

DIFFUSION EXTERNE

stcn.publi@banque-france.fr

Note mensuelle des TCN – Mai 2013

1. Les éléments clés du mois

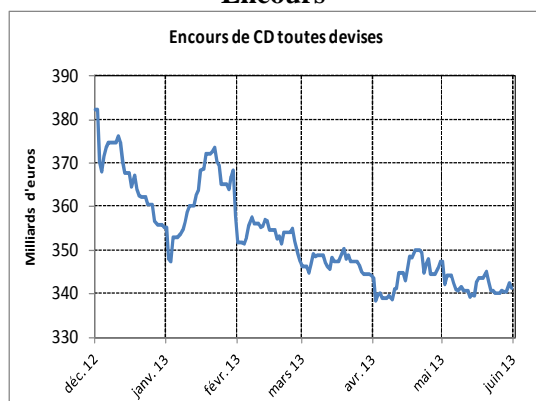
Encours en milliards d'euros	2008-2012		2008-2012		Sur la période :		
	Min.	Le :	Max.	Le :	30/4	31/5	Var.
CD	324,1	17/07/11	465,9	22/05/09	347,4	341,3	-6,1
BT	35,2	22/01/10	66,7	30/05/12	62,7	60,3	-2,3
ABBT	3,3	17/06/11	42,4	28/02/08	4,2	4,2	0,0
BMTN	63,9	11/02/12	78,7	27/04/12	76,5	76,8	0,3
Total	445,4	17/07/11	617,9	27/01/09	490,7	482,7	-8,0

Nouveaux émetteurs :

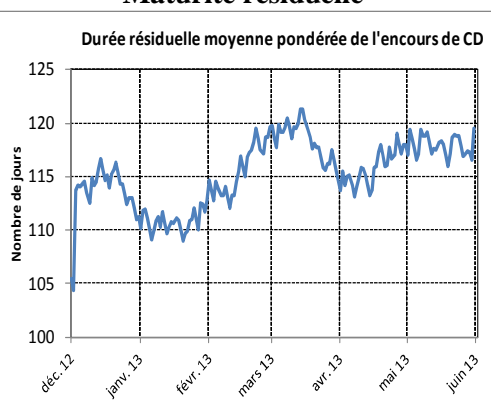
Arkema
Eiffage

Encours

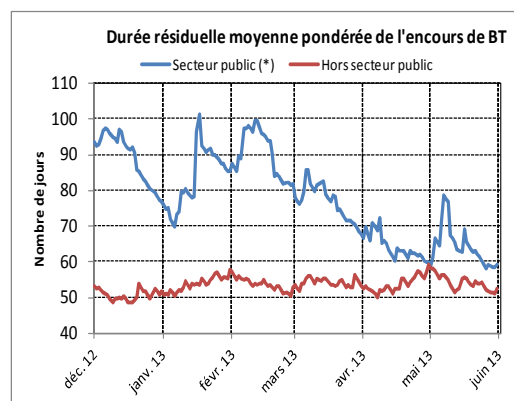
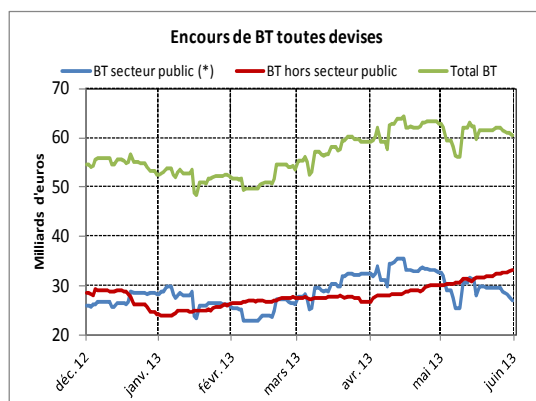
CD



Maturité résiduelle



BT

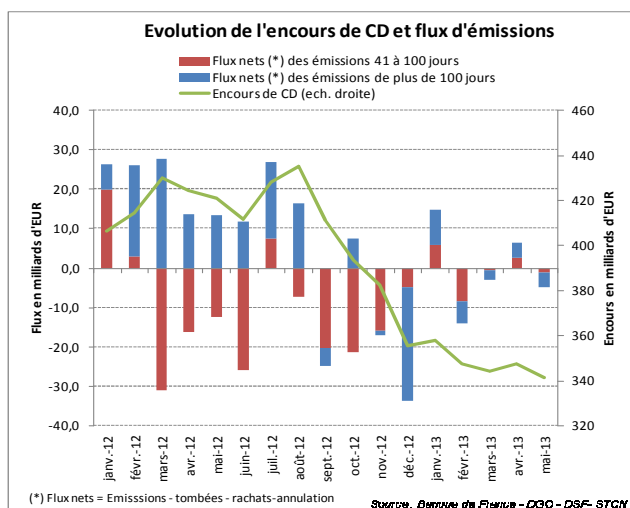


(*) Agences, Collectivités locales et entreprises publiques

Source: Banque de France- DGO –DSF - STCN

1.1. L'encours des CD se stabilise aux environs de 340 Milliards d'euros

Graphique 1



L'encours des CD se stabilise autour d'un niveau moyen proche de 340 milliards d'euros, en légère baisse par rapport au mois précédent (-2%).

