



**Banque  
européenne  
d'investissement**

Unité d'évaluation

## **RAPPORT D'ÉVALUATION**

# **L'IMPACT DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT DE LA BEI SUR L'INTÉGRATION DES NOUVEAUX MARCHÉS DES CAPITAUX**

## **Rapport d'évaluation**

# **L'IMPACT DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT DE LA BEI SUR L'INTÉGRATION DES NOUVEAUX MARCHÉS DES CAPITAUX**

**Responsable BEI  
Jean-Jacques Schul**

**Consultants  
M. Günther Bröker, responsable de l'équipe  
M. Jørn Kjaer  
M. Alfonso del Rivero**

*Novembre 1999*

### **NOTICE**

**La BEI a l'obligation de confidentialité envers les participants à l'établissement de ses rapports d'évaluation. Ni la BEI ni les consultants qui ont pris part à ces études ne communiqueront à un tiers des informations couvertes par cette obligation et ils refuseront toute obligation de divulguer d'autres informations ou d'amener les sources qui les détiennent à le faire.**

## LA BANQUE EUROPEENNE D'INVESTISSEMENT

Propriété des 15 États membres de l'Union européenne (UE), la Banque européenne d'investissement (BEI) a son siège à Luxembourg. Elle concourt à la réalisation des politiques communautaires en mettant en œuvre ses ressources propres, qu'elle collecte sur les marchés mondiaux des capitaux et qu'elle prête à l'appui de projets d'investissement viables favorisant le développement équilibré de l'Union européenne.

Créée en 1958 par le Traité de Rome, la BEI possède sa propre structure administrative et ses propres organes de décision et de contrôle (Conseil des gouverneurs – constitué pour l'essentiel des Ministres des finances des États membres – Conseil d'administration, comité de direction et Comité de vérification).

Emprunteur international de premier plan, qui s'est toujours vu attribuer la note la plus élevée, « AAA », par les grands organismes internationaux de notation, la BEI lève de gros volumes de fonds à des conditions avantageuses. Elle rétrocède le produit de ses emprunts sans poursuivre de but lucratif.

Le volume des opérations de la BEI connaît une croissance régulière, et la Banque est aujourd'hui l'une des plus grandes institutions de ce type au monde. Si la majeure partie de ses prêts sont accordés à l'intérieur de l'Union européenne, la Banque est également appelée à participer à la mise en œuvre des politiques communautaires d'aide au développement et de coopération avec les pays tiers en octroyant des financements dans quelque 120 pays non-membres de l'UE. Elle appuie ainsi :

- la croissance économique dans les 71 pays ACP et PTOM ;
- le renforcement du partenariat euro-méditerranéen ;
- la préparation à l'adhésion des pays d'Europe centrale et orientale et de Chypre ;
- la coopération industrielle, y compris le transfert du savoir-faire technique, avec l'Asie et l'Amérique latine.

La BEI a commencé à effectuer des évaluations ex-post en 1988, surtout pour ses opérations dans les pays non membres de la Communauté européenne. En 1995, la Banque a créé une Unité d'évaluation chargée d'évaluer les opérations à la fois à l'intérieur et à l'extérieur de l'Union européenne. L'Unité adopte une approche thématique pour ses évaluations et celles-ci sont destinées à être publiées.

A ce jour, la Banque a publié les évaluations suivantes :

1. Résultats obtenus par un échantillon de neuf stations d'épuration des eaux d'égout dans des pays de l'Union européenne (1996 – disponible en français, anglais et allemand)
2. Évaluation de 10 opérations dans le secteur des télécommunications dans les États membres de l'UE (1998 – disponible en français, anglais et allemand)
3. Contribution de grandes infrastructures routières et ferroviaires au développement régional (1998 – disponible en français, anglais et allemand)
4. Évaluation de projets industriels financés par la Banque européenne d'investissement au titre de l'objectif du développement régional (1998 – disponible en français, anglais et allemand)
5. Évaluation de 17 projets dans le secteur de l'eau dans le bassin méditerranéen (1999 – disponible en français, anglais, allemand, espagnol et italien).
6. L'impact des opérations d'emprunt de la BEI sur l'intégration des nouveaux marchés des capitaux

# TABLE DES MATIÈRES

	<b>Pages</b>
<b>ABRÉVIATIONS</b>	
<b>RÉSUMÉ</b>	<b>1</b>
<b>1. INTRODUCTION ET MÉTHODOLOGIE</b>	<b>4</b>
1.1 Introduction	4
1.2 Programme de l'étude - Méthodologie	6
1.3 Hypothèses de travail	6
<b>2. LES EMPRUNTS DES BMD ET LES MARCHÉS DES ÉMISSIONS ÉTRANGÈRES EN ESPAGNE, AU PORTUGAL ET EN GRÈCE : VUE D'ENSEMBLE</b>	<b>9</b>
2.1 Généralités	9
2.2 Volume des emprunts de la BEI et d'autres BMD sur les marchés des émissions étrangères en ESP, en PTE et en GRD	9
2.3 Vue d'ensemble des marchés des émissions d'obligations étrangères libellées en ESP, en PTE et en GRD	10
<b>3. LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN ESPAGNE, AU PORTUGAL ET EN GRÈCE : VUE D'ENSEMBLE</b>	<b>13</b>
3.1 Généralités	13
3.2 Les caractéristiques communes du développement des trois marchés	13
3.3 Différences de développement du marché	15
<b>4. LE RÔLE DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT DE LA BEI DANS LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN ESPAGNE, AU PORTUGAL ET EN GRÈCE</b>	<b>17</b>
4.1 Généralités	17
4.2 Contribution de la BEI au développement des marchés obligataires locaux	18
4.3 Obstacles au développement d'un marché secondaire des obligations efficace dans les pays considérés	21
<b>5. CONCLUSIONS</b>	<b>23</b>
5.1 Contributions potentielles au développement des marchés obligataires	23
5.2 Conditions à réunir pour produire un impact positif sur le développement du marché obligataire	24
<b>6. RECOMMANDATIONS EN VUE DES PROCHAINES OPÉRATIONS D'EMPRUNT DE LA BEI SUR LES NOUVEAUX MARCHÉS</b>	<b>25</b>
<b>GLOSSAIRE</b>	<b>27</b>

**ANNEXES:**

**ANNEXE 1: Termes de référence et questionnaire**

**ANNEXE 2: Liste de contrôle pour l'établissement d'un diagnostic sur les marchés obligataires**

**ANNEXE 3: Statistiques et sources**

## ABRÉVIATIONS

<b>AIAF</b>	Asociación de intermediarios de activos financieros (Association espagnole des intermédiaires boursiers)
<b>ATHIBOR</b>	Athens Interbank Offered Rate
<b>BAfD</b>	Banque africaine de développement
<b>BAAsD</b>	Banque asiatique de développement
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
<b>BMD</b>	banque multilatérale de développement
<b>BTV</b>	bon à taux variable
<b>CDI</b>	Cadre de développement intégré
<b>CEE</b>	Communauté économique européenne
<b>CMVM</b>	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Commission portugaise de surveillance du marché des valeurs mobilières)
<b>DRS</b>	détermination différée du taux d'intérêt
<b>ESP</b>	peseta espagnole
<b>EUROFIMA</b>	Société Européenne pour le Financement de Matériel Ferroviaire
<b>EV</b>	Unité d'évaluation (BEI)
<b>GCE</b>	Groupe de coopération pour l'évaluation
<b>GRD</b>	drachme grecque
<b>IFR</b>	International Financial Research
<b>ISMA</b>	International Securities Market Association
<b>LIBOR</b>	London Interbank Offered Rate
<b>MIBOR</b>	Madrid Interbank Offered Rate
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques
<b>PIB</b>	produit intérieur brut
<b>PTE</b>	escudo portugais
<b>SFI</b>	Société financière internationale
<b>SME</b>	système monétaire européen
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire

N.B. : Taux de conversion/de change en 1999 : 1 euro = 166 ESP = 200 PTE = 329 GRD.

## RÉSUMÉ

Le présent rapport présente les conclusions d'une évaluation ex-post de l'impact des emprunts de la BEI sur le développement des marchés obligataires en Espagne, au Portugal et en Grèce. L'objet de cette étude était d'examiner si les opérations d'emprunt de la BEI et des autres banques multilatérales de développement (BMD) contribuent à une évolution satisfaisante de ces marchés et quelles sont les leçons que l'on peut tirer de l'expérience pour aider les BMD à élaborer des stratégies futures propres à aider les pouvoirs publics des pays considérés à intégrer plus efficacement leurs marchés obligataires dans le marché international. L'étude a été effectuée par l'Unité d'évaluation autonome (EV) de la BEI en étroite coordination avec la Direction des finances et la Direction des études économiques et de l'information de la BEI, avec le concours d'experts extérieurs en matière de développement du marché des capitaux et de questions bancaires. Le présent rapport de synthèse reflète fidèlement les conclusions de cette unité, incluses dans les rapports sur ces trois pays<sup>1</sup>, ainsi que les commentaires des services de la BEI.

Les BMD effectuent leurs emprunts principalement pour obtenir des fonds au moindre coût possible en vue de les rétrocéder à leurs clients. Cependant, à plus long terme, elles ont besoin de marchés des capitaux efficaces, non seulement pour étendre leur domaine d'emprunt mais aussi pour réaliser leurs objectifs fondamentaux en matière de développement et pour réduire les risques de crises financières. Étant donné que les banques de développement sont les plus grands emprunteurs non souverains au monde, il est normal qu'elles utilisent leurs emprunts pour rendre les nouveaux marchés des capitaux plus efficaces et contribuer à diriger l'épargne locale vers des investissements ayant une longue période de gestation.

En théorie, les BMD peuvent parvenir à ces résultats de plusieurs manières. Elles peuvent utiliser leur statut spécial pour lancer la première émission étrangère sur un nouveau marché, afin de "défricher le terrain". Si elles lancent régulièrement des émissions sur un nouveau marché obligataire, elles peuvent, grâce à leur notation AAA, contribuer à développer l'offre et la demande de capitaux sur ce marché, à accroître les durées maximales du marché à long terme, à introduire de l'expertise financière internationale et des techniques novatrices dans le secteur bancaire national, à stimuler la concurrence sur des marchés largement dominés par l'Etat et, enfin, à réguler et à développer les marchés obligataires secondaires. En outre, les activités d'emprunt des BMD peuvent favoriser la création d'un cadre réglementaire et financier solide. Pour ce faire, les BMD doivent s'efforcer de limiter l'instabilité des taux de change et éviter le plus possible d'évincer les emprunteurs nationaux, tout en protégeant l'épargne intérieure. Enfin, dans la mesure où elles accordent des prêts et contractent des emprunts dans le pays, elles peuvent contribuer à réduire le risque de change pour les promoteurs de projets d'investissement locaux, qui n'ont pas de recettes en devises.

L'expérience des emprunts de la BEI en Espagne, au Portugal et en Grèce semble indiquer que, sous certaines conditions, les BMD contribuent effectivement au développement des nouveaux marchés obligataires. La BEI a été le premier émetteur étranger à se présenter sur les marchés grec et portugais et elle a beaucoup aidé au démarrage des marchés Marathon et Caravela. En Espagne, ce sont d'autres émetteurs internationaux, tels que la Société européenne pour le financement de matériel ferroviaire (EUROFIMA), la Communauté économique européenne (CEE), la Banque mondiale et la Société financière internationale (SFI), qui ont joué ce rôle pour l'établissement du marché Matador. En lançant les premières émissions étrangères sur ces marchés, ces émetteurs ont joué un rôle de pionnier et adressé un signal important à la communauté financière internationale, car ces émissions ont rehaussé le prestige de ces nouveaux marchés et renforcé l'attrait des monnaies des pays en question.

---

<sup>1</sup> Disponible auprès de l'Unité d'évaluation de la BEI pour autant que soit respectée la politique de la BEI en matière de divulgation.

Les BMD ont été les principaux pourvoyeurs de titres cotés AAA sur les trois marchés considérés. La BEI a mis au point des émissions spécialement conçues à l'intention d'investisseurs institutionnels, surtout en Espagne et, dans une moindre mesure, au Portugal. Ces émissions présentaient des caractéristiques spéciales en matière de taux d'intérêt, de rendement et de dates d'échéance, afin de pouvoir mieux mobiliser des fonds supplémentaires auprès des investisseurs institutionnels. En Grèce, le petit nombre d'émissions réellement nationales de la BEI n'a laissé que peu de possibilités pour des émissions "sur mesure". L'étude confirme que le caractère "pionnier" des emprunts de la BEI et des autres BMD a contribué à élargir et approfondir les marchés obligataires locaux, à créer un environnement plus concurrentiel et à mobiliser un plus grand volume de fonds auprès des investisseurs institutionnels nationaux et étrangers.

Les BMD peuvent, en allongeant la courbe des rendements et en favorisant l'accès à des ressources d'emprunt à long terme, jouer un rôle important pour faciliter les investissements intérieurs à long terme. La BEI a commencé à allonger la courbe des rendements dans les trois pays en lançant la première émission à taux fixe et à moyen terme, ayant une durée plus longue que celles offertes par les gestionnaires de la dette publique. En Grèce, une fois que la BEI a ouvert le marché des obligations étrangères en 1994, avec une émission à taux fixe d'une durée de cinq ans, le Gouvernement a pris le relais en allongeant à son tour la courbe des rendements.

Les BMD peuvent renforcer encore l'attrait des obligations, autres que celles de l'Etat, en émettant des obligations liquides de référence, ayant des échéances particulièrement séduisantes. La BEI a créé de telles obligations de référence en ayant partiellement recours à la technique de la "réouverture", en Espagne et, dans une moindre mesure, au Portugal.

Le socle "grand public" du marché obligataire local peut être élargi grâce à des émissions, spécialement destinées aux particuliers, faisant l'objet d'une large publicité et placées avec l'aide du réseau de caisses d'épargne. La BEI n'a lancé de telles émissions qu'en Espagne car c'est le seul pays où le réseau des caisses d'épargne s'occupe d'émissions étrangères. La BEI est la seule BMD à s'être lancée dans ce domaine particulier.

Dans les trois pays, la BEI a contribué à accroître le volume des ressources du marché obligataire local, qui viennent financer l'économie nationale, en intervenant à la fois comme prêteur et comme émetteur dans la monnaie nationale, bien que la proportion relative des opérations d'emprunt et des opérations de prêt en monnaie nationale et en monnaie étrangère ait varié selon le pays considéré.

L'efficacité du marché des nouvelles émissions peut être renforcée si les émissions de la BEI et des autres BMD entrent en concurrence avec celles de l'Etat qui sont de même durée, encore que cela implique que les BMD se présentent sur le marché assez fréquemment et de manière coordonnée. Dans la pratique, cette condition n'a été remplie qu'en Espagne. Rien n'indique, cependant, que les emprunts des BMD aient le moins du monde nui aux emprunts de l'Etat. Au contraire, le renforcement de la compétitivité et de l'intégration de ces marchés a facilité la gestion de la dette de l'Etat, lorsque les dates des nouvelles émissions étaient convenablement coordonnées.

Des gains de temps et de coûts peuvent aussi être obtenus sur les nouveaux marchés obligataires grâce à des programmes-cadres d'émission. La BEI a eu recours aux programmes-cadres d'émission en Espagne et en Grèce, bien que, dans ce dernier pays, ce dispositif ait été moins efficace en raison du petit nombre d'émissions locales en GRD qui, d'ailleurs, ont été lancées depuis Londres à partir de 1997.

Que ce soit en Espagne ou au Portugal, la BEI et les autres BMD ont contribué à "importer" du "savoir-faire" financier international dans la communauté locale des banques d'investissement,



dans des domaines tels que les techniques d'émission, la gestion des titres (opérations de dépôt, de compensation et de règlement) et les techniques d'échange et de couverture. L'acquisition des connaissances dans ces domaines peut être accélérée si la BEI ou d'autres BMD ont recours, dans un premier temps, à un système de roulement pour les chefs de file, les co-chefs de file et les "teneurs de plume". Ce système peut ensuite être changé en un système d'appels d'offres qui renforce l'efficacité par rapport aux coûts. En Grèce, la BEI a aussi fourni quelques occasions d'améliorer les connaissances de la communauté locale des banques d'investissement, mais à un degré moindre.

Dans aucun des trois pays, la BEI et les autres BMD n'ont réussi à contribuer au développement du marché secondaire des obligations étrangères. Cela est dû à l'habitude que les détenteurs européens d'obligations ont de conserver leurs titres et à l'insuffisance de l'infrastructure technologique locale dans des domaines tels que la compensation, le courtage et le règlement. Ces technologies ou bien étaient totalement absentes (en Grèce jusqu'à il y a peu), ou bien n'étaient pas compétitives (au Portugal), ou bien encore ont été introduites trop tard (en Espagne). Il faut noter dans ce contexte qu'après la création de la zone euro en janvier 1999, les marchés secondaires des obligations ont, en tout état de cause, tendance à se diriger vers les places où les infrastructures technologiques sont les plus compétitives.

La leçon qui se dégage de l'expérience des emprunts de la BEI en Espagne, au Portugal et en Grèce est que, pour que la BEI et les autres BMD puissent contribuer au développement d'un marché obligataire local, un certain nombre de conditions doivent être remplies. L'impulsion principale doit venir des autorités nationales elles-mêmes. Il faut que les conditions macro-économiques soient propices au développement d'un marché obligataire à long terme. Les taux d'intérêt et le rythme d'inflation doivent montrer une tendance à la baisse et ne pas être trop volatiles. Il est préférable que les taux de change soient relativement stables. En outre, les efforts déployés dans ce domaine doivent être fondés sur une coopération étroite entre les principaux acteurs: les autorités, la communauté des banques de développement, la BEI et les autres BMD intervenant comme emprunteurs, et les investisseurs, surtout institutionnels (compagnies d'assurance sur la vie, fonds de pension et fonds d'investissement). Il ne faut pas que la dette publique submerge le système financier au point que le marché obligataire étouffe sous le poids des besoins d'emprunt du secteur public. Les taux d'intérêt doivent pouvoir refléter les véritables conditions du marché.

La fiscalité des revenus d'intérêts perçus à la fois sur les obligations nationales et sur les obligations étrangères doit être de nature à favoriser le développement du marché obligataire. Cela implique qu'au moins les détenteurs étrangers d'obligations étrangères ne doivent pas être assujettis à une retenue à la source sur les intérêts de ces obligations qui s'écarte par trop des retenues appliquées sur les marchés concurrents.

