert-Milles.

C

“Tout au centre de Paris s’élève un temple grec, entouré d’une splendide colonnade. C’est le temple de Baal, c’est la Bourse.

Il n’y a plus de Moïse pour s’opposer au sacrilège. Honneur, vertu, probité, mots creux et vides ! Soyons riches, disent (les idolâtres modernes), et qu’importe le reste ! De l’or ! De l’or !

Il semble que les habitués du lieu ont pris le vertige. On se croirait sous les cabanons de Bicêtre ou dans une assemblée de sauvages. Mais non, tous ces hommes connaissent leur sang-froid – le sang-froid de Satan, qui reste calme au milieu des cris de rage et de désespoir des damnés. On se dépouille, on se vole avec le plus merveilleux ensemble, et les victimes ne font pas entendre la moindre plainte. Le désespoir n’éclate qu’au sein de la famille, et l’on rentre chez soi pour se brûler la cervelle.

Encore s’ils usaient noblement de ces fortunes si mal acquises ! Mais ils ne les rendent ni aux lettres, ni aux beaux-arts, ni à l’industrie probe, ni à l’aumône. S’ils lâchent quelque chose du butin, ils le donnent aux passions, à la débauche, à l’ignominie. Leur vocabulaire n’a que trois mots : l’argent, le ventre, la prostituée.

Ne nous laissons pas écraser par cette puissance immonde, par ce dieu de boue et d’opprobre. La France (Reine du monde) est le pays de l’honneur. Au lieu de l’activité commerciale et de l’agriculture, elle n’acceptera jamais pour ses enfants les tétines impures et sèches de l’agio et de la banqueroute”.

- E. de Mirecourt, *La Bourse* –1858 (écrit de Sainte Pélagie)

...

“Ah ! je suis perdu ! Bourse infâme ! Antre ! Repaire !

Coupe-gorge en plein jour ! Tripot ! Maudit sois-tu,

Foyer des passions ! tombeau de la vertu”.

“L’opulence à midi, la misère le soir”.

- Ponsard

...

Bourse Terme

“Qu’on s’élève vers les couches supérieures ! on trouve là des spéculateurs opérant avec une certitude presque absolue. Il n’y a pas d’incident, sauf bien entendu événement d’une haute gravité”.

- Robert-Milles.

...

L’année terrible : “Le peuple avait oublié combien, pendant le siège (de Paris), on avait agioté sur son sang. Parmi d’autres bandits, un banquier, nommé Huguet, avait compté comme sa plus belle année, l’année 1870-71, parce qu’il y avait réalisé 80 000 F de bénéfice net”.

- A. Chirac, *l’agiotage sous la 3^{ème} République* – 1888

...

“La grande guerre a enrayé le développement économique. La spéculation en Bourse n’a été que fort peu gênée par ces difficultés”.

- Robert-Milles.

...

“Quelques valeurs dites “de guerre” ont, grâce à la longue durée des hostilités, travaillé avec de très gros profits”.

- J. Bainville – 1919

...

“Depuis 45 ans j’ai spéculé sur toutes les valeurs (...) même celles des pays devenus communistes (...). J’ai spéculé sur le vent ! (...) J’ai spéculé quand ça sentait la poudre, quand grondaient la révolution ou la guerre civile, en période de déflation, d’inflation, de dépression, de hausse, de baisse, de réévaluation et de dévaluation”.

- A. Kostolany, *L’Aventure de l’Argent* – 1973

D

“La Bourse ne connaît l’avenir que par quinzaine ou par mois, et au-delà c’est l’inconnu, un monde nouveau dont elle ne tient pas compte. Le spéculateur veut jouir tout de suite ; on a beau lui crier : casse-cou ! rien n’y fait ; l’avenir, pour lui, est borné par la “réponse des primes” et le “jour des règlements”.”

- Robert-Milles.

...

Le krach de 1929 : “La crise internationale, cataclysme si profond et si universel que, suivant la parole de Pie XI, on n’en a pas vu un de semblable depuis le déluge”.

- Cardinal Liénart, *Semaines Sociales* – 1932

...

Bourse Terme

“Le boom et la crise sont dus à des influences planétaires. À la fin de 1929, la baisse est provoquée par un carré Uranus-Saturne qui reste intense jusqu'en 1932, et celle-ci est d'autant plus profonde qu'elle est aggravée par l'opposition (180°) de Saturne-Jupiter, entraînant les cours (à Wall Street) de 300 à 80”.

“L'on pouvait également penser qu'un peuple jeune et impulsif (le peuple américain) doit être celui sur lequel on peut le plus facilement vérifier les influences planétaires”.

- R. Lagier, *La Bourse subit-elle les influences planétaires ?* – 1937

...

Le “Châtiment de Babylone” : “Les trafiquants de la terre pleurent et se lamentent, parce que personne n'achète plus leur cargaison, cargaison d'or et d'argent”.

“On ne verra plus chez toi briller la lumière d'une lampe ; parce que tes marchands étaient les maîtres du monde”.

“Hélas, hélas ! disaient-ils, la Grande Ville, dont l'opulence a enrichi tous les armateurs, un moment a suffi pour la raser !”

“Gloire à notre Dieu, puisqu'il a exécuté la grande Prostituée qui corrompait la terre par sa débauche”.

