

COUR DES COMPTES

Les obligations linéaires, instruments de gestion de la dette publique

*Rapport de la Cour des comptes transmis
à la Chambre des représentants*

Bruxelles, avril 2001



COUR DES COMPTES

Les obligations linéaires, instruments de gestion de la dette publique

*Rapport de la Cour des comptes transmis
à la Chambre des représentants*

*Rapport de la Cour des comptes
adopté en assemblée générale
du 28 février 2001*

Table des matières

Introduction	5
Chapitre 1	
Le contexte général	6
1.1 L'emprunt linéaire	6
1.2 Les institutions financières spécialistes en valeurs du Trésor	7
1.3 Les marchés primaire et secondaire	8
Chapitre 2	
Le marché primaire	8
2.1 Les adjudications compétitives	10
2.1.1 La participation au marché primaire	10
2.1.2 Les prix offerts	15
2.1.3 L'impact de la fourchette sur le marché primaire	18
2.1.4 Le calendrier des adjudications	20
2.2 Les souscriptions non compétitives	20
2.3 L'échange	23
2.4 La syndication	24
2.5 Conclusions	26
Chapitre 3	
Le marché secondaire	27
3.1 Le <i>spread</i> avec les autres émetteurs souverains de la zone euro	27
3.2 La liquidité	28
3.2.1 Définition	28
3.2.2 Les critères qualitatifs	29
3.2.3 Les critères quantitatifs	29
3.2.4 L'échéancier des obligations linéaires	31
3.2.5 Le <i>trading</i> électronique	32
3.3 Conclusions	33
Chapitre 4	
Le contrôle des <i>primary dealers</i>	33
4.1 Les obligations des <i>primary dealers</i>	33
4.2 Le contrôle des <i>primary dealers</i>	35
4.2.1 Avant 1999	35
4.2.2 Depuis 1999	36
4.3 Conclusions	37

Introduction

Le lancement des obligations linéaires (OLO), emprunts à moyen et à long termes, au mois de mai 1989¹, s'inscrivait dans le mouvement de modernisation des marchés financiers belges et des instruments financiers du Trésor. L'introduction de la concurrence dans l'émission des obligations linéaires en constituait un des axes fondamentaux. Le ministre des Finances notait à cet égard que les nouvelles pistes relatives au marché des obligations linéaires *"permettront de mieux harmoniser les instruments obligataires du Trésor belge avec ceux des pays voisins, tout en renforçant la concurrence sur le marché des effets publics et, il faut l'espérer, en comprimant le coût du financement de la dette publique"*².

Depuis leur introduction, les obligations linéaires ont accentué annuellement leur importance dans la composition de la dette publique et constituent désormais la principale source de financement du Trésor belge, représentant, à la fin 1999, 64,1% de la dette publique totale.

L'introduction de l'euro a entraîné la constitution d'un marché unique obligataire pour cette monnaie de référence. Le Trésor s'est donc vu confronté à une certaine concurrence entre les Etats souverains émetteurs, agissant auparavant dans un marché domestique relativement protégé.

Dans ces conditions, la Cour des comptes a estimé judicieux d'effectuer une analyse du fonctionnement du marché des obligations linéaires, de l'émission au remboursement.

Après une présentation générale (chapitre 1) dans laquelle l'importance des *primary dealers*, principaux acteurs du marché des obligations linéaires, est mise en exergue, sont ensuite successivement analysés le fonctionnement du marché primaire, et plus particulièrement la concurrence y prévalant (chapitre 2), le fonctionnement du marché secondaire, qui joue un rôle important au niveau des conditions de financement du Trésor (chapitre 3) et enfin le contrôle exercé par le Trésor sur les *primary dealers* (chapitre 4).

Dans le cadre de la procédure contradictoire préalable, la Cour des comptes a communiqué le 12 octobre 2000 une version provisoire de ce rapport à l'administrateur général de la Trésorerie afin qu'il puisse faire part à la Cour des comptes de ses commentaires. Ceux-ci, transmis à la Cour le 17 novembre 2000, sont repris en italiques dans le corps du présent rapport.

De manière générale, le Trésor souligne que *"l'introduction de l'euro a eu d'importantes conséquences pour l'ensemble de la stratégie d'émission du Trésor, essentiellement pour la politique menée en qui concerne les marchés primaire et secondaire des obligations linéaires. L'euro a créé les conditions pour un marché de la dette publique plus intégré au niveau de la zone euro mais a constitué pour les émetteurs souverains de l'Euroland un*

¹ Arrêté royal du 11 mai 1989 relatif à l'émission de l'emprunt dénommé "Obligations linéaires 8,25% - 1^{er} juin 1999". L'émission des OLO a ensuite été organisé par la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers et par la loi du 2 janvier 1991 relative au marché des titres de la dette publique et aux instruments de la politique monétaire.

² Dette publique, Rapport annuel 1990, p. 63.

énorme défi. L'organisation et le fonctionnement du marché ainsi que les stratégies de gestion existants ont dû en effet être entièrement revus afin de faire un usage aussi efficace que possible des opportunités générées par cette nouvelle situation. Les modifications dans la stratégie d'émission des obligations linéaires : la syndication, la diminution du nombre d'adjudications, l'accent placé sur le benchmark et l'accroissement de la liquidité y relative, la recherche d'un délicat équilibre entre les droits et devoirs des primary dealers, etc., doivent donc tous être perçus dans le cadre de la création du marché unifié. Cette situation est unique et est donc difficilement comparable avec la période qui la précède."

Dans le cadre de la procédure contradictoire, la Cour des comptes a ensuite communiqué son rapport au ministre des Finances par sa lettre du 13 décembre 2001, lequel lui a répondu par sa dépêche du 9 février 2001 qu'il n'avait rien à ajouter aux commentaires formulés par l'administrateur général de la Trésorerie.

Chapitre 1

Le contexte général

1.1 L'emprunt linéaire

Les obligations linéaires sont des titres d'emprunt public dématérialisés tenus dans un système de comptes auprès de la Banque nationale de Belgique et émis par tranches successives. Elles sont caractérisées par un taux d'intérêt nominal et une échéance identiques, constituant une ligne. Au sein d'une même ligne, les obligations linéaires présentent donc une substitua-bilité parfaite et sont dites fongibles. Elles sont émises sur le marché primaire et sont négociées jusqu'à leur échéance sur le marché secondaire qui constitue ainsi le marché de référence déterminant leur cours. Alors qu'aucun amortissement n'est prévu, les obligations linéaires font par contre l'objet d'opérations d'échange avant leur échéance contre d'autres obligations linéaires, le solde seul étant remboursé à l'échéance³.

Le rôle principal du marché secondaire est d'assurer la liquidité des actifs qui y sont négociés. D'une manière générale, la détermination du prix sur le marché primaire se base sur le prix pratiqué sur le marché secondaire. Ainsi, plus les prix sur le marché secondaire sont compétitifs, plus les conditions de financement du Trésor sont avantageuses. L'importance de la liquidité des obligations linéaires, rôle dévolu au marché secondaire, est de ce fait primordiale.

³ Il convient de noter que les obligations linéaires ne sont pas soumises à la législation relative aux marchés publics.

1.2 Les institutions financières spécialistes en valeurs du Trésor

Pour assurer tant le succès des émissions sur le marché primaire que la liquidité du marché secondaire des titres de la dette publique, des dispositions légales et réglementaires⁴ ont prévu la constitution d'un corps de *primary dealers*, spécialistes en valeurs du Trésor. Les *primary dealers*, liés contractuellement avec le Trésor par un cahier des charges, remplissent le rôle de teneurs de marché sur le marché secondaire tout en participant activement aux émissions sur le marché primaire. La qualité de *primary dealer* implique le respect d'obligations relatives aux marchés primaire et secondaire (détaillées dans le chapitre 4), ainsi que l'octroi de certains avantages dont les principaux sont la faculté d'introduire des souscriptions non compétitives (chapitre 2) et la possibilité de demander la scission des obligations linéaires⁵.

Dans le marché de l'euro, le placement des obligations linéaires donne lieu à une concurrence accrue entre les émetteurs souverains. A cet égard, la réforme du cahier des charges des *primary dealers*, entrée en vigueur au 1^{er} janvier 1999, s'est accompagnée d'une européanisation du corps des *primary dealers* et de la création d'un corps de *recognized dealers*.

Ceux-ci ne disposent pas, vu leur rôle spécifique, des mêmes avantages et obligations que les *primary dealers*. Ils sont également liés au Trésor par un cahier des charges et ont pour rôle de promouvoir le placement des instruments financiers du Trésor dans des marchés où la demande pour les titres du Trésor belge est faible ou inexistante ou dans des marchés où le potentiel de placement n'est pas totalement exploité. Leurs obligations de promotion des valeurs du Trésor se réalise notamment par la publication de recherches économiques et d'analyses de marché et par l'organisation de rencontres avec les investisseurs. Ils ne peuvent pas participer aux souscriptions non compétitives.

Le nombre de *primary dealers* et de *recognized dealers* n'est pas immuable. Le ministre des Finances peut retirer ce statut à tout *primary dealer* ou *recognized dealer* manquant gravement à ses obligations ou l'attribuer à d'autres intermédiaires financiers, tout comme chaque *primary dealer* ou *recognized dealer* peut décider, moyennant préavis, de renoncer à ce statut.

De quatorze à l'origine, le nombre de *primary dealers* a fluctué notamment en raison de la vague de fusions dans le monde financier. Suite à l'entrée en vigueur du marché de l'euro le 1^{er} janvier 1999 et à une certaine européanisation, le nombre de *primary dealers* s'élève aujourd'hui à dix-sept auxquels viennent s'ajouter six *recognized dealers*. Le Trésor dispose donc à l'échelle européenne, voire internationale, d'un réseau de placement et de *trading* des titres de la dette publique avec des intervenants domestiques, régionaux et globaux⁶.

⁴ Notamment l'arrêté ministériel du 22 octobre 1997 relatif aux règles générales concernant les obligations linéaires et l'arrêté royal du 22 décembre 1995 relatif à l'organisation du marché secondaire hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie.

⁵ Il s'agit de la scission d'obligations linéaires en des titres autonomes représentant d'une part le droit au capital et d'autre part le droit aux intérêts, étant entendu qu'il existe un titre par échéance d'intérêt.

⁶ Dette publique, Rapport annuel 1998, p. 84.

Si, à l'origine, le Trésor souhaitait un élargissement de l'accès direct au marché primaire des obligations linéaires⁷, la part de marché des *primary dealers* s'est cependant rapprochée d'emblée des 100%. Depuis l'année 1999, un monopole légal d'accès aux adjudications, que les *primary dealers* partagent avec les *recognized dealers*, s'est substitué au monopole de fait que détenaient les *primary dealers*.

1.3 Les marchés primaire et secondaire

Le présent rapport examine successivement les marchés primaire et secondaire des obligations linéaires. Comme expliqué ci-dessus, le marché primaire, sur lequel les obligations linéaires sont émises, est étroitement lié au marché secondaire, sur lequel ces obligations sont négociées jusqu'à leur échéance. D'une façon générale, les prix retenus sur le marché primaire, lors des adjudications ou autrement, sont déterminés par ceux enregistrés à ce moment sur le marché secondaire. Si ce dernier fonctionne de manière optimale, il assure un niveau de prix correct, que le marché primaire ne pourra guère améliorer, du point de vue du Trésor, quelle que soit la qualité de la mise en concurrence des adjudicataires. Dans une certaine mesure, dans ce contexte, la mise en concurrence sur le marché primaire représente dès lors, pour les charges de la dette, un enjeu nettement moins essentiel, même s'il reste aujourd'hui la norme légale, que le bon fonctionnement du marché secondaire.

Le Trésor approuve l'assertion selon laquelle la concurrence entre les primary dealers lors des adjudications est moins importante que le bon fonctionnement du marché secondaire. Il estime néanmoins que cette concurrence entre les primary dealers n'est pas dénuée d'importance. Le prix sur le marché secondaire est valable pour de faibles montants mais pas pour les volumes adjugés sur le marché primaire et le fait que des primary dealers soumettent des offres supérieures au prix du marché secondaire entraîne le rapprochement du prix moyen pondéré de l'adjudication du prix du marché secondaire.