La principale leçon qui se dégage de l'étude est que la BEI et les autres BMD auraient intérêt à définir leurs politiques d'emprunt d'une façon qui aboutisse à l'intégration des nouveaux marchés obligataires avec les marchés internationaux des capitaux. Les auteurs du présent rapport estiment que cela contribuerait à identifier un certain nombre de procédures qui n'ont pas jusqu'à présent reçu toute l'attention qu'elles méritent. Cela permettrait aussi d'apaiser les craintes des autorités des pays considérés, qui voient dans les BMD des concurrents sur leurs marchés obligataires nationaux et ne se rendent pas compte du rôle positif qu'elles jouent pour le développement. Au fur et à mesure que les nouveaux marchés obligataires deviennent concurrentiels, le niveau initialement élevé des coûts d'emprunt des BMD sera compensé par la simplification ultérieure des procédures administratives. Ainsi, pour résumer, les auteurs du présent rapport recommandent que les BMD intègrent entièrement le côté passif de leur bilan à leurs efforts visant à accroître l'efficacité de leur action en faveur du développement des nouveaux marchés des capitaux.

## 1. INTRODUCTION ET METHODOLOGIE

### 1.1 Introduction

1.1.1 Le présent rapport examine l'impact exercé par les activités d'emprunt de la Banque européenne d'investissement (BEI) sur le développement des marchés des capitaux en Espagne, au Portugal et en Grèce. On en attend des enseignements utiles pour l'élaboration des politiques que devraient appliquer les banques multilatérales de développement (BMD)<sup>2</sup> pour que leurs activités d'emprunt contribuent au développement des nouveaux marchés. L'évaluation a été effectuée par l'Unité d'évaluation autonome de la BEI (EV) avec l'aide d'une équipe de quatre consultants<sup>3</sup> et l'appui du Groupe de coopération pour l'évaluation (GCE), créé en 1995 pour favoriser la coopération entre les unités d'évaluation indépendante des BMD.

1.1.2 Il paraît normal que les BMD s'efforcent de déterminer quels sont les marchés des capitaux qui fonctionnent bien et qu'elles estiment que cela constitue un élément important de leur action en faveur du développement. La Banque mondiale et le FMI ont été créés en vue d'accomplir deux tâches : reconstruire les économies dévastées par la guerre - tâche qui a été plus tard relayée par celle consistant à réduire les disparités de revenu - et prévenir des crises financières internationales comme celles qui avaient secoué les pays du monde avant la guerre<sup>4</sup>. La deuxième tâche fait maintenant l'objet d'une plus grande attention du fait des préoccupations croissantes accordées aux questions d'éthique sur les marchés internationaux des capitaux, qui amènent les institutions financières internationales à être de plus en plus prudentes s'agissant de prêter main forte aux nouveaux marchés des capitaux qui traversent des crises. Bien que les BMD se soient vu attribuer des missions précises, elles sont généralement étroitement associées aux activités des institutions de Bretton Woods.

1.1.3 Les BMD sont censées contribuer à la réduction des disparités de revenu en fournissant du capital étranger, adéquatement garanti, à l'appui d'investissements rentables dans des régions ou pays peu développés. Dans cette perspective, elles empruntent des fonds à un coût aussi faible que possible pour les rétrocéder à leurs clients. Jusqu'à une date récente, c'était là le seul objectif des activités d'emprunt des BMD, et cet objectif garde encore une haute priorité.

1.1.4 C'est seulement depuis peu que les BMD ont pris conscience de la contribution qu'elles peuvent apporter à l'amélioration de l'efficacité des réseaux financiers et des marchés des capitaux nationaux, ainsi que du rôle crucial qu'elles peuvent jouer pour faciliter aux entreprises et aux gouvernements des pays en question l'accès à des capitaux à long terme. En 1992, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) indiquait dans un rapport que les émissions obligataires de la Banque mondiale et de la Banque asiatique de développement pouvaient relayer les titres d'Etat en tant qu'instrument de développement des marchés locaux des capitaux en Asie.

1.1.5 A la réunion tenue en janvier 1998 par le Comité conjoint de développement, les chefs des BMD se sont mis d'accord pour faire des "réformes et changements structurels dans le secteur financier" l'objectif fondamental d'une coopération plus étroite. En janvier 1999, un nouveau pas a été franchi avec le Cadre de développement intégré (CDI) proposé par M. Wolfensohn, Président de la Banque mondiale. Avec le CDI, les BMD adopteraient une

---

<sup>2</sup> Dans le présent rapport, on désigne par BMD les organisations suivantes : la Banque mondiale, la Société financière internationale (SFI), la Banque interaméricaine de développement (BIAD), la Banque asiatique de développement (BASD), la Banque africaine de développement (BAfD), la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et la BEI. Toutes les BMD, sauf la BEI, sont membres du Comité conjoint de développement créé par les gouverneurs des BMD pour améliorer leur action en faveur du développement.

<sup>3</sup> M. Gunther Bröker, ancien chef de la Division des affaires financières de l'OCDE, M. Joern Kjaer, ancien vice-gouverneur de la Banque nationale du Danemark et M. Alfonso del Rivero, ancien président de BNP España. M. Ole Rummel, docteur en économie, était chargé de rassembler les données de base.

<sup>4</sup> M. Harry Dexter White, l'économiste du Trésor des Etats-Unis qui proposa la création du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, était parfaitement conscient de ce double rôle : "les deux choses, à savoir la reconstruction monétaire et la reconstruction du commerce, étaient absolument indissociables" (C. CAUFIELD, "Masters of Illusion" - 1997, Henry Holt & Co, p. 40).

approche plus globale dans leurs efforts visant à éliminer les goulets d'étranglement qui font obstacle au développement des nouveaux marchés. Les réformes institutionnelles des systèmes financiers constituent un aspect fondamental du CDI, qui mentionne explicitement le "développement et le renforcement des marchés financiers".

1.1.6 Cette prise de conscience du rôle que peuvent jouer les BMD est devenue encore plus aiguë avec les crises financières qui se sont récemment produites en Asie et ailleurs. En décembre 1998, l'OCDE et la Banque mondiale ont organisé une réunion d'étude sur les marchés des titres à revenu fixe dans les pays en développement. A cette réunion, les participants ont été d'accord pour estimer que la "présence d'investisseurs étrangers améliore la concurrence, la liquidité et la transparence sur les marchés locaux" et que "le manque de développement du marché intérieur des instruments d'endettement, surtout en ce qui concerne les instruments à taux fixe, à long et moyen terme, a été une cause importante de la crise asiatique".

1.1.7 La Banque asiatique de développement est particulièrement consciente de l'impact que les activités d'emprunt ont sur les marchés des capitaux. Les objectifs déclarés de sa politique partent du constat que "pour s'acquitter de sa mission (promouvoir le développement de la Région), la Banque asiatique de développement ne doit pas compter uniquement sur ses activités de prêt mais aussi sur ses activités de collecte de fonds, c'est-à-dire qu'elle doit aider au développement des marchés des capitaux de la Région". A sa dernière réunion annuelle, son nouveau Président a déclaré que l'un des cinq grands défis auxquels l'Asie est confrontée consiste à renforcer le secteur financier. Selon lui, les marchés des capitaux inefficaces de la Région n'ont pas permis de transformer la très abondante épargne locale en investissements ayant une longue période de gestation, ce qui a rendu indispensable le recours à des financements extérieurs.

1.1.8 En raison, peut-être, de sa position particulière en tant qu'instrument financier de l'Union européenne et, partant, du rôle qu'elle joue dans l'intégration des marchés des capitaux de l'UE, la BEI s'est attachée à développer ces marchés par ses opérations d'emprunt depuis la fin des années 80. En 1995, Patrick Honohan<sup>5</sup> est parvenu à la conclusion qu'il voyait peu d'éléments démontrant que les opérations de prêt de la BEI contribuaient effectivement à la réalisation de son objectif principal, le développement régional, et il suggérait d'analyser plutôt les activités d'emprunt de la BEI pour savoir si ces dernières peuvent contribuer davantage à cet objectif. Le rôle qu'a joué la BEI pour le développement des marchés de l'écu et de l'euro en constitue une bonne illustration. En 1998, la BEI a déclaré que le développement des marchés des capitaux des pays de l'Europe centrale constituait l'un des objectifs principaux de sa stratégie de développement dans cette région. Bien que la présente étude ne réponde pas à la question de Honohan, elle indique que la piste qu'il a ouverte mérite d'être explorée.

1.1.9 Assez curieusement, l'impact des activités d'emprunt sur les nouveaux marchés des capitaux n'a pas été encore évalué par des experts extérieurs ou intérieurs, alors que les BMD figurent parmi les plus gros emprunteurs non souverains sur les marchés internationaux des capitaux, et à plus forte raison sur les nouveaux marchés fragiles. C'est pourquoi la présente étude aborde un terrain encore inexploré. Ses auteurs reconnaissent que leurs conclusions restent sur un plan général et ne débouchent pas sur des propositions concrètes : tout un travail reste à faire, en particulier en ce qui concerne l'impact des activités d'emprunt sur l'efficacité des réseaux financiers locaux et sur la structure et le niveau de l'épargne. La présente étude ne représente donc qu'une première tentative pour aider les BMD à intégrer leurs activités d'emprunt dans les efforts qu'elles déploient pour atteindre leurs objectifs prioritaires consistant à réduire les disparités de revenu et à éviter les crises financières. Le capital étranger ne peut pas être utilisé efficacement si les ressources locales ne le sont pas. L'étude devrait aussi permettre de dégager des enseignements intéressants sur le plan de la méthodologie, qui pourraient servir pour de futurs travaux analogues.

---

<sup>5</sup> "The Public Policy Role of the European Investment Bank within the EU", Journal of Common Market Studies, Vol. 33, n°3, September 1995 ; pp 315-329.

## 1.2 Programme de l'étude - Méthodologie

1.2.1 La présente étude d'évaluation a été lancée en janvier 1999 afin de déterminer si les émissions d'obligations de la part des BMD en général et de la BEI en particulier ont contribué ou pourraient à l'avenir contribuer au développement des marchés locaux des capitaux. Le but ultime de l'étude était d'examiner comment "les BMD peuvent le mieux contribuer au renforcement des réseaux financiers locaux, à l'élargissement et à l'approfondissement des marchés locaux des capitaux, ainsi qu'à l'amélioration de leur fonctionnement et de leur efficacité, de façon qu' aussi bien les capitaux locaux que les capitaux étrangers puissent être utilisés plus efficacement et plus rationnellement en faveur du développement économique général" (Annexe 1).

1.2.2 L'étude consistait :

- tout d'abord, à analyser et évaluer les leçons qui se dégagent des activités d'emprunt de la BEI sur la base d'études sur le terrain effectuées dans trois pays de l'UE - l'Espagne, le Portugal et la Grèce - dans l'ordre où ces trois pays ont commencé à être concernés par ces activités d'emprunt;
- ensuite, à tirer des enseignements de cette analyse pour élaborer des stratégies plus cohérentes et plus complètes pour le développement des nouveaux marchés des capitaux.

A l'origine, l'étude devait comporter une deuxième phase destinée à déterminer si les leçons tirées de la première phase étaient valables dans le cas de la République tchèque, de la Hongrie et de la Pologne. Cependant, cette deuxième phase a été différée jusqu'à l'an 2000, à la demande de la direction de la Banque, afin que l'on puisse auparavant dresser le bilan de la première phase.

Etant donné que les pays faisant l'objet de l'évaluation ont été choisis non pas au hasard mais bien en fonction des enseignements que l'on peut tirer de leur exemple, il faut se garder de considérer leurs cas et, partant, les conclusions du rapport comme représentatifs de l'ensemble du portefeuille d'emprunts de la BEI sur les nouveaux marchés.

1.2.3 Une très grande partie des travaux préparatoires a été consacrée à la mise au point d'une méthodologie appropriée. Les consultants ont estimé qu'avant de procéder à des études sur le terrain, ils devaient se faire une idée claire de ce que les BMD peuvent théoriquement obtenir par leurs opérations d'emprunt, y compris l'assistance technique, pour ce qui est de l'impact sur le développement des marchés des capitaux. Leurs réflexions, fondées sur une théorie générale de l'évolution des marchés obligataires, devaient permettre de répondre à la question suivante : quels sont les principaux facteurs qui influent sur le développement des marchés obligataires locaux et quels sont ceux de ces facteurs qui peuvent être influencés par les opérations d'emprunt des BMD?<sup>6</sup>

## 1.3 Hypothèses de travail

1.3.1 On a retenu comme hypothèse de travail que les emprunts des BMD peuvent, en principe, contribuer de diverses manières au développement des marchés locaux des obligations ou des capitaux :

- (i) La première émission d'une BMD sur un nouveau marché obligataire peut "défricher le terrain" pour des investisseurs nationaux et étrangers en renforçant la confiance dans la stabilité et la sécurité du système financier local. Le mouvement peut être suivi par d'autres investisseurs étrangers, et les gouvernements, les banques d'investissement et les professionnels des valeurs mobilières peuvent être ainsi encouragés à prendre de nouvelles initiatives pour développer un marché local efficace pour les émissions étrangères, contribuant de la sorte à l'intégration du marché local des capitaux dans le marché international.

---

<sup>6</sup> Les résultats de ce travail préparatoire sur la méthodologie ont été présentés dans un document de travail interne, qui est disponible sur demande.

- (ii) Les BMD qui se présentent régulièrement sur un nouveau marché obligataire peuvent contribuer à :
- élargir la demande de capitaux (en augmentant la disponibilité de toute une gamme d'obligations AAA) sur ce marché. Si les BMD sont engagées dans un important programme de prêts en monnaie locale, elle font office d'intermédiaires nationaux en acheminant, via le marché obligataire, l'épargne financière nationale vers des emplois intérieurs, par exemple vers des sociétés qui ne sont pas en mesure de s'adresser directement au marché obligataire national. Ce processus contribue à son tour à l'efficacité du marché obligataire local sur le plan du développement et joue un rôle particulièrement important pour le financement des investissements qui ne génèrent pas de recettes en devises ;
  - élargir l'offre de capitaux sur le marché obligataire en y attirant des fonds supplémentaires grâce à l'utilisation d'instruments d'endettement novateurs et à des efforts particuliers en matière de vente et de commercialisation. En particulier, elles peuvent, en émettant des obligations de longue durée, contribuer à développer le compartiment "long" du marché. Lorsque les BMD qui ont d'importants programmes de prêts intérieurs placent leurs émissions en monnaie locale en dehors du pays considéré, elles fournissent des capitaux étrangers en faveur du développement, tout en limitant pour le pays le risque de l'endettement en devises ;
  - développer, grâce à des opérations d'échange, les marchés locaux des produits dérivés et des contrats d'échange. Sur certains nouveaux marchés des capitaux qui enregistrent des entrées de capitaux excessives, les emprunts et les opérations d'échange de la monnaie locale contre des devises effectués par les BMD peuvent également être bénéfiques en "stérilisant" les effets de ces entrées de capitaux sur la liquidité.
- (iii) Ayant accumulé une vaste expérience dans un grand nombre de pays, les BMD sont en mesure de transférer du savoir-faire financier sur le marché local, notamment dans des domaines comme ceux des caractéristiques des instruments financiers et des techniques de vente et de commercialisation. Elles peuvent ainsi contribuer à l'éducation et à la formation des professionnels des banques d'investissement et des valeurs mobilières dans les pays qui ont de nouveaux marchés obligataires. En particulier, les BMD qui échangent systématiquement des émissions en monnaie locale contre des émissions en devises peuvent familiariser les gestionnaires locaux des instruments d'endettement avec les techniques d'échange.
- (iv) Les BMD peuvent stimuler la concurrence sur les nouveaux marchés des émissions et des autres activités liées aux valeurs mobilières et aider ainsi les autorités à appliquer des politiques visant à améliorer le fonctionnement des marchés financiers de leurs pays.
- (v) Les BMD peuvent aussi influencer sur l'organisation, la réglementation et le fonctionnement des marchés secondaires des obligations. Ayant elles-mêmes intérêt au bon fonctionnement des marchés obligataires, notamment pour leurs propres obligations de référence, elles ont également tout intérêt à aider les professionnels locaux des valeurs mobilières et les pouvoirs publics à éliminer les déficiences dans ce domaine.
- (vi) Enfin, grâce à leurs contacts avec les autorités nationales et avec la communauté financière locale, les BMD peuvent contribuer à l'élaboration d'un cadre réglementaire (règles d'admission et de cotation, règlements des investissements pour les investisseurs institutionnels, etc...) ainsi que de règles fiscales et de procédures administratives propres à améliorer le fonctionnement des marchés des capitaux locaux en général.

1.3.2 Les tentatives des BMD visant à contribuer au développement des marchés locaux des capitaux par leurs opérations d'emprunt, notamment si elles désirent accéder à un marché local pour la première fois, risquent de se heurter à la résistance des autorités nationales, qui peuvent avoir une double préoccupation :

- (i) L'instabilité des taux de change. Si un volume important de nouvelles émissions étrangères, y compris des euro-obligations libellées en monnaie nationale, sont achetées et détenues par des investisseurs étrangers, on risque de voir des attaques spéculatives contre la monnaie du pays utiliser le marché obligataire comme véhicule pour les entrées et sorties de capitaux fébriles. Il est aussi à craindre que de tels mouvements spéculatifs aient une influence défavorable sur la stabilité monétaire.
- (ii) La crainte de l'éviction et le souci de protection de l'épargne intérieure. Si des emprunteurs étrangers de haute qualité comme les BMD ont librement accès au marché obligataire local, il se peut qu'ils prélèvent une part indue des ressources financières locales, avec comme conséquence que l'Etat et/ou les entreprises intérieures se trouvent confrontés à une pénurie relative de fonds à long terme. Cette préoccupation paraît moins justifiée s'agissant des BMD qui ont une importante activité de prêt dans le pays puisque l'épargne nationale ne sort pas des frontières et est rendue disponible pour l'économie sous forme de prêts à long terme. Il n'en reste pas moins que les autorités nationales peuvent alors redouter que les banques locales ne soient évincées par une BMD faisant office d'intermédiaire financier local.