- Nouveau Testament, *Apocalypse*

...

“Nul ne peut déterminer si le vieux capitalisme règnera demain sur le monde ou s'il devra faire place à des formes économiques moins anarchiques”.

- Étude sur *Le Marché à Terme et la Crise actuelle* – 1934

PRESSE & DOCUMENTS

Marché du Risque – Contrats dérivés en Bourse de Commerce.

“Futures” sur Denrées ; MATIF.

	P H Y S I Q U E		P A P I E R	
	Planteur Émetteur	Industriel Investisseur	Couverture	Spéculateur
An I 1/01 (10 %)	100 V	100 A	100 V	100 A
An III 1/01 • 20 % • 5 %	(100) A	(100) V • 50 • 200	(100) A • 50 • 200	(100) V
BALANCE NUL NUL		• – 50 • + 100	• + 50 • – 100	

F.M.

Matif : Marchés à Terme

3615 CDMATIF						MARCHÉS À TERME						3615 CDMATIF					
(MATIF) NOTIONNEL 10 %						(MATIF) CAC 40											
Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.	Echéances	Volumes	Premier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.	Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.
JUIN 94.....	242.328	121,58	112,38	121,52	121,58	MAI 94.....	16.956	2.164	2.175	2.149	2.215	JUIN 94.....	1.677	2.149	2.157	2.134	2.149
SEPT. 94.....	12.018	120,66	121,38	120,66	120,64	JUIL. 94.....	1	2.146,5	2.146,5	2.146,5	2.146,5	SEPT. 94.....	113	2.163	2.169	2.150	2.165,5
DEC. 94.....	4.915	119,98	120,42	119,88	119,72												
MARS 95.....																	
(MATIF) PIBOR 3 MOIS						(MATIF) ÉCU LONG TERME											
Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.	Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.	Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.
JUIN 94.....	29.935	94,48	94,56	94,46	94,48	JUIN 94.....	833	88,54	89,20	88,54	88,58	JUIN 94.....					
SEPT. 94.....	62.705	94,64	94,78	94,60	94,64	SEPT. 94.....	11	88,80	88,80	88,80	88,18	SEPT. 94.....					
DEC. 94.....	25.216	94,58	94,73	94,52	94,57	DEC. 94.....						DEC. 94.....					
MARS 95.....	11.624	94,46	94,66	94,46	94,47												
(MATIF) FRANC LONG TERME						CONTRATS À TERME ÉTRANGERS											
Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.	CBOT											
JUIN 94.....						T. Bonds	23/05/94	20/05/94	T. Bills	23/05/94	20/05/94	Juin 94.....	104,07	104,27	Juin 94.....	95,64	95,66
SEPT. 94.....						Juin 94.....	103,10	103,31	Sept. 94.....	95,09	95,21	Sept. 94.....	103,10	103,31	Sept. 94.....	95,09	95,21
DEC. 94.....						Dec. 94.....	102,22	103,11	Dec. 94.....	94,66	94,81	Dec. 94.....	102,22	103,11	Dec. 94.....	94,66	94,81
(MATIF) FRANC MOYEN TERME						LIFFE											
Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Cours de compens.												
JUIN 94.....						Gilts	23/05/94	20/05/94	Bunds	23/05/94	20/05/94	Juin 94.....	105,05	106,10	Juin 94.....	94,51	95,42
SEPT. 94.....						Juin 94.....	104,14	105,03	Sept. 94.....	94,21	94,88	Sept. 94.....	104,14	105,03	Sept. 94.....	94,21	94,88
DEC. 94.....						Dec. 94.....			Dec. 94.....			Dec. 94.....			Dec. 94.....		
(MATIF) OPTIONS																	
Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Prime en clôture	Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Prime en clôture	Echéances	Volumes	Dernier prix connu	Plus haut	Plus bas	Prime en clôture
ACHAT NOTIONNEL						ACHAT PIBOR						VENTE PIBOR					
JUIN 94.....						JUIN 94.....						JUIN 94.....					
114.....	200	7,85	7,85	7,79	7,58	94,20.....	1.854	0,280	0,320	0,280	0,280	94,20.....	150	0,010	0,010	0,010	0,005
120.....	500	1,90	1,90	1,89	1,68	94,30.....	3	0,220	0,220	0,220	0,200	94,30.....	3.400	0,010	0,010	0,010	0,010
121.....	100	1,04	1,04	1,04	0,83	94,40.....	1.100	0,120	0,150	0,120	0,120	94,40.....	3.350	0,020	0,020	0,015	0,025
122.....	3.329	0,24	0,54	0,24	0,24	94,50.....	1.800	0,060	0,065	0,060	0,060	94,50.....	3.950	0,080	0,080	0,060	0,080
123.....	6.398	0,06	0,12	0,05	0,06	94,60.....	790	0,030	0,035	0,025	0,030	94,60.....	100	0,200	0,200	0,200	0,210
124.....	10.740	0,02	0,02	0,02	0,02	94,70.....	500	0,015	0,015	0,015	0,015	94,70.....					
SEPT. 94.....						SEPT. 94.....						SEPT. 94.....					
121.....	220	1,65	1,65	1,61	1,54	94,50.....	5.299	0,255	0,260	0,250	0,255	94,20.....	100	0,040	0,040	0,040	0,040
122.....	310	1,17	1,17	1,06	1,10	94,60.....	1.400	0,200	0,210	0,190	0,195	94,30.....	50	0,045	0,045	0,045	0,050
123.....	702	0,64	0,74	0,64	0,64	94,70.....	920	0,140	0,160	0,140	0,140	94,40.....	400	0,095	0,095	0,050	0,085
124.....	1.398	0,42	0,45	0,40	0,42	94,80.....	1.042	0,090	0,110	0,090	0,090	94,50.....	1.260	0,080	0,110	0,080	0,100
125.....	1.795	0,22	0,26	0,22	0,22	94,90.....	650	0,080	0,080	0,080	0,080	94,60.....	2.510	0,140	0,155	0,115	0,140
DEC. 94.....						95,00.....	2.929	0,045	0,055	0,040	0,045	94,70.....	2.000	0,160	0,160	0,160	0,180
116.....	1	4,70	4,70	4,70	4,70												
125.....	200	0,40	0,40	0,40	0,40												
VENTE NOTIONNEL																	
JUIN 94.....																	
118.....	535	0,02	0,02	0,01	0,02												
119.....	1.600	0,03	0,04	0,02	0,03												
120.....	610	0,07	0,09	0,03	0,08												
121.....	6.532	0,25	0,25	0,10	0,25												
122.....	1.520	0,64	0,64	0,32	0,65												
123.....	100	1,47	1,47	1,47	1,47												
125.....	44	3,20	3,20	3,05	3,42												
SEPT. 94.....																	
115.....	1.000	0,37	0,37	0,37	0,37												
116.....	1.100	0,49	0,49	0,49	0,49												
118.....	505	0,91	0,91	0,70	0,91												
119.....	150	1,05	1,05	1,00	1,10												
120.....	100	1,46	1,46	1,35	1,56												
121.....	3.800	1,79	1,84	1,73	1,80												
125.....	300	4,34	4,34	4,26	4,49												

