

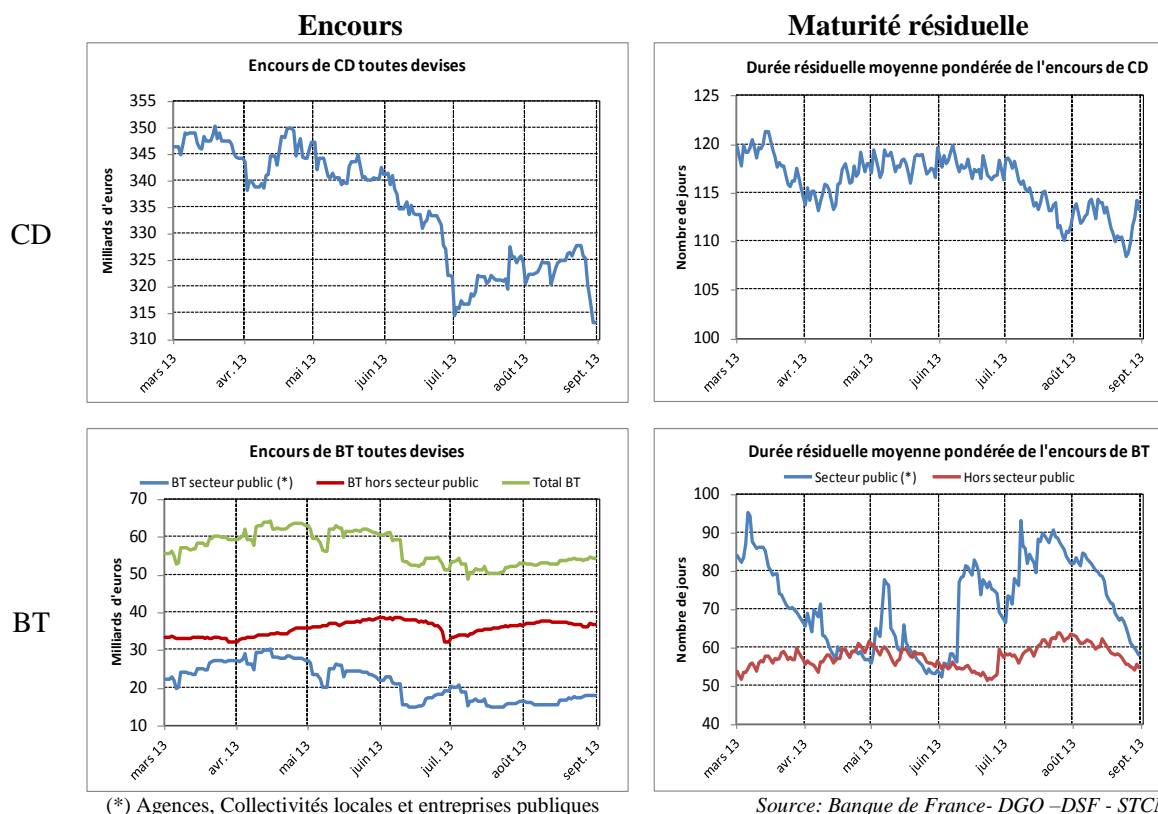
Note mensuelle des TCN – Août 2013

1. Les éléments clefs du mois

Encours en milliards d'euros	2008-2012		2008-2012		Sur la période :		
	Min.	Le :	Max.	Le :	31/7	31/8	Var.
CD	313,0	31/08/13	465,9	22/05/09	324,2	313,0	-11,2
BT	35,2	22/01/10	66,7	30/05/12	52,6	54,2	1,6
ABBT	3,3	17/06/11	42,4	28/02/08	3,6	3,8	0,2
BMTN	63,9	11/02/12	78,7	27/04/12	76,1	76,9	0,9
Total	445,4	17/07/11	617,9	27/01/09	456,5	447,9	-8,5

Nouveaux émetteurs :

Achmea Hypotheekbank N.V.