1.3.3 Il a été reconnu dès le début que l'étude se heurterait aux mêmes difficultés que celles auxquelles sont confrontées toutes les études qui tentent d'établir une corrélation entre des mesures microéconomiques spécifiques et des phénomènes macroéconomiques. Il est difficile d'établir l'existence d'une relation de cause à effet entre les opérations particulières d'emprunt des BMD et l'évolution du marché des capitaux ou le développement économique d'un pays, mais l'absence de démonstration de cette relation ne prouve pas nécessairement qu'elle n'existe pas. L'amélioration du fonctionnement des marchés des titres repose sur un processus complexe qui fait intervenir quatre catégories d'acteurs: les pouvoirs publics (en tant qu'autorités réglementaires), la communauté financière (banques d'investissement, maisons de titres, Bourse, etc...), les emprunteurs (c.à.d. les émetteurs de titres, y compris le gestionnaire de la dette publique) et les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels. Il est très difficile, voire impossible, de distinguer les effets d'origine externe des effets d'origine interne et d'isoler l'influence qu'exercent sur les marchés des capitaux les politiques de convergence suivies par les pays membres de l'U.E. dans le cadre de leurs efforts visant à entrer dans l'Union économique et monétaire (UEM). C'est pourquoi la présente étude se bornera à essayer de déterminer si les caractéristiques des emprunts de la BEI ont contribué à étayer les hypothèses positives et négatives énoncées aux paragraphes 1.3.1. et 1.3.2.

1.3.4 Une fois effectués des recherches documentaires et statistiques et des interviews dans les services de la BEI, les hypothèses ont fourni la base à un questionnaire qui a d'abord été testé en Espagne puis amélioré pour préparer des études sur le terrain au Portugal et en Grèce. Les études sur le terrain consistaient en grande partie à confronter les hypothèses de travail avec les résultats effectifs pour tenter de déterminer les conditions dans lesquelles les BMD peuvent contribuer utilement au développement des marchés obligataires locaux. Des réunions se sont tenues à Madrid, à Lisbonne et à Athènes avec les responsables des banques centrales et leurs prédécesseurs, les ministres des finances et les commissions des marchés des valeurs mobilières, ainsi qu'avec les représentants des bourses de valeurs, des banques d'investissement faisant office de chefs de file, des organismes de compensation et de règlement et avec des juristes spécialisés dans la rédaction des documents sur les nouvelles émissions. Du matériel de recherche a été obtenu auprès de la BEI, des organismes publics et privés compétents des pays considérés, ainsi que dans des publications de l'OCDE et de l'UE et auprès de banques de données spécialisées telles que l'International Financial Research (IFR), de Londres.

1.3.5 Pendant tout le processus, il a été rappelé à plusieurs reprises aux consultants que le développement des marchés locaux des capitaux n'a jusqu'à présent pas constitué l'objectif essentiel des BMD. Les responsables de leurs opérations d'emprunt ont eu pour tâche prioritaire de couvrir les besoins d'emprunt de ces institutions pour un coût aussi faible que possible.

Certains membres du personnel de la BEI et, semble-t-il aussi, certaines autres BMD considèrent que c'est là le seul objectif des départements de la trésorerie. Ce n'est en effet que dans une perspective à long terme que l'on peut attendre des BMD qu'elles orientent leurs opérations d'emprunt de façon à contribuer au développement des nouveaux marchés des capitaux.

1.3.6 En ce qui concerne les coûts, l'étude a nécessité au total 300 hommes/jour dont 170 hommes/jour de consultance externe et 130 hommes/jour de travail du personnel d'évaluation (35% de cadres et 65% de personnel de soutien).

## **2. LES EMPRUNTS DES BMD ET LES MARCHÉS DES ÉMISSIONS ÉTRANGÈRES EN ESPAGNE, AU PORTUGAL ET EN GRÈCE : VUE D'ENSEMBLE**

### **2.1 Généralités**

Ce qui détermine l'étendue et le caractère opportun du rôle que peut jouer une BMD dans le développement d'un marché obligataire local par le biais de ses opérations d'emprunt, ce sont le nombre, le volume et les caractéristiques des émissions obligataires qu'elle est capable et désireuse de lancer sur ce marché, compte tenu du fait que son objectif premier est de couvrir l'ensemble de ses besoins d'emprunt au coût le plus faible possible. Tout impact sur le développement dépend aussi du fonctionnement et de la réglementation des marchés sur lesquels les obligations des BMD sont émises et du degré d'intégration des émissions étrangères dans le marché obligataire national. À cet égard, les pays étudiés sont très différents. En Espagne, le marché des obligations étrangères a été conçu comme une partie intégrante du marché obligataire national. Au Portugal, le marché primaire a été installé à Lisbonne, mais le marché secondaire et les opérations connexes de compensation et de règlement ont été concentrées à la Bourse de Luxembourg, ou sur le marché international de gré à gré. En Grèce, l'organisation du marché a été comparable à celle du Portugal, à cette différence près que, à partir de 1997, le marché primaire des émissions en GRD a lui aussi été tenu à partir d'une base située à l'étranger. Le degré de contribution des opérations d'emprunt des BMD au développement d'un marché obligataire local a toutes chances d'être plus élevé là où le marché des obligations nationales et le marché des émissions étrangères sont intégrés.

### **2.2 Volume des emprunts de la BEI et d'autres BMD sur les marchés des émissions étrangères en ESP, en PTE et en GRD**

2.2.1 Les BMD sont le plus grand groupe d'émetteurs sur les marchés des émissions en ESP, en PTE et en GRD, puisqu'elles représentent respectivement 49 %, 27 % et 47% du total des émissions étrangères dans ces monnaies. Les autres emprunteurs sont notamment des banques privées, des sociétés et des institutions publiques. Les pourcentages indiqués sont des moyennes, les niveaux plus élevés ayant été enregistrés lors des phases initiales d'ouverture progressive des marchés, d'abord aux emprunteurs souverains ou disposant d'une garantie souveraine, puis, en principe, à tous les emprunteurs (Tableau 2.1). Le fait que, en Espagne, la part de marché des BMD soit restée relativement élevée - 45 % même dans la dernière phase (1994-1998) - semble confirmer que les pouvoirs publics ont maintenu un certain degré de contrôle informel sur l'accès des autres emprunteurs au marché. Au Portugal, la chute de la part de marché des BMD entre la première phase (1988-1993) et la seconde (1994-1998) reflète clairement l'ouverture du marché à toutes les catégories d'emprunteurs. En Grèce, l'évolution a été comparable, à cette différence près que, en 1997, le marché des nouvelles émissions en GRD a été transféré à Londres, où l'accès au marché est pratiquement libre, bien que les autorités grecques conservent un calendrier d'émission officieux.

**Tableau 2.1 - Volumes relatifs des opérations d'emprunt des BMD et de la BEI**

	Espagne (ESP)		Portugal (PTE)		Grèce (GRD)	
	1987-98		1988-98		1994-99*	
<b>Total des émissions étrangères (milliards d'unités monétaires nationales)</b>	1987-93	<b>4112</b>	1988-93	<b>2320</b>	1994-96	<b>2269</b>
	1987-98	<b>977</b>	1988-98	<b>212</b>	1994-99	<b>367</b>
	1994-98	<b>3135</b>	1994-98	<b>2108</b>	1997-99	<b>1902</b>
<b>dont :</b>						
<b>Emissions des BMD en % du total des émissions étrangères</b>	1987-98	<b>48,6</b>	1988-98	<b>26,8</b>	1994-99	<b>46,6</b>
	1987-93	<b>59,4</b>	1988-93	<b>79,2</b>	1994-96	<b>94,6</b>
	1994-98	<b>45,2</b>	1994-98	<b>21,5</b>	1997-99	<b>37,4</b>
<b>Emissions BEI en % du total des émissions des BMD</b>	1987-98	<b>68,7</b>	1988-98	<b>82,4</b>	1994-99	<b>27,4</b>
	1987-93	<b>60,7</b>	1988-93	<b>61,3</b>	1994-96	<b>24,5</b>
	1994-98	<b>71,9</b>	1994-98	<b>90,3</b>	1997-99	<b>28,8</b>
<b>Emissions BEI en % du total des émissions étrangères</b>	1987-98	<b>33,4</b>	1988-98	<b>22,1</b>	1994-99	<b>12,8</b>
	1987-93	<b>36,0</b>	1988-93	<b>48,6</b>	1994-96	<b>23,2</b>
	1994-98	<b>32,5</b>	1994-98	<b>19,4</b>	1997-99	<b>10,8</b>

\*) jusqu'à fin mai 1999

2.2.2 La plupart des BMD étaient actives dans les trois pays analysés (Tableau 2.2). La BEI était de loin l'émetteur le plus important tant en Espagne qu'au Portugal, tandis que sur le marché des obligations étrangères libellées en GRD, la Banque mondiale et la SFI ont émis des volumes nettement plus élevés que la BEI. La présence plus modeste de celle-ci sur le marché des obligations en GRD peut s'expliquer par le fait qu'elle a pour politique d'éviter les emprunts dits "opportunistes". Quoi qu'il en soit, il est frappant de constater que les opérations d'emprunt et de prêt de la BEI en GRD sont à peu près équilibrées, tandis qu'en Espagne et au Portugal, le volume des prêts accordés dans ces pays est supérieur au montant des emprunts en monnaie locale (Tableau 4.1 au chapitre 4), la différence étant couverte par des opérations d'échange de monnaies et d'autres ressources. Ce large écart entre les prêts et les emprunts en monnaie locale que l'on constate en Espagne et au Portugal reflète des restrictions d'accès motivées par la crainte d'un "évincement", la diminution des possibilités d'emprunt sur le marché local, et la capacité qu'a la BEI de financer ses opérations de prêt d'une façon plus économique en ayant recours aux opérations d'échange. On peut affirmer que la BEI aurait pu accentuer encore son incidence sur le développement des marchés obligataires locaux si elle avait pu ou voulu couvrir ses besoins de financement en monnaie locale uniquement par le recours à l'emprunt sur le marché national.

**Tableau 2.2 - Emprunts des BMD en Espagne, au Portugal et en Grèce  
(en millions d'EUR)**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	87-98
<b>BEI</b>		266	661	745	1069	539	1212	1126	1742	2314	1879	435	11988
<b>SFI</b>	58	73	153	132	124	75	67	35	539	324	989		2569
<b>BIRD</b>	70	182	230	201	317	98	265	52		334	186	186	2121
<b>BIAD</b>					223	75				62	49		410
<b>BERD</b>								60		206	332		597
<b>BAsD</b>			77										77

### 2.3 Vue d'ensemble des marchés des émissions d'obligations étrangères libellées en ESP, en PTE et en GRD

2.3.1 La création des marchés des obligations étrangères dans les trois pays étudiés a résulté de leur adhésion à l'UE. La création, au sein de l'UE, du marché unique des produits et services financiers exigeait que les transactions financières soient entièrement libéralisées à compter du 1er janvier 1993. L'Espagne a été le premier pays à ouvrir son marché obligataire aux émetteurs étrangers (août 1987) et le Portugal a suivi en novembre 1988 ; le marché grec n'a été ouvert



qu'en février 1994, ayant reçu une dispense temporaire de libéralisation compte tenu de la situation macroéconomique du pays et des problèmes de développement de son marché des capitaux.

2.3.2 Les trois pays ont chacun opté pour une approche différente en matière d'organisation et de réglementation des marchés des émissions étrangères. L'Espagne a mis en place un régime extrêmement strict et systématique pour réglementer ce nouveau segment du marché national et n'a pas encouragé, ni même toléré, l'émergence d'un euromarché obligatoire en ESP ou de tout autre marché extérieur d'actifs financiers libellés en ESP. Le marché de ces émissions "classiques" d'obligations étrangères en ESP, le marché Matador<sup>7</sup>, a été créé par décret ministériel du 3 février 1987. A l'origine, seuls les organismes internationaux (pas seulement des BMD) dont l'Espagne était membre étaient autorisés à y lancer des émissions obligataires libellées en ESP, et ce à deux conditions : la première était d'obtenir l'autorisation préalable des autorités, la seconde était que le marché des nouvelles émissions soit géré par des institutions résidentes (y compris des établissements à capitaux étrangers domiciliés en Espagne). Les autorités espagnoles ont clairement cherché à renforcer la compétitivité internationale des banques d'affaires nationales en leur offrant l'accès à un savoir-faire approprié. Par la suite, l'accès au marché a été libéralisé peu à peu, mais même après la libéralisation officielle totale, les sociétés qui souhaitaient lancer des émissions sans garantie de l'État étaient dissuadées de le faire.

2.3.3 Au Portugal, la réglementation du nouveau marché des émissions d'obligations étrangères libellées en PTE, le marché Caravela<sup>7</sup>, est moins formelle et systématique. Il n'existe pas de cadre juridique explicite, et les émissions étrangères ont été autorisées par décision administrative, même après l'adoption, en 1991, d'un nouveau code régissant l'ensemble du marché des valeurs mobilières. Jusqu'au milieu de 1994, l'accès au marché des émissions étrangères est resté limité aux organisations supranationales dont le Portugal était membre ainsi qu'aux emprunteurs souverains. Ensuite, l'accès au marché Caravela a été ouvert, à condition que les nouvelles émissions soient inscrites auprès de la Commission du marché des valeurs mobilières et qu'un prospectus d'émission soit publié. Les emprunteurs supranationaux et souverains ont été exemptés de certaines obligations de divulgation. Les autorités n'exigent pas l'inscription à la Bourse de Lisbonne et tolèrent l'inscription à la Bourse de Luxembourg ainsi que la compensation et le règlement par EuroClear (Bruxelles) ou CEDEL (Luxembourg).

2.3.4 En Grèce aussi, les autorités ont adopté une approche ad hoc pour les nouvelles émissions sur le marché des obligations étrangères en GRD, sous la forme du marché Marathon<sup>7</sup>. Comme en Espagne et au Portugal, l'accès était initialement restreint aux organisations supranationales dont la Grèce était membre. Mais les conditions - montant, date d'émission, durée, caractéristiques des taux d'intérêt, prix d'émission, etc. - étaient strictement contrôlées, même pour la BEI après négociation d'un programme-cadre d'émission destiné à offrir plus de souplesse dans l'accès au marché et dans le choix des instruments d'emprunt. Bien que le marché des obligations étrangères en GRD ait été initialement conçu comme un nouveau segment du marché obligatoire national, les pouvoirs publics ont toléré, voire peut-être même recherché, l'émergence d'un assez grand euromarché des émissions en GRD tenu à partir de Londres, après que le marché Marathon eut gravement souffert de l'instauration, en janvier 1997, d'une retenue à la source qui s'appliquait sans distinction aux détenteurs résidents et étrangers non officiels d'obligations libellées en GRD. La Banque de Grèce a conservé un calendrier d'émission fondé sur des obligations informelles de notification. Ce système de file d'attente était essentiellement destiné à éviter les conflits de calendrier avec les émissions obligataires de l'État.

2.3.5 Si l'on mesure la taille et la croissance des marchés des obligations étrangères en ESP, en PTE et en GRD en valeur relative, c'est-à-dire en pourcentage du total brut des émissions obligataires nationales, on constate des différences frappantes entre les marchés concernés (Tableau 2.3). Pendant la première phase de la libéralisation partielle, les émissions étrangères sur les trois marchés représentaient approximativement 5 % du marché obligatoire national. Puis des divergences considérables sont apparues dans la taille relative de ces marchés. L'expansion

---

<sup>7</sup> Voir la définition dans le glossaire figurant à la fin du texte.

de loin la plus forte s'est produite au Portugal, où la part des émissions étrangères dans le total des émissions obligataires a bondi de 4,8 à 16,2 %, reflétant dans une large mesure la pleine libéralisation de l'accès au marché des émissions étrangères en PTE, en 1994. Il s'est produit une expansion moins spectaculaire de la taille relative du marché des émissions étrangères en GRD, qui est passé de 4,9 à 8,1 % du total des émissions, ce qui s'explique essentiellement par l'émergence de l'eumarché des obligations en GRD en 1997. L'expansion comparativement modeste du marché Matador en valeur relative pourrait effectivement refléter les restrictions d'accès imposées par les autorités, peut-être motivées par la crainte d'un "évincement" dû au fait que, en Espagne, les besoins d'emprunt du secteur public étaient encore en hausse, alors qu'au Portugal la part des titres d'État dans le total des obligations émises diminuait rapidement. Etant donné la domination du marché des obligations grecques par les titres d'État, la forte progression des émissions d'obligations étrangères en GRD enregistrée en 1998 et 1999 a été possible uniquement parce que ce segment particulier du marché est devenu pleinement international et s'est déplacé à Londres.

**Table 2.3 - Taille relative des marchés des émissions d'obligations étrangères libellées en ESP, en PTE et en GRD**

	Espagne		Portugal		Grèce	
	1987-98		1988-98		1994-98	
<b>Total des émissions étrangères (milliards d'unités monétaires nationales)</b>	1987-93	<b>4112</b>	1988-93	<b>2320</b>	1994-96	<b>1676</b>
	1987-98	<b>977</b>	1988-93	<b>212</b>	1994-96	<b>367</b>
	1994-98	<b>3135</b>	1994-98	<b>2108</b>	1997-98	<b>1309</b>
<b>en % du total brut des émissions obligataires</b>	1987-98	<b>5,9</b>	1988-98	<b>12,3</b>	1994-98	<b>7,1</b>
	1987-93	<b>5,4</b>	1988-93	<b>4,8</b>	1994-96	<b>4,9</b>
	1994-98	<b>6,1</b>	1994-98	<b>16,2</b>	1997-98	<b>8,1</b>
<b>en % du PIB nominal</b>	1987-98	<b>0,6</b>	1988-98	<b>1,7</b>	1994-98	<b>1,1</b>
	1987-93	<b>0,4</b>	1988-93	<b>0,6</b>	1994-96	<b>0,7</b>
	1994-98	<b>0,7</b>	1994-98	<b>2,4</b>	1997-98	<b>1,3</b>

2.3.6 Les marchés secondaires des émissions étrangères en ESP, en PTE et en GRD ont connu des problèmes dans les trois pays. Une solution satisfaisante n'a été trouvée que récemment en Espagne et le sera peut-être dans un proche avenir en Grèce. Les problèmes étaient dus principalement à l'absence d'infrastructure technologique compétitive pour traiter les transactions sur le marché secondaire lorsque les marchés des émissions étrangères ont été ouverts. Les pouvoirs publics ont concentré leurs efforts sur la modernisation du marché des titres d'État, tandis que les autorités boursières, qui étaient en grande partie responsables des autres segments du marché obligataire, étaient occupées à moderniser le marché des actions. C'est pourquoi il n'est guère surprenant que les autorités, au Portugal et en Grèce, n'aient pas eu d'objection à ce que les transactions sur le marché secondaire se déroulent hors du pays. Seule l'Espagne a globalement réussi à conserver sur son territoire le marché secondaire des émissions étrangères libellées en ESP. L'Association espagnole des intermédiaires boursiers (AIAF) a promptement mis en place, en 1995, un nouveau système automatisé de cotation et de transaction pour tous les instruments de dette autres que les titres d'État, le marché AIAF. Les autorités grecques considèrent que leur système de paiement scriptural, qui a été récemment informatisé et qui assure la compensation et le règlement de tous les titres d'État, pourrait facilement être adapté pour répondre aux besoins d'autres instruments libellés en GRD.