Warren Buffett tire la sonnette d'alarme : "Les produits dérivés sont des armes financières de destruction massive".

éditorial

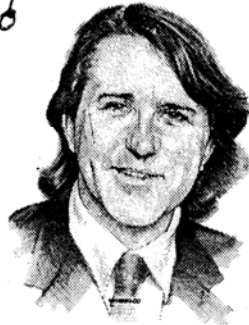
Warren Buffett tire la sonnette d'alarme

MICHEL KEMPINSKI, directeur général de la rédaction

Les produits dérivés sont des armes financières de destruction massive. » Dans sa dernière lettre aux actionnaires de son fonds d'investissement Berkshire Hathaway, le célèbre milliardaire américain Warren Buffett part en guerre contre ces produits qui, dit-il, sont dangereux pour ceux qui les utilisent comme pour le système économique lui-même.

Pour celui qui s'est enrichi et surtout a enrichi ses clients grâce à de géniaux investissements dans des entreprises faciles à comprendre comme Coca-Cola, les risques vont grandissant dans la mesure où les produits en question (options, warrants...) sont impossibles à valoriser universellement et qu'ils donnent lieu à d'innombrables créativités comptables.

Buffett vise indirectement les fameux fonds appelés hedge funds, qui interviennent régulièrement sur certains titres en accroissant la volatilité, principale source de gain sur des marchés déprimés. Des



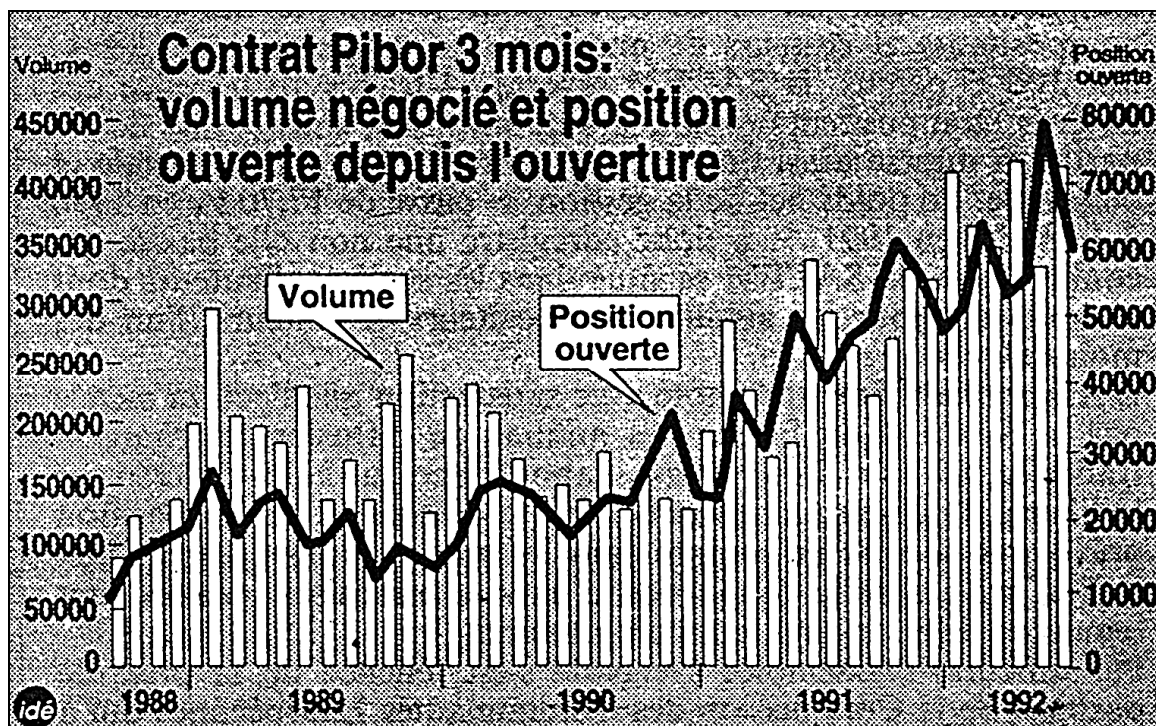
écarts de 10 à 20 % (voire parfois 30 % !) en séance sur certaines grandes valeurs sont devenus monnaie courante : injustifiés sur le fond, ces écarts reflètent des interventions ciblées de ces hedge funds (on parle parfois d'« attaques », comme s'il s'agissait de virus).