Depuis fin août 2012, le marché des CD recule de 94 milliards, mais demeure au-dessus du point bas enregistré en juillet 2011 (324,1 milliards d'euros).

Cette décroissance lente s'explique principalement par la faiblesse des flux d'émissions nouvelles, et plus particulièrement des émissions de maturité longue, qui impactent fortement l'encours. Les flux nets d'émissions de maturité supérieure à 100 jours ont ainsi nettement ralenti depuis décembre

2012 et ne compensent plus la chute des émissions de maturité inférieure (cf. graphique 1).

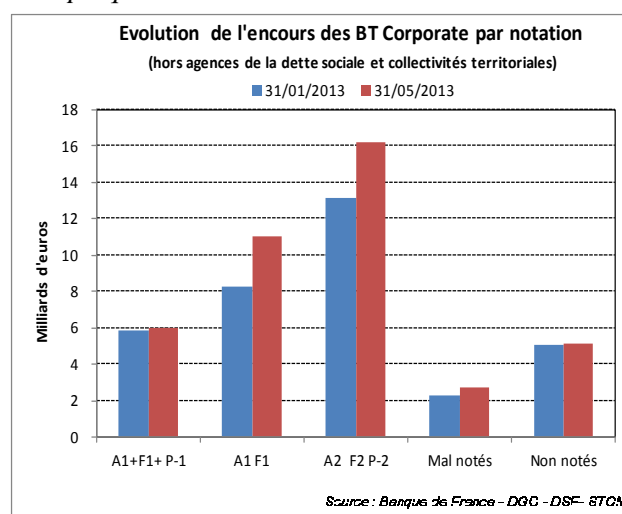
Malgré cette évolution en demi-teinte, les titres de CD de maturité initiale supérieure à 6 mois représentent depuis avril 2013 plus de la moitié du volume de CD en circulation : ils ont supplanté les titres de maturité moyenne 3 mois, majoritaires jusqu'au début de l'année 2012. Ces titres plus longs permettent de garantir des ressources plus stables aux émetteurs, tout en garantissant de meilleurs rendements aux investisseurs.

1.2. Le marché des BT entreprises poursuit sa progression

Parallèlement aux évolutions négatives enregistrées par le marché des CD et des BT du secteur public (-17% sous l'effet principalement des agences de la dette sociale), le compartiment des BT émis par les entreprises (« Corporate ») poursuit en mai 2013 sa progression entamée depuis le début de l'année. Les émetteurs les plus dynamiques depuis janvier 2013 sont majoritairement des émetteurs notés A1 F1 et A-2 F2 P-2.

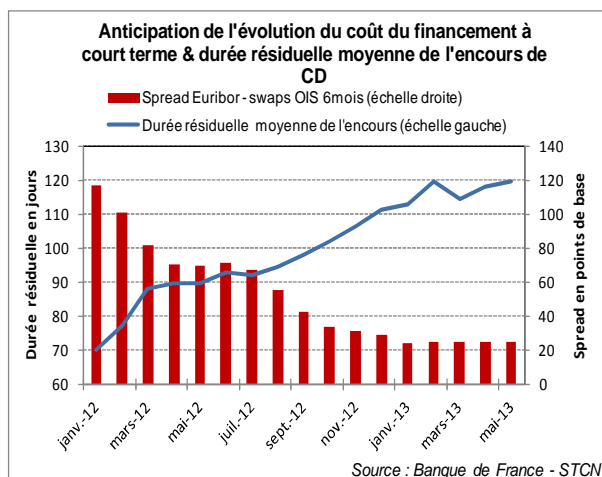
Les émetteurs non notés se caractérisent quant à eux par une grande stabilité de leurs encours, proche de 5 milliards en moyenne depuis 2012. Les émetteurs de BT non notés, qui correspondent généralement à des émetteurs connus déjà cotés sur des marchés réglementés, représentent désormais environ le tiers des émetteurs Corporate, à égalité avec les émetteurs A-2 F2 P-2.

Graphique 2



1.3. Les maturités résiduelles moyennes de CD et de BT entreprises se situent à des niveaux toujours élevés, en particulier pour les meilleures notations