(*) Agences, Collectivités locales et entreprises publiques

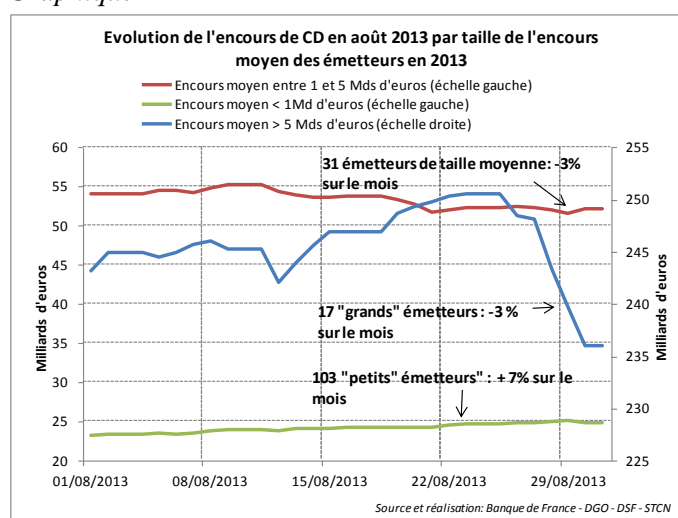
Source: Banque de France- DGO –DSF - STCN

1.1. Le marché des CD enregistre une baisse de 11 milliards d'euros en août 2013 sous l'influence de quelques émetteurs.

Le marché des CD diminue au mois d'août 2013 d'environ 11 milliards d'euros par rapport à la fin du mois de juillet avec une évolution en deux temps : une légère augmentation jusqu'au 25 août 2013 (+3 milliards d'euros) suivie d'une chute marquée de près de 14 milliards d'euros, notamment imputable à un volume conséquent d'arrivées à maturité et concentrée sur 5 établissements bancaires figurant parmi les plus importants du marché.

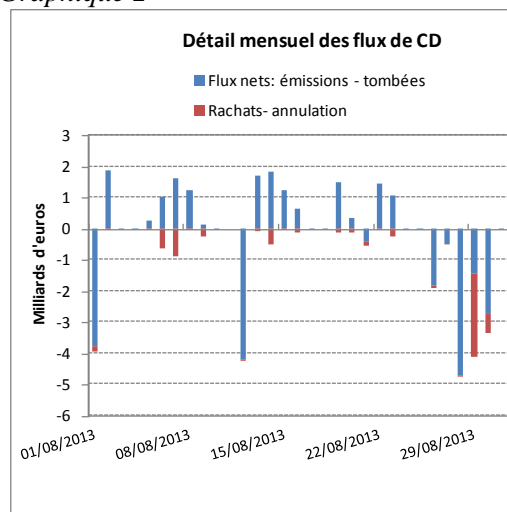
Cette diminution masque de profondes disparités entre émetteurs, selon la taille de leur encours moyen en 2013 : les émetteurs possédant un encours supérieur à 1 milliard d'euros ont ainsi diminué leur encours de 3%, alors que celui des émetteurs de taille plus modeste progressent d'environ 7% (cf. graphique 1).

Graphique 1

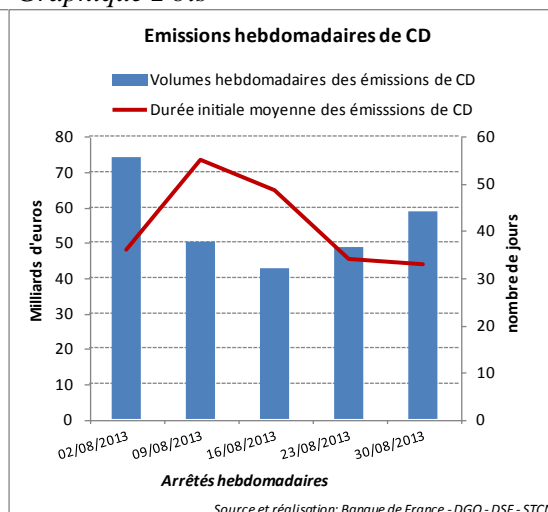


Le volume hebdomadaire des émissions, en progression sur les dernières semaines du mois d'août a été insuffisant pour compenser ces arrivées à maturité et les habituels rachats de la fin du mois (cf. Graphique 2 et 2 bis).