Même s'ils participent à la liquidité du marché, indispensable à sa bonne santé, ils contribuent de plus en plus à fausser l'appréciation réelle des entreprises en raison des outils complexes de couverture qu'ils utilisent. Ils participent de surcroît à la crainte des investisseurs vis-à-vis du placement actions et donc à la perte de confiance aujourd'hui patente.

Les risques pris sont 10, 50 ou même 100 fois supérieurs aux fonds disponibles par ces fonds : une défaillance est toujours envisageable (souvenons-nous de LTCM en 1998, pourtant géré par des prétendus génies), et ses répercussions peuvent s'avérer dévastatrices. Un actionnaire averti en vaut deux.

LE JOURNAL DES FINANCES - SEMAINE DU 8 MARS 2003

Lancé en septembre 1988 : Dix millionième contrat pour le Pibor 3 mois du MATIF

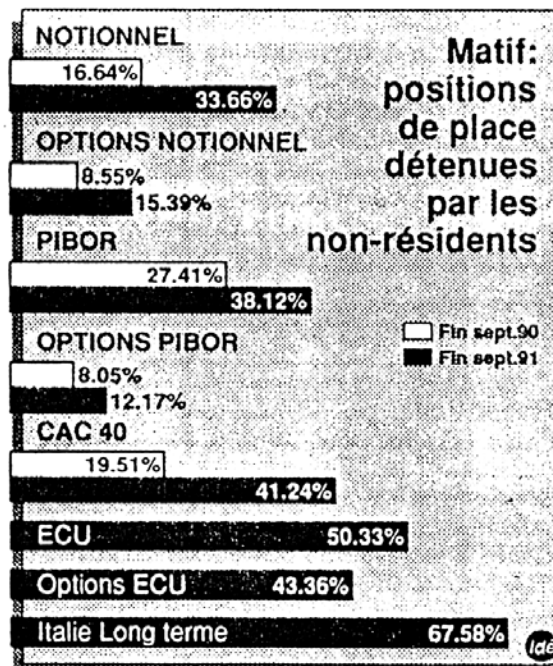


Le contrat Pibor 3 mois du MATIF a dépassé, la semaine dernière, la barre des **10 millions de lots négociés**. Lancé en septembre 1988, ce contrat à terme de taux d'intérêt à 3 mois a bénéficié du succès des taux Pibor (Paris Interbank Offered Rate ou taux interbancaire offert à Paris), rapidement devenus les taux directeurs sur le marché monétaire français. Ainsi, **le Pibor franc 3 mois** constitue-t-il **la référence** pour la mise en place de nombreuses opérations financières et pour certaines émissions obligataires indexées sur ce taux variable.

Depuis le début de l'année, le contrat Pibor a affiché **le plus fort taux de croissance des produits** négociés sur le MATIF, avec 67 % d'augmentation sur le premier semestre 1992 par rapport à la même période de 1991.

D'après les responsables du MATIF, plusieurs indicateurs montrent que ce contrat est en pleine maturation : la répartition de l'activité n'est pas encore stabilisée, à la différence du contrat notionnel ; par ailleurs, en termes de position ouverte, la progression de **part des non-résidents (28 % début 1991 ; 40,5 % début 1992)** est très significative, ainsi que pour les OPCVM et les entreprises. Ces dernières interviennent de plus en plus fréquemment sur ce produit pour couvrir leur risque de taux d'intérêt à court terme. Néanmoins, le Pibor 3 mois reste encore pour l'essentiel un produit bancaire utilisé par les professionnels des marchés.

Le Matif va lancer une gamme de contrats d'options de change



Marché dérivé : l'activité s'est accrue de 30 % par rapport à 1990.

Le Matif va lancer en 1992 des contrats d'options sur les changes. Un marché largement dominé par les transactions de gré à gré entre banques.

“Nous allons répondre à la demande en offrant l'année prochaine une gamme de produits de change”. Gérard Pfauwadel, président de Matif SA, a hier annoncé le lancement en 1992 d'un marché organisé d'options de change à Paris. Les caractéristiques de ces instruments financiers ne sont pas encore connues, celles-ci faisant l'objet de discussions entre Matif SA et les professionnels. Il semble toutefois que les projets d'option **dollar-franc** et **dollar-Écu** soient les plus avancés.