Chapitre 2

Le marché primaire

Le marché primaire des obligations linéaires comporte quatre principaux modes d'émission⁸ : les adjudications sur appel d'offres compétitives, les souscriptions non compétitives, les offres d'échange et la syndication.

Parmi ces quatre modes d'émission, seules les adjudications sur appel d'offres compétitives font intervenir une concurrence parmi les *primary dealers*. Le mode d'adjudication des obligations linéaires retenu par le Trésor est l'adjudication à prix multiples. Chaque adjudicataire a le droit de soumettre plusieurs offres à des prix différents. Le Trésor sert les adjudicataires

⁷ Dette publique, Rapport annuel 1990, p. 63.

⁸ Arrêté royal du 16 octobre 1997 relatif aux obligations linéaires, art. 4.

aux différents prix offerts jusqu'au prix le plus bas retenu. Il ressort des différents prix retenus un prix moyen pondéré de l'adjudication. Les souscriptions non compétitives sont servies à ce prix moyen pondéré de l'adjudication qui les précède, tandis que les offres d'échange se dénouent à un prix prédéterminé. La syndication se caractérise, de son côté, par un prix d'émission unique établi en concertation avec le syndicat bancaire.

Au sein de la zone euro, on constate la prédominance de l'émission par adjudication sur appel d'offres compétitives. Seuls les Pays-Bas, l'Italie, la Finlande et dans une moindre mesure l'Espagne ont adopté un autre mode d'émission⁹.

Les Pays-Bas sont le seul Etat dans lequel les emprunts linéaires sont émis sans appel à la concurrence. L'Agence de la dette annonce le prix initial, déterminé en fonction du marché secondaire, puis peut à tout moment soit le modifier en fonction tant de la demande que de l'évolution du marché secondaire, soit réduire les offres. Par rapport à l'adjudication compétitive, ce mode d'émission présente l'avantage pour l'investisseur de ne présenter aucun risque de livraison quant au montant souhaité.

L'Espagne utilise quant à elle un mode d'émission qui correspond à une adjudication à prix multiples modifiée. Les offres dont le prix se situe au-delà du prix moyen pondéré sont adjugées à ce dernier prix tandis que les offres dont le prix se situe entre le prix limite et le prix moyen pondéré sont servies aux différents prix offerts. Ce système revient donc à se priver des prix les plus élevés.

L'Italie a recours à l'adjudication à prix unique pour l'émission de ses emprunts linéaires. Ce prix est le prix plus bas des offres retenues. La Finlande utilise également l'adjudication à prix unique pour l'émission de ses emprunts linéaires.

Selon les informations obtenues, parmi les Etats de la zone euro, seuls la Finlande, le Portugal et dans une moindre mesure l'Autriche, dont l'encours de leurs obligations est sensiblement inférieur à l'encours des OLO, recourent à la syndication.

Tableau 1 : Les quatre modes d'émission des obligations linéaires

	1997	1998	1999
Offres compétitives	42%	48,2%	31,9%
Souscriptions non compétitives	7,9%	8,5%	5,9%
Offres d'échange	50,1%	43,3%	26,7%
Syndication	–	–	35,5%

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Depuis l'introduction de la syndication, les offres compétitives ont vu leur part de marché se réduire pour ne représenter en 1999 qu'un tiers des émissions, alors qu'à l'origine, la mise en concurrence de souscripteurs sur le marché primaire constituait un des axes fondamentaux de la réforme des

⁹ La comparaison européenne s'est heurtée à la disponibilité des informations y relatives. C'est ainsi qu'aucune information pertinente n'a pu être réunie pour ce qui concerne le marché primaire des Bunds allemands.

instruments de la dette publique, directement lié à l'objectif d'une diminution du coût de financement. La Cour des comptes souligne que l'évolution du marché primaire paraît s'orienter désormais davantage vers des modes de financement non compétitifs.

Le Trésor estime qu'il est exact qu'une partie importante des émissions intervient par syndication et non plus par adjudications compétitives. L'objectif n'est pas de supprimer celles-ci et les remplacer par des syndications. L'émission par syndication est choisie lorsque des objectifs précis, développés au point 2.4, veulent être atteints. Il note que, lors de la phase de book building de la syndication une concurrence entre les investisseurs existe, certainement lorsqu'il y a une sursouscription, comme ce fut le cas lors de la syndication des OLO à 10 ans.

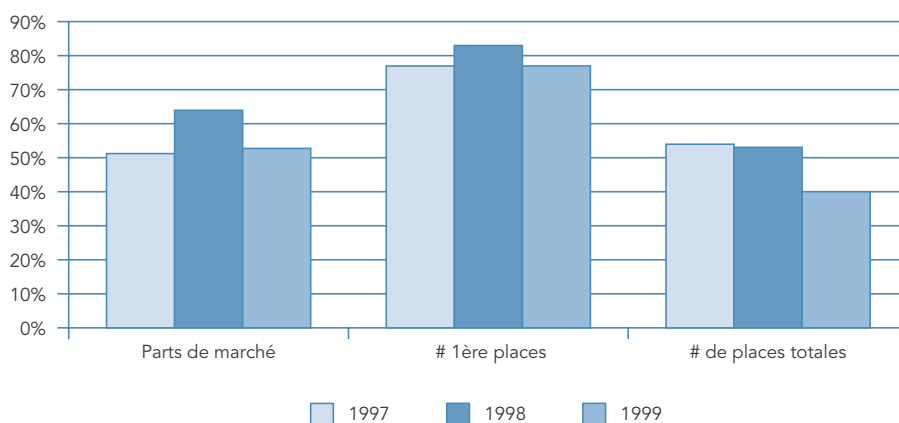
2.1 Les adjudications compétitives

La réalité de la mise en concurrence, sur laquelle se base le système des adjudications compétitives, peut difficilement être mesurée directement. C'est pourquoi la Cour des comptes utilise ici des indices permettant d'apprécier de façon indirecte la qualité de cette concurrence. Sont ainsi successivement examinés, par année, l'importance de la participation des quatre premiers *primary dealers* les mieux représentés et les indices de concentration relatifs à la part de marché que représentent le premier et les quatre premiers *primary dealers*. Ces éléments sont suivis d'une analyse des prix offerts, des conséquences de l'introduction, en 1998, d'une fourchette des montants à adjuger, et de l'aménagement du calendrier des adjudications.

2.1.1 La participation au marché primaire

La participation des quatre premiers primary dealers par année

Graphique 1 : Participation des quatre premiers *primary dealers* par année



Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Il ressort du graphique 1 ci-dessus que les quatre premiers *primary dealers* par année¹⁰, dont l'identité peut varier d'une année à l'autre, comptent pour plus de la moitié des parts de marché et que, parmi les quatre premières places par adjudication, la première place leur revient en large majorité. En outre, pour près de la moitié des adjudications, ces *primary dealers* obtiennent les quatre parts de marché les plus importantes, de l'ordre de 50% des adjudications en 1997 et en 1998 et de 40% en 1999.

La croissance du nombre de *primary dealers* (+ 13%) entre 1997 et 1999, 15 en 1997, 11 en 1998¹¹ et 17 en 1999, s'accompagne d'un accroissement de la part de marché des quatre premiers *primary dealers* (+ 2,9%). Or l'augmentation du nombre de *primary dealers* devrait s'accompagner d'une diminution de la part de marché des quatre premiers *primary dealers*, la concentration diminuant si la réduction de la part de marché est plus que proportionnelle à l'augmentation du nombre de *primary dealers*. De 1997 à 1998, la diminution du nombre de *primary dealers* (- 20%) est moins que proportionnelle à l'augmentation de la part de marché des quatre premiers *primary dealers* (+ 23%). De 1998 à 1999, l'augmentation du nombre de *primary dealers* (+ 41%) est plus que proportionnelle à la diminution de la même part de marché (- 17%). Ces résultats traduisent une tendance à la concentration accrue, dont l'effet est cependant plus prononcé de 1998 à 1999 que de 1997 à 1998.

Pour ce qui concerne la première place par adjudication, l'évolution au regard du nombre de *primary dealers* témoigne à nouveau d'une concentration plus importante de 1997 à 1999, l'augmentation du nombre de *primary dealers* (+ 13%) s'accompagnant d'un statu quo en termes de nombres de première place. Il en va de même entre 1998 et 1999 puisque l'augmentation du nombre de *primary dealers* (+ 41%) s'accompagne d'une diminution moins que proportionnelle (- 7%) en termes de nombres de première place. Au contraire, entre 1997 et 1998, la diminution du nombre de *primary dealers* (- 20%) s'était accompagnée d'une augmentation moins que proportionnelle (+ 8%) en termes de nombre de première place.

L'évolution au regard du nombre de *primary dealers* dénote, de 1997 à 1999, une plus grande proportion de *primary dealers* ne faisant pas partie des quatre premiers *primary dealers* pour l'ensemble de l'année parmi les quatre premiers lors d'adjudications, puisque l'augmentation du nombre de *primary dealers* (+ 13%) s'accompagne d'une diminution plus que proportionnelle (- 26%) en termes de nombre total parmi les quatre premières places. Cette évolution est celle constatée entre 1997 et 1998 puisque la diminution du nombre de *primary dealers* (- 20%) s'accompagne d'une diminution (- 2%) en termes de nombre total parmi les quatre premières places. Au contraire, entre 1998 et 1999, on constate une augmentation du nombre de *primary dealers* (+ 41%), accompagnée d'une diminution moins que proportionnelle (- 24%) en termes de nombre total parmi les quatre premières places.

On peut ainsi constater une certaine augmentation de la concentration de 1997 à 1999 tant en termes de parts de marché totales qu'en termes de première place par adjudication. Par contre, l'évolution de la proportion de

¹⁰ Il s'agit des quatre *primary dealers* ayant obtenu les parts de marché les plus importantes au terme de chaque année civile.

¹¹ Le nombre de *primary dealers* étant de 12 au début du mois de décembre 1998, les résultats sont présentés sur la base d'un nombre de 12.

présence des quatre premiers lors de chaque adjudication indique une tendance inverse. La Cour des comptes estime néanmoins que, dans l'état actuel des choses, les résultats reflètent une situation normale de marché.

L'indice de concentration C4

Les résultats des adjudications sont présentés, à des fins d'analyse, en termes d'indices de concentration. Ce concept, emprunté à l'économie industrielle, permet d'apprécier le degré de concentration sur un marché déterminé. Les indices de concentration C1¹² et C4 déterminent respectivement la part de marché la plus importante et la somme des quatre premières parts de marché. Ils permettent d'apprécier l'importance relative du premier *primary dealer* ainsi que la part de marché agrégée des quatre premiers *primary dealers*. Cette opération étant renouvelée pour chaque adjudication, l'identité des quatre premiers *primary dealers* peut changer au fil des adjudications.

Précisons d'emblée qu'il est aussi possible d'appréhender la concentration du marché primaire par le biais du rapport entre le nombre moyen de *primary dealers* présents à l'adjudication pour une ligne au moins et le nombre moyen de *primary dealers* dont une offre au moins est retenue pour cette ligne. En moyenne par année, ce rapport est passé de 1,28 en 1997 à 1,32 en 1998 et à 1,875 en 1999, ce qui traduit le fait que la proportion de *primary dealers* présents mais non retenus s'est accrue depuis 1997. Les *primary dealers* non retenus sont ceux qui présentent des offres dont les prix ne sont pas compétitifs car inférieurs aux différents prix retenus, ainsi que, pour partie à tout le moins, au prix du marché secondaire au moment de l'adjudication.

Le tableau 2 ci-dessous, qui reprend l'indice de concentration C4, montre une concentration du marché primaire plus marquée par adjudication que par année. Ainsi, en 1998 et en 1999, dans la moitié des adjudications environ, quatre *primary dealers* ont souscrit à plus de 90% des obligations linéaires adjudgées, le premier d'entre eux obtenant plus de 40% des parts de marché dans la moitié des cas également¹³.