Graphique 2



Graphique 2 bis



Le marché des CD retrouve son niveau d'avant la crise de 2007, dans un contexte de liquidité abondante, marqué par la réforme de l'épargne réglementée en France. La décollecte constatée actuellement sur les OPCVM, importants souscripteurs de CD, explique également le recul des

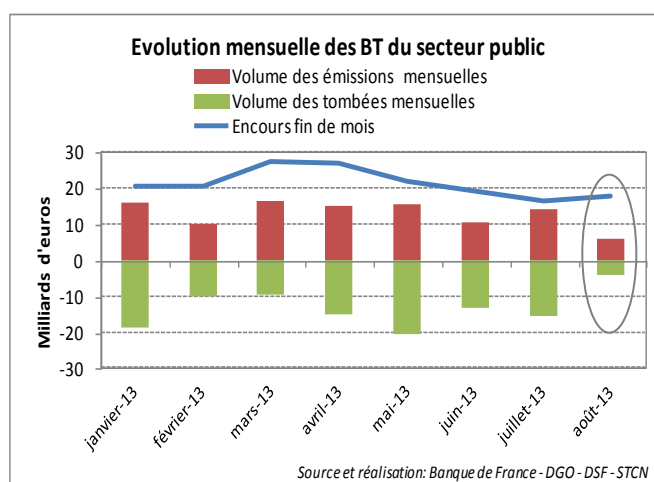
encours sur le marché des TCN, dans un contexte d'attente par rapport à la future réglementation européenne MMF.

1.2. Le marché des BT progresse légèrement grâce au secteur public et demeure animé grâce aux nouveaux émetteurs.

En regard de la tendance baissière du marché des CD, le marché des BT se distingue par sa relative bonne tenue à 54 milliards d'euros. Il progresse de 3%, principalement grâce au secteur public malgré un faible niveau des émissions par rapport aux mois précédents (cf. graphique 3).

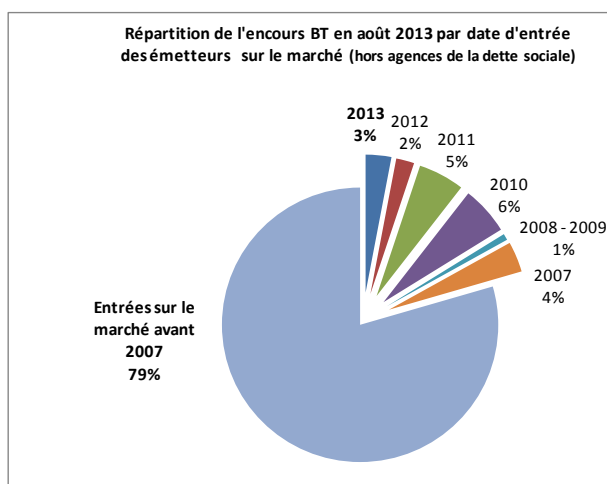
L'encours des émetteurs de type « entreprises » représente près des deux tiers du marché à fin août 2013, après une hausse de plus de 26% depuis le début de l'année 2013. L'encours des BT du secteur public ne représente plus que le tiers du marché, contre près de la moitié début 2013.

Graphique 3

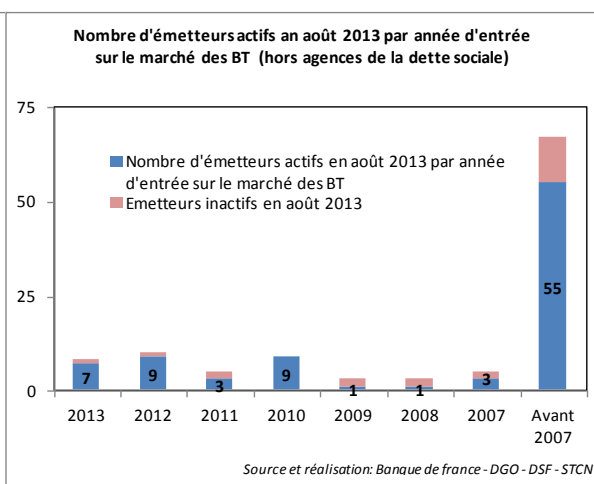


Le marché des BT bénéficie par ailleurs de l'arrivée régulière de nouveaux émetteurs qui contribuent à animer le marché : près de 10 % de l'encours des BT (hors agences de la dette sociale), soit environ 4 milliards d'euros, a été ainsi émis au mois d'août par une vingtaine d'émetteurs entrés sur le marché depuis 2011 (cf. graphique 4). Les derniers arrivants sont particulièrement dynamiques, avec un encours s'élevant en moyenne à près de 30% de leur plafond d'émission, contre 11% pour les émetteurs plus anciens (hors dette sociale).