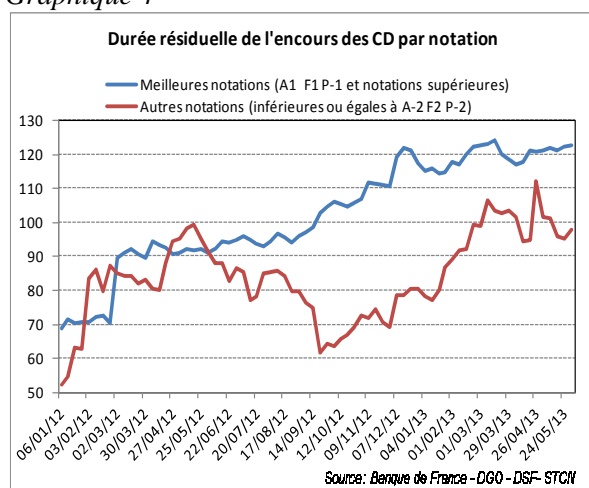
Graphique 3



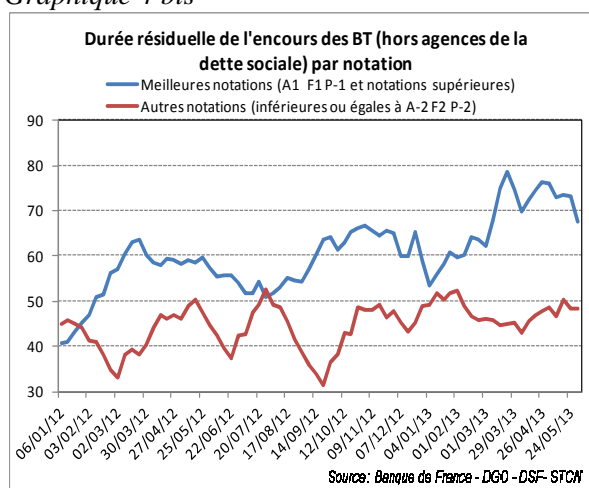
Les maturités résiduelles moyennes de CD et BT oscillent depuis le début de l'année dans des fourchettes moyennes comprises respectivement entre 110 et 120 jours, 50 et 60 jours. Ces niveaux, historiquement très élevés, reflètent le climat favorable qui prévaut actuellement sur le marché monétaire. Le niveau du spread Euribor – Swap OIS 6 mois a ainsi considérablement décliné en un an, et ne dépasse pas 25 points de base depuis janvier 2013 (cf. Graphique 3).

Malgré une aversion au risque globalement en recul, les investisseurs semblent privilégier le plus souvent les maturités longues de type « Investment Grade ». En effet, les durées résiduelles moyennes des meilleures signatures de CD et BT restent en général bien supérieures à celles des émetteurs moins favorablement notés, sauf début 2012 pour les CD (cf. graphique 4 et 4 bis). Les notations inférieures ou égales à A-2 F2 P-2 voient malgré tout leurs durées résiduelles progresser, même si un différentiel non négligeable d'une vingtaine de jours demeure en mai 2013 par rapport aux meilleures notations.

Graphique 4



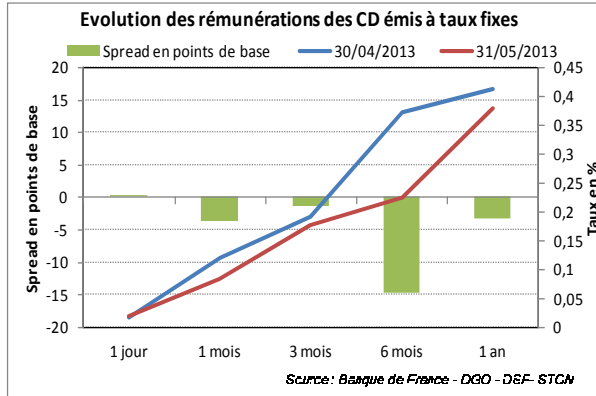
Graphique 4 bis



2. Autres faits marquants

2.1. Des taux bas peu propices à la reprise des émissions de maturité courte

Graphique 5

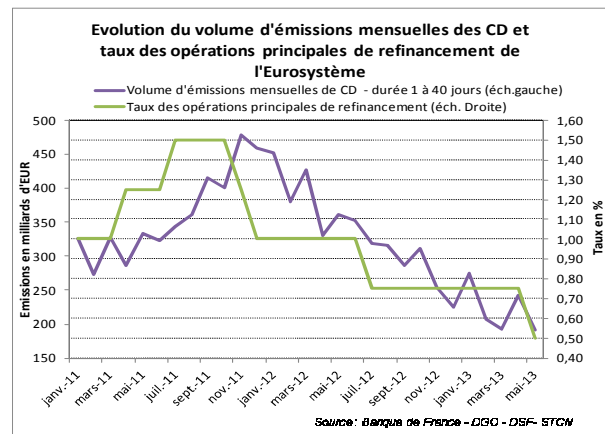


Les assouplissements monétaires en date du 8 mai dernier n'ont eu que peu d'effet sur les rémunérations des TCN, qui restent à des niveaux historiquement très bas. Les rémunérations de BT ne varient pratiquement pas. On note en revanche une légère détente des rémunérations sur le marché des CD, plus marquée pour la maturité 6 mois. En avril dernier, des volumes non négligeables avaient été émis par certains émetteurs non-résidents de la zone périphérique, et quelques émissions avaient été souscrites à des taux supérieurs à 1% par la clientèle particulière de plusieurs établissements de crédit : ces

émissions à des taux au-dessus de la moyenne n'ont pas été rééditées en mai.

Graphique 6