Tableau 2 : L'indice de concentration C4

	1997	1998	1999
	Nombre de lignes adjudgées	Nombre de lignes adjudgées	Nombre de lignes adjudgées
<60%	1 (4%)	0	3 (14%)
<70%	7 (27%)	1 (3%)	3 (14%)
<80%	5 (19%)	9 (25%)	4 (18%)
<90%	6 (23%)	8 (22%)	2 (9%)
<100%	4 (15%)	8 (22%)	6 (27%)
= 100%	3 (12%)	10 (28%)	4 (18%)
Total	26 (100%)	36 (100%)	22 (100%)

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

¹² Examiné au point suivant.

¹³ Le tableau 3 *infra* illustre ce dernier point.

Le tableau 2 ci-dessus, présentant les résultats des adjudications par classes de parts de marché référencées par pas de 10%¹⁴ en termes d'indice de concentration C4, montre que la concentration de cet indice concernait en 1997 les classes <70% à <90% pour concerner depuis 1998 les classes <90% à = 100%. L'importance prépondérante des classes <100% et = 100%, en particulier la classe = 100%, ainsi que l'absence totale d'indice C4 inférieur à 50% sont à relever.

En complément à ce tableau, on peut signaler que, en pourcentage de leur nombre total, le nombre moyen de *primary dealers* retenus a diminué, passant de 60% en 1997 à 58% en 1998 et à 47% en 1999. A l'opposé, le nombre moyen de *primary dealers* présents, exprimé en pourcentage de leur nombre total, a augmenté, passant de 77% en 1997 et 1998 à 88% en 1999. Cette évolution contrastée atteste également d'une présence accrue des *primary dealers*, accompagnée d'une proportion de moins en moins importante de *primary dealers* retenus.

L'indice de concentration C1

Le tableau 3 présente les résultats des adjudications par classes en termes d'indice C1¹⁵, indiquant la part de marché du premier souscripteur.

Tableau 3 : L'indice de concentration C1

	1997	1998	1999
	Nombre de lignes adjudgées	Nombre de lignes adjudgées	Nombre de lignes adjudgées
<20%	0	0	3 (14%)
<25%	5 (19%)	3 (8%)	4 (18%)
<30%	8 (31%)	4 (11%)	2 (9%)
<35%	3 (11%)	5 (14%)	1 (5%)
<40%	2 (8%)	5 (14%)	2 (9%)
>40%	8 (31%)	19 (52%)	10 (45%)
Total	26 (100%)	36 (100%)	22 (100%)

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Il appert que le marché primaire est toujours confronté à un *primary dealer* dont la part de marché est conséquente. A l'exception de trois adjudications de lignes en 1999, aucun indice de concentration ne s'est en effet établi dans la classe < 20% et la classe dominante commune aux trois années est la classe >40%. Ce résultat confirme une certaine concentration du marché.

Il convient de noter que cette limite de 40% n'a pas été choisie par hasard. Elle correspond à celle pour laquelle il est prévu par le cahier des charges,

¹⁴ La classe < 60% reprend les adjudications dont C4 se situe entre 50% et 60%. La classe < 70% reprend les adjudications dont C4 se situe entre 60% et 70% et ainsi de suite.

¹⁵ La classe < 20% reprend les adjudications dont C1 se situe entre 0% et 20%. La classe < 25% reprend les adjudications dont C1 se situe entre 20% et 25% et ainsi de suite. La classe > 40% reprend les adjudications dont C1 se situe entre 40% et 100%.

depuis 1998, une communication au Trésor des catégories de clients du *primary dealer* concerné pour ladite adjudication¹⁶. Cette disposition, prévue pour encadrer les adjudications pour lesquelles un ou plusieurs *primary dealers* s'octroient une part de marché importante, paraît être d'une utilité relative puisque les montants sont, dans la majorité des cas, mentionnés pour compte propre.

Le tableau 4 présente, par classes¹⁷, les adjudications pour lesquelles l'indice C1 est supérieur à 40%.

Tableau 4 : Les adjudications dont l'indice C1 est supérieur à 40%

	<50%	<60%	<70%	<80%	<90%	<100%	= 100%
1997	3	0	0	1	3	0	1
1998	5	3	4	3	3	1	0
1999	3	3	1	2	0	0	1

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Il en ressort que, lorsqu'un *primary dealer* s'octroie plus de 40% d'une ligne, sa part de marché se situe principalement entre 40% et 70%. La Cour des comptes note cependant qu'à deux reprises depuis 1997, un seul *primary dealer* s'est octroyé la totalité de la ligne.

Conclusion

Si l'on considère les résultats des adjudications globalement par année, on peut relever une relative concentration dans la mesure où les quatre souscripteurs les plus importants obtiennent plus de la moitié des obligations linéaires émises. Il importe cependant de souligner que ce ne sont pas nécessairement les mêmes *primary dealers* d'une année à l'autre.

La concentration apparaît davantage lorsque l'analyse est effectuée par adjudication. En 1998 et en 1999, dans la moitié des adjudications environ, quatre *primary dealers* ont souscrit à plus de 90% des obligations linéaires adjudgées, le premier d'entre eux obtenant plus de 40% des parts de marché dans la moitié des cas également. Ici encore, il convient de souligner que ces souscripteurs peuvent varier. On relève en outre une diminution du nombre de *primary dealers* dont les offres sont retenues par rapport au nombre de *primary dealers* participant aux adjudications, ce qui traduit notamment le fait que des *primary dealers* soumettent des offres non compétitives par rapport aux offres retenues.

¹⁶ L'année 1997 n'était pas concernée par cette disposition. Pour ce qui concerne l'année 1998, il était prévu que la limite de 40% se calcule par adjudication, toutes lignes confondues. Depuis 1999, la limite s'applique pour chaque ligne. Cette différence explique qu'en 1998 les résultats présentés, à savoir 19 lignes concernées par ladite limite (52%), s'écartent de ceux calculés conformément aux dispositions du cahier des charges en vigueur en 1998, c'est-à-dire 4 adjudications. Cela s'explique principalement par le fait que, pour une même adjudication, un même *primary dealer* dispose de plus de 40% de parts de marché sur plusieurs lignes, ainsi que par le fait que certains *primary dealers* n'ont recueilli des montants importants que pour une seule ligne.

¹⁷ La classe < 50% reprend les adjudications dont C1 se situe entre 40% et 50%. La classe < 60% reprend les adjudications dont C1 se situe entre 50% et 60% et ainsi de suite.

2.1.2 Les prix offerts

Pour réduire ses charges d'endettement, le Trésor a intérêt à obtenir, lors de chaque adjudication, les prix les plus élevés et une profondeur importante pour les prix retenus, de manière à ce qu'un volume appréciable d'obligations linéaires soit adjudgé à un prix élevé. Il convient de ne pas perdre de vue, à cet égard, que les prix sur le marché primaire sont, en pratique, très proches de ceux enregistrés sur le marché secondaire. Cette considération, déjà évoquée plus haut, amène à nuancer l'incidence des constatations faites ici à propos de la mise en concurrence des *primary dealers*.

Le nombre de prix retenus

Le tableau 5 analyse le nombre de prix retenus pour les adjudications de 1997, 1998 et 1999.

Tableau 5 : Le nombre de prix retenus

# Prix retenus	1997	1998	1999
	Nombre de lignes adjudgées	Nombre de lignes adjudgées	Nombre de lignes adjudgées
10	0	1 (3%)	0
9	0	0	0
8	0	1 (3%)	0
7	0	2 (6%)	1 (5%)
6	0	4 (11%)	2 (9%)
5	0	7 (19%)	5 (23%)
4	0	10 (28%)	5 (23%)
3	3 (11%)	7 (19%)	4 (18%)
2	15 (58%)	4 (11%)	3 (13%)
1	8 (31%)	0	2 (9%)
Total	26 (100%)	36 (100%)	22 (100%)

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Il appert que le nombre le plus souvent rencontré de prix retenus est passé de 2 en 1997 à 4 en 1998 et à 4 et 5 *ex æquo* en 1999. De même, si le nombre maximum de prix retenus était de 3 en 1997, il a atteint 10 en 1998 et 7 en 1999. Ces résultats s'expliquent notamment par la modification de la procédure d'introduction des prix. Depuis 1998, les prix sont introduits par palier de deux centimes pairs, pour cinq centimes auparavant.

Le Trésor estime que cette analyse eût été plus complète si une combinaison des prix offerts et des montants par prix avait été réalisée.

La Cour des comptes signale à cet égard que l'analyse des prix retenus et des prix offerts est réalisée au point suivant et que l'approche des montants a été entreprise par l'analyse de la profondeur des prix aux tableaux 6 à 8 ci-dessous.

La proportion des prix retenus et des prix offerts

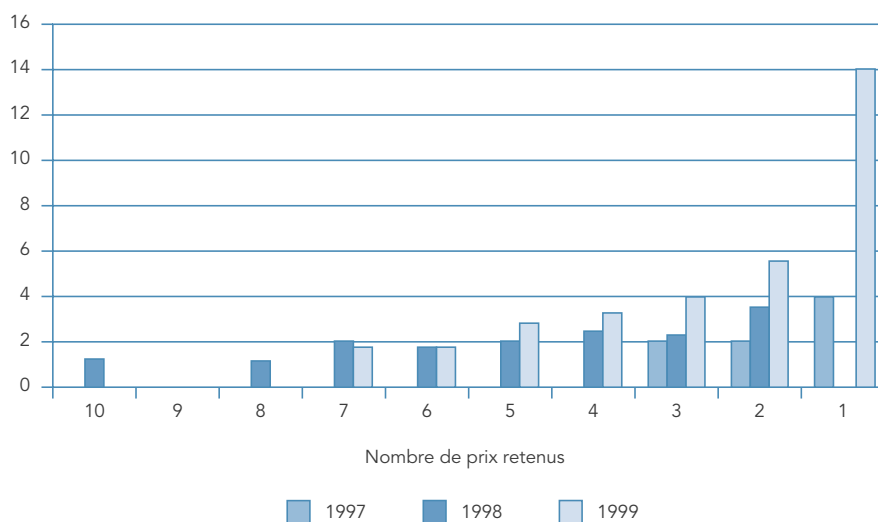
L'analyse des prix suppose également que soient examinés la présence des *primary dealers* à l'adjudication et le nombre de prix retenus par rapport à l'ensemble des prix offerts. A cet égard, il apparaît que le faible nombre de

prix retenus ne provient pas d'une relative absence des *primary s* mais bien d'un manque de prix compétitifs de leur part.

Le simple rapport entre les *primary dealers* présents à l'adjudication et les *primary dealers* retenus, évoqué ci-avant, s'avère fournir une information insuffisante puisque chaque *primary dealer* peut soumettre plusieurs prix. Aussi peut-on relever que le rapport entre le nombre de prix offerts et le nombre de prix retenus, par classes sur une base annuelle, a connu une augmentation sensible en 1999, passant en effet de 2,2 en 1997, à 2,1 en 1998 et à 3,3 en 1999. Le nombre de prix non retenus est donc relativement plus important en 1999 qu'auparavant, ce qui atteste d'une remise croissante de prix non compétitifs.

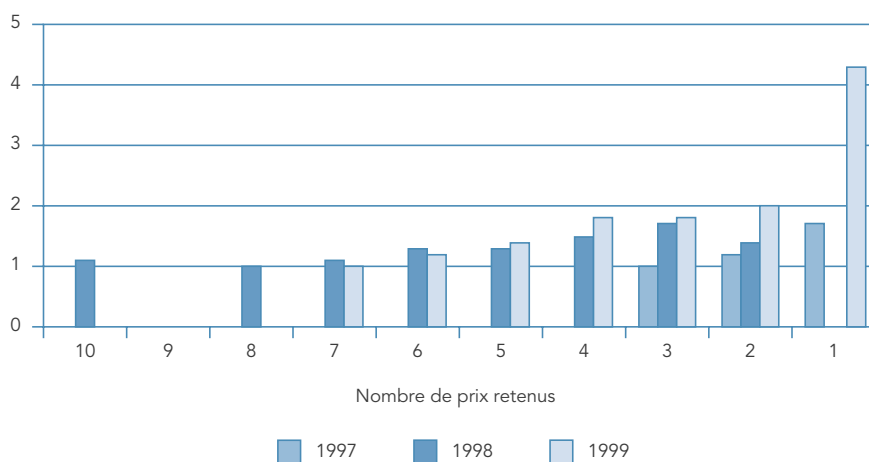
Le graphique 2 ci-dessous permet de vérifier si le faible nombre de prix retenus est dû à un petit nombre de prix offerts. La réponse est négative.