### **3. LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN ESPAGNE, AU PORTUGAL ET EN GRÈCE : VUE D'ENSEMBLE**

#### **3.1 Généralités**

3.1.1 L'influence que peuvent exercer les BMD sur le développement d'un marché obligataire local par le biais de leurs opérations d'emprunt dépend de l'environnement financier international et du niveau initial de développement du marché. On peut s'attendre à ce que les opérations d'emprunt des BMD aient un effet neutre si le marché obligataire local fonctionne déjà assez bien, et notamment si le compartiment "long" du marché des obligations à taux fixe est actif. C'est le cas sur les marchés des capitaux qui sont relativement développés. Il semblerait en outre qu'un impact positif ne soit guère possible si le marché n'est pas encore "mûr", sur le plan technique et institutionnel, pour recevoir une assistance externe sous forme d'emprunts effectués par des BMD. Des placements privés occasionnels ne peuvent guère faire de mal, mais si les mécanismes de marché ne permettent pas aux émissions des BMD d'avoir leur place sur le marché, soit primaire soit secondaire, celles-ci peuvent avoir pour effet d'évincer les emprunteurs nationaux, en particulier l'État. Un tel cas s'est produit dans l'un des pays étudiés, lorsque des BMD ont lancé une série d'émissions trop volumineuses avec le soutien des pouvoirs publics, dans l'intention d'abaisser le niveau des taux d'intérêt de référence. Les BMD doivent par conséquent analyser soigneusement la capacité d'un nouveau marché des capitaux avant d'y lancer leur première émission d'obligations étrangères.

#### **3.2 Les caractéristiques communes du développement des trois marchés**

3.2.1 Lorsque les BMD ont lancé leurs opérations d'emprunt dans les trois pays étudiés, les marchés des obligations y étaient encore très peu développés. Les restrictions en matière de taux d'intérêt venaient d'être éliminées ; les instruments de dette à taux fixe et à long et moyen terme, qui représentent habituellement la majeure partie d'un marché obligataire développé, y étaient pratiquement inexistantes. De fait, il n'existait en Grèce avant 1997 aucun emprunt d'État à taux fixe, tandis qu'en Espagne en 1987 et au Portugal en 1988, années d'ouverture des marchés aux émissions étrangères, les plus longues durées des emprunts d'État à taux fixe étaient respectivement de deux et trois ans. Un autre trait commun à ces marchés était le faible volume des transactions sur le marché secondaire. En Grèce, le volume d'obligations échangées à la Bourse d'Athènes représentait moins de 1 % de la capitalisation boursière, ce qui est extrêmement faible par rapport aux places boursières d'autres pays, en particulier pour un marché moderne de titres d'État servant de support aux marchés correspondants pour les opérations à terme et les contrats d'options.

3.2.2 Les trois pays concernés partageaient en outre un même environnement macroéconomique, qui a joué un rôle déterminant dans leur internationalisation. Premièrement, pendant la majeure partie de la période étudiée, le contexte international s'est caractérisé par la baisse des taux d'intérêt, ce qui a notamment facilité le financement par le déficit et profité en particulier aux nouveaux marchés des capitaux. Deuxièmement, les trois pays s'étaient engagés à faire partie, tôt ou tard, tout d'abord du marché unique des produits et services financiers et ultérieurement de l'UEM. Ils ont tous trois mis activement en oeuvre les politiques communautaires de convergence et d'intégration, avec des degrés de succès divers. Les taux d'intérêt et les taux d'inflation enregistraient, lorsque les marchés des émissions étrangères se sont ouverts, respectivement en 1987, 1988 et 1994, une tendance générale à la baisse (Tableau 3.3), de sorte que le marché obligataire local attirait de plus en plus de ressources nationales et étrangères susceptibles d'être investies, ce qui renforçait cette tendance. La tendance commune à la baisse des rendements obligataires a eu pour résultat que même le marché des obligations en GRD, y compris les obligations de l'État grec, figure maintenant sur les "circuits" des investisseurs internationaux, qu'ils soient privés ou institutionnels. La contribution des BMD à l'internationalisation des trois nouveaux marchés des capitaux doit être replacée dans le contexte favorable de la préparation à l'euro.

3.2.3 Dans le cadre des politiques communautaires d'intégration financière, les trois pays ont accordé une priorité élevée à la modernisation de leurs marchés des titres d'État. Ils ont mis en place des techniques de vente aux enchères pour la cession de ces titres, engagé des

intermédiaires financiers (courtiers) spécialisés pour animer le marché des titres d'État, tant au niveau du marché primaire que secondaire, et modernisé l'infrastructure technologique. Les gestionnaires de la dette publique ont, dans les trois pays, déployé des efforts considérables, d'ailleurs couronnés de succès, pour allonger la courbe des rendements sur les titres d'État à taux fixe, généralement dans le sillage de l'émission, par la BEI et d'autres BMD, d'obligations à taux fixe à moyen terme. Il convient en outre de noter que, au cours de la période pendant laquelle les BMD effectuaient des emprunts sur les marchés locaux, les marchés obligataires des trois pays enregistraient une expansion sensible en valeur relative, c'est-à-dire en pourcentage du PIB nominal, au niveau tant du marché primaire que secondaire (Tableau 3.1). Un autre trait commun est que, dans les trois pays, le rôle des investisseurs institutionnels, et surtout des fonds d'investissement, s'est considérablement développé depuis 1990.

**Tableau 3.1 - Indicateurs du développement des marchés obligataires**

Indicateurs	Espagne		Portugal		Grèce	
Première émission étrangère	1987 (août) EUROFIMA		1988 (novembre) BEI		1994 (février) BEI	
<b>I. TAILLE RELATIVE DU MARCHÉ OBLIGATAIRE</b>						
En % du PIB nominal :						
Montant brut des émissions obligataires	1988-90 1996-98	<b>6,2</b> <b>12,4</b>	1989-91 1996-98	<b>12,6</b> <b>16,0</b>	1994-96 1997-98	<b>15,3</b> <b>16,5</b>
Montant net des émissions obligataires	1988-90 1996-98	<b>1,3</b> <b>5,4</b>	1989-91 1996-98	<b>6,8</b> <b>7,2</b>	1994-96 1997-98	<b>7,4</b> <b>12,0</b>
Capitalisation du marché obligataire	1988 1997	<b>22,6</b> <b>55,4</b>	1988 1998	<b>8,0</b> <b>44,3</b>	1988 1998	<b>19,5</b> <b>63,9</b>
Capitalisation du marché obligataire en % du volume bilantaire du secteur bancaire	1988 1997	<b>16,5</b> <b>32,0</b>	1988 1997	<b>6,5</b> <b>17,2</b>	1989 1996	<b>37,6</b> <b>88,2</b>
<b>II. CARACTÉRISTIQUES DES INSTRUMENTS DE DETTE</b>						
Oblig. d'État à taux fixe : durée la plus longue proposée sur le marché	1988 1998	<b>3 ans</b> <b>30 ans</b>	1988 1998	<b>2 ans</b> <b>15 ans</b>	1994 1998	<b>aucune</b> <b>15 ans</b>
Part de la dette à taux variable dans le tot. de la dette publ. négociable					1994 1998	<b>91,3</b> <b>77,6</b>
Montant brut des émissions en multiple du montant net	1988-90 1996-98	<b>4,8</b> <b>2,3</b>	1989-91 1996-98	<b>1,9</b> <b>2,2</b>	1994-96 1997-98	<b>2,1</b> <b>1,4</b>
Part des bons du Trésor dans le tot. de la dette publique négociable	1988 1998	<b>20,0</b> <b>25,1</b>			1995 1998	<b>37,6</b> <b>19,0</b>
Part des oblig. d'État dans le total brut des émissions obligataires	1988-90 1996-98	<b>53,9</b> <b>76,0</b>	1989-91 1996-98	<b>77,9</b> <b>50,5</b>	1994-96 1997-98	<b>97,2</b> <b>99,6</b>
<b>III. INDICATEURS DU MARCHÉ SECONDAIRE</b>						
Volumes échangés sur le marché obligataire en % de la capitalisation du marché (données boursières)	1988-90 1997-98	<b>n.d.</b> <b>70,4</b>	1988-90 1997-98	<b>n.d.</b> <b>22,6</b>	1988-90 1996-98	<b>0,8</b> <b>0,3</b>
<b>IV. DEGRÉ D'INSTITUTIONNALISATION</b>						
En % du PIB nominal :						
Tous types d'investisseurs institutionnels (actifs financiers), dont :	1990 1997	<b>16,0</b> <b>56,1</b>	1990 1996	<b>9,0</b> <b>34,4</b>	1990 1996	<b>6,5</b> <b>28,5</b>
Fonds d'investissement	1990 1997	<b>3,2</b> <b>33,7</b>	1990 1997	<b>4,3</b> <b>21,2</b>	1990 1996	<b>n.d.</b> <b>13,1</b>

### 3.3 Différences de développement du marché

3.3.1 L'évolution de ces différents marchés obligataires a par ailleurs été marquée par des différences considérables. La plus frappante d'entre elles concerne le calendrier des réformes du marché obligataire national par rapport à celui de l'ouverture du marché des émissions étrangères. En Espagne, la réforme du marché des titres d'État a coïncidé avec l'ouverture du marché Matador, alors qu'au Portugal et en Grèce, trois années ont séparé les premières émissions étrangères sur le marché national et la réforme de celui-ci. Ainsi, en Espagne, la création du marché des émissions étrangères a été mieux intégrée à la réforme du marché obligataire national que dans les deux autres pays, bien que les réformes portugaises aient peut-être été inspirées par l'évolution constatée sur le marché Caravela, qui comprenait des opérations d'emprunt de la BEI.

3.3.2 Le degré d'attention que les autorités et les banques d'affaires ont accordé au développement du marché national des obligations d'entreprises et au marché des titres non gouvernementaux était lui aussi différent selon les pays. En Espagne et au Portugal, la modernisation du marché des titres d'État s'est vu accorder la priorité, de sorte que le marché des obligations d'entreprises a été quelque peu négligé, aussi bien par les autorités que par la Bourse, en particulier pour ce qui est de l'infrastructure technologique du marché secondaire. En fin de compte, l'AIAF a créé en Espagne, en dehors de la Bourse, un nouveau marché entièrement informatisé pour toutes les obligations non gouvernementales y compris celles du marché Matador. Ce marché AIAF n'a été officiellement reconnu par les autorités espagnoles qu'en janvier 1999. Au Portugal, la marge de développement du marché des obligations d'entreprises est allée en s'élargissant au fur et à mesure que l'État réduisait sa part du marché des nouvelles émissions, laquelle a chuté, passant de 78 % en 1989-1991 à 50 % en 1996-1998, ce qui constitue un contraste frappant avec l'évolution enregistrée en Espagne (Tableau 3.2). En Grèce, le niveau extrêmement élevé des besoins de financement du secteur public ne laissait pratiquement aucune marge pour promouvoir le développement du marché des obligations des sociétés.

**Tableau 3.2 - Indicateurs du développement de l'infrastructure des marchés obligataires**

	Espagne (ESP)	Portugal (PTE)	Grèce (GRD)
<b>Pour mémoire :</b> Première émission étrangère	<b>1987 (août)</b> <b>EUROFIMA</b>	<b>1988 (novembre)</b> <b>BEI</b>	<b>1994 (février)</b> <b>BEI</b>
<b>Indicateurs</b>			
<b>I. RÉFORMES DU MARCHÉ DES CAPITAUX</b>			
<b>Nouvelle loi sur le marché des capitaux</b>	Loi sur le marché des valeurs mobilières	Code du marché des valeurs mobilières	Loi sur les activités boursières
<b>Comm. du marché des valeurs mobilières</b>	1988	1991	1988
<b>Réforme de la Bourse</b>	1988	1991	1991
<b>Réforme du marché des titres d'État</b>	1987/88	1991	1997
<b>Dématérialisation des titres (mise en place d'un système de paiement scriptural) :</b>			
<b>pour les titres d'État</b>	1987	1991	1998
<b>pour les autres titres</b>	1992	actions : 1988	actions : 1996
<b>II. INFRASTRUCTURE TECHNOLOGIQUE</b>			
<b>Mise en place d'un système informatisé de dépôt, de compensation et de règlement pour :</b>		1991	1991
<b>les titres d'État</b>	1987	Création d'un dépôt central des titres	Création d'un dépôt central des titres
<b>les autres titres</b>	1992	1991	1992 (actions)
<b>Mise en place d'un système informatisé de cotation et de négociation pour :</b>			
<b>les titres d'État</b>	1988	1991	1998
<b>les autres titres</b>	1988/91	1991	
<b>III. INNOVATIONS INSTITUTIONNELLES SUR LES MARCHÉS DES TITRES D'ÉTAT</b>			
<b>Mise en place de techniques d'adjudication par voie d'enchères</b>	1987	1988	1995-1997
<b>Mise en place d'intermédiaires financiers (courtiers) spécialisés pour les titres d'État</b>	1988	1991	1997
<b>Mise en place d'un marché à terme et d'un marché d'options pour les titres d'État</b>	1989	1996 (Bourse de Porto)	aucun (prévu pour 1999/2000)

**Tableau 3.3 - Taux d'inflation et taux d'intérêt**

Taux d'inflation (%)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Espagne	5,2	4,9	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8
Portugal	9,4	9,7	12,6	13,4	10,2	9,4	6,7	5,4	4,2	3,1	2,3	2,8
Grèce	16,4	13,5	13,7	20,4	19,5	15,9	14,4	10,9	8,9	8,2	5,5	4,8
<b>Taux d'intérêt à court terme</b>												
Espagne	15,8	11,7	15,0	15,2	13,2	13,3	11,7	8,0	9,4	7,5	5,4	4,2
Portugal	13,9	13,0	14,9	16,9	17,7	16,1	12,5	11,1	9,8	7,4	5,7	4,3
Grèce	19,0	19,2	19,0	23,0	23,3	21,7	21,3	19,3	15,5	12,8	10,4	11,5
<b>Taux d'intérêt à long terme</b>												
Espagne	12,8	11,7	13,8	14,6	12,8	11,7	10,2	10,0	11,3	8,7	6,4	4,8
Portugal	..	..	..	..	..	..	..	10,4	11,5	8,6	6,4	4,9
Grèce	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	9,1	7,8
Pour mémoire :												
Allemagne	6,4	6,6	7,1	8,7	8,5	7,9	6,5	6,9	6,9	6,2	5,7	4,6

Source: OCDE, Perspectives économiques, juin 1999 ; taux à long terme pour la Grèce = rendement des nouvelles émissions d'obligations d'État à 10 ans : Banque de Grèce

#### 4. LE ROLE DES OPERATIONS D'EMPRUNT DE LA BEI DANS LE DEVELOPPEMENT DES MARCHES OBLIGATAIRES EN ESPAGNE, AU PORTUGAL ET EN GRECE

##### 4.1 Généralités

4.1.1 Contrairement aux autres BMD, la BEI occupe une position particulière sur les marchés financiers des pays considérés dans la mesure où elle est un important prêteur en monnaie nationale pour les promoteurs locaux d'investissements à long terme. Elle a joué le rôle d'un intermédiaire financier local en acheminant des ressources financières intérieures ou étrangères vers des utilisations locales. C'est déjà là une importante contribution au développement du marché obligataire et du système financier des pays considérés. Outre leurs effets sur les marchés financiers, les efforts accomplis par la BEI pour être un prêteur compétitif en monnaie locale ont également contribué à réduire le risque de change que les emprunts en monnaies étrangères auraient fait courir aux investisseurs locaux ne disposant pas de recettes en devises. Comme on l'a vu plus haut, l'impact des opérations de la BEI varie selon le pays considéré. Alors qu'en Espagne et au Portugal, les prêts en monnaie locale dépassent largement les emprunts, et que d'importantes ressources ont donc dû être acheminées vers ces marchés au travers d'opérations d'échange, en Grèce les emprunts et les prêts en GRD se sont sensiblement équilibrés<sup>8</sup>.

**Tableau 4.1 - Opérations de prêt et d'emprunt en monnaie locale de la BEI (milliards d'EUR)**

	Espagne 1987-1998	Portugal 1987-98	Grèce 1994-98
Prêts BEI (versements) en monnaie locale :	13,3	5,0	0,6
couverts par :			
Emis. oblig. en monnaie locale	9,1	2,7	0,7
Echanges et autres ressources	4,2	2,3	-0,1
Pour mémoire :	<b>1987-98</b>	<b>1987-98</b>	<b>1987-98</b>
Prêts BEI (versements) dans des monnaies autres que locale	13,9	5,8	3,8

<sup>8</sup> Le calendrier des emprunts et celui des prêts ne coïncident pas toujours et il semblerait que quelques fonds en GDR aient été acheminés hors de la Grèce.

4.1.2 L'impact des opérations d'emprunt de la BEI sur le développement des marchés obligataires en Espagne, au Portugal et en Grèce dépend évidemment du nombre et du volume de ces opérations, en termes absolus et relatifs, et du nombre d'années pendant lesquelles la BEI a emprunté sur ces marchés. Alors que, sur une période de 11 ans (1988-1998), il y a eu quelque 120 émissions obligataires de la BEI en Espagne et 34 au Portugal, la BEI n'est intervenue en Grèce comme emprunteur que pendant cinq ans (1994-1999) et elle n'y a lancé que 12 émissions obligataires jusqu'en mars 1999. En outre, 4 seulement de ces 12 émissions peuvent être considérées comme ayant eu un impact sur le marché local puisque les 8 autres ont été organisées à Londres et avaient les caractéristiques d'euroémissions en GRD. Cela semble indiquer, à titre de conclusion préliminaire, que les opérations d'emprunt de la BEI ont eu sur le développement du marché obligataire un impact plus limité en Grèce que dans les deux autres pays.