Graphique 4



Graphique 4 bis



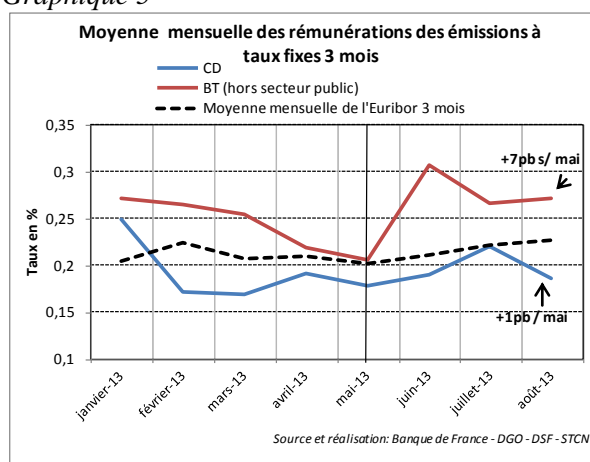
1.3. Les durées résiduelles moyennes des CD restent en deçà de leurs plus hauts historiques et se raccourcissent pour les BT.

La durée résiduelle moyenne des CD, à 113 jours fin août 2013, demeure élevée bien qu'inférieure à son plus haut historique de 120 jours atteint le 7 juin 2013. L'évolution accidentée observée dans le courant du mois s'explique par des arrivées à maturité massives concentrées sur les derniers jours du mois d'août, les durées résiduelles s'améliorant mécaniquement après l'arrivée des titres à échéance. La durée résiduelle moyenne des BT fléchit quant à elle sensiblement pour le secteur public (-24 jours) et dans une moindre mesure pour les autres émetteurs du marché des BT (-9 jours), en raison de la progression des émissions à moins de 40 jours au détriment d'émissions plus longues.

2. Autres faits marquants

2.1. La baisse des rémunérations des CD fixes à 3 mois en août 2013 doit être mise en regard d'une légère tendance à la hausse des rémunérations depuis mai 2013.

Graphique 5



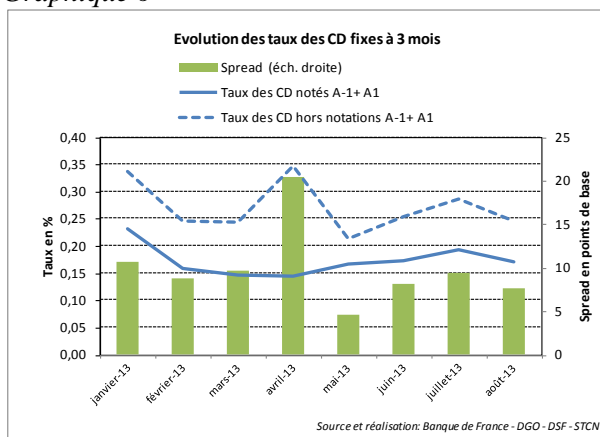
Les rémunérations des CD à 3 mois ont baissé de 3 points de base par rapport au mois de juillet en raison de la moindre activité de certains émetteurs de la zone périphérique. Les opérations en direction des souscripteurs de type « Industrie et Commerce », consenties à des taux au-dessus du marché, ont été également moins nombreuses en août par rapport au mois précédent. Cette baisse modérée s'observe toutefois dans une tendance légèrement haussière des rémunérations depuis mai 2013, en ligne avec l'évolution de l'Euribor 3 mois sur la même période (+2,5 pbs) (cf. Graphique 5).