Graphique 2 : Evolution du rapport entre le nombre de prix retenus et le nombre de prix offerts



Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Graphique 3 : Evolution du rapport entre le nombre moyen de *primary dealers* présents et le nombre moyen de *primary dealers* retenus



Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Il ressort du graphique 3 ci-dessus que plus le nombre de prix retenus diminue, plus le rapport entre le nombre moyen de *primary dealers* présents et le nombre moyen de *primary dealers* retenus augmente, ce qui signifie que le faible nombre de prix retenus ne provient pas d'une absence de *primary dealers* mais bien d'un manque de prix compétitifs de leur part. La croissance du rapport entre le nombre moyen de prix offerts et le nombre moyen de prix retenus au fur et à mesure que le nombre de prix retenus diminue montre en effet que le nombre moyen de prix non retenus est relativement important.

Le Trésor souligne que l'analyse ne rend pas compte de la distribution des prix aux alentours du prix le plus bas retenu.

La Cour des comptes signale à cet égard que l'approche de la distribution des prix a été entreprise par l'analyse de la profondeur des prix aux tableaux 6 à 8 ci-dessous.

La profondeur des prix

Les tableaux ci-dessous analysent la profondeur moyenne des prix retenus, c'est-à-dire l'importance des montants adjugés pour chaque niveau de prix.

Tableau 6 : Profondeur moyenne par prix en 1997

# Prix retenus	Prix retenus par ordre décroissant		
3	11%	54%	35%
2		35%	65%
1			100%

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Tableau 7 : Profondeur moyenne par prix en 1998

# Prix	Prix retenus par ordre décroissant										
10	1%	5%	8%	15%	1%	7%	12%	11%	6%	34%	
8			2%	2%	2%	2%	12%	34%	12%	34%	
7				6%	4%	13%	15%	11%	37%	16%	
6					3%	14%	19%	18%	18%	29%	
5						5%	18%	25%	15%	37%	
4							17%	27%	33%	23%	
3								13%	35%	52%	
2									31%	69%	

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

Tableau 8 : Profondeur moyenne par prix en 1999

#Prix	Prix retenus par ordre décroissant						
7	2%	8%	2%	14%	31%	22%	21%
6		7%	4%	27%	30%	19%	16%
5			8%	17%	15%	21%	38%
4				20%	18%	22%	40%
3					14%	36%	50%
2						62%	38%
1							100%

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

On constate que le nombre de prix retenus n'a que peu d'incidence sur la profondeur moyenne de chaque prix puisque le marché est en grande partie concentré sur les trois derniers prix offerts, les prix les plus élevés ne s'octroyant qu'une part marginale. En d'autres termes, même lorsque de nombreux prix sont retenus, l'essentiel des montants adjudugés concerne les trois offres les moins intéressantes pour le Trésor parmi celles retenues. Au surplus, on peut noter qu'une plus grande proportion de lignes est adjudugée au prix limite, soit le prix le moins élevé retenu, par rapport aux autres prix retenus, soit 2 prix sur 3 en 1997, 6 prix sur 8 en 1998 et 4 prix sur 7 en 1999.

L'appréciation de la profondeur moyenne relative des différents prix retenus doit néanmoins s'interpréter à l'aune du positionnement du prix moyen pondéré de l'adjudication par rapport au prix du marché secondaire.

Le prix sur le marché secondaire

Pour le Trésor, le prix du marché secondaire, auquel le prix moyen pondéré de l'adjudication est comparé, est formé par la moyenne des prix moyens des huit *primary dealers* cotant le mieux les lignes d'obligations linéaires concernées par l'adjudication au moment de celle-ci. Il convient de rappeler que le prix sur le marché primaire est largement déterminé par le prix pratiqué sur le marché secondaire puisque les *primary dealers* introduisent leurs offres en fonction de ce dernier.

Jusqu'à l'adjudication de mai 2000, la pratique voulait que l'ensemble des offres parviennent au Trésor une ou deux minutes avant 12 heures, heure limite d'introduction. Le délai entre l'introduction des offres et l'annonce des résultats à 12 heures 30 correspond à l'analyse de l'offre et la prise de décision quant au montant adjudugé, qui détermine le prix moyen pondéré de l'adjudication. Depuis l'adjudication du mois de mai 2000, l'introduction des offres par fax a laissé la place à une procédure de soumission automatisée, ce qui a permis de réduire ledit délai d'une demi heure à environ dix minutes. Selon le Trésor, cette innovation réduit l'incertitude des *primary dealers* quant aux résultats de l'adjudication et devrait les inciter à présenter des offres d'autant plus compétitives.

Les données disponibles relatives aux adjudications de l'année 1999 montrent que le prix moyen pondéré s'établit, à quelques dixièmes de centimes près, au niveau du prix du marché secondaire cliché à cet instant.

Conclusion

D'une façon générale, on peut considérer qu'un marché secondaire "parfait" assure à lui seul un bon prix. Il est donc fatal que la mise en concurrence sur le marché primaire, quelle qu'en soit la qualité, n'aboutit pas à un prix différent de celui du marché secondaire. Cet élément amène à s'interroger sur la philosophie même du système légal qui reste largement basé sur l'idée de mise en concurrence du marché primaire.

2.1.3 L'impact de la fourchette sur le marché primaire

A l'instar d'autres émetteurs souverains, le Trésor belge annonce, depuis le mois de février 1998, avant chaque adjudication, une fourchette de montant à adjuger au tour compétitif, ce qui réduit les incertitudes des *primary dealers* quant au montant total qui sera émis.

Pour mesurer l'incidence de cette mesure, la Cour des comptes a examiné le *spread*, à savoir le différentiel d'intérêt, entre les OLO à l'émission et des emprunts de référence de la zone euro, soit les Bunds allemands, les OAT françaises et les DSL hollandais, en se limitant, pour des motifs de comparabilité, aux emprunts ayant fait l'objet d'une adjudication peu avant et peu après l'introduction de la fourchette. Au vu de la volatilité des conditions sous-jacentes de prix sur le marché secondaire, l'analyse est ainsi restreinte aux adjudications intervenues au voisinage de l'introduction de la fourchette.

Tableau 9 : *Spread* du segment à moyen terme

Code		Bund	OAT	DSL
251	Décembre 1997	6	14	9
251	Mars 1998	9	4	9
259	Juin 1997	14	17	1
259	Mai 1998	10	9	8
285	Janvier 1998	13	11	1
285	Août 1998	14	8	14
287	Novembre 1997	23	9	16
287	Février 1998	17	8	-2

Source : Données du Trésor

Tableau 10 : *Spread* du segment à long terme

Code		Bund	OAT	DSL
288	Janvier 1998	11	10	13
288	Février 1998	12	8	4
288	Mars 1998	15	9	9

Source : Données du Trésor

Tableau 11 : *Spread* du segment à très long terme

Code		Bund	OAT	DSL
282	Janvier 1998	10	2	22
282	Septembre 1998	33	27	39

Source : Données du Trésor

Il en ressort que l'évolution du *spread* pour les emprunts concernés (répartis par durées résiduelles) est assez hétérogène. Dans le segment à moyen terme, les conditions se sont ainsi améliorées pour les OLO codes 287, 251 à l'exception du Bund et 259 à l'exception des DSL, tandis qu'elles se sont dégradées pour l'OLO code 285 à l'exception des OAT. Dans le segment à long terme, l'OLO code 288 a vu ses conditions s'améliorer sauf par rapport au Bund.

Dans le segment à très long terme, l'OLO code 282 présente des conditions plus désavantageuses même s'il convient de noter le délai entre les deux adjudications reprises.

Il apparaît dès lors malaisé de tirer une conclusion claire quant à l'évolution des conditions de financement du fait de l'annonce d'une fourchette.

D'après le Trésor, l'annonce de la fourchette n'a que peu d'influence sur le spread vis-à-vis du Bund. Elle pourrait avoir une influence sur le spread au moment de l'annonce. Le Trésor rappelle qu'il convient de replacer cette annonce dans le cadre du marché de l'euro où la concurrence avec les autres émetteurs souverains prévaut et où la transparence est un élément important.

2.1.4 Le calendrier des adjudications

Si, jusqu'en 1998, la tenue des adjudications mensuelles faisait montre d'une régularité exceptionnelle, l'entrée en vigueur du marché de l'euro a induit une première modification puisque trois adjudications ont depuis lors été annulées pour cause de syndication, tandis qu'une autre a été annulée à la demande des *primary dealers*. Depuis l'année 2000, l'adjudication mensuelle a en outre été remplacée par une adjudication bimestrielle.

L'objectif poursuivi par cette réforme du calendrier des émissions est la recherche d'une masse critique à émettre par adjudication permettant l'alimentation du marché secondaire d'une manière conforme aux exigences de la liquidité. Selon le Trésor, la limitation du nombre d'adjudications doit également en rehausser l'intérêt pour les investisseurs et leur offrir plus de certitude de recevoir le montant pour lequel ils ont présenté des offres.

On peut toutefois se demander si le risque de livraison a diminué pour les *primary dealers* suite aux adjudications bimestrielles, puisque le coût d'opportunité de l'absence d'offres retenues a augmenté au vu du délai séparant désormais deux adjudications successives.

*Le Trésor ne pense pas que le risque de livraison a augmenté par la diminution du nombre d'adjudications. A partir d'un volume déterminé, ce risque est largement réduit par l'existence du marché des repos et de la facilité de prêt automatique auprès de la Banque nationale de Belgique. Le Trésor précise également que le plus grand volume par adjudication augmente la certitude pour les *primary dealers* de recevoir une partie de l'adjudication.*

Par ailleurs, l'élaboration du calendrier des adjudications doit s'appréhender dans sa dimension européenne. A cet égard, la Cour des comptes constate que la Belgique est le seul Etat de la zone euro, avec le Luxembourg, à ne pas organiser au moins une adjudication mensuelle.

Le Trésor signale que le calendrier des émissions se compose des adjudications et des opérations d'échange. Le Trésor fait donc appel au marché deux fois par mois.

Il est permis de s'interroger sur l'avantage que peut représenter pour la Belgique de modifier seule son calendrier des émissions. Une diminution de sa présence sur le marché primaire permet-elle de recueillir, dans des conditions similaires à celles des adjudications mensuelles, des masses critiques lors des adjudications subsistantes ?

2.2 Les souscriptions non compétitives

Dans les limites et conditions prévues par la loi, les *primary dealers* peuvent, le lendemain ou le surlendemain d'une adjudication, souscrire à des

obligations linéaires au prix moyen pondéré des offres retenues lors de l'adjudication. Ces souscriptions non compétitives, hors concurrence, constituent le principal avantage octroyé exclusivement aux *primary dealers*, qui peuvent ainsi acquérir des obligations linéaires sans courir le risque d'une offre de prix et surtout aux conditions de prix prévalant sur le marché la veille ou l'avant-veille. Lorsque les taux ont baissé depuis l'adjudication, ce qui correspond à une hausse des prix, les *primary dealers* ont ainsi la possibilité d'acquérir des obligations linéaires à un prix inférieur aux conditions nouvelles du marché. Cet avantage, difficile à chiffrer puisqu'il dépend de l'évolution des conditions de marché, est d'autant plus grand que le délai qui sépare l'adjudication compétitive et la souscription non compétitive est long.

Précisément, ce délai a été allongé en vertu du cahier des charges entré en vigueur au 1^{er} janvier 1999, qui a entraîné de profondes modifications dans le fonctionnement des souscriptions non compétitives. Alors qu'auparavant elles prenaient place le jour suivant l'adjudication entre 12 heures et 12 heures 30, les souscriptions non compétitives sont désormais scindées en deux catégories, à savoir d'une part les souscriptions non compétitives ordinaires et d'autre part les souscriptions non compétitives spéciales, les premières intervenant le jour suivant l'adjudication, tandis que les secondes prennent place le surlendemain de l'adjudication, toutes deux entre 15 heures et 15 heures 30.