La création d'un marché organisé de contrats de change (options et/ou futures) avait déjà été évoquée à plusieurs reprises à Paris. Selon Gérard Pfauwadel, “**la montée des risques de contrepartie et les besoins d'allocation de fonds propres des banques** liées aux exigences des ratio Cooke rendent très intéressante la constitution d'un marché organisé de change”. Matif SA explique cependant que “le marché de gré à gré restera dominant”.

En 1992, le Matif devrait également lancer un contrat à terme sur “**blés meuniers**” ainsi que sur un **indice boursier européen**. La création de ces deux produits qui depuis longtemps sont dans les cartons du Matif dépendra de l'issue des négociations sur la politique agricole commune ainsi que sur celles concernant la coopération boursière européenne. *Last but not least*, 1992 sera en principe l'année de la **mise en route de Globex**. Le système de négociation électronique international devrait relier Paris aux deux

grandes Bourses de commerce de Chicago, le 11 décembre prochain, “si les tests sont concluants”.

Avec environ **37 millions de contrats négociés**, l'année **1991** aura été faste pour le marché à terme français, avec une croissance de 30 % de l'activité du Matif par rapport à 1990. Un **échec important** est toutefois à mettre au passif du Matif : le contrat à terme sur **obligations italiennes**. Inauguré le 5 septembre, le contrat a vite été délaissé des professionnels. Le Liffe de Londres, qui a lancé un produit pratiquement similaire, le 19 septembre, a un peu mieux réussi. Mais le dernier mot devrait revenir aux Italiens eux-mêmes qui doivent inaugurer leur marché à terme au printemps 1992.

Accord entre la COB et les autorités américaines

L'accord entre la Commission des opérations de Bourse et la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) est entré en vigueur hier. “Les intermédiaires français ayant demandé à bénéficier de cet accord de reconnaissance mutuelle pourront, dès que leur reconnaissance par la CFTC sera effective, commercialiser aux États-Unis les contrats à terme et contrats d'options négociés sur le Matif. De même, les intermédiaires américains pourront demander à bénéficier de la reconnaissance de la COB”, a précisé la commission. Les deux autorités de contrôle ont, par ailleurs, mis sur pied un “dispositif d'échange d'information”.

18 décembre 1991

Contrat d'option sur Écu long terme

Le **contrat d'option sur Écu long terme** a été introduit le 5 mai sur le Matif. Il vient en complément logique du **contrat Écu long terme**, dont le succès s'est confirmé au fil des mois (90 247 lots échangés en avril 1992, contre 35 891 en avril 1991).

9 mai 1992

Le Matif inaugure les options de change

Les options proposées porteront dans un premier temps sur les parités dollar-mark et dollar-franc.

La concurrence risque d'être rude avec les banques et d'autres marchés à terme comme celui de Philadelphie.

Le MATIF inaugure aujourd'hui une nouvelle ligne de produits : les options de change. Deux options, qui portent sur la parité dollar-mark, et dollar-franc au comptant, seront négociées à la criée sous les voûtes du palais Brongniart. Alors que les options de change

remportent un grand succès sur les marchés de gré à gré, où les banques offrent aux entreprises des produits qui servent de contrats d'assurance contre les risques de fluctuations de devises, Matif SA a essayé de mettre toutes les chances de son côté pour que cette nouvelle gamme de produits, qui pourra être agrandie à la parité franc/mark par exemple, réussisse. Matif SA a ainsi demandé à des teneurs de marché d'offrir des prix d'achat et de vente sur les options, pour un montant allant jusqu'à 100 millions de dollars et à des courtiers associés d'animer eux aussi le marché.

Les "market makers" : la société Générale, la Banque Indosuez et la Swiss Bank Corporation sont des vedettes internationales des transactions, de gré à gré comme sur les marchés organisés. De même, parmi les courtiers, on trouve les grands intermédiaires sur les produits à terme et d'options à Paris, ainsi que PaineWebber, par qui transitent de nombreuses transactions d'entreprises françaises à Philadelphie. Car le Matif va se trouver en concurrence non seulement avec les banques, mais aussi avec d'autres Bourses à terme. Au Philadelphia Stock Exchange, un des contrats d'options qui affichent le plus gros volume de transactions est justement le dollar/franc.

Des produits encore difficilement acceptables pour la hiérarchie

Comment les trésoriers gèrent-ils leur risque de change à l'heure actuelle ? Le plus souvent avec des options ou des *swaps* (contrats d'échanges) qu'ils demandent à leur banque, celle-ci leur offrant un produit répondant exactement à leur besoins, en termes de montant comme de durée.