2.2. Une dispersion des taux plus importante pour les BT que pour les CD

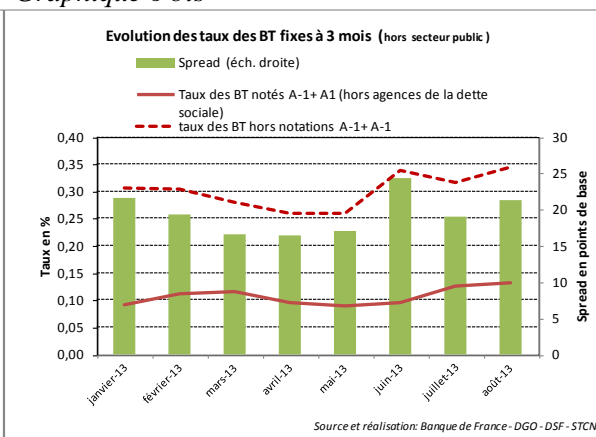
L'écart entre les rémunérations offertes par les meilleures notations et les autres émetteurs moins bien notés atteint au mois d'août 21 points de base pour les BT (hors secteur public), contre 8 points de

base pour les CD (cf. graphique 6 et 6 bis). Cette plus grande dispersion des rémunérations des BT par rapport aux CD est due au caractère très hétérogène de la population des émetteurs de BT, dont les secteurs d'activité, la taille des bilans et la qualité des signatures restent très divers.

Graphique 6



Graphique 6 bis



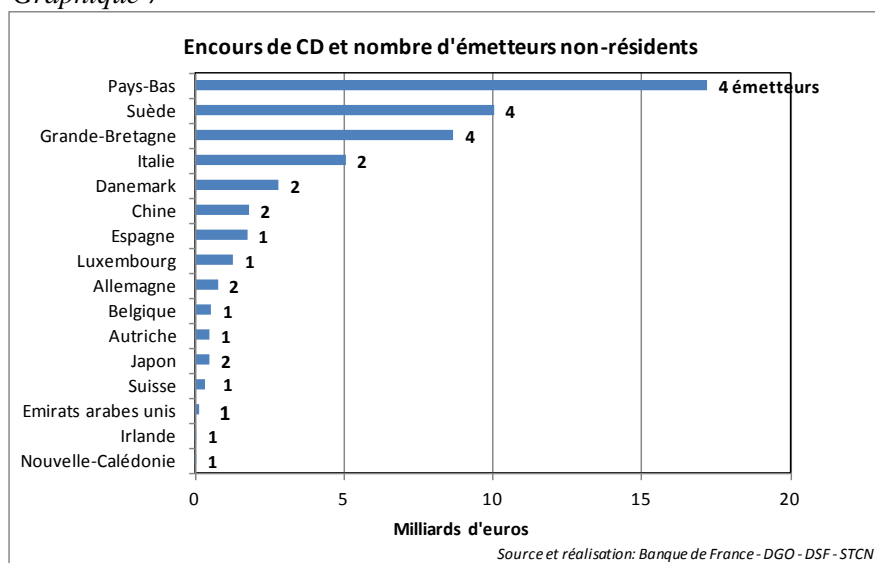
Malgré des rémunérations globales de BT supérieures à celles des CD (cf. graphique 5), les entreprises les mieux notées bénéficient au travers des BT d'un refinancement bon marché. Les taux des BT les mieux notés (hors secteur public)¹ sont en effet sensiblement inférieurs aux conditions obtenues par les émetteurs de CD de notations équivalentes, avec un différentiel moyen de 8 points de base.

2.3. Un nouvel émetteur de CD non résident

Achmea Hypotheekbank N.V., établissement de crédit néerlandais spécialisé dans la fourniture de prêts hypothécaires à des clients privés pour le financement d'acquisitions immobilières, a procédé à sa première émission sur le marché des CD le 1^{er} août 2013. Il rejoint ainsi ING Bank, Rabobank Nederland et ABN AMRO Bank au nombre des émetteurs issus des Pays-Bas.

Pour mémoire, le marché des CD compte 30 émetteurs non-résidents actifs au 31 août 2013 sur un total d'environ 150 émetteurs. L'encours des émetteurs des Pays-Bas représente 33% de l'encours total des non-résidents (52 milliards d'euros environ), devant la Suède (19%) et la Grande-Bretagne (17%) (cf. graphique 7).