**Tableau 4.2 - Emissions de la BEI sur les marchés obligataires étrangers en ESP, PTE et GRD**

Marché et monnaie d'émission	Période des opérations d'emprunt BEI	Volume total des émissions (Nombre d'émissions)
Espagne : milliards d'ESP	1988-98	1372 (120)
Portugal : milliards de PTE	1988-98	513 (34)
Grèce : milliards de GRD	1994-1999 (Mars)	290 (12)

## **4.2 Contribution de la BEI au développement des marchés obligataires locaux**

### 4.2.1 Ouverture du marché des émissions étrangères

Au Portugal et en Grèce, la BEI a lancé la première émission étrangère sur le compartiment nouvellement créé du marché obligataire national, aidant ainsi de façon décisive les pouvoirs publics à faire démarrer ce nouveau compartiment. En Espagne, la première émission étrangère a été lancée par EUROFIMA. Les premières émissions ont créé le marché des émissions étrangères dans la mesure où un certain nombre d'emprunteurs étrangers ont suivi l'exemple ainsi donné. Ces premières émissions étrangères ont ouvert la voie, et les juristes chargés de la documentation sur ces émissions ont dû l'adapter à la législation nationale en vigueur dans des domaines comme ceux des conditions d'introduction en Bourse et de cotation, du contrôle des changes, de la fiscalité, des dispositions applicables aux investisseurs institutionnels, des obligations en matière de dépôt, de compensation et de réglementation, etc...La préparation des premières émissions a nécessité des délais allant de plusieurs mois à plus d'un an. La législation locale a dû être adaptée aux normes internationales afin d'aplanir encore le terrain pour les émissions suivantes. La BEI a joué ce rôle de pionnier sur deux des trois nouveaux marchés des capitaux examinés.

### 4.2.2 Améliorer l'image internationale et l'attrait des nouveaux marchés.

En ouvrant le marché des émissions étrangères au Portugal et en Grèce et en intervenant fréquemment à un stade précoce sur le marché obligataire espagnol, la BEI a déclenché et appuyé un important processus qui a permis aux nouveaux marchés de se construire une image et d'inspirer plus de confiance, grâce à quoi les investisseurs internationaux ont ajouté les pays considérés et leurs monnaies sur la carte de leurs investissements potentiels. Les premières émissions étrangères lancées par la BEI ont été rapidement suivies par celles d'autres émetteurs AAA - souvent des BMD. Les médias ont signalé à l'époque les effets bénéfiques des émissions obligataires de la BEI sur ces marchés. Elles ont été considérées comme un signal adressé à la communauté financière internationale pour lui indiquer que ces marchés avaient atteint le premier stade de leur maturité, que leurs monnaies commençaient à perdre le caractère exotique qu'elles avaient eu jusqu'alors et que les investisseurs nationaux et étrangers pouvaient avoir confiance dans la capacité des autorités de ces pays à gérer de façon satisfaisante leur économie et leur système financier. Le signal donné était aussi que les trois pays en question progressaient vers la réalisation des objectifs fixés en matière d'intégration dans l'UE.

#### 4.2.3 Elargissement du marché obligataire local par l'augmentation de l'offre de titres AAA.

La BEI, de même que d'autres BMD et des organismes supranationaux comme EUROFIMA et le Fonds de Rétablissement du Conseil de l'Europe, qui ont été les premiers émetteurs de titres AAA sur le marché intérieur ont été suivis par d'autres émetteurs AAA. Cela a indéniablement donné aux investisseurs institutionnels nationaux, soumis à des règles d'investissement assez strictes, une bien plus grande latitude pour diversifier leurs portefeuilles en y introduisant des titres autres que des titres de l'Etat.

#### 4.2.4 Elargissement du marché obligataire local grâce à l'allongement de la courbe des rendements.

Dans les pays considérés, la BEI a enclenché un processus d'allongement de la courbe des rendements, ce qui a attiré une plus grande quantité de ressources financières intérieures et extérieures vers le compartiment "long" du marché (Tableau 4.3). Il vaut la peine de développer ce compartiment car, au début, les courbes de rendement sur les nouveaux marchés sont souvent inversées et assez courtes, ce qui décourage le développement du compartiment "long" du marché. Les obligations à long terme accroissent l'offre de capitaux à long terme dans l'économie, facilitent la gestion de la dette de l'Etat et, plus généralement, rendent le système financier moins vulnérable aux crises. La BEI a fortement contribué à allonger la courbe des rendements en Espagne et au Portugal, mais en Grèce, malgré un début encourageant, il n'y a pas eu par la suite d'allongement de la courbe des rendements de la BEI. Dans les trois pays, l'Etat a pris le relais en émettant des obligations à plus longue échéance.

**Table 4.3 - Durée maximale des obligations à taux fixe en ESP, en PTE et en GRD (nombre d'années)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Espagne</b>												
BEI	10	10	10	10	10	10	10	15	25	10	10	EURO
Etat	3	10	10	10	10	15	15	15	15	15	30	EURO
<b>Portugal</b>												
BEI	9 (1)	8 (1)	5	5	7	7	7	8	20	10	30	EURO
Etat	2	2	BTV	5	5	10	10	10	10	10	15	EURO
<b>GRECE</b>												
BEI							5	BTV	BTV	BTV	6	3
Etat							BTV	BTV	BTV	10	15	15

(1) Coupons ajustables tous les 2 ou 3 ans.

Note: Le tableau indique les durées les plus longues des titres émis respectivement par l'Etat et par la BEI ; BTV = Bons à taux variable, sans indication de durée.

#### 4.2.5 Elargissement du marché obligataire local grâce au caractère novateur des taux d'intérêt et des autres éléments de rémunération des instruments d'endettement de la BEI.

Outre qu'elle a contribué à l'expansion des marchés à moyen et long terme pour les titres à taux fixe, la BEI a aussi pris des initiatives en mettant au point des instruments d'endettement présentant des caractéristiques particulières en ce qui concerne le taux d'intérêt et les autres éléments de rémunération. Dans les trois pays, elle a été la première à émettre sur le marché des émissions étrangères des BTV indexés sur le taux interbancaire offert sur le marché local (MIBOR, LISBOR, ATHIBOR), ce qui a notamment contribué à accroître le prestige des marchés interbancaires locaux. En Grèce, la BEI a émis le premier BTV "véritable", le taux des BTV émis précédemment par l'Etat ayant été indexé sur le taux des bons du Trésor, qui était fixé par l'Etat jusqu'à la fin de 1997.



**Table 4.4 - Emissions de la BEI présentant des caractéristiques particulières sur les plans du taux d'intérêt et des autres éléments de rémunération**

	Espagne (ESP)	Portugal (PTE)	Grèce (GRD)
Années des activités d'émission	1987-1998	1987-98	1994-99
Premier émetteur étranger de BTV	1994 (liée au LIBOR) 1997 (liée au MIBOR)	1994 (liée au LISBOR)	1995 (liée à l'ATHIBOR)
Première émission étrangère d'obligations à coupons à escalier avec option de remboursement anticipé	1995 (coupons doubles, option de vente au changement de coupon)		
Première obligation liée à des actions	1996 (liée à l'indice du prix des actions à la Bourse de Madrid : IBEX 35)		

En Espagne, les instruments d'emprunt de la BEI présentant des caractéristiques particulières concernant les taux d'intérêt et les autres éléments de la rémunération ont été largement conçus comme des émissions sur mesure destinées aux investisseurs institutionnels du pays.

#### 4.2.6 Elargissement du "socle grand public" du marché obligataire local grâce à des émissions spécialement destinées aux particuliers.

En Espagne, la BEI a lancé en octobre 1996 et en octobre 1997, en étroite coopération avec les caisses d'épargne et les banques espagnoles, 2 émissions à 10 ans assez importantes, d'un montant de 40 000 millions d'ESP chacune (environ 240 millions d'EUR), qui s'adressaient particulièrement aux petits épargnants. Ces deux opérations, qui ont bénéficié d'une importante campagne publicitaire, ont rencontré beaucoup de succès, ce qui constitue un résultat remarquable pour un émetteur supranational.

#### 4.2.7 Elargissement du marché obligataire local par la création d'obligations liquides de référence.

En Espagne et au Portugal, la BEI a fait des efforts considérables pour renforcer l'attrait des émissions étrangères sur le marché en créant un certain nombre d'importantes obligations de référence grâce à l'application des techniques de réouverture (consistant à émettre pendant une certaine période plusieurs tranches d'obligations ayant le même coupon et la même durée). En Espagne, il y a eu 8 réouvertures, qui ont abouti dans un cas à la création d'une émission de 70 000 millions d'ESP (environ 420 millions d'EUR) venant à échéance en 2001, chiffre considéré comme important pour une émission unique.

#### 4.2.8 Préparation à l'euro.

En Espagne et au Portugal, la BEI a émis des obligations fongibles en euros ou euroconfluentes afin de les fusionner, après l'avènement de l'euro, avec des obligations analogues émises dans un certain nombre d'autres pays pour en faire une seule émission plus importante, libellée en euros. La BEI a ainsi aidé les intervenants sur le marché local à se familiariser avec les problèmes soulevés par l'introduction de l'euro.

#### 4.2.9 Amélioration de l'efficacité et de la compétitivité des professionnels locaux des banques d'investissement grâce au transfert de savoir-faire financier international.

4.2.9.1 Grâce à ses opérations d'emprunt locales, la BEI a contribué à former les professionnels des banques d'investissement dans des domaines tels que le travail de chef de file et la syndication des émissions étrangères, l'établissement de la documentation et les formalités administratives liées aux émissions d'obligations internationales. Afin d'accroître l'efficacité du processus local d'apprentissage, la BEI a eu recours au début à un système de roulement entre

les banques d'investissement locales pour les fonctions de chefs de file et de teneurs de plume en favorisant la combinaison entre banques locales et banques internationales. En Espagne, une quinzaine de banques ont fait office de chefs de file ou de co-chefs de file pour des émissions de la BEI; au Portugal, 11 banques ont joué ce rôle. En Grèce, la BEI a également organisé un roulement entre chefs de file locaux et étrangers mais elle a estimé que la possibilité de confier le rôle de chef de file à des banques locales était assez limitée. Cependant, il est à noter que les bureaux londoniens de 3 banques grecques ont participé à la gestion des émissions de la BEI en euro-GRD.

4.2.9.2 Après une période consacrée à l'apprentissage et à l'expérimentation d'un système de roulement, la BEI a introduit en Espagne et au Portugal un système d'appel d'offres pour les fonctions de chef de file et de teneur de plume, ce qui a contribué à renforcer l'efficacité et la compétitivité du secteur des banques d'investissement.

4.2.9.3 La BEI a, au même titre que les autres émetteurs étrangers, fortement contribué au développement des marchés d'échange (échanges de taux d'intérêt, échanges croisés de devises, etc...) et des autres instruments de couverture. En Espagne et au Portugal, la BEI qui est un gros prêteur en monnaies locales, avait besoin de se procurer une certaine quantité de ces monnaies par des échanges, car ses besoins en monnaie locale dépassaient les montants qu'elle avait pu collecter au moyen d'émissions en monnaie locale. D'autres BMD ont tendance à échanger systématiquement leurs émissions en monnaies locales contre des émissions en devises, aidant ainsi les banques locales à se familiariser avec les opérations d'échange. La BEI était la contrepartie naturelle des BMD et d'autres émetteurs étrangers. Elle a également joué un rôle important sur le marché des échanges de taux d'intérêt, car elle avait besoin d'échanger des exigibilités à taux fixe contre des exigibilités à taux variable pour couvrir les prêts à taux variable consentis dans les pays en question. Enfin, des techniques particulières de couverture ont été nécessaires pour faire face au risque de taux d'intérêt dû au décalage qui peut se produire entre le moment où sont encaissés les fonds empruntés et celui où sont versés les fonds prêtés.

4.2.9.4 La position de Madrid et de Lisbonne en tant que places financières internationales a fortement bénéficié du transfert de savoir-faire financier qui était nécessaire pour le développement de nouveaux produits. Ce processus d'apprentissage a été moins poussé à Athènes, car les émissions obligataires en GRD ont émigré trop tôt - en 1997 - vers Londres. (chapitre 2).

#### 4.2.10 Simplification des procédures d'autorisation.

Dans les pays considérés, la BEI a obtenu une simplification considérable des procédures d'autorisation grâce à l'introduction des programmes-cadres d'émission. Ceux-ci contiennent la documentation de base sur la nouvelle émission et fixent un montant global dans les limites duquel un nombre indéterminé de plus petites émissions de différentes formes (indiquées dans le programme-cadre) peuvent être lancées et ce, en principe, à n'importe quel moment. Chaque émission lancée au titre d'un programme-cadre ne nécessite que l'établissement d'une note d'émission. La méthode du programme-cadre d'émission fait gagner du temps et réduit les coûts. Les avantages de cette simplification ont été limités en Grèce en raison de l'imposition du système de la "file d'attente". Il est vrai que ce système était indispensable pour éviter des télescopages avec les fréquentes émissions de titres de l'Etat (c'est seulement depuis peu que le calendrier des émissions d'obligations de l'Etat est fixé à l'avance) et les autorités grecques le justifient par la nécessité de ne pas perdre la trace des euroémissions en GRD lancées à Londres ou ailleurs. Ces autorités ont déclaré qu'elles n'étaient pas certaines que l'élimination du système de la file d'attente aurait en soi sensiblement accru l'attrait du marché local en GRD sur le plan international.

### **4.3 Obstacles au développement d'un marché secondaire des obligations efficace dans les pays considérés.**

4.3.1 La BEI et les autres BMD n'ont pas réussi à contribuer efficacement au développement d'un marché secondaire des obligations efficace, surtout au Portugal et en Grèce, mais aussi dans une certaine mesure en Espagne, où la BEI s'est efforcée d'émettre des obligations de

référence liquides et de montant élevé. La raison fondamentale de cet échec est que, au moment où la BEI a commencé ses opérations d'emprunt, les pays en question ne disposaient que d'une infrastructure technologique rudimentaire pour traiter les opérations du marché secondaire. C'est pourquoi les transactions sur ce marché se sont immédiatement déplacées vers le marché international de gré à gré (écrans de Reuters et Bloomberg), et les opérations de compensation et de règlement ont été en grande partie effectuées dans les chambres de compensation européennes efficaces que sont EuroClear et CEDEL. Telle est la raison pour laquelle la grande majorité des émissions étrangères en PTE et en GRD ont été cotées à la Bourse de Luxembourg et non pas à Lisbonne ou Athènes.

4.3.2 En Espagne, la situation était plus complexe. Pour des raisons légales (cotation officielle), les obligations en ESP de la BEI étaient pour la plupart cotées à la Bourse de Madrid mais négociées sur les écrans de Reuters et Bloomberg. Lorsque l'Association espagnole des courtiers en valeurs mobilières a commencé, en 1995, à faire fonctionner son nouveau système de marché automatisé AIAF pour les obligations autres que les titres d'Etat, la plupart des émissions étrangères en ESP ont trouvé là un nouveau marché secondaire en Espagne grâce à ce système qui n'a malheureusement été officiellement reconnu qu'en janvier 1999, de sorte que la BEI et la Banque mondiale ne s'y sont pas associées. Ainsi, on peut conclure que, en partie pour des raisons d'inefficacité et de coût excessif des systèmes de marché intérieur (Portugal et Grèce), les marchés secondaires des émissions de la BEI en ESP, en PTE et en GRD sont largement situés à l'extérieur des pays concernés, comme le montre le tableau 4.5. Les obligations les plus liquides de la BEI en PTE et en GRD sont cotées à la fois à la Bourse de Luxembourg et sur le marché international de gré à gré, tandis que les obligations BEI les plus liquides en ESP sont pour l'essentiel cotées et négociées uniquement sur le marché international de gré à gré, car la cotation des obligations en ESP à la Bourse de Luxembourg a été interdite par les autorités espagnoles.<sup>9</sup>

**Table 4.5 - Obligations de la BEI sur le marché secondaire (Nombre d'obligations en ESP, en PTE et en GRD en circulation à la fin du premier semestre de 1999)**

	Emissions en ESP	Emissions en PTE	Emissions en GRD
Nombre d'émissions de la BEI	120	94	12
Dont encore en circulation (fin du premier semestre de 1999)	92 <sup>10</sup>	19	10
Dont :			
Cotées à la Bourse de Luxembourg (marché international de gré à gré)	Néant	19	8
Cotées sur le guide hebdomadaire des titres internationaux de l'ISMA	17	6	6
Pour mémoire:			
Total des obligations en ESP, en PTE et en GDR cotées:			
a) A la Bourse de Luxembourg	Néant	159	91
b) Sur le guide hebdomadaire des titres internationaux de l'ISMA (marché de gré à gré)	105	10	98

Source: Bourse de Luxembourg, ISMA et BEI

4.3.3 Les investisseurs locaux préfèrent généralement les émissions de l'Etat, d'une part en raison de la liquidité que leur assure leur important volume et d'autre part parce qu'ils assimilent l'Etat à un emprunteur AAA et n'envisagent pas de défaillance de sa part. Cela explique que le

<sup>9</sup> L'équipe de consultants n'a pu étudier plus en détail la question des marchés secondaires des obligations de la BEI. On ignore, par conséquent, dans quelle mesure les banques espagnoles, portugaises ou grecques effectuent de telles opérations sur le marché international de gré à gré des obligations de la BEI libellées en ESP, en PTE et en GRD.

<sup>10</sup> Plus de la moitié de ces émissions sont des émissions dites structurées (qui ne sont pas négociées sur le marché secondaire)

niveau plus élevé de sécurité offert par les obligations des BMD ne soit pas apprécié et seules les émissions très novatrices soient considérées comme attrayantes. Cela s'applique à la plupart des conclusions figurant au chapitre 4.

## **5. CONCLUSIONS**

### **5.1 Contributions potentielles au développement des marchés obligataires**

5.1.1 Le bilan de l'activité d'emprunt de la BEI en Espagne, au Portugal et en Grèce laisse penser que, dans certaines conditions (voir 5.2), les BMD peuvent contribuer au développement des marchés obligataires locaux. En arrivant sur ces marchés en tant que tout premier émetteur étranger, une BMD notée AAA peut jouer un rôle décisif dans le démarrage de nouveaux segments du marché, à condition qu'elle dimensionne correctement sa première émission. Cette étape constitue un important signal pour la communauté financière internationale et rehausse le prestige international du marché en question ainsi que l'attrait international de la monnaie locale. Pour que l'effet de signal ne s'évapore pas, les premières émissions "brise-glace" doivent être suivies rapidement d'émissions obligataires normales, de qualité AAA. Les politiques générales des pouvoirs publics doivent, même si les gouvernements changent, rester favorables à l'intégration internationale du marché local des capitaux.