Ainsi les produits traités sur les marchés organisés, et qui sont compensés par une chambre de compensation, n'offrent-ils pas la même flexibilité puisque, pour être échangés sur le parquet, ils doivent être standardisés. Mais ils offrent un avantage important, celui de la sécurité des transactions. Toutefois, les trésoriers doivent s'adapter au système d'appel de marge des marchés organisés, une chose qu'ils ne veulent pas toujours faire, ne serait-ce que pour des raisons informatiques. "J'attends de voir ce que cela donnera, surtout en termes de liquidité, déclare ainsi Thierry Royer, à la trésorerie d'Usinor Sacilor, je fais déjà des transactions à Philadelphie et à Chicago (options sur contrats "futures" en devises), les produits du Matif pourront venir en complément, pas forcément en substitution". "La liquidité viendra aussi du fait d'un nominal assez faible sur les options Matif qui attirera des entreprises moyennes. Celles-ci ne peuvent pas travailler sur le marché interbancaire, ni sur les Bourses à terme américaines, en raison de leur petite taille", estime pour sa part Pascale Mahé Bournon, responsable de la salle des marchés de L'Oréal.

De plus, du fait de la transparence des prix du Matif, les clients auront une référence quand ils demanderont un prix sur l'interbancaire. De même, les banques qui doivent donner des prix sur le "spot" (au comptant) pourront bénéficier d'une possibilité de couverture via les options du Matif. Reste que, au-delà de la liquidité probable des options du Matif, les trésoriers d'entreprises françaises hésitent à déclarer officiellement leur intérêt pour de tels produits, encore difficilement acceptables pour leur hiérarchie, qui comprend mal leur fonctionnement et se souvient surtout de pertes phénoménales aux débuts du Matif, alors que ces instruments doivent être avant tout utilisés comme outils de couverture.

Les caractéristiques des options de change du Matif

	Dollar/deutsche mark	Dollar/franc français
Type	options européennes	
Sous-jacent	opération de change au comptant dollar contre Deutschemark	opération de change au comptant dollars contre francs français
Nominal	100.000 dollars	
Prix d'exercice	En Deutsche mark, avec 2 décimale Intervalles : 2 pfennigs (1,60-1,62) Au minimum 11 encadrant la monnaie	En francs français, avec 2 décimales Intervalle : 5 centimes (5,60-5,65) Au minimum 11 encadrant la monnaie
Mode de cotation	Prime en pourcentage du nominal avec 2 décimales Dans certains cas, prime exprimée avec 3 décimales	
Pas de cotation	0,01 % soit $0,01/100 \times 100.000 = 10$ dollars	
Echéance	3 mensuelles + 3 trimestrielles parmi mars (H), juin (M), septembre (U), décembre (Z)	

20 mai 1994

Matif : Les options de change démarrent en douceur

Lancés vendredi, les deux contrats d'options de change négociés sur le Matif – contrats dollar-mark et dollar-franc – se sont échangés dans des volumes modestes. Ainsi, 5477 lots se sont traités sur le dollar-mark, dont 4932 options de ventes (puts) et 545 options d'achats (calls), tandis que 2329 lots se sont échangés sur le dollar-franc (1189 puts et 1140 calls). Selon les courtiers, la modestie des échanges n'était pas significative, le marché étant calme à la veille du long week-end de la Pentecôte. Selon la Fimat, la clientèle bancaire a été davantage présente que la clientèle entreprises, ce qui explique le faible volume enregistré sur la parité dollar-franc. Les deux contrats proposés par Matif SA sont les premiers contrats d'options de change lancés sur un marché organisé en Europe.

Ils ont pour vocation de concurrencer le Philadelphia Stock Exchange, où près de 31 % des options de change sont réalisées en dollar-franc, avec une clientèle en majeure partie française. Il faut donc que cette clientèle vienne à présent solliciter le marché parisien.

La Tribune Desfossés – mardi 24 mai 1994

Coopération : Les contrats de la DTB sur le Matif en septembre

L'accord de coopération signé le 13 janvier 1993 entre Matif SA et la Deutsche Terminbörse (DTB), le marché à terme allemand, sera bientôt effectif. Le directeur général de la DTB, Jörg Franke, a en effet déclaré hier que les contrats et les options sur le bund (emprunts d'État allemand à 10 ans) et le BOBL (emprunt d'État allemand à moyen terme) pourront être cotés sur le Matif à partir de septembre prochain. Selon lui, cinq ou six sociétés de Bourse utiliseront cette nouvelle possibilité technique, qui connectera le Matif au système informatique du marché à terme allemand. D'ici à la fin 1995, les courtiers de la DTB auront à leur tour accès aux produits du Matif, notamment les contrats Pibor et Cac 40.