Graphique 7



¹ Il s'agit de titres émis par un panel relativement restreint d'environ 12 entreprises, très recherchées par les investisseurs.

3. Glossaire

TCN : Titres de Créances Négociables. Le marché des TCN est, avec plus de 484 Mds d'€ d'encours fin décembre 2012, le premier marché d'Europe continentale et le 2^{ème} du monde (derrière ses équivalents américain et britannique). Il a pu totaliser jusqu'à 615 Mds en janvier 2009 et a constitué une source de financement utile pour les établissements de crédit et les entreprises durant la crise avec des conditions de coûts attractives. La profondeur et la liquidité du marché français de titres courts reposent largement sur son cadre réglementaire flexible, son haut niveau de transparence, sa supervision par la Banque Centrale, ses infrastructures de marché performantes et sur son ouverture aux émetteurs non résidents.

CD : Certificats de Dépôt. Il s'agit de titres à court terme dont la durée est supérieure à 1 jour et inférieure à un an, qui sont émis uniquement par des établissements de crédits, résidents ou pas, ainsi que par la Caisse des dépôts et consignations. Ces titres constituent le principal segment du marché des TCN.

BT : Billets de Trésorerie. Ils sont émis, dans les mêmes conditions de durée que les CD, exclusivement par des non-banques, en particulier des sociétés par actions, ainsi que des entités publiques. Il est à noter que certains véhicules de titrisation (ayant notamment le statut d'organismes de titrisation) émettent des BT pour financer leur portefeuille de créances ; on parle alors d'**ABBT** (Billets de Trésorerie « Asset Backed ») ou Billets de Trésorerie adossés à des actifs.

BMTN : Bons à Moyen Terme Négociables. Ils sont d'une durée initiale supérieure à un an et peuvent être émis aussi bien par les entités habilitées à émettre des CD que des BT. A l'instar des BT, ils peuvent également être utilisés pour des opérations de titrisation.

STEP : Short Term European Paper, label mis en place en 2006, par les professionnels des marchés de titres courts européens avec le soutien de l'Eurosystème, afin de favoriser l'intégration des différents marchés de cette nature. Le marché STEP a obtenu en avril 2007 du statut de marché non réglementé éligible au refinancement de l'Eurosystème

Durée initiale moyenne pondérée des émissions : Moyenne calculée sur l'ensemble d'un marché (ou d'un portefeuille émetteur) reflétant le profil de maturité moyen à l'émission. La durée initiale moyenne pondérée par le flux des émissions reflète notamment, s'agissant des CD, l'évolution de la part prépondérante des titres à très court terme (1 à 3 jours) sur l'ensemble des émissions, avec un raccourcissement de la maturité moyenne lors des épisodes de tension sur la liquidité, et une tendance pluriannuelle à l'allongement.

Durée résiduelle moyenne pondérée de l'encours : Moyenne calculée sur l'ensemble d'un marché (ou d'un portefeuille émetteur) pondérée par l'encours des titres non échus, et reflétant le profil de maturité moyen en termes de stock. La durée résiduelle moyenne pondérée de l'encours traduit notamment l'évolution de la part du 3 mois qui constitue la maturité dominante sur l'ensemble du stock.

Taux moyens : les taux indiqués dans cette note concernent l'ensemble du marché et sont des moyennes mensuelles pondérées par les volumes d'émissions, ventilées selon les maturités les plus représentatives, et par type de taux (taux fixe, taux variable).

Secteur public : Agences de la dette sociale, collectivités locales et entreprises publiques.

Établissements de crédit non résidents : incluent les établissements financiers possédant leur siège social à l'étranger et les succursales françaises des banques étrangères.

ns : Calcul non significatif

Échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème (notations court-terme) :

	Échelons des notations éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème			Notations inéligibles
	1	2	3	
	Pd* <0,10%	Pd* =0,10%	Pd*=0,4%	Émetteurs mal notés
FitchRatings	F1+	F1	F2	F3, B, C, D
Moody's	P-1		P-2	P-3, NP
Standard & Poor's	A-1+	A-1	A-2	A-3, B, C, D
DBRS	R-1H	R-1M, R-1L	R-2H, R-2M	R-3, R-4, R-5

* pd : Probabilité de défaut sur une période d'un an