5.1.2 Les BMD peuvent contribuer à la diversification des nouveaux marchés obligataires, qui sont souvent dominés par les émissions publiques. L'offre de titres de qualité AAA attire davantage de fonds institutionnels, tant nationaux qu'étrangers. On peut aussi mobiliser des ressources pour les marchés obligataires en proposant des émissions "sur mesure", offrant des caractéristiques spéciales en matière de taux d'intérêt, de modalités de rendement et de dates d'échéance. Les BMD peuvent aussi, avec l'accord des autorités, entreprendre d'allonger la courbe des rendements. Cette démarche s'avère particulièrement utile lorsque les gestionnaires des emprunts d'État hésitent à lancer les premiers instruments d'emprunt à taux fixe et à moyen ou long terme. L'attrait qu'exercent les segments du marché obligataire autres que le marché des titres d'État peut être encore renforcé par l'émission d'obligations de référence liquides également dans des créneaux de durée sur lesquels le gestionnaire de la dette publique n'est pas présent. Le segment de détail du marché obligataire local peut être renforcé grâce à des émissions spécialement destinées aux investisseurs privés, largement annoncées dans la presse et placées avec l'aide des caisses d'épargne et d'autres banques de réseau. Dans ce cas, un effort particulier de commercialisation peut être nécessaire pour surmonter l'avantage comparatif dont bénéficient les titres d'État auprès des épargnants locaux. Enfin, les BMD peuvent contribuer à élargir l'approvisionnement de l'économie nationale en ressources provenant du marché obligataire local en agissant à la fois comme prêteur et comme émetteur obligataire dans le pays concerné.

5.1.3 Les BMD peuvent également améliorer l'efficacité du marché des nouvelles émissions en se posant en concurrentes du gestionnaire de la dette d'État sur les mêmes segments de durée, même si elles doivent, pour ce faire, se présenter assez souvent sur le marché. L'utilisation de programmes-cadres d'émission peut aussi apporter des gains d'efficacité, en termes de temps comme de coûts.

5.1.4 Le secteur local des banques d'affaires peut voir son efficacité, sa complexité et sa compétitivité considérablement améliorées par l'importation d'un savoir-faire financier international dans des domaines tels que les nouvelles émissions internationales, la gestion des titres (y compris les opérations de mise en dépôt, de compensation et de règlement), les opérations d'échange et autres opérations de couverture. On peut accélérer le processus local d'apprentissage dans ces domaines en assurant une rotation des institutions chefs de file, co-chefs de file et teneurs de plume. Ce système peut ensuite être transformé en une procédure d'appel d'offres, qui favorise encore la rentabilité. Du fait que les opérations d'emprunt étrangères font généralement appel, dans une large mesure, à différentes opérations d'échange ou d'autres

types de couverture, le développement d'un marché des émissions étrangères stimule aussi les marchés locaux de ces produits et services particuliers. La BEI a joué jusqu'à maintenant un rôle spécial à cet égard dans la mesure où, en tant qu'important bailleur de prêts en monnaie locale, elle a un besoin particulier, d'une part, d'opérations d'échange de taux d'intérêt en monnaie locale pour passer de taux fixes à des taux variables et, d'autre part, d'opérations d'échange en devises ou en monnaies croisées pour combler les écarts entre les prêts en monnaie locale et les emprunts en monnaie locale. L'efficacité d'une BMD dans ce double rôle dépend de l'efficacité de ceux qui mettent en oeuvre les investissements physiques financés par les BMD. En effet, des retards dans les investissements limitent les besoins de décaissement et donc les besoins d'emprunt sur le marché local.

5.1.5 Cette étude montre qu'une planification soignée des effets des activités d'emprunt des BMD associée à une politique macroéconomique appropriée et à une libéralisation des marchés aide ces derniers à se développer pour atteindre leur phase de maturité sans subir les effets néfastes redoutés ; elle a au contraire des effets bénéfiques, y compris pour les gestionnaires des emprunts d'État.

## **5.2 Conditions à réunir pour produire un impact positif sur le développement du marché obligataire**

Le bilan de l'activité d'emprunt de la BEI en Espagne, au Portugal et en Grèce indique que, pour que la Banque et d'autres BMD soient en mesure de contribuer au développement d'un marché obligataire local, plusieurs conditions doivent être remplies, dont un grand nombre paraîtront probablement évidentes aux spécialistes.

- A. L'impulsion fondamentale en faveur du développement du marché obligataire local doit venir des autorités du pays elles-mêmes ; il doit exister une forte volonté politique de transformer le cadre légal et institutionnel ainsi que l'infrastructure technologique du marché obligataire local pour les porter aux normes internationales, lesquelles, dans le cas des pays étudiés, sont en grande partie déterminées par les politiques de l'UE. Le fait que, lors de l'ouverture du marché des émissions étrangères, de profondes réformes aient déjà été menées ou soient du moins en cours dans ces domaines constitue un avantage considérable ; en effet, les opérations d'emprunt des BMD peuvent alors s'intégrer au processus de réforme.
- B. Les conditions macroéconomiques doivent être favorables au développement d'un marché obligataire à long terme. Les taux d'intérêt et d'inflation ne doivent pas être excessivement élevés ni instables, et ils doivent s'inscrire de préférence dans une tendance à la baisse. Les taux de change doivent être raisonnablement stables.
- C. Le niveau de la dette publique et des besoins d'emprunt de l'État ne doit pas être tel que l'ensemble du système financier soit dominé par la dette publique et que le marché obligataire soit écrasé sous le poids des besoins de financement du secteur public.
- D. Il faut que les taux d'intérêt puissent refléter les véritables conditions du marché, et que toute obligation en matière d'investissement et toute restriction à long terme des mouvements de capitaux aient été abolies au moment de l'ouverture du marché des émissions étrangères.
- E. Pour aboutir, les efforts de développement du marché obligataire local supposent une étroite coopération entre les principaux acteurs : les pouvoirs publics, les banques d'affaires, les BMD et les investisseurs, principalement institutionnels (compagnies d'assurance-vie, caisses de retraite et fonds d'investissement). La BEI et les autres BMD doivent pouvoir disposer d'une certaine latitude pour apporter leur aide dans le processus de développement du marché obligataire. Les autorités et le secteur local des banques d'affaires doivent offrir des indications sur la meilleure manière d'intégrer ces institutions dans le processus de réforme et de développement. Ils doivent en outre se montrer réceptifs aux initiatives et idées novatrices des BMD, car ces institutions ont une vaste expérience en matière d'emprunts internationaux. Le choix du moment est essentiel au succès des émissions obligataires, et ne s'accommode pas d'une influence excessive des procédures bureaucratiques.

- F. Comme l'a démontré l'un des cas étudiés, l'imposition des revenus d'intérêts sur les émissions obligataires tant nationales qu'étrangères influe sur le développement du marché obligataire local. Pour attirer les investisseurs étrangers sur ce marché, la retenue à la source sur les revenus d'intérêts perçus par les détenteurs étrangers d'obligations étrangères émises sur le marché national doit être comparable à la taxe existant sur les marchés d'autres pays.

## **6. RECOMMANDATIONS EN VUE DES PROCHAINES OPÉRATIONS D'EMPRUNT DE LA BEI SUR LES NOUVEAUX MARCHÉS**

La présente évaluation, menée sur les nouveaux marchés des capitaux de trois États membres de l'UE, a conduit aux neuf recommandations ci-dessous. Les services opérationnels de la BEI et de certaines autres BMD consultées dans le cadre de la présente étude confirment qu'un grand nombre de ces recommandations sont déjà appliquées, en fonction des circonstances existantes, sur les nouveaux marchés. D'autres seront considérées comme des composantes normales des futures activités d'emprunt de la BEI sur les nouveaux marchés obligataires, en particulier dans les pays d'Europe centrale.

La grande leçon à tirer de cette étude est que la BEI et les autres BMD auraient avantage à formaliser leurs politiques d'emprunt pour y inclure l'intégration des nouveaux marchés obligataires dans les marchés internationaux des capitaux. Les auteurs du présent rapport estiment que cette démarche permettrait d'identifier un certain nombre de procédures qui n'ont pas reçu par le passé toute l'attention qu'elles méritaient. Cela aurait en outre pour avantage d'atténuer les craintes des autorités des pays concernés, qui considèrent les BMD davantage comme des concurrents sur leurs marchés obligataires nationaux que comme des acteurs jouant un rôle positif en matière de développement. L'intensification de la concurrence sur les nouveaux marchés obligataires aurait pour effet de simplifier les procédures administratives, ce qui compenserait le niveau initialement élevé des coûts d'emprunt des BMD. En résumé, les auteurs du présent rapport recommandent donc que les BMD intègrent pleinement l'autre côté de leur bilan dans leurs efforts visant à rendre leur action de développement plus efficace dans les pays où les marchés des capitaux sont nouveaux.

1. La BEI devrait faire connaître plus systématiquement qu'elle ne l'a fait jusqu'alors ses politiques de développement des marchés obligataires ainsi que les moyens par lesquels elle apporte sa contribution, compte tenu de la nécessité de limiter les coûts d'emprunt.
2. La BEI devrait déterminer comment elle peut au mieux coordonner ses emprunts sur le marché obligataire local avec ses opérations de prêt en monnaie locale dans les pays concernés, afin d'être en mesure de fonctionner comme un intermédiaire financier national, c'est-à-dire d'acheminer les ressources du marché obligataire national vers les besoins nationaux et de contribuer à réduire les risques de change pour ses clients.
3. Étant donné que le marché obligataire de chaque pays est un cas particulier sur le plan de sa réglementation, de sa structure et de son fonctionnement, la BEI devrait étudier chaque marché en détail (à l'aide d'une étude dite "de diagnostic") pour en identifier les points forts et les faiblesses avant d'y lancer ses propres émissions obligataires. Il s'agit d'une étape nécessaire pour optimiser les opérations d'emprunt, lesquelles développent le marché obligataire local. De tels diagnostics pourraient, à des fins d'économies, être menées en commun avec d'autres BMD. Une liste préliminaire d'indicateurs de performance est présentée à l'Annexe 2. Une telle étude permettrait également d'identifier les obstacles qui doivent être éliminés avant que la première émission étrangère puisse être lancée et négociée sur le marché obligataire local.

4. La BEI devrait tenter de coordonner et d'intégrer le plus possible ses propres contributions potentielles à l'évolution du marché obligataire avec les projets de réforme et de développement prévus par les autorités et la communauté financière du pays concerné. La Banque devrait tenter de convaincre les autorités concernées qu'une approche globale et planifiée est préférable à une approche fragmentaire.
5. Les contributions que la BEI peut apporter à l'élargissement du marché obligataire en créant des instruments d'emprunt innovants et en allongeant la courbe des rendements doivent être examinées avec le gestionnaire des emprunts d'État afin de coordonner l'émission d'obligations à taux fixe à moyen et long terme avec le propre programme d'emprunt de l'État et d'obtenir un appui aux efforts déployés par la BEI pour créer un marché liquide d'obligations de référence.
6. De même, la BEI doit étudier avec le secteur local des banques d'affaires la question de savoir à quel point des émissions sur mesure, assorties de caractéristiques spéciales en matière de taux d'intérêt et de rendement, pourraient attirer davantage de ressources institutionnelles sur le marché obligataire local. Elle devrait aussi déterminer avec les caisses d'épargne locales ou d'autres banques disposant de vastes réseaux d'agences s'il existe suffisamment de demande pour lancer des émissions spécialement destinées à une clientèle de petits investisseurs en vue d'élargir le segment de détail du marché obligataire.
7. La BEI devrait faire un effort particulier pour créer un marché secondaire efficace pour ses propres obligations de référence au sein du pays concerné. Cela peut exiger qu'elle passe des accords spéciaux avec les banques d'affaires locales pour que celles-ci assurent en continu la cotation, sinon ferme du moins indicative, des obligations de référence de la BEI sur les réseaux informatisés locaux ou utilisés localement. Lorsque c'est nécessaire, la BEI devrait aider les pouvoirs publics et la communauté financière à mettre en place une infrastructure technologique pour les opérations de cotation, de négoce, de compensation et de règlement. Il se peut que la BEI soit obligée de fournir un effort particulier de commercialisation pour surmonter une préférence traditionnelle en faveur des obligations d'État.
8. Les progrès accomplis dans le développement des marchés obligataires devraient faire l'objet d'un examen périodique lors de réunions associant la BEI et les autorités locales, de préférence en présence également de représentants de la communauté financière, afin de faire le point sur les coûts d'emprunt que supposent les efforts de développement à long terme.
9. Des affectations budgétaires appropriées doivent être prévues pour ces activités sur les nouveaux marchés, dont l'efficacité est une condition préalable à l'utilisation efficace de l'ensemble des financements étrangers en faveur du développement.

## GLOSSAIRE

**Programme-cadre d'émission.** Un programme-cadre d'émission (de même qu'un programme de notes à moyen terme, non mentionné précédemment dans le présent rapport) est un accord-cadre contractuel conclu entre un émetteur et un groupe de banques et contenant la documentation habituelle qui est normalement incluse dans le prospectus d'une nouvelle émission. Dans le cadre d'un PCE (ou d'un programme de notes à MT), un émetteur est autorisé à lancer plusieurs émissions assorties de taux d'intérêt et d'échéances identiques ou différentes, dans les limites du montant total et du calendrier (une ou plusieurs années) stipulés dans le contrat. Le recours à ces programmes permet de réaliser des économies considérables en termes de coûts et de temps, dans la mesure où chaque nouvelle émission ne nécessite que l'établissement d'une simple note d'émission. Les programmes de notes à MT étaient initialement utilisés sur les euromarchés. Dans le contexte d'un marché national, on parle davantage de programmes-cadres d'émission, car il s'agit moins souvent de notes à moyen terme.

**Marché obligataire national, local.** Les termes "national" et "local", appliqués au marché obligataire, sont utilisés dans la présente étude comme synonymes.

**Obligations en euros et euro-obligations.** Le terme **euro-obligations** désigne généralement des obligations qui sont émises par l'intermédiaire d'un consortium bancaire international et proposées simultanément dans plusieurs pays et sur des marchés différents. Les émissions d'euro-obligations sont souvent régies par le droit luxembourgeois ou britannique et ne sont généralement pas soumises à la réglementation du pays dans la monnaie duquel est libellée l'émission. Cependant, un certain nombre de pays ne tolèrent pas que leur monnaie soit utilisée pour libeller des euro-obligations. Bien qu'on ne puisse pas invoquer la loi pour faire observer de telles conditions, les politiques nationales de ce type sont généralement respectées par les milieux bancaires internationaux. L'Espagne fait partie de ce groupe de pays (voir aussi "Obligations Matador"). Avec l'avènement de l'euro, la distinction entre euro-obligations et obligations étrangères classiques ne semble plus aussi pertinente, du moins en ce qui concerne la zone euro, bien que les émetteurs d'obligations libellées en euros, résidant dans un pays de la zone euro ou non, puissent encore en principe choisir le pays, à l'intérieur ou à l'extérieur de la zone euro, dont la législation et la réglementation, y compris en matière de compensation et de règlement, doivent s'appliquer à l'émission concernée.

**Euroclear, Bruxelles, et CEDEL, Luxembourg.** Ces deux organismes sont les seuls systèmes de dépôt, de compensation et de règlement qui soient véritablement européens, et même vraiment internationaux ; ils ont été créés pour soutenir le marché émergent des euro-obligations. Aujourd'hui, ces deux systèmes, bien que concurrents, coopèrent étroitement, notamment en ce qui concerne leurs liens avec les organismes nationaux de compensation à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro. Les premières émissions de la BEI en euros ont été placées en dépôt auprès de ces deux organismes.

**Emissions euroconfluentes, ou fongibles en euros.** Ces expressions désignent les émissions obligataires que la BEI a lancées simultanément dans plusieurs pays en 1997 et 1998, en vue d'opérer, après l'avènement de l'euro, leur fusion en de plus grandes émissions libellées en euros. Il fallait pour ce faire, bien entendu, que les tranches nationales initiales de ces émissions soient assorties de coupons et d'échéances finales identiques.

**Couverture.** Les BMD sont souvent confrontées au problème du décalage entre leur calendrier d'emprunt et leur calendrier de décaissements de prêts. Les risques de taux d'intérêt résultant de ces décalages sont habituellement couverts à l'aide de techniques particulières telles que la fixation différée des taux d'intérêt ou, plus généralement, des placements temporaires dans des actifs financiers pour lesquels les variations de la valeur actualisée résultant de fluctuations des taux d'intérêt compensent les variations de la valeur actualisée de l'engagement qui résultent de l'opération de collecte de ressources.



**LIBOR, MIBOR, LISBOR et ATHIBOR.** LIBOR est l'abréviation de London Interbank Offered Rate. Du fait que Londres est le centre le plus important pour les opérations interbancaires en eurodevises, les taux d'intérêt prévalant pour les différentes monnaies sur ce vaste marché qui offre, de plus, une large gamme de durées courtes, sont souvent utilisés comme référence pour établir des liaisons entre taux d'intérêt correspondants. MIBOR est l'abréviation de Madrid Interbank Offered Rate, taux qui s'applique aux dépôts interbancaires en pesetas. Ces taux, qui peuvent être comparés avec les taux LIBOR correspondants, servent souvent de liaison pour établir les taux variables en Espagne. LISBOR est l'abréviation de Lisbon Interbank Offered Rate, taux qui s'applique aux dépôts interbancaires en escudos. Ces taux, qui peuvent être comparés aux taux LIBOR correspondants, servent souvent de liaison pour établir les taux variables au Portugal. Les LISBOR à trois mois et à six mois sont apparemment les taux les plus importants dans ce contexte. ATHIBOR, créé au début de 1995, est l'abréviation de Athens Interbank Offered Rate, taux qui s'applique aux dépôts interbancaires en drachmes. Ces taux, qui peuvent être comparés aux taux LIBOR correspondants, servent souvent de liaison pour établir les taux variables en Grèce.