La Cour des comptes tient à cet égard à souligner que l'octroi aux *primary dealers* d'un avantage dont l'importance est aléatoire et lié à l'évolution des conditions de marché pendant les heures et les jours qui suivent une adjudication, rend malaisée une appréciation du respect de l'équilibre qui doit exister entre le Trésor et ses *primary dealers*. Elle estime dès lors que ce mécanisme devrait être strictement limité et que le délai d'exercice des souscriptions non compétitives devrait être aussi bref que possible. La Cour des comptes relève à cet égard que, selon les informations obtenues, les souscriptions non compétitives, dans les Etats de la zone euro, lorsqu'elles existent, tendent à intervenir le jour même de l'adjudication. Tel est le cas notamment au Portugal, en Finlande, en Espagne et en Italie.

Le Trésor rappelle la concurrence entre les émetteurs souverains et la réduction de l'attrait du marché des obligations d'Etat suite à la convergence européenne résultant de l'introduction de l'euro. Le Trésor estime qu'il était donc nécessaire de rendre attractive l'activité de primary dealer grâce à plusieurs incitants. Un de ces incitants est l'augmentation de la valeur de l'option contenue dans les souscriptions non compétitives par l'accroissement de la période d'option. En guise de comparaison, le Trésor signale que le Trésor français organise également une souscription non compétitive deux jours après l'adjudication.

Par ailleurs, jusqu'en 1998, le cahier des charges permettait de réduire le montant maximal de souscriptions non compétitives octroyé à chaque *primary dealer* (fixé à 30% du montant acquis lors des quatre dernières adjudications, en ce compris celle de la veille), en fonction de ses performances sur les marchés primaire et secondaire. Cette possibilité n'existe plus aujourd'hui. De plus, sous le régime précédent, le Trésor pouvait réduire proportionnellement les souscriptions non compétitives en maintenant un montant garanti. Cette latitude, qui ne fut plus utilisée en 1998, n'est plus d'application dans le cahier des charges actuellement en vigueur. La Cour

des comptes constate l'absence de dispositions permettant de réduire le montant maximal des éventuels *primary dealers* moins performants et estime qu'il conviendrait d'étudier la possibilité de réintroduire dans le cahier des charges de telles dispositions.

Le Trésor note que la possibilité de réduire les souscriptions non compétitives existe toujours mais ne se trouve plus expressément prévue dans le chapitre du cahier des charges relatif aux souscriptions non compétitives mais dans le chapitre relatif aux sanctions.

La Cour des comptes signale à cet égard que les sanctions prévues par le cahier des charges actuel doivent s'entendre à l'aune de l'évaluation globale des *primary dealers* à l'expiration de la validité du statut, ce qui était déjà d'application lors des cahiers des charges précédents. Par contre, au contraire des cahiers des charges précédents, le Trésor ne peut plus réduire les souscriptions non compétitives des *primary dealers* dont la part de marché sur les quatre dernières adjudications se situe en deçà de la norme reprise au cahier des charges.

En outre, les souscriptions non compétitives spéciales sont soumises à des exigences précises en termes de parts de marché, définies dans le cahier des charges : elles peuvent atteindre au maximum 10% du montant acquis lors des quatre dernières adjudications en ce compris celle de la veille. Les *primary dealers* doivent toutefois respecter l'ensemble des parts de marché minimales pour les marchés primaire et secondaire prévues par le cahier des charges, et, de surcroît, disposer d'une part de marché supérieure d'un pourcentage déterminé à la part de marché minimale prévue par le cahier des charges. Le marché de référence pour la détermination de la part de marché minimale a été modifié lors de l'entrée en vigueur du cahier des charges actuel. Il s'agit en effet désormais du marché primaire alors qu'auparavant, il s'agissait du marché secondaire entendu comme l'ensemble des transactions "à terme sec"¹⁸ effectuées par les *primary dealers* sur le marché hors bourse réglementé. La Cour des comptes s'interroge sur la portée de ce changement de marché de référence au vu de l'importance du marché secondaire en termes de conditions de financement.

Le Trésor note que, dans le cadre de l'augmentation de la valeur de l'option suite au déplacement des souscriptions non compétitives au deuxième jour après l'adjudication, il a décidé de se baser sur les statistiques du marché primaire car les volumes traités sur le marché secondaire sont trop aléatoires. Le Trésor dispose seulement de chiffres fiables à propos des opérations sur le marché secondaire liquidées via le clearing de la Banque nationale de Belgique. De plus, le Trésor ne peut distinguer les transactions "sale and buy back" des transactions à terme sec.

Enfin, la réforme du calendrier des adjudications d'obligations linéaires a une incidence sur la portée des souscriptions non compétitives. Si le nombre de souscriptions non compétitives a diminué, les adjudications bimestrielles allongent ipso facto le référentiel temporel des souscriptions non compétitives en doublant la période couverte par les quatre dernières adjudications de référence. Ce phénomène est encore amplifié lorsque des adjudications sont annulées pour cause de syndication. Ne s'indiquerait-il

¹⁸ Les transactions "à terme sec" concernent principalement un achat ou une vente.

pas d'étudier la possibilité de diminuer le nombre d'adjudications servant de base à la détermination du montant auquel chaque *primary dealer* a droit en non compétitif ?

Le Trésor estime qu'il convient de baser le montant de souscriptions non compétitives sur plusieurs adjudications, ce qui permet de récompenser les primary dealers qui sont constamment bons.

La Cour des comptes note que le système actuel permet au contraire à un *primary dealer* ayant participé activement à une adjudication de profiter durant trois autres adjudications des souscriptions non compétitives sans participer aux adjudications.

2.3 L'échange

Par l'échange, qui constitue la troisième forme de mise en circulation des obligations linéaires, le Trésor remet, aux souscripteurs, des obligations nouvelles en échange, le plus souvent, d'obligations anciennes. L'objectif principal poursuivi par l'échange est le lissage de l'échéancier, qui vise à éviter le regroupement, à une date d'échéance donnée, de montants à refinancer trop importants. Les opérations d'échange concourent également à l'amélioration de la liquidité des lignes d'obligations linéaires : d'une part, lors du lancement de nouvelles lignes, en leur procurant rapidement un volume important et, d'autre part, pour les lignes proches de leur échéance et, de ce fait, peu exploitées, en les rachetant par la remise en échange d'obligations de lignes plus récentes. Cela explique pourquoi les lignes concernées par l'échange sont celles dont l'échéance est inférieure à un an.

Les différents prix de l'échange, soit un pour chaque ligne présentée, sont communiqués par le Trésor à 11 heures 30 et les *primary dealers* peuvent soumettre les offres à ces prix jusqu'à 13 heures. Si la règle prévalant jusqu'à la fin de l'année 1999 consistait à appeler à l'échange les obligations sur un rythme mensuel, le calendrier des opérations d'échange a subi des modifications en 2000 à l'instar du calendrier des adjudications. Les obligations linéaires proches de leur échéance sont désormais appelées sur un rythme bimestriel.

Pour ce qui concerne les obligations linéaires venues à échéance en 1999 et en 2000¹⁹, sur soixante opérations d'échange, huit se sont soldées par une absence d'offre, tandis que dans un cas, des offres n'ont été remises que pour un montant largement inférieur à la situation normale. La raison de cette absence d'offres réside dans le fait qu'entre la détermination du prix et la remise des offres, les rendements se tendent sur les marchés, entraînant une baisse des prix et, partant, un désintérêt des souscripteurs pour les prix prédéterminés devenus trop élevés. L'absence d'offres d'échange empêche l'augmentation de l'encours des lignes et affecte leur liquidité, tout en maintenant des montants importants dans des lignes désormais peu exploitées car proches de leur échéance.

Ne s'indiquerait-il dès lors pas d'examiner la possibilité de diminuer le délai entre la détermination du prix et la remise des offres, de manière à limiter le risque de variation des cours et, partant, d'échec de l'opération ? Par

¹⁹ Opérations jusqu'en juillet 2000.

ailleurs, il conviendrait d'étudier la possibilité de procéder à une nouvelle offre d'échange en cas d'échec ainsi que de revoir le calendrier des opérations d'échange eu égard au fait que, au vu de la diminution du nombre d'appel d'une ligne proche de son échéance à l'échange depuis 2000, le coût d'opportunité d'une absence d'offre a augmenté. En outre, le passage à des échanges bimestriels pourrait aboutir dans certains cas à un montant à refinancer à l'échéance relativement plus important. A titre d'exemple, l'OLO code 287 venue à échéance en janvier 2000 a donné lieu à un refinancement à l'échéance de l'ordre de 14% de son encours maximal tandis que l'OLO code 247 venue à échéance en août 2000 a dû être refinancée pour 53% de son encours maximal.

Le Trésor énonce que le délai susmentionné est nécessaire aux primary dealers pour contacter leurs clients à propos des conditions de l'échange. Il procède à une réévaluation du système actuel des opérations d'échange à l'aune du monopole des primary dealers en la matière.

On peut se demander enfin si la technique de l'échange ne devrait pas tenir davantage compte de l'objectif de liquidité et être pratiquée pour des obligations linéaires dont l'échéance est supérieure à un an mais dont les critères de liquidité ne sont plus atteints. L'objectif sous-jacent serait d'accomplir un cercle vertueux de liquidité par le renforcement de l'encours des lignes les plus liquides. Ainsi, parmi les Etats de la zone euro, et selon les informations obtenues, l'Irlande, les Pays-Bas, l'Espagne, la Finlande, l'Autriche et le Portugal recourent à la technique de l'échange pour des emprunts linéaires dont l'échéance est supérieure à un an dans le cadre d'une gestion active de la liquidité.

Le Trésor signale avoir obtenu l'accord d'Eurostat à propos d'une construction proposée pour procéder aux échanges des obligations linéaires dont l'échéance est supérieure à un an. Il prépare les mesures nécessaires afin de réaliser de tels échanges en 2001.

2.4 La syndication

Depuis l'année 1999, la syndication remplace l'adjudication, et, partant, les souscriptions non compétitives, pour l'émission de la première tranche des nouvelles lignes d'obligations linéaires. Cette méthode avait déjà été utilisée en 1997 pour l'émission de la première tranche des obligations linéaires convergentes en DEM et en FRF.

Le recours à la syndication est motivé par les raisons suivantes :

- créer une liquidité immédiate par l'émission d'un volume important ;
- assurer un placement global et diversifié ;
- attirer de nouveaux investisseurs ;
- maintenir un contrôle sur l'évolution du *spread* des obligations linéaires par rapport aux obligations émises par d'autres souverains ;
- regrouper tous les *primary dealers* et les *recognized dealers* derrière un projet commun.

L'opération de syndication est dirigée par des *primary dealers* désignés chefs de file (*lead managers*), les autres *primary dealers* faisant partie du syndicat au titre de manager ou de co-manager. Pour leur part, les *recogni-*

zed dealers constituent un "selling group" qui place un pourcentage du montant accordé aux lead managers.

La sélection des lead managers s'effectue par le Trésor sur la base de critères liés tant à la performance des primary dealers sur les marchés primaire et secondaire des obligations linéaires et des certificats de trésorerie qu'à l'opération même, tels que la capacité de placement et la contribution qualitative à la mise au point de l'emprunt. Le Trésor veille néanmoins à assurer une rotation des lead managers de manière à maintenir leur motivation à la performance. Il veille également à trouver un double équilibre entre les nouveaux primary dealers et les anciens et entre les primary dealers établis en Belgique et les autres. Les critères de sélection des lead managers ne sont pas hiérarchisés et, de ce fait, le Trésor peut être amené à sélectionner des primary dealers présentant des critères quantitatifs de performance faibles.

Le Trésor insiste sur l'existence de critères liés à la performance et à la capacité de mener une syndication et établit qu'en fonction de ces éléments, certains primary dealers pourraient ne pas entrer en ligne de compte pour devenir lead manager.

