

Par Antoine Renucci, maître de conférences,

Centre de recherche sur la gestion (Cereg), université Paris-Dauphine

## Treasury bills européens : une opportunité de placement supplémentaire

**L'intégration du marché obligataire européen, notamment celui de la dette publique à court terme (Treasury bills), est en marche. Elle participe d'un objectif plus large poursuivi par l'Union**

**européenne : une intégration financière conduisant à l'émergence d'un système financier unique.**

Ce dernier bénéficierait des économies d'échelle et de gamme entre certaines activités financières, lesquelles profiteraient d'une plus grande compétition entre acteurs. Le but poursuivi est de stimuler la croissance économique en diminuant le coût du financement pour les entreprises et les Etats, et en accroissant simultanément le volume d'épargne disponible à des fins d'investissement, du fait des meilleures opportunités de diversification offertes aux investisseurs. Concrètement, cette intégration se traduit par une plus grande facilité d'accès aux marchés italien, espagnol, grec ou allemand des titres publics pour le trésorier d'une entreprise française ou le gérant de portefeuille. D'une part, les réglementations nationales qui limitaient les possibilités d'acheter des titres pour les non-résidents ont été, sinon abandonnées, tout du moins largement assouplies. D'autre part, la prise en considération accrue des besoins des investisseurs est devenue un objectif prioritaire pour les différentes autorités nationales émettrices. Par exemple, le nominal des Bubills allemands a été baissé de 1 million d'euros à 1 euro en 2004 afin d'élargir la base d'investisseurs potentiels. Enfin, les marchés secondaires des titres publics dans la zone euro sont de mieux en mieux organisés, sous l'impulsion conjuguée des gouvernements et de sociétés spécialisées. Ainsi, ont vu le jour des plates-formes électroniques (MTS<sup>1</sup>, Senaf) par l'intermédiaire desquelles les titres sont échangés plus efficacement que lorsque l'intermédiation avait lieu uniquement au

téléphone entre voice brokers, comme c'était le cas traditionnellement. MTS assure ainsi un volume journalier d'échanges de Treasury bills de plus de 1,5 milliard d'euros. Il devient donc moins dangereux en termes de liquidité d'investir sa trésorerie ou ses actifs dans des titres publics à court terme. Revenons brièvement sur le fonctionnement des plates-formes afin de préciser comment elles améliorent la liquidité du marché secondaire. Tout d'abord, les teneurs de marché, banques de stature internationale sélectionnées par l'entreprise qui gère la plate-forme, doivent coter à la fois des prix d'achat et des prix de vente pendant un

### L'accès aux marchés italien, espagnol, grec... des titres publics est désormais facilité pour les trésoriers et les gérants.

nombre d'heures minimum chaque jour ouvré, en respectant une fourchette maximale. Ils ont l'obligation de coter tous les titres les plus récents (les benchmarks), ainsi qu'un certain nombre de titres plus anciens (les titres off-the-run). A titre d'exemple, en France, les teneurs de marché doivent proposer en permanence trois benchmarks : des BTFs à 3, 6 et 12 mois. Ensuite, ils doivent assurer un volume d'échanges annuel minimum préalablement défini. Enfin, le carnet d'ordre électronique de la plate-forme garantit l'anonymat des vendeurs et acheteurs dans la mesure où il est nécessaire d'attendre la fin de la

transaction pour connaître la contrepartie. En résumé, ces règles assurent un bon fonctionnement du marché comme le montre une étude récente de Biais, Renucci et Saint-Paul (2004), ce qui devrait être de nature à satisfaire les investisseurs, trésoriers ou gérants de portefeuille. Ceux-ci devraient particulièrement apprécier le fait que les titres émis présentent des caractéristiques différentes d'un pays à l'autre<sup>2</sup>, tant en termes de nominal (par exemple, 1 euro pour les titres français ou allemands, 1 000 euros pour les titres italiens), que de maturité (les Pays-Bas sont ainsi les seuls à émettre du papier à 9 mois et les Espagnols des titres à 18 mois), ou de risque (la dette grecque est plus risquée que la dette allemande), ce qui permet de satisfaire un large éventail de besoins. Le volume de Treasury bills émis sur le marché primaire (plus de 650 milliards d'euros cumulés ces dernières années<sup>3</sup>) doit également assurer aux investisseurs un accès facilité à ces produits. Aussi, bien que l'intégration soit loin d'être achevée, puisque de nombreuses questions se posent en matière d'homogénéisation des calendriers et des procédures d'émission des titres, les Treasury bills offrent dorénavant une possibilité supplémentaire aux trésoriers ou gérants de portefeuille dans leur stratégie de placement ou d'allocation d'actifs. Une opportunité à saisir... ■

1. MTS-Spa, principale plate-forme électronique paneuropéenne de commerce des titres de dette publique, a été rachetée à 51 % en 2005 par Euronext et Borsa Italiana, pour environ 256 millions d'euros.

2. Voir *Aspects Institutionnels et Efficacité des Marchés de Bons du Trésor dans la Zone Euro et au Royaume-Uni*, Cahier de recherche du Cereg 2006-02, [www.dauphine.fr/cereg](http://www.dauphine.fr/cereg).

3. La France, l'Italie et les Pays-Bas figurent régulièrement parmi les plus gros émetteurs.