**Marché Matador ou marché des obligations Matador.** Il s'agit du marché obligataire espagnol destiné aux émetteurs non résidents d'obligations en pesetas. En principe, il peut exister deux marchés sur lesquels les non-résidents peuvent émettre des obligations libellées dans la monnaie d'un pays donné : le premier est le **marché des émissions étrangères classiques**, qui fait légalement et institutionnellement partie du marché obligataire national de ce pays ; le second est situé dans le segment du **marché euro-obligataire** qui utilise la monnaie dudit pays pour libeller les obligations. Afin d'identifier des marchés particuliers destinés aux émissions étrangères classiques pour les distinguer des segments correspondants du marché euro-obligataire, la communauté bancaire internationale adopte souvent des surnoms tels que "obligations Yankee" pour les obligations étrangères classiques émises aux Etats-Unis, "obligations Bulldog" pour celles émises au Royaume-Uni ou encore "obligations Samourai" pour celles émises au Japon, etc.

**Marché Caravela (Navigator) ou marché des obligations Caravela.** La définition est la même que ci-dessus, mais s'applique au marché obligataire portugais destiné aux émetteurs non résidents d'obligations en escudos.

**Marché Marathon.** La définition est la même que ci-dessus, mais s'applique au marché obligataire grec destiné aux émetteurs non résidents d'obligations en drachmes.

Il n'existe apparemment pas de surnoms pour les obligations étrangères classiques émises en francs français, en deutsche mark ou en francs suisses.

**Opérations d'échange.** Le produit des émissions obligataires étrangères est le plus souvent converti en d'autres devises ou en la monnaie du pays d'origine de l'émetteur, à moins que celui-ci n'ait prévu d'utiliser les fonds dans le pays dont la monnaie est utilisée dans l'opération d'emprunt. En principe, l'émetteur peut simplement vendre le produit en devises contre la monnaie qu'il recherche. Cependant, afin de couvrir les risques de change qu'entraînent les obligations de paiement tout au long de la vie de l'émission (versements annuels d'intérêts, remboursement du principal à l'échéance), l'émetteur préfère généralement effectuer une opération d'échange de devises, c'est-à-dire qu'il échange ses obligations de paiement (cash-flows futurs) dans une monnaie contre les obligations correspondantes (cash-flows futurs) dans l'autre monnaie.

Si un emprunteur comme la BEI, par exemple, emprunte des fonds dans un pays donné et les rétrocède dans le même pays, il peut associer une opération d'emprunt avec une opération correspondante d'échange de taux d'intérêt. C'est ce qui est généralement fait si les prêts sont assortis de taux d'intérêt variables et les émissions obligataires correspondantes de taux d'intérêt fixes à long terme. Les échanges de taux d'intérêt servent à échanger une obligation de paiement à taux fixe (cash-flows futurs) contre une obligation de paiement à taux variable (cash-flows futurs), de façon à obtenir des taux d'intérêt variables des deux côtés du bilan.

### ÉVALUATION DE L'INCIDENCE DES ACTIVITÉS D'EMPRUNT DES BANQUES MULTILATÉRALES DE DÉVELOPPEMENT (BMD) SUR LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DES CAPITAUX

#### TERMES DE RÉFÉRENCE

La présente étude d'évaluation a pour but de fournir une réponse à la question générale de savoir dans quelle mesure et de quelle manière le lancement d'émissions obligataires par des BMD est utilisé, ou pourrait l'être, comme un outil de développement des marchés nationaux des capitaux. L'étude est destinée à aider les BMD à évaluer leur efficacité en matière de développement - cette efficacité ayant été jusqu'à présent examinée seulement sous l'angle des prêts - également du point de vue de leurs activités d'emprunt.

Plus précisément, l'étude tentera de déterminer comment les BMD peuvent le mieux contribuer à l'élargissement et à l'approfondissement des marchés locaux des capitaux ainsi qu'à l'amélioration de leur fonctionnement et de leur efficacité, de façon qu'aussi bien les capitaux locaux que les capitaux étrangers puissent être utilisés plus efficacement en faveur du développement économique général. Cet objectif fait partie des priorités fixées par le Comité conjoint du développement en vue de renforcer les réseaux financiers locaux. Pour la BEI, il est fondamental d'aider les pays financièrement immatures à développer leurs propres marchés des capitaux afin qu'ils puissent eux-mêmes lever des fonds à des conditions raisonnables. La Banque asiatique de développement a elle aussi publié des objectifs de développement qui affirment que la BASD pourrait poursuivre sa mission (promouvoir le développement de la région) non seulement à travers ses activités de prêt, mais aussi par le biais de ses activités de collecte de ressources, c'est-à-dire en contribuant au développement des marchés des capitaux de la région<sup>1</sup>. Une liste plus détaillée des questions auxquelles l'étude doit répondre figure à l'Appendice 1.

Même si l'étude concernera nécessairement, du moins indirectement, toutes les BMD opérant sur les marchés étudiés, les présents Termes de référence ne s'appliquent qu'à l'activité de la BEI. Pour ce qui est de la mise en oeuvre, une approche en plusieurs phases sera adoptée. Une première phase comprendra a) une analyse descriptive et statistique des marchés des capitaux, en particulier des marchés obligataires, des pays retenus pour l'étude ; b) des entretiens avec les services de la BEI qui mènent les opérations d'emprunt de la Banque ; c) une proposition portant sur un ensemble de critères et d'indicateurs visant à évaluer le développement et les résultats de différents marchés locaux des capitaux.

Dans une deuxième phase, la méthode de travail sera d'abord testée sur le terrain en Espagne et appliquée au Portugal et à la Grèce. Il est proposé ensuite d'en vérifier les résultats avec les emprunts de la BEI sur d'autres marchés en développement : ceux de la République tchèque, de la Hongrie et, peut-être, de la Pologne. Pour chaque pays, les conclusions de l'étude se traduiront par un rapport-pays dont la structure suivra le cadre indiqué à l'Appendice 2. Ces rapports-pays sont strictement confidentiels et ne servent qu'à rassembler des informations factuelles à l'usage interne des pays concernés et des services de la BEI. Par la suite, les résultats de ces rapports-pays serviront de base pour établir un rapport de synthèse, qui sera éventuellement publié, présentant le bilan de l'activité de la BEI en la matière et formulant des recommandations.

---

<sup>1</sup> Andrew W.B. Ferguson, The Asian Development Bank's "Dragon Bond" ; in OECD, Emerging Bond Markets in the Dynamic Asian Economies, Paris 1993.

Après achèvement de cette étude, la BEI se propose de faire part de ses conclusions aux BMD qui seraient intéressées et qui pourraient appliquer cette méthodologie à leurs propres activités d'emprunt sur les marchés en développement. Cette phase du travail serait menée sous l'égide du Groupe de coopération pour l'évaluation, qui a pour mandat d'harmoniser les procédures d'évaluation des BMD.

L'Unité d'évaluation de la BEI (EV) conservera la responsabilité fondamentale de l'étude BEI et effectuera les recherches statistiques de base. Une équipe de trois consultants a été embauchée pour étudier, en principe, deux pays chacun. Il s'agit de MM. G. Bröker, Joern Kjaer et A. del Rivero. M. G. Bröker sera chargé de coordonner les recherches, d'assembler les résultats et conclusions de l'équipe de consultants et de rédiger le premier projet de rapport de synthèse. Les différents rapports-pays et le rapport de synthèse seront finalisés après une étroite consultation des autorités des pays concernés et des services de la BEI. Leurs opinions seront reflétées dans les différents rapports.

Les deux premières phases de l'étude concernant le bilan de l'activité de la BEI devraient prendre environ six mois et s'achever en juillet 1999.

**QUESTIONS AUXQUELLES L'ETUDE DOIT VISER A APPORTER DES REPONSES**

**(I) Considérations de politique macro-économique**

1. Quelles considérations ont amené les pouvoirs publics à instaurer un contrôle restrictif sur l'accès des banques multilatérales de développement ou de tout autre émetteur étranger d'obligations à leur marché obligataire : a) des considérations de politique monétaire; b) des considérations tenant à la politique de taux de change; c) des considérations tenant à la balance des paiements et/ou à la dette extérieure; d) des considérations tenant à la protection de l'épargne intérieure et consistant à réserver celle-ci pour les emprunteurs nationaux et notamment pour l'Etat; e) des considérations d'autre nature?
2. Quelle est l'attitude des pouvoirs publics face à l'utilisation de la monnaie nationale par les BMD ou d'autres emprunteurs internationaux pour des opérations d'emprunt en-dehors du pays, c'est-à-dire à l'émission d'euro-obligations libellées dans la monnaie nationale?
3. Comment les émissions d'obligations de la BEI sont-elles perçues dans ce cadre de politique générale au sens large: les pouvoirs publics accordent-ils de l'importance au fait que la BEI, contrairement à la plupart des autres émetteurs étrangers d'obligations, exerce une importante activité de prêt dans le pays concerné, de sorte qu'elle joue en fait le rôle d'un intermédiaire financier national pour canaliser l'épargne intérieure en faveur d'investissements dans le pays?

**(II) Impact des emprunts des BMD en termes d'image et d'instauration d'un climat de confiance**

4. Les premières émissions des BMD sur le marché obligataire national ont-elles eu un impact positif sur les investisseurs et sur les emprunteurs à l'intérieur et à l'extérieur du pays? L'une ou l'autre de ces émissions a-t-elle renforcé l'image de la place financière et la confiance générale dans la volonté et la capacité des autorités d'assurer la stabilité et la sécurité du marché financier dans le pays concerné?

**(III) Elargissement du marché national des capitaux**

5. Considère-t-on que les émissions obligataires des BMD contribuent à élargir et à consolider le marché obligataire national en accroissant et en diversifiant l'offre d'obligations de grande qualité (AAA)? Dans quelle mesure cela est-il accueilli favorablement par les investisseurs institutionnels nationaux (fonds d'investissement, fonds de pension et compagnies d'assurance-vie)?
6. Les opérations d'emprunt des BMD ont-elles incité d'autres émetteurs de qualité à l'intérieur et à l'extérieur du pays à se présenter sur le marché obligataire national?

**(IV) Promotion de l'innovation financière**

7. Les BMD ont-elles joué un rôle de précurseurs dans le domaine de l'innovation financière pour ce qui est de tester le marché avec de nouveaux instruments financiers ou d'introduire des éléments novateurs dans des instruments existants dans le but d'attirer l'épargne financière intérieure vers le marché obligataire dans des proportions croissantes? Existe-t-il des cas où la BEI ou d'autres BMD ont testé le marché pour des durées plus longues qu'à l'ordinaire ou des émissions à taux fixes avant que l'Etat ne s'engage sur ces segments?

**(V) Opérations d'emprunt et de prêt de la BEI**

8. Dans quelle mesure la BEI a-t-elle servi d'intermédiaire pour canaliser l'épargne financière intérieure vers une utilisation dans les secteurs productifs par des entreprises du pays, donnant ainsi accès à ces entreprises indirectement au marché obligataire national? Quelle est l'attitude des banques face aux opérations de prêt de la BEI dans leur pays: ces opérations sont-elles considérées comme offrant des possibilités de coopération efficace, ou ces banques perçoivent-elles la BEI davantage comme un concurrent potentiellement dérangeant?

**(VI) Renforcement des institutions locales opérant sur la place financière**

9. Le lancement d'émissions d'obligations par des BMD sur le marché obligataire national a-t-il contribué à améliorer le savoir-faire financier et à le diffuser plus largement et plus uniformément dans les milieux bancaires et dans le secteur des valeurs mobilières du pays concerné, favorisant ainsi le développement de son infrastructure financière et de ses capacités en matière de services financiers?
10. La BEI a-t-elle fourni une assistance technique dans les grands domaines suivants: dispositions légales, documentation, réglementation financière, procédures administratives ou autres, dans le but de faciliter l'accès des emprunteurs étrangers (dont la BEI) au marché obligataire national? Les BMD, notamment la BEI et la BERD, ont-elles aidé à renforcer dans le pays concerné la sécurité et l'efficacité du système de dépôt et de compensation des titres?
11. Où et comment les émissions des BMD s'échangent-elles principalement dans le cadre du marché secondaire? Les dispositions et procédures actuelles sont-elles considérées comme satisfaisantes tant du point de vue des pouvoirs publics que de celui du marché?

**(VII) Internationalisation de la place financière locale**

12. Les émissions obligataires des BMD, ou les émissions étrangères d'obligations d'une manière générale, ont-elles contribué à l'internationalisation progressive du marché des capitaux, du système bancaire et du secteur des valeurs mobilières du pays en question, améliorant ses perspectives d'entrée dans l'UE? Y-a-t-il à cet égard une différence entre les euro-obligations libellées dans la monnaie nationale et les émissions étrangères offertes sur le marché obligataire national?
13. Dispose-t-on d'informations sur l'importance relative des investisseurs étrangers participant à l'achat d'obligations de la BEI ou à des émissions d'obligations étrangères en général?

**(VIII) Performance de la BEI**

14. La BEI est-elle parvenue jusqu'ici à contribuer valablement au développement du marché national des capitaux; dans l'affirmative, dans quels domaines?
15. Quels sont les domaines du marché des capitaux dans lesquels la BEI pourrait améliorer son impact en termes de développement et d'efficacité?

## **IMPACT DES EMPRUNTS DE LA BEI SUR LE DEVELOPPEMENT DU**

### **MARCHE DES CAPITAUX DE**

**(nom du pays)**

#### **Sommaire**

#### **1. INTRODUCTION (identique pour tous les rapports nationaux)**

- 1.1 Termes de référence
- 1.2 Méthode de travail

#### **2. EMISSIONS OBLIGATAIRES DES BMD (marché national et euro-marché)**

- 2.1 Emissions obligataires des BMD (volume, durée, rendement)
- 2.2 Le marché des obligations étrangères

#### **3. EVOLUTION DU MARCHE NATIONAL DES CAPITAUX DEPUIS LE DEBUT DES ANNEES 90**

- 3.1 Considérations macro-économiques (endettement public, convergence pour la participation à l'UEM, évolution du régime fiscal)
- 3.2 Modernisation de fond des marchés des capitaux
- 3.3 Evolution du marché obligataire (émetteurs, investisseurs, rendements et durées)

#### **4. RÔLE DE LA BEI DANS L'EVOLUTION DU MARCHE NATIONAL DES CAPITAUX**

- 4.1 Cadre général (3 périodes)
- 4.2 Caractéristiques novatrices des émissions obligataires de la BEI
- 4.3 (Echéances, rendements, documentation)
- 4.4 Concordance entre prêts et emprunts
- 4.5 Du marché national à l'euro-marché des obligations
- 4.6 Rétrocession de prêts BEI en monnaie nationale
- 4.7 Programme-cadre d'émission/Notes à moyen terme
- 4.8 Marché secondaire
- 4.9 Renforcement des institutions
- 4.10 Analyse globale

#### **TABLEAUX INTEGRES DANS LE TEXTE**

- 1. Emissions des BMD (nombre, volume, durées)
- 2. Structure de la demande de capital sur le marché obligataire
- 3. Volume brut des émissions d'obligations par type de coupon
- 4. Coûts de financement de la BEI et des Etats par comparaison avec les principaux marchés de capitaux de référence (DEM?)

## LISTE DE CONTRÔLE POUR L'ETABLISSEMENT D'UN DIAGNOSTIC SUR LES MARCHES OBLIGATAIRES

La liste de contrôle suivante pourra servir de guide pour l'établissement d'un "diagnostic" sur les marchés obligataires dans les économies émergentes. Des études contenant des informations sur l'ensemble ou sur une grande partie des points recensés seront utiles pour permettre à la BEI et à d'autres BMD de formuler des politiques pour ce qui est de leur contribution au développement des marchés obligataires concernés. Les informations ainsi obtenues peuvent aussi être utilisées dans des études comparatives en la matière si les données correspondantes sont présentées sous la forme d'"indicateurs de l'évolution du marché obligataire" tels qu'ils figurent dans les tableaux 3.1 et 3.2 du présent rapport. Les statistiques seront présentées de préférence sous forme de séries chronologiques.

<b>1.</b>	<b>Cadre législatif</b>
1.1	Législation de base concernant le marché des valeurs mobilières (année).
1.2	Réglementation du marché des émissions étrangères d'obligations; position officielle concernant l'émission d'euro-obligations libellées en monnaie nationale; réglementation de l'accès au marché; système de "file d'attente".
1.3.	Conditions à remplir en matière d'autorisation et d'inscription à la cote: référence spéciale au traitement réservé aux institutions supranationales et notamment aux BMD? Une inscription à la cote d'une bourse de valeurs nationale est-elle obligatoire? Une cotation à l'étranger est-elle également possible?
1.4	Conditions à remplir en matière de dépôt, de compensation et de règlement des titres: quels sont les critères à respecter en matière de dépôt pour les émissions étrangères? Où et comment doivent être effectués la compensation et le règlement des opérations? Y-a-t-il dématérialisation ou immobilisation de titres et a-t-on recours à un système de paiement scriptural?
1.5	Directives communautaires concernant l'activité bancaire et sur titres: les directives pertinentes ont-elles été transposées dans la législation nationale? A quelle date?
1.6	Contrôle des changes sur: émissions étrangères d'obligations et affectation du produit des émissions, opérations transfrontières sur titres, revenus transfrontières sur obligations.
1.7	Taxation des produits perçus par des résidents et des non-résidents sur des obligations nationales et étrangères (réglementation relative à la retenue à la source et historique de toutes les modifications éventuelles).
<b>2.</b>	<b>Cadre technique</b>
2.1	Système de dépôt, de compensation et de règlement: est-il conforme aux exigences d'un système informatisé moderne de tenue de livres fondé sur le principe de la livraison contre paiement? Existe-t-il un système central de dépôt pour l'ensemble des titres, ou les titres émis par l'Etat sont-ils gérés de manière différente? Y-a-t-il une liaison directe avec un système informatique de cotation et d'échange automatisés de titres sur le marché secondaire? Existe-t-il des liaisons avec des systèmes étrangers de compensation tels qu'EuroClear et CEDEL?
2.2	Système informatique de cotation et d'échange automatisés de titres: système local particulier ou recours aux écrans Reuter et Bloomberg? Système distinct pour les titres d'Etat? Où et comment les obligations étrangères sont-elles cotées et négociées? En Bourse ou sur un marché local de gré à gré informatisé?
<b>3.</b>	<b>Cadre institutionnel</b>
3.1	Commission des opérations sur valeurs mobilières : fonctions, rapports, statistiques.
3.2	Banques d'investissement et maisons de titres; nombre de sociétés à capitaux étrangers, sociétés réputées? Identification de bons analystes des marchés financiers, publications appropriées ou informations sur Internet. Taille et expérience internationale des banques locales. Degré de concentration.
3.3	Bourse de valeurs: structure de la capitalisation boursière; publications, statistiques; composition de la Bourse (nombre d'inscrits étrangers?).
3.4	Marché de gré à gré des obligations?
<b>4.</b>	<b>Structure et croissance du marché primaire des obligations (sous l'angle de la demande en capital)</b>
4.1	Statistiques (brutes et nettes) sur les nouvelles émissions avec répartition selon les principales catégories d'émetteurs; parts de marché des différentes catégories d'émetteurs (administration centrale, collectivités locales, banques et autres institutions financières, établissements non financiers, émetteurs étrangers).
4.2	Taille et croissance relatives du marché des émissions nouvelles (en pourcentage du PIB).

<b>5.</b>	<b>Structure et croissance de l'offre de capital (sous l'angle des investisseurs)</b>
5.1	Quelles sont les statistiques disponibles sur les obligations détenues par les principales catégories d'investisseurs: banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds d'investissement, ménages, investisseurs étrangers? Il s'agit généralement du point le plus difficile de l'analyse du marché obligataire dans des pays pour lesquels ou ne dispose pas de "Comptes financiers". On ne pourra vraisemblablement éviter de s'appuyer dans une certaine mesure sur des éléments circonstanciels.
5.2	Importance relative des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds d'investissement): les données de l'OCDE concernant les avoirs financiers de ces groupes d'établissements en pourcentage du PIB nominal pourraient être utilisées comme indicateur approximatif du degré d'institutionnalisation du marché des capitaux.
<b>6.</b>	<b>Titres d'emprunt publics</b>
6.1	Description des principaux types de titres d'emprunt publics négociables.
6.2	Statistiques sur les emprunts d'Etat ventilés par instruments avec détail des échéances des emprunts à taux fixe (série chronologique pour les durées les plus longues du marché).
6.3	Statistiques sur le montant brut et net des émissions de titres d'Etat par instrument.
6.4	Durée moyenne de vie des titres d'emprunt publics négociables. En l'absence de données sur la durée moyenne, les ratios suivants peuvent servir d'indicateurs d'évolution: émissions nettes en pourcentage des émissions brutes de titres publics négociables, part des bons du Trésor dans le total des titres publics négociables.
6.5	La part des instruments à taux variable peut aussi servir d'indicateur de l'évolution du marché obligataire.
<b>7.</b>	<b>Organisation et fonctionnement du marché des titres publics</b>
7.1	Réformes récentes.
7.2	Introduction d'instruments nouveaux.
7.3	Recours à des techniques d'enchères.
7.4	Recours à des spécialistes des titres publics (système de courtiers spécialisés).
7.5	Fonctionnement des marchés secondaires: Bourse, marché informatique de gré à gré automatisé? (voir aussi point 11 ci-dessous)
<b>8.</b>	<b>Marché des obligations émises par des sociétés</b>
8.1	Principaux émetteurs sur le marché des obligations de sociétés: banques, établissements non financiers (quels secteurs?)
8.2	Instruments d'emprunt utilisés par les sociétés émettrices: part du papier commercial.
<b>9.</b>	<b>Taille et croissance du marché secondaire des obligations</b>
9.1	Statistiques sur la capitalisation du marché obligataire (ou sur l'encours des titres publics négociables): montants en valeur absolue et relative (en pourcentage du PIB nominal).
9.2	La capitalisation du marché obligataire en pourcentage du total du bilan du système bancaire est un indicateur intéressant de l'évolution du marché obligataire. Existe-t-il un système de gestion électronique des données du marché?
<b>10.</b>	<b>Volumes échangés sur le marché secondaire des obligations</b>
10.1.	Statistiques relatives aux volumes échangés sur le marché obligataire (Bourse ou système de marché distinct pour les titres d'Etat).
10.2	Volumes échangés en pourcentage (ou multiple) de la capitalisation du marché obligataire: l'analyse du volume des obligations échangées est importante pour évaluer la liquidité du marché obligataire et l'importance relative de la capitalisation (une capitalisation importante ne présente pas d'intérêt sur le plan de l'évolution du marché si le volume des obligations échangées est faible).
<b>11.</b>	<b>Fonctionnement du marché secondaire pour les émissions de sociétés et étrangères</b>
11.1	Description du processus de détermination des prix: enchère unique à la Bourse ou bien système de cotation informatique continue sur le principe du teneur de marché (système d'enchères ou activités de courtage)
<b>12.</b>	<b>Octroi de prêts dans le passé ou estimation de l'efficacité des investissements</b>
12.1	Tradition d'affectation de ressources budgétaires.
12.2	Antécédents de retards dans la réalisation des projets.
<b>13.</b>	<b>Estimation des besoins en personnel et du calendrier. Budget "marketing".</b>



## STATISTIQUES ET SOURCES

Cette annexe statistique est destinée, premièrement, à apporter des éléments statistiques à l'appui des tableaux qui figurent dans le corps du texte principal du rapport de synthèse et à fournir des données annuelles à mettre en parallèle avec les données concernant des périodes qui sont indiquées dans le texte et, deuxièmement, à apporter des informations sur l'origine des statistiques utilisées.

### I. TABLEAUX

Deux ensembles de tableaux sont présentés:

**1) Indicateurs de l'évolution des marchés obligataires** avec quelques éléments macro-économiques de base donnés pour mémoire:

Tableau A1.1: Espagne

Tableau A1.2: Portugal

Tableau A1.3: Grèce

**2) Emissions étrangères d'obligations par types d'émetteurs**

Tableau A2.1: Espagne: Emissions étrangères d'obligations en ESP sur le marché espagnol (obligations "Matador")

Tableau A2.2: Portugal: Emissions étrangères d'obligations en PTE sur le marché portugais (obligations "Caravela")

Tableau A2.3: Grèce: Emissions étrangères d'obligations en GRD sur le marché grec (obligations "Marathon") et euro-émissions d'obligations en GRD.

### II. SOURCES

**1) Indicateurs de l'évolution des marchés obligataires**

**Les données relatives aux émissions d'obligations** (points 1.1 à 1.4) et aux ratios correspondants (points 2.1, 2.2, 3.1.1, 3.4) proviennent de sources nationales (Banque d'Espagne, Banque du Portugal et Banque de Grèce); dans le cas de la Grèce, le montant total des émissions obligataires a été estimé sur la base des emprunts d'Etat ajoutés aux émissions étrangères d'obligations en GRD sur le marché grec. Les données relatives aux émissions étrangères d'obligations (points 1.5, 1.5.1, 1.5.2, 3.1.2) sont celles qui figurent dans les tableaux A.2.1, A.2.2 et A.2.3 (voir ci-après).

**Les données relatives à la capitalisation du marché obligataire** (points 1.6, 2.3, 3.3) proviennent, dans le cas de la Grèce et du Portugal, respectivement de la Bourse d'Athènes et de la Bourse de Lisbonne. Pour ce qui concerne l'Espagne, des données tirées des rapports financiers fournis par la Banque d'Espagne (Rapports financiers sur l'économie espagnole) sur le volume des obligations en circulation ont été utilisées. Le ratio figurant au point 3.3 (capitalisation du marché obligataire en pourcentage du total du bilan du système bancaire) a été établi à partir de l'annuaire bancaire de l'OCDE.

**Les données relatives aux échéances les plus longues** (point 4.1) proviennent de sources nationales.

**Les données relatives au degré d'institutionnalisation** (points 5.1 et 5.1.1) sont tirées de l'annuaire statistique des investisseurs institutionnels de l'OCDE.

**Données relatives au chiffre d'affaires du marché obligataire** (points 1.7 et 3.2). Les données concernant la Grèce proviennent de la Bourse d'Athènes. Pour l'Espagne et le Portugal, les données correspondantes des Bourses n'ont pas été utilisées car la majeure partie des emprunts d'Etat est placée en-dehors de la Bourse.

**Les points pour mémoire** (points 6.1 à 6.7) sont tous (à l'exception du point 6.6.1) des données de l'OCDE publiées dans les Perspectives économiques de l'OCDE (dernière livraison: n°65 en date de juin 1999). Les données du point 6.6.1 (rendement de l'emprunt d'Etat à dix ans servant d'indicateur de convergence pour les critères de Maastricht) proviennent des banques centrales respectives.

**2) Les données relatives aux émissions étrangères d'obligations** (tableaux A2.1, A2.2, A2.3) ont été rassemblées à partir d'informations sur les émissions individuelles obtenues auprès de diverses sources: Banque européenne d'investissement, International Financial Research (IFR), Capital DATA Bondware, et des sources nationales (Portugal: Banco Português de Investimento). Ces données ont aussi été utilisées dans les tableaux A1.1, A1.2, et A1.3. Dans le cas de la Grèce, la distinction entre les obligations Marathon (obligations étrangères en GRD émises sur le marché grec) et les euro-obligations en GRD est établie à partir d'informations concernant des banques chefs de file. D'une manière générale, les émissions en GRD lancées de Londres sont comptabilisées parmi les euro-émissions en GRD.

**ESPAGNE**  
**Emissions étrangères en ESP sur le marché espagnol (obligations "Matador")**  
**(milliards d'ESP)**

Tableau A2.1

Types d'émetteurs	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1987-98
<b>I. Banques multilatérales de développement</b>													
Banque européenne d'investissement		33	75	80	105	60	145	125	135	299	256	60	1373
Autres banques multilatérales de développement	18	35	60	36	58	20	40	0	13	95	236	15	626
dont:													
Banque mondiale	10	25	30	26	30	0	30	0	0	35	31	15	232
Société financière internationale (SFI)	8	10	20	10	8	10	10	0	13	38	150	0	277
Banque interaméricaine de développement (BID)	0	0	0	0	20	10	0	0	0	10	0	0	40
Banque asiatique de développement (BAsD)	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10
BERD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12	0	0	12
<b>Total - Banques multilatérales de développement</b>	<b>18</b>	<b>68</b>	<b>135</b>	<b>116</b>	<b>163</b>	<b>80</b>	<b>185</b>	<b>125</b>	<b>148</b>	<b>394</b>	<b>492</b>	<b>75</b>	<b>1998</b>
<b>II. Total - Autres émetteurs</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>110</b>	<b>55</b>	<b>105</b>	<b>88</b>	<b>205</b>	<b>85</b>	<b>146</b>	<b>503</b>	<b>532</b>	<b>246</b>	<b>2114</b>
<b>Total - Emissions étrangères en ESP sur le marché espagnol</b>	<b>38</b>	<b>88</b>	<b>245</b>	<b>171</b>	<b>268</b>	<b>168</b>	<b>390</b>	<b>210</b>	<b>294</b>	<b>896</b>	<b>1024</b>	<b>321</b>	<b>4112</b>

Tableau A2.2

**PORTUGAL**  
**Emissions étrangères d'obligations en PTE sur le marché portugais (obligations "Caravela")**  
**(milliards d'PTE)**

Types d'émetteurs	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1988-98
<b>I. Banques multilatérales de développement</b>												
Banque européenne d'investissement	5	15	23	45	15	45	60	150	70	69	15	512
Autres banques multilatérales de développement	0	0	10	38	17	12	0	5	10	10	7	109
dont:												
Banque mondiale	0	0	0	15	17	12	0	0	10	0	7	61
Société financière internationale (SFI)	0	0	10	11	0	0	0	0	0	0	0	21
Banque interaméricaine de développement (BID)	0	0	0	12	0	0	0	0	0	10	0	22
Banque asiatique de développement (BAsD)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BERD	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	5
<b>Total - Banques multilatérales de développement</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>33</b>	<b>83</b>	<b>32</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>155</b>	<b>80</b>	<b>79</b>	<b>22</b>	<b>621</b>
<b>II. Total - Autres émetteurs</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>47</b>	<b>67</b>	<b>298</b>	<b>423</b>	<b>458</b>	<b>362</b>	<b>1699</b>
<b>Total - Emissions étrangères en PTE sur le marché portugais</b>	<b>5</b>	<b>22</b>	<b>43</b>	<b>100</b>	<b>42</b>	<b>104</b>	<b>127</b>	<b>453</b>	<b>503</b>	<b>537</b>	<b>384</b>	<b>2320</b>

Tableau A2.3

**Emissions étrangères d'obligations en GRD sur le marché grec (obligations "Marathon")**  
**et euro-émissions d'obligations en GRD**  
**(milliards d'GRD)**

Types d'émetteurs	1994	1995	1996	1997	1998	1999*	1994-99*
<b>a) Emissions étrangères en GRD sur le marché grec (obligations "Marathon")</b>							
<b>I. Banques multilatérales de développement</b>							
Banque européenne d'investissement	10	45	30	0	0	30	115
Autres banques multilatérales de développement	35	140	87	28	20	45	354
dont:							
Banque mondiale	15	0	20	0	20	45	100
Société financière internationale (SFI)	10	140	27	28	0	0	204
Banque interaméricaine de développement (BID)	0	0	0	0	0	0	0
Banque asiatique de développement (BAsD)	0	0	0	0	0	0	0
Banque européenne pour la reconstruction et le développement	10	0	40	0	0		50
<b>Total - Banques multilatérales de développement</b>	<b>45</b>	<b>185</b>	<b>117</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>75</b>	<b>469</b>
<b>II. Total - Autres émetteurs</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total - Emissions étrangères en GRD sur le marché grec</b>	<b>45</b>	<b>185</b>	<b>117</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>75</b>	<b>469</b>
<b>b) Euro-émissions en GRD</b>							
<b>I. Banques multilatérales de développement</b>							
Banque européenne d'investissement	0	0	0	50	85	40	175
Autres banques multilatérales de développement	0	0	0	30	253	130	413
dont:							
Banque mondiale	0	0	0	30	138	60	228
Société financière internationale (SFI)	0	0	0	0	55	35	90
Banque interaméricaine de développement (BID)	0	0	0	0	30	20	50
Banque asiatique de développement (BAsD)	0	0	0	0	0	0	0
Banque européenne pour la reconstruction et le développement	0	0	0	0	30	15	45
<b>Total - Banques multilatérales de développement</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>80</b>	<b>338</b>	<b>170</b>	<b>588</b>
<b>II. Total - Autres émetteurs</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>200</b>	<b>644</b>	<b>348</b>	<b>1212</b>
<b>Total - Euro-émissions en GRD</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>280</b>	<b>982</b>	<b>518</b>	<b>1799</b>
<b>Total - Emissions étrangères en GRD</b>	<b>65</b>	<b>185</b>	<b>117</b>	<b>307</b>	<b>1002</b>	<b>593</b>	<b>2269</b>

\* Janvier à avril

Sources : Banque européenne d'investissement, International Financial Research (IFR), Capital DATA Bondware, et sources nationales

## LA BANQUE EUROPEENNE D'INVESTISSEMENT

Propriété des 15 États membres de l'Union européenne (UE), la Banque européenne d'investissement (BEI) a son siège à Luxembourg. Elle concourt à la réalisation des politiques communautaires en mettant en œuvre ses ressources propres, qu'elle collecte sur les marchés mondiaux des capitaux et qu'elle prête é l'appui de projets d'investissement viables favorisant le développement équilibré de l'Union européenne.

Créée en 1958 par le Traité de Rome, la BEI possède sa propre structure administrative et ses propres organes de décision et de contrôle (Conseil des gouverneurs – constitué pour l'essentiel des Ministres des finances des États membres – Conseil d'administration, comité de direction et Comité de vérification).

Emprunteur international de premier plan, qui s'est toujours vu attribuer la note la plus élevée, « AAA », par les grands organismes internationaux de notation, la BEI lève de gros volumes de fonds é des conditions avantageuses. Elle rétrocède le produit de ses emprunts sans poursuivre de but lucratif.

Le volume des opérations de la BEI connaît une croissance régulière, et la Banque est aujourd'hui l'une des plus grandes institutions de ce type au monde. Si la majeure partie de ses prêts sont accordés à l'intérieur de l'Union européenne, la Banque est également appelée à participer é la mise en œuvre des politiques communautaires d'aide au développement et de coopération avec les pays tiers en octroyant des financements dans quelque 120 pays non-membres de l'UE. Elle appuie ainsi :

- la croissance économique dans les 71 pays ACP et PTOM ;
- le renforcement du partenariat euro-méditerranéen ;
- la préparation à l'adhésion des pays d'Europe centrale et orientale et de Chypre ;
- la coopération industrielle, y compris le transfert du savoir-faire technique, avec l'Asie et l'Amérique latine.

La BEI a commencé à effectuer des évaluations ex-post en 1988, surtout pour ses opérations dans les pays non membres de la Communauté européenne. En 1995, la Banque a créé une Unité d'évaluation chargée d'évaluer les opérations à la fois à l'intérieur et à l'extérieur de l'Union européenne. Les évaluations adoptent une approche thématique et celles-ci sont destinées à être publiées.

A ce jour, la Banque a publié les évaluations suivantes :

1. Résultats obtenus par un échantillon de neuf stations d'épuration des eaux d'égout dans des pays de l'Union européenne (1996 – disponible en français, anglais et allemand)
2. Évaluation de 10 opérations dans le secteur des télécommunications dans les États membres de l'UE (1998 – disponible en français, anglais et allemand)
3. Contribution de grandes infrastructures routières et ferroviaires au développement régional (1998 – disponible en français, anglais et allemand)
4. Évaluation de projets industriels financés par la Banque européenne d'investissement au titre de l'objectif du développement régional (1998 – disponible en français, anglais et allemand)
5. Évaluation de 17 projets dans le secteur de l'eau dans le bassin méditerranéen (1999 – disponible en français, anglais, allemand, espagnol et italien).
6. L'impact des opérations d'emprunt de la BEI sur l'intégration des nouveaux marchés des capitaux (1999 - disponible en français, anglais et allemand).
7. Contribution de la BEI au développement régional - Rapport de synthèse : Impact sur le développement régional des financements accordés par la BEI à 17 projets au Portugal et en Italie (2001 - disponible en français, anglais, allemand, italien et portugais).

Ces rapports peuvent être obtenus auprès de :

Mme Barbara Simonelli, Bureau d'information

Fax : (+352) 4379-3188

E-mail : [B.Simonelli@eib.org](mailto:B.Simonelli@eib.org)