La Tribune Desfossés – mardi 24 mai 1994

22 Covered Warrants disponibles sur le marché français

22 COVERED WARRANTS DISPONIBLES SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS								
Société émettrice + support	Type	Date d'émission	Nombre de warrants	Ratio	Prix d'exercice	Echéance	Prix d'émission	Cours au 14.02.90
SG** Cac 40	Put	28/02/89	250.000	1 pour 1 indice	1.527 F	29/06/90	139 F	5,2 F
SG Cac 40	Call	21/06/89	250.000	1 pour 1 indice	1.875 F	29/06/90	191 F	115 F
SG Cac 40	Put	21/06/89	250.000	1 pour 1 indice	1.700 F	31/12/90	184 F	81 F
SG Cac 40	Call	21/06/89	250.000	1 pour 1 indice	1.825 F	31/12/90	266 F	186 F
SG Cac 40	Put	23/11/89	250.000	1 pour 1 indice	1.760 F	27/06/91	139 F	122 F
SG Cac 40	Call	23/11/89	250.000	1 pour 1 indice	1.910 F	27/06/91	304 F	250 F
BT*** Cac 40	Put	21/06/89	250.000	1 pour 1 indice	1.870 F	01/06/90	91 F	19 F
BT Cac 40	Call	16/02/89	250.000	1 pour 1 indice	1.715 F	09/03/92	375 F	390 F
BT S&P 500	Put	08/03/89	500.000	1 pour 1 indice	279,50 F	15/03/91	17 USD	9.05 USD
BT S&P 500	Call	08/03/89	500.000	1 pour 1 indice	308,50 F	15/03/91	38,5 USD	54.5 USD
BT Nikkei	Put	18/05/89	1.000.000	1 pour 1 indice	32.300 yen	17/05/90	7,25 USD	0,425 USD
SG Nikkei	Call	05/02/90	150.000	1 pour 1 indice	37632 yen	05/07/91	53,5 FS	52 FS
SG or	Call	26/10/89	250.000	1 pour 1 once	409,8 USD	26/04/91	37 USD	55 USD
SG CGE	Call	04/10/89	500.000	1 pour 1 action	494,80 F	30/12/91	111 F	135 F
SG Canal Plus	Call	13/10/89	240.000	2 pour 1 action	775 F	10/04/91	82 F	79 F
SG Havas	Call	02/10/89	600.000	4 pour 1 action	1.190 F	09/10/91	78,5 F	107 F
SG CMB Packaging	Call	09/01/90	250.000	1 pour 1 action	227,90 F	07/01/93	76 F	54 F
SG Schlumberger	Call	13/02/90	650.000	1 pour 1 action	44 7/16 USD	12/02/93	17,4 USD	18 USD*
BT Michelin	Call	09/10/89	1.000.000	1 pour 1 action	193 F	26/03/91	45,2 F	14,5 F
SG OAT 8 1/8 1999	Call Put	23/01/90	2.000.000 1.000.000	1 pour 1 obligation	90,91 F	28/02/92	120,8 F 80,2 F	86,6 F* 106,8 F*
SG OAT 8 1/2 2019	Call Put	31/01/90	1.000.000 500.000	1 pour 1 obligation	90,14 F 94,79 F	28/02/92	118,1 F 58,8 F	72,5 F* 94,5 F*
SG OAT 8 1/2 2012	Call Put	14/02/90	1.000.000 500.000	1 pour 1 obligation	87,14 F 81,16 F	28/02/92	117,8 F 111,2 F	111,2 F* 69,8 F*

* Sur le marché de gré à gré, ** Société Générale, *** Bankers Trust

Bourse Terme

L'effet de levier très important des covered warrants se constate à la lecture de leurs cours. Le bon put de la Société Générale émis le 28 février 1989 n'a quasiment plus aucune valeur. En effet, ses détenteurs ne réaliseront un gain que si l'indice CAC 40 se situe au-dessous de 1388 points [soit 1527 (P.E.) – 139] le 29 juin prochain... soit une chute supérieure à 25 %... Une éventualité peu prise en compte par les investisseurs qui n'accordent qu'un crédit de 5,20 francs à ce bon d'acquisition.

On constate, d'autre part, que les émetteurs lancent souvent conjointement des covered warrants put et call, s'assurant ainsi que les bénéfices réalisés par certains porteurs seront compensés par les pertes des autres, au moins partiellement.

Si le support d'un warrant est un indice, on lui donne une valeur en convertissant ses unités en monnaie : l'indice CAC 40 vaut ainsi autant de francs que de points.

Bons d'options

Options d'achat, cours du 25/5	Code	Nombre de bons	Prix d'exercice	Nombre d'actions	Date d'échéance	Cours du titre	Cours du bon	Cours théorique (1)	Décote/surcote (1)	Décote de conversion instantanée	Sensibilité
BTIL Call W CAC 40	21106	1	1.715	1	27/6/92	2.116	630	704	0,89	1,11	2,86
SGA NV Call CAC 40	21169	1	1.910	1	27/6/91	2.116	380	408	0,93	1,08	4,53
Canal+	21164	2	775	1	10/4/91	935	105	111	0,94	1,05	3,48
CGE	21162	1	494,6	1	30/12/91	634	195	195	1	1,09	2,76
CMB Packaging	21173	1	227,9	1	7/1/93	200	55	43,9	1,25	1,41	2,85
Elf Aquitaine	21180	1	537	1	31/12/91	732	202	220	0,92	1,01	2,94
Eurodisneyland	21179	1	100	1	8/1/92	108,4	29,2	28,9	1,01	1,19	2,9
Havas	21165	4	1.190	2,67	9/10/91	695	184	192	0,96	1,04	2,31
Michelin	21163	1	193	1	26/3/91	129,9	7,5	1,36	5,5	1,54	9,38

(1) Obtenu selon la formule Black et Scholès.

Les calculs de volatilité et d'estimation des cours théoriques selon la méthode de Black et Scholès nous ont été aimablement communiqués par la société de bourse Boscher.