Le recours à la syndication entraîne le paiement de frais et de commissions. Les frais, minimes, correspondent à des dépenses dans le chef des membres du syndicat. Leur répartition fait l'objet d'un accord écrit entre les lead managers et le Trésor. Les commissions, exprimées en pourcentage des obligations linéaires émises, sont de deux ordres. Il existe, d'une part la commission de placement ("selling commission") et, d'autre part la commission de prise ferme ("management and underwriting commission"). La première rémunère le syndicat dans sa qualité de placeur, tandis que la seconde rémunère le risque que représente la garantie de prise ferme desdits montants, qui assure ipso facto le succès de l'opération.

Tableau 12 : Les commissions relatives à la syndication

Code OLO	Montant Placé (EUR)	Placement	Prise ferme	Total	Coût (EUR)
292 (2009)	5.000.000.000	0,1%	0,125%	0,225%	11.250.000
293 (2002 FRN)	2.000.000.000	0,05%	0,025%	0,075%	1.500.000
294 (2005)	3.000.000.000	0,075%	0,075%	0,15%	4.500.000
295 (2010)	5.000.000.000	0,1%	0,125%	0,225%	11.250.000

Source : Trésor

Le niveau des commissions est fixé par le Trésor et n'intervient pas en tant que critère pour la désignation des lead managers. Selon le Trésor, le niveau des commissions est fixé en fonction des conditions pratiquées sur le marché²⁰.

Alors que la commission de prise ferme se justifie par la garantie de prise ferme, on peut s'interroger sur la pertinence et l'importance de la commission de placement alors qu'une obligation générale de placement existe

²⁰ Le niveau des commissions afférent à l'OLO code 293 est relativement plus faible eu égard à l'intérêt particulier porté par le lead manager.

déjà dans le chef des *primary dealers* et que leur participation, lors des adjudications, intervient presque exclusivement pour compte propre²¹, une partie des montants étant revendu sur le marché secondaire à leurs clients.

Le Trésor précise que le fait que peu d'investisseurs se présentent lors des adjudications démontre que le placement du papier d'Etat sur le marché primaire n'est pas si évident et que, par conséquent, une commission de placement est légitime. Il note toutefois que l'intérêt des investisseurs pour la syndication est plus élevé que pour les adjudications car l'incertitude sur le prix et le montant est moins prononcée.

2.5 Conclusions

L'organisation de l'émission des obligations linéaires apparaît encore, dans une large mesure, articulée autour de la mise en concurrence des souscripteurs, regroupés en un corps de *primary dealers* spécialistes en valeurs du Trésor, auxquels ont été adjoints des *recognized dealers*. Les modes de financement non compétitifs sont pourtant aujourd'hui prépondérants, en particulier le recours à un syndicat bancaire dont les membres sont choisis parmi ces spécialistes en valeurs du Trésor.

L'analyse des résultats des adjudications révèle, sur une base annuelle, une relative concentration du marché primaire, plus sensible toutefois si l'examen porte sur chacune des adjudications prises séparément. Les prix d'émission obtenus par le Trésor au terme des adjudications s'avèrent très proches de ceux enregistrés au même moment sur le marché secondaire des obligations linéaires ce qui, d'une part, relativise l'impact de la mise en concurrence sur le marché primaire et, d'autre part, souligne toute l'importance d'un fonctionnement optimal du marché secondaire, puisque les conditions de financement du Trésor en sont essentiellement tributaires.

Les modes d'émission des obligations linéaires appellent, par ailleurs, certaines remarques, brièvement résumées ci-dessous :

- Il est malaisé de percevoir l'effet, en termes d'amélioration de ces conditions de financement, résultant, d'une part, de l'annonce d'une fourchette des montants qui seront adjugés et, d'autre part, de la réforme du calendrier des adjudications.
- En ce qui concerne les souscriptions non compétitives, la Cour des comptes souligne que la prolongation du délai de souscription, reportée au lendemain de l'adjudication à 15 heures, au lieu de 12 heures précédemment, et, dans certaines conditions, jusqu'au deuxième jour ouvrable suivant l'adjudication, constitue pour les *primary dealers* un avantage aléatoire qui rend difficile une appréciation du respect de l'équilibre qui doit exister entre le Trésor et ceux-ci. Elle estime que ce mécanisme devrait être strictement limité et le délai d'exercice réduit autant que possible. Par ailleurs, l'opportunité de réintroduire dans le cahier des charges imposé aux *primary dealers* des dispositions permettant de réduire les montants de souscriptions non compétitives ouverts aux *primary dealers* moins performants devrait être examinée.

²¹ Les *primary dealers* peuvent intervenir, sur le marché primaire, pour compte propre ou pour compte de tiers.

- Certaines opérations d'échange se soldent par une absence d'offres en raison de l'importance du délai entre la fixation des prix et la clôture de remise des offres. En outre, l'échange ne pourrait-il être étendu à des obligations linéaires dont l'échéance est supérieure à un an, dans un objectif de liquidité ?
- Enfin, on peut s'interroger sur la pertinence et l'importance de la commission de placement accordée lors du recours à la syndication pour l'émission de la première tranche des nouvelles lignes d'obligations linéaires.

Chapitre 3

Le marché secondaire

Le rôle principal du marché secondaire est d'assurer la liquidité des actifs qui y sont négociés. Eu égard au lien existant entre les marchés primaire et secondaire, ce sont essentiellement les prix dégagés sur le marché secondaire qui déterminent les conditions de financement du Trésor.

Traditionnellement, le bon fonctionnement d'un marché dépend du niveau atteint par un certain nombre de risques de marché : les risques de change, de taux, de crédit, de liquidité, etc. Il apparaît que, depuis l'entrée en vigueur du marché de l'euro, un de ces principaux risques, à savoir le risque de change, a disparu. Par ailleurs, le risque de crédit matérialisé par le rating de l'émetteur, qui mesure sa solvabilité et son risque de défaillance, évalué par des agences de notation internationales, représente un coût fixe exprimé pour chaque échelon de solvabilité²². C'est désormais le risque de liquidité, lié à l'organisation du marché et à son volume, davantage que le risque de taux, qui explique le différentiel d'intérêt (le *spread*) entre les titres des différents Etats souverains émetteurs. Il est donc permis de considérer que la compétitivité des prix offerts pour les obligations linéaires est surtout liée à la liquidité du marché : plus le marché est liquide, plus les prix offerts pour une obligation linéaire seront élevés et moindre sera la charge d'endettement pour le Trésor.

3.1 Le *spread* avec les autres émetteurs souverains de la zone euro

La liquidité du marché secondaire, qui est une notion relative, peut être approchée par une analyse de l'évolution du *spread* enregistré pour les emprunts à dix ans, référence du marché obligataire, par rapport aux autres emprunts des émetteurs souverains de la zone euro. Plus la liquidité d'un titre est grande, moins son *spread* envers les titres similaires est élevé.

²² La notation maximale est AAA (Allemagne, France,...). Standards & Poor's note la Belgique AA+, soit un échelon de moins, Moody's note la Belgique AAA et Fitch IBCA note la Belgique AA-, soit deux échelons de moins.

Tableau 13 : *Spread* entre l'OLO et les emprunts des émetteurs souverains à 10 ans, exprimé en points de base (1% = 100 points de base)

	Allemagne	France	Pays-Bas	Italie	Espagne	Finlande	Autriche	Portugal
1997	10	19	18	-106	-61	-19	7	-55
1998	19	11	11	-12	-8	-2	4	-9
1999	26	14	11	1,1	2	3	6	-5
2000 ²³	30	18	15	1,2	6	6	3	-1

Sources : Fonds des Rentes, l'Echo, Financiële Economische Tijd et Trésor.

Un *spread* positif signifie que l'OLO belge a un rendement (ou un taux d'intérêt) supérieur à l'emprunt concerné.

Il ressort de ce tableau que le *spread* des obligations linéaires belges vis-à-vis des emprunts de la zone euro a connu, dans son ensemble, une augmentation depuis 1997. Par rapport aux emprunts *benchmarks* allemands, le *spread* a augmenté de manière régulière malgré l'élimination du risque de change. Il convient cependant de nuancer l'importance de l'évolution du *spread* vis-à-vis du Bund allemand eu égard à son rôle d'actif sous-jacent des contrats "futures" négociés sur le marché Eurex, justifiant une demande élevée des Bunds à 10 ans²⁴. Le *spread* par rapport aux OAT françaises est en augmentation depuis 1998. Par rapport aux autres émetteurs souverains (à l'exception de l'Autriche), l'OLO belge a connu une détérioration de son *spread*, soit en passant d'un *spread* négatif à un *spread* positif, en croissance, soit en connaissant une diminution du *spread* négatif. La Cour des comptes constate dès lors que l'augmentation du *spread* constitue un indice sérieux du manque de liquidité relative du marché belge des obligations linéaires.

Le Trésor reconnaît que le spread s'est dégradé vis-à-vis de la plupart des Etats de la zone euro, mais ne pense pas que le manque de liquidité en soit la véritable raison car le marché belge est objectivement assez liquide grâce à un marché des repos développé, l'apparition de MTS Belgium, le volume et le nombre de lignes. Le Trésor signale également que le spread de l'ensemble des obligations d'Etat à 10 ans a augmenté vis-à-vis du Bund.

3.2 La liquidité

3.2.1 Définition

La notion de liquidité se réfère à la possibilité de prendre une position (achat, vente) sur un titre sans supporter un coût conséquent. La liquidité d'un marché reflète donc la négociabilité des titres. Un marché sera d'autant plus liquide que la négociation des titres s'y déroule rapidement et dans des conditions de coût optimales. Cette notion de liquidité s'apprécie à l'aune d'un faisceau de critères quantitatifs et qualitatifs. Il convient toutefois de noter à cet égard qu'aucune norme objective n'établit une quelconque gradation de la liquidité en fonction du nombre de critères remplis et de leur importance, ni la manière de déterminer si un critère est rempli.

²³ Janvier à mai 2000, sauf pour Allemagne et France de janvier à juin 2000.

²⁴ BNB, Rapport annuel 1999, p. 121.

La liquidité du marché est également influencée par l'échéancier des OLO et le mode de cotation.

3.2.2 Les critères qualitatifs

D'une manière générale, le marché secondaire des obligations linéaires belges rencontre les critères qualitatifs de liquidité. Ainsi, la cotation quotidienne est assurée de manière continue, les *primary dealers* jouent le rôle de teneurs de marché et la Banque nationale de Belgique gère le clearing qui est une chambre de compensation des transactions. Ces éléments, qui n'ont pas été analysés par la Cour des comptes à l'occasion du présent contrôle, assurent la fongibilité de chaque ligne d'obligations linéaires par la standardisation des produits proposés.

En matière de taxation des obligations linéaires, l'exonération du précompte mobilier est prévue notamment pour les investisseurs institutionnels. De plus, en tant que titres dématérialisés, les obligations linéaires bénéficient de l'exemption de la taxe sur les opérations boursières.

L'abrogation en décembre 1998 de la rémunération du Comité du Fonds des Rentes, en tant qu'autorité du marché secondaire des obligations linéaires, dans le cadre du marché de l'euro, participe aussi à l'amélioration de la liquidité du marché secondaire.

3.2.3 Les critères quantitatifs

Nombre de lignes et encours

Le nombre de lignes d'obligations linéaires et leur encours sont illustrés par le tableau suivant.

Tableau 14 : Les lignes d'obligations linéaires

	Nombre	Encours (milliards BEF)	Encours moyen (milliards BEF)
1989	1	81,8	81,8
1990	3	354,8	118,2
1991	8	1289,7	161,2
1992	12	2252,3	187,7
1993	17	3374,4	198,5
1994	20	4165,2	208,2
1995	23	4823,4	209,7
1996	23	5149,0	223,8
1997	22	5323,6	242,0
1998	21	5668,6	270,0
1999	21	6377,1	303,6

Source : Trésor

D'une manière générale, on peut considérer qu'un encours moyen important pour une ligne est un élément favorable à sa liquidité. Le nombre de lignes a crû de manière régulière jusqu'en 1995 avant de connaître une légère diminution qui, couplée à l'augmentation soutenue de l'encours, a conduit à une croissance constante de l'encours moyen.

Cette croissance témoigne d'une liquidité accrue. Cet encours moyen est cependant étroitement lié au nombre de lignes²⁵. En 1997 et en 1998, le nombre de nouvelles lignes a été inférieur au nombre de lignes venant à échéance, ce qui a entraîné une légère diminution du nombre total de lignes. Certains analystes du marché estiment cependant que le nombre actuel de lignes reste élevé et pèse aujourd'hui sur la liquidité.

Activité sur le marché secondaire

L'activité sur le marché secondaire est un important critère d'appréciation de la liquidité.

Notons que parmi le volume nominal traité sur le marché secondaire, les *repurchase agreements* (repo)²⁶ représentaient 63% en 1999. Les swaps représentant quelque 5% du marché total, les achats et ventes à terme sec comptent pour plus de 30% en 1999. Parmi les marchés secondaires hors bourse, la part du marché hors bourse réglementé²⁷ s'élève à quelque 75%, le quart des transactions intervenant dès lors sur le marché hors bourse non réglementé.

Tableau 15 : Activité sur le marché secondaire

	Volume nominal	Volume nominal moyen	Nombre de transactions	Taux de rotation moyen
	Moyenne mensuelle en millions EUR	Moyenne mensuelle en millions EUR	Moyenne mensuelle	Moyenne mensuelle
1998	171.234,2	608,1	6914	1,3
1999	146.261,8	549,1	6066	0,9
2000 ²⁸	183.939,5	686,3	6724	1,1

Source : *clearing* de la BNB

Il ressort du tableau 15 ci-dessus que ce critère de liquidité a connu une détérioration en 1999, ce qui se traduit par un volume nominal ainsi qu'un nombre moyen de transactions mensuelles inférieurs et une diminution sensible du taux de rotation mensuel moyen, défini comme le ratio mensuel, par ligne, entre le volume nominal traité durant le mois et l'encours à la fin du mois. La première année de fonctionnement du marché de l'euro s'est donc caractérisée par une diminution de la liquidité afférente à ce critère alors que le nombre de teneurs de marché a augmenté.

Le premier semestre de l'année 2000 a néanmoins connu une nette amélioration de ce critère.

Le seul volume des transactions est cependant insuffisant pour établir le caractère liquide du marché secondaire car, même en cas d'augmentation du volume, la liquidité peut diminuer en raison d'un nombre d'échange plus

²⁵ Le ministre des Finances note à cet égard que "la liquidité a été améliorée grâce à la diminution progressive du nombre de lignes". Dette publique, Rapport annuel 1998, p. 83.

²⁶ Les repo sont des accords de rachat correspondant à des opérations d'achat au comptant couplées à des opérations de vente à terme, sans qu'*in fine*, la propriété du titre ne soit modifiée.

²⁷ Les transactions peuvent se conclure sur le marché boursier des rentes (pour mémoire), sur le marché hors bourse réglementé et sur le marché hors bourse non réglementé.

²⁸ De janvier à juin 2000.

restreint. Il s'indique donc d'apprécier le volume moyen des transactions et on constate à ce propos que l'année 1999 s'est caractérisée par une diminution du volume moyen des transactions. En revanche, le premier semestre de l'année 2000 a connu une nette augmentation du volume moyen.

Fourchette de cotation

La Cour des comptes n'a pu obtenir d'information sur l'évolution de la fourchette de cotation, soit la différence entre le prix de vente et le prix d'achat (*bid-offer spread*), pratiquée par les *primary dealers*²⁹.

Il convient cependant de mettre en exergue l'importance de ce critère pour la liquidité. Plus la fourchette de cotation est faible, plus le marché est liquide puisque les opérations d'achat et de vente peuvent se conclure avec des écarts de prix réduits.

3.2.4 L'échéancier des obligations linéaires

La gestion de l'échéancier des obligations linéaires est liée au risque de refinancement, dans les directives générales relatives à la gestion de la dette publique adoptées chaque année par le ministre des Finances, conformément à l'article 8 du budget des Voies et Moyens. Il s'agit d'éviter qu'au cours d'une année, de trop nombreux emprunts et, partant, des montants trop importants arrivent à échéance. La gestion de l'échéancier des obligations linéaires pourrait cependant aussi participer à l'amélioration de la liquidité sur ce marché. Celle-ci pourrait théoriquement être accrue en présentant pour chaque année une seule ligne d'OLO avec un encours maximal. La composition actuelle du portefeuille des obligations linéaires révèle quatre années d'échéances présentant chacune deux lignes d'OLO.

Tableau 16 : Les lignes d'obligations linéaires par année³⁰

Code et échéance	Encours (millions EUR)	Volume nominal (millions EUR)			Nombre de transactions			Taux de rotation		
		1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
265 1993-2004	10747,1	8639,5	6189,8	7523,8	332	306	267	0,8	0,6	0,7
275 1994-2004	5457,4	8904,2	6992,4	4828,9	286	245	163	1,9	1,3	0,9
273 1994-2005	9614,3	6935,8	8052,2	11001	375	338	292	0,9	0,8	1,1
294 1999-2005	6521,6	–	4575,3	8213,1	–	440	601	–	1,4	1,7
286 1996-2007	8557,6	13165	6663,4	7113	486	322	282	1,7	0,8	0,8
257 1992-2007	8166,4	14263,8	13154,6	10007,2	260	227	229	1,9	1,7	1,2
288 1997-2008	12555,8	15093,5	15607,4	17313,5	931	561	511	2,9	1,4	1,4
268 1993-2008	8325,9	5279	6230,1	8064,1	286	281	213	0,7	0,8	1

Source : Calculs sur la base des données du Trésor

²⁹ Pour ce qui concerne l'obligation relative à la fourchette de cotation, voir le chapitre 4 relatif au contrôle des *primary dealers*.

³⁰ Les données relatives à l'année 2000 sont celles du mois de janvier au mois de juin 2000.

Le risque existe que, lorsque deux lignes arrivent à échéance au cours de la même année, l'une d'entre elles présente globalement de meilleurs indices de liquidité (volume nominal, volume de transaction, taux de rotation). Ainsi, pour l'année 2008, parmi les deux lignes d'obligations linéaires venant à échéance cette année-là, la ligne code 288 bénéficie de critères de liquidité supérieurs à la ligne code 268.

3.2.5 Le *trading* électronique

Depuis la création de la société EuroMTS en 1999, qui assure la cotation électronique des *benchmarks* les plus liquides de la zone euro à l'exception de l'Irlande et du Luxembourg, le courtage par téléphone est en passe d'être supplanté par le *trading* électronique. A l'instar de l'Italie, des Pays-Bas, de la France et du Portugal, la Belgique a en effet adopté le système de *trading* électronique MTS, en fonction depuis le 5 mai 2000. Les *primary dealers* sont tous, à l'exception d'un seul³¹, à la fois actionnaires de la société MTS et teneurs de marché. MTS étant une plate-forme pan-européenne, des liaisons entre les différentes plates-formes nationales ainsi qu'avec EuroMTS sont possibles, permettant ainsi les cotations en parallèle.

La cotation électronique, qui prévoit l'obligation de cotation ainsi que l'affichage des meilleures conditions d'achat et de vente, augmente la transparence du marché et entraîne la réduction des coûts de transaction. Le ministre des Finances a souligné que cette transparence accrue "*contribuera à assurer une plus grande liquidité au marché des OLO et partant une réduction du coût du financement pour l'Etat*"³². Si ce mode de cotation est pour l'heure réservé aux transactions réalisées entre les teneurs de marché, son ouverture à terme aux autres institutions financières devrait permettre de l'appliquer à la majorité des transactions.

Les modalités de fonctionnement de la plate-forme électronique de cotation MTS sont importantes pour garantir un impact favorable sur la liquidité. En particulier, le *spread* de cotation y joue un rôle déterminant. Les bornes maximales de cotation sur MTS, non contenues dans le cahier des charges, varient de 5 à 20 centimes. Pour l'ensemble des transactions, le *spread* maximal de cotation prévu par le cahier des charges est de 10 à 15 centimes (25 centimes jusqu'en mai 1995). Une différence importante réside toutefois dans les montants relatifs à ce *spread* de cotation maximum, ces derniers ayant augmenté sensiblement, passant d'un montant maximum de 5 millions EUR à un montant minimum s'échelonnant entre 2,5 millions EUR et 10 millions EUR selon le statut de *benchmark* de chaque ligne et l'échéance résiduelle, ce qui contribue à la liquidité du marché.

L'évolution du *spread* entre les OLO et les emprunts des émetteurs souverains devrait à l'avenir permettre d'apprécier l'impact de l'introduction du *trading* électronique sur les conditions de financement.

³¹ Le Trésor signale que cet établissement n'est plus *primary dealer* en valeurs du Trésor belge depuis le 1^{er} juillet 2000.

³² Dette publique, Rapport annuel 1999, p. 6.

3.3 Conclusions

La Cour des comptes constate que l'évolution du *spread* envers les émetteurs souverains de la zone euro témoigne d'un manque croissant de liquidité relative du marché belge des obligations linéaires depuis 1997. L'organisation du marché réunit pourtant les conditions nécessaires à sa liquidité et la modernisation des marchés financiers a permis à la Belgique d'aborder dans les meilleures conditions le marché de l'euro. Le manque relatif de liquidité semblerait dès lors provenir des critères quantitatifs de liquidité.

A ce propos, la Cour des comptes constate que le *spread* envers les émetteurs souverains a encore globalement augmenté au cours des premiers mois de 2000, alors que les critères de liquidité relatifs à l'activité sur le marché secondaire ont connu une évolution favorable pendant cette période. L'introduction du *trading* électronique constitue une amélioration du fonctionnement du marché secondaire qui devrait se traduire par un accroissement de la liquidité et, partant, par une réduction des conditions de financement de l'Etat.

Chapitre 4

Le contrôle des *primary dealers*

Le rôle primordial des *primary dealers* dans le fonctionnement optimal du marché des obligations linéaires a déjà été souligné. Le contrôle du respect de leurs obligations, en vertu du cahier des charges, est essentiel pour garantir la performance et le bon fonctionnement de ce marché.

4.1 Les obligations des *primary dealers*

Tableau 17 : Les obligations des *primary dealers*

Marché	Avant 1999	Depuis 1999
Primaire et secondaire	<p>Le montant des offres compétitives adjudgées à chaque <i>primary dealer</i> doit chaque année représenter au minimum 0,5% du total des offres adjudgées à l'ensemble des <i>primary dealers</i> pour les obligations linéaires, 0,5% pour les certificats de trésorerie et 1% pour l'ensemble des valeurs.</p> <p>Le montant des achats et ventes à terme sec pour leur propre compte traité par chaque <i>primary dealer</i> sur le marché hors bourse réglementé et liquidé par le <i>clearing</i> de la Banque nationale de Belgique doit chaque année représenter au minimum respectivement 2%, 2% et 3% du total des achats et ventes à terme sec traité par l'ensemble des <i>primary dealers</i> sur ce marché pour les obligations linéaires, les certificats de trésorerie et l'ensemble des valeurs.</p>	<p>Le montant des offres compétitives adjudgées à chaque <i>primary dealer</i>, exprimé en pourcentage du total des offres compétitives doit représenter, en moyenne au terme de la période pour laquelle le statut est conféré, au moins 2% pour les obligations linéaires et 2% pour les certificats de trésorerie.</p> <p>Le montant des achats et ventes à terme sec pour leur propre compte traité par chaque <i>primary dealer</i>, sur le marché hors bourse réglementé et liquidé par le <i>clearing</i> de la Banque nationale de Belgique, exprimé en pourcentage du total des achats et ventes à terme sec traité par l'ensemble des <i>primary dealers</i> pour leur propre compte, doit représenter, en moyenne au terme de la période pour laquelle le statut est conféré, au moins 2% pour les obligations linéaires et 2% pour les certificats de trésorerie.</p>

Secondaire	Les <i>primary dealers</i> s'efforcent de placer les valeurs du Trésor auprès des investisseurs finaux tant en Belgique qu'à l'étranger. Ces opérations doivent représenter une part significative de l'ensemble des transactions opérées par les <i>primary dealers</i> .	Les <i>primary dealers</i> placent les valeurs du Trésor auprès des investisseurs finaux tant en Belgique qu'à l'étranger. Ils assurent, en collaboration avec le Trésor le cas échéant, la promotion des valeurs du Trésor. Le Trésor peut, en concertation avec le <i>primary dealer</i> concerné, convenir des objectifs particuliers de promotion et de pénétration de marchés.
Secondaire	Les <i>primary dealers</i> s'engagent à coter des prix fermes jusqu'à un montant de 100 millions de francs. Dans une situation de marché normale, les prix sont cotés pour ce montant avec une fourchette maximale de 10 centimes pour les obligations linéaires d'une échéance inférieure à 11 ans. La fourchette maximale est portée à quinze centimes pour les échéances à partir de 11 ans. Les <i>primary dealers</i> s'engagent à assurer la meilleure adéquation possible entre les cotations affichées et les cotations effectivement pratiquées. Après consultation des <i>primary dealers</i> , le Trésor dresse la liste des obligations linéaires soumises à l'obligation de cotation. Cette liste est revue périodiquement en fonction de la situation de marché.	Les <i>primary dealers</i> s'engagent à coter des prix fermes jusqu'à un montant de 5 millions d'euros. Dans une situation de marché normale, les prix sont cotés pour ce montant avec une fourchette maximale de 10 centimes pour les obligations linéaires d'une échéance inférieure à 11 ans et une fourchette maximale de quinze centimes pour les échéances à partir de 11 ans. Les <i>primary dealers</i> s'engagent à assurer la meilleure adéquation possible entre les cotations affichées et les cotations effectivement pratiquées. Après consultation des <i>primary dealers</i> , le Trésor dresse la liste des obligations linéaires soumises à l'obligation de cotation.
Secondaire	Les <i>primary dealers</i> effectuent une part significative de leurs transactions en obligations linéaires et certificats de trésorerie sur le marché hors bourse réglementé. A cet effet, ils s'engagent à conclure sur ce marché toutes leurs transactions avec un autre membre du marché hors bourse réglementé, sauf refus exprès de ce dernier. En outre, lorsqu'ils concluent une transaction avec une personne qui n'est pas membre du marché hors bourse réglementé, les <i>primary dealers</i> ont l'obligation de moyen de réaliser la transaction sur le marché hors bourse réglementé.	Les <i>primary dealers</i> effectuent une part significative de leurs transactions en obligations linéaires et certificats de trésorerie sur le marché hors bourse réglementé et concluent sur ce marché toutes leurs transactions avec un autre membre du marché hors bourse réglementé, sauf refus exprès de ce dernier.
Primaire et secondaire	Les <i>primary dealers</i> contribuent à l'information générale du Trésor et sont prêts à rendre compte régulièrement de l'évolution du marché des effets et des fonds publics, des conditions pratiquées et du volume des opérations qu'ils auront traitées. Le Trésor peut demander au <i>primary dealer</i> dont les offres acceptées dépassent 40% du volume émis lors de l'adjudication considérée quel est le montant de sa souscription pour compte propre et le degré de concentration des montants adjugés auprès d'un ou plusieurs clients sans devoir en révéler l'identité.	Les <i>primary dealers</i> contribuent à l'information générale du Trésor et rendent compte régulièrement de l'évolution du marché, des conditions pratiquées et du volume des opérations qu'ils ont traitées. Le <i>primary dealer</i> dont les offres acceptées dépassent 40% du volume émis dans une ligne lors de l'adjudication considérée informe le Trésor du montant de sa souscription pour compte propre et le degré de concentration des montants adjugés auprès d'un ou plusieurs clients sans devoir en révéler l'identité.

Source : Trésor

Il ressort de ce tableau que, si les obligations des *primary dealers* sont restées globalement identiques, leurs modalités ont connu quelques adaptations à partir 1^{er} janvier 1999.

Pour ce qui concerne la participation aux marchés primaire et secondaire, la part de marché à atteindre sur le marché primaire a quadruplé, la part de marché fixée précédemment pouvant cependant être considérée comme fort basse. Par contre, la part de marché relative à l'ensemble des valeurs traitées a été supprimée. De plus, le respect de ces parts de marché s'apprécie non plus par année civile de manière systématique, mais en fonction de la période pour laquelle le statut est conféré, soit dix-huit mois la première fois et douze mois par la suite. Il convient en outre de noter que, jusqu'en 1995, le marché de référence était constitué de l'ensemble du marché secondaire et que l'importance des achats et des ventes à terme sec dans le marché secondaire a sensiblement diminué³³.

Par ailleurs, l'obligation relative au placement des valeurs du Trésor a été complétée par la possibilité pour le Trésor de "*convenir, en concertation avec le primary dealer concerné, des objectifs spécifiques de promotion et de pénétration de marchés*". Par contre, il n'est plus précisé que ces opérations de placement doivent représenter une part significative de l'ensemble des transactions opérées par les *primary dealers*.

En termes d'obligation spécifique lors des adjudications, la communication par les *primary dealers* de leur souscription pour compte propre et du degré de concentration des montants adjugés auprès d'un ou plusieurs clients lorsque leurs offres acceptées dépassent 40% du montant adjugé est désormais automatique et la limite de 40% est calculée par ligne.

4.2 Le contrôle des *primary dealers*

4.2.1 Avant 1999

Jusqu'en 1998, la périodicité du contrôle des *primary dealers* était à la fois mensuelle et annuelle. Le contrôle mensuel concernait le marché secondaire sur la base des données des quatre mois précédents, tandis que le contrôle annuel comprenait une évaluation globale de leur activité sur les marchés primaire et secondaire. A cet effet, le cahier des charges prévoyait que, "*dans l'appréciation de l'activité générale du primary dealer, le Trésor tiendra compte de ses interventions dans les autres produits dérivés liés aux valeurs du Trésor tels que les repos, les strips et les options*".

Le contrôle mensuel était basé sur le rapport d'activité mensuel des *primary dealers* reprenant leurs opérations sur les marchés primaire et secondaire. Ce contrôle pouvait avoir un impact sur la participation des *primary dealers* aux souscriptions non compétitives. Il convient de noter que la modification des possibilités de participer aux souscriptions non compétitives, par une augmentation, une réduction ou une suspension à titre de sanction, ne revêtait pas un caractère automatique. Selon le Trésor, ces modifications ont néanmoins toujours été appliquées, y compris à titre de sanction.

³³ Point 3.2.3. supra.

Il apparaît que, dans la lettre d'évaluation annuelle qui leur était communiquée, seules les obligations imposées aux *primary dealers* en matière de participation aux marchés primaire et secondaire étaient explicitement évoquées, les autres obligations faisant cependant, selon le Trésor, l'objet d'un contrôle. La Cour des comptes relève que la réalité et l'étendue de ce contrôle ne peut, de ce fait, être évaluée aujourd'hui.

En matière de sanctions dans le cadre de l'évaluation globale, le cahier des charges applicable jusqu'en 1998 énonçait que *"si un primary dealer devait manquer à ses engagements et si les explications qu'il apporterait au Trésor n'étaient pas satisfaisantes, il pourrait se voir suspendre ou retirer la qualité de primary dealer ou certains des avantages attachés à ce statut"*, ainsi qu'*"il en va de même si un primary dealer devait proposer des cotations ou utiliser des moyens de nature à lui permettre d'échapper à ses obligations"*. Cette sanction n'avait donc pas de caractère automatique. De plus, il n'existait pas de sanctions prédéfinies en fonction de l'ampleur du non respect des obligations. En termes d'évaluation globale, on constate qu'aucune sanction n'a été prononcée à l'encontre d'un *primary dealer*, sans que l'on dispose toutefois d'informations permettant de savoir si les conditions d'application des sanctions aient été réunies ou non. On peut toutefois relever que, pour l'année 1997, alors qu'un *primary dealer* ne respectait pas plusieurs parts de marché minimales pour les obligations linéaires, aucune sanction n'a été prise à son égard, malgré la mention explicite de ces manquements dans la lettre d'évaluation.

Pour le respect de la part minimale de marché sur le marché primaire, le cahier des charges faisait référence aux offres compétitives. Or, du 1^{er} janvier 1993 à l'entrée en vigueur du nouveau cahier des charges le 1^{er} janvier 1999, et à la demande de certains *primary dealers*, les opérations d'échange ont été intégrées, malgré leur caractère non concurrentiel, dans la valorisation des prestations des *primary dealers* sur le marché primaire. Cette inclusion a pu entraîner un accès aux souscriptions non compétitives non conforme au cahier des charges puisque cet accès était conditionné au respect par chaque *primary dealer* de l'ensemble des parts minimales de marché. Il convient toutefois de préciser que les offres d'échange n'intervenaient que pour l'octroi de l'accès aux souscriptions non compétitives mais non dans le calcul du montant ainsi accordé.

4.2.2 Depuis 1999

Depuis 1999, le cahier des charges prévoit que le contrôle des *primary dealers* est réalisé semestriellement et, de manière globale, à l'issue de la période pour laquelle le statut est conféré, soit dix-huit mois la première fois et par année ensuite.

L'évaluation semestrielle s'effectue sur la base du rapport d'activité trimestriel, ainsi que de l'activité des *primary dealers* sur les marchés primaire et secondaire ou de tout autre mode d'évaluation. Il convient de rappeler que, comme énoncé au point 2.2, les mécanismes de réduction et de suspension des souscriptions non compétitives ont été supprimés.

Le cahier des charges prévoit que *"le résultat de l'évaluation est communiqué individuellement aux primary dealers avec, le cas échéant, l'invitation à prendre des mesures correctrices dans le délai que le Trésor détermine"*. Pour ce qui concerne la première évaluation semestrielle, réalisée en juin 1999, la Cour des comptes a constaté qu'en termes de respect des parts de

marché, six *primary dealers* se trouvaient en contradiction avec le prescrit du cahier des charges sans que le Trésor ne les ait invités à prendre des mesures correctrices. La deuxième évaluation réalisée en décembre 1999 ne portait que sur les résultats bruts, sans appréciation formelle de la part du Trésor.

Pour les sanctions, le cahier des charges prévoit toujours que *“le Trésor peut sanctionner le primary dealer qui nuit gravement à ses obligations”*, auquel cas *“les sanctions sont la réduction ou la suspension temporaires de tout ou partie des droits accordés aux primary dealers et la déchéance du statut”*. Aucune échelle de sanction permettant une appréhension relative du terme *“gravement”* n’est cependant prévue.

Il ressort des résultats des adjudications intervenues durant la première période pour laquelle le statut est conféré, à savoir la période s’étendant du mois de janvier 1999 au mois de juin 2000, que quatre *primary dealers* ne respectent pas la part de marché minimale sur le marché primaire des obligations linéaires. La Cour des comptes souligne que l’évaluation globale devra permettre d’apprécier la réalité et l’étendue de la mise en œuvre des sanctions y relatives.

4.3 Conclusions

La Cour des comptes constate que les modifications apportées au régime de contrôle des *primary dealers*, depuis le 1^{er} janvier 1999, c’est-à-dire lors du passage au marché de l’euro, tendent à diminuer le caractère contraignant du cahier des charges. En témoignent la suppression des mécanismes de réduction et de suspension de l’accès aux souscriptions non compétitives ou encore l’absence d’échelle de sanctions liée aux manquements qui peuvent être constatés. En outre, l’application de ce nouveau régime au cours des premiers mois de sa mise en œuvre s’est révélée moins stricte que le prescrit du cahier des charges. Peut-être cette évolution est-elle à mettre en relation avec le contexte général auquel est désormais confronté le Trésor qui apparaît en concurrence avec d’autres Etats souverains émetteurs pour le placement de titres d’emprunts comparables libellés dans une monnaie identique et face à des souscripteurs libérés du cadre du marché domestique.

Il conviendrait cependant que les différentes obligations incombant aux *primary dealers* soient davantage liées à la faculté, pour le Trésor, de prendre des sanctions modulées en fonction des manquements constatés.

dépôt légal	D/2001/1128/7
impression	St-Luc Nazareth
adresse	Cour des comptes Rue de la Régence, 2 B-1000 Bruxelles
tél	02-551 81 11
fax	02-551 86 22
site Internet	http://www.courdescomptes.be