Options de vente, cours du 25/5	Code	Nombre de bons	Prix d'exercice	Nombre d'actions	Date d'échéance	Cours du CAC 40	Cours du bon	% de baisse pour amortir la prime	Décote de conversion instantanée	Sensibilité
SG Put CAC 40	21140	1	1.700	1	31/12/90	2.116	25	20,84 %	1,26	très forte
SGA NV Put CAC 40	21170	1	1.760	1	27/6/91	2.116	56	19,47 %	1,24	très forte
SGA NV Put W CAC 40	21198	1	1.948	1	31/12/90	2.116	125	13,85 %	1,16	forte

Le journal des finances – 2 juin [1990 ?]

“Covered warrants” : Une invention suisse

Avant d'être lancée l'an dernier en France, la mode des “warrants couverts” avait d'abord gagné la Suisse. C'est en effet la filiale helvète de la Citicorp qui a offert la première de ce type de produits en 1985. Les warrants couverts avaient été alors émis sur deux valeurs japonaises : Toyobo et Kobe Steel. Le marché des warrants émis en francs suisses a démarré doucement avant d'exploser littéralement en 1988 et 1989 : on est passé de 5 émissions en 1985 à 23 en 1987, puis 105 en 1988 et 244 l'année dernière.

Aujourd'hui, le marché sort du cadre suisse, et surtout les valeurs-support se diversifient. Ce sont encore les titres de la Bourse de Tokyo qui servent de support à plus de 70 % des émissions de "covered warrants", placées sur l'euromarché ; mais cette domination est en passe d'être remise en cause.

Depuis le début de l'été, la Bourse de Francfort a été gagnée par le virus. Les grosses pointures de l'euromarché se sont intéressées de près à une place dépourvue de marché conditionnel, jusqu'à l'arrivée, il y a peu, du DTB. Les warrants sont donc venus pallier l'absence de tout produit spéculatif.

Aujourd'hui, on peut jouer sur les indices (le Dax grâce à la Dresdner Bank, le Faz grâce à Bankers Trust) ou sur de grosses valeurs comme Volkswagen, BMW, Mannesman. Commerzbank Veba ou Thyssen. Dernière émission en date : celle de Paribas Capital Markets Allemagne, qui a lancé les premiers bons d'option sur un panier de valeurs. Des titres choisis parmi les plus en vogue, puisque c'est vers les "valeurs vertes" que Paribas s'est tourné. Les gestionnaires ont mis en portefeuille des actions Thyssen, Metallgesellschaft (le groupe participe à la dépollution du Rhin), Rheinisch-Westfälische Elektrizitätswerke et Thyssen. La filiale de la banque française a cédé ses warrants au prix de 82,80 marks. C'est contre 20 warrants qu'il est possible de souscrire au panier jusqu'au 14 août 1991, au prix de 10 515 marks. Comme on le voit le produit n'est pas particulièrement destiné aux petits porteurs. L'émission a rencontré, selon ses responsables, un succès immédiat.

Succès sur toute la ligne pour les warrants couverts ? Certains gestionnaires mettent en avant le caractère hyper-spéculatif de ces produits, qui seraient un signe de la surchauffe de la place allemande. D'aucuns prédisaient d'ailleurs leur disparition en cas de coup de tabac boursier. Il n'en a rien été après le mini-krach d'octobre dernier. Certaines émissions ont été un temps repoussées, des gestionnaires se trouvant dans l'impossibilité de céder leur "panier". Mais le marché a rapidement repris du poil de la bête.

Perdre, gagner : comment, pourquoi

L'acheteur d'un warrant couvert parie sur l'avenir d'une action, d'une obligation ou d'un Indice. S'il achète un warrant call sur action, il joue à la hausse et paie le droit d'acheter à tout moment, et jusqu'à la date d'échéance, le support au prix d'exercice. À l'inverse, s'il achète un warrant put, il joue à la baisse. Dans le cas du warrant call CGE, l'investisseur a versé 139 francs le 4 octobre 1989 ; le jour de l'échéance, il achètera une action CGE à la Générale pour 494,60 francs.

Il aura donc gagné ou perdu la différence entre le cours du jour et son investissement de 633,60 francs (494,60 F + 139 F). Mais il peut aussi réaliser à tout moment son éventuelle plus value sur le support ou le bon. La perte maximale de l'investisseur est égale au montant de la prime payée, dans notre cas 139 francs.

Dans le cas du warrant put CAC 40 (émis le 21 juin 1989), l'investisseur a versé 184 francs ; le 31 décembre 1990, il pourra vendre à l'émetteur l'indice CAC 40 à un prix de 1700 francs. Si l'indice est tombé au-dessous de 1516 points (1700 - 184), l'opération se révélera bénéficiaire. La perte maximale est ici limitée à 184 francs.

Février 1990

TABLE

Usages

<i>R.M.</i>	<i>p. 3</i>
Ferme	
Couverture ; Report ; Stelage	
<i>MATIF</i>	<i>p. 28</i>
Futures	
<i>MONEP</i>	<i>p. 39</i>
Conditionnel	

Technique

<i>GÉRER</i>	<i>p. 59</i>
<i>ÉCHELLES</i>	<i>p. 70</i>
• Risque limité ;	
• Risque illimité	
<i>COMBINAISONS</i>	<i>p. 83</i>
• Enchaînement rationnel	
• Hiérarchie	

Sagesse

• Mutation boursière	<i>p. 89</i>
• Presse financière	
• Manipulations (initiés ; syndicats)	
• Règle d'Or	
• La Bourse et la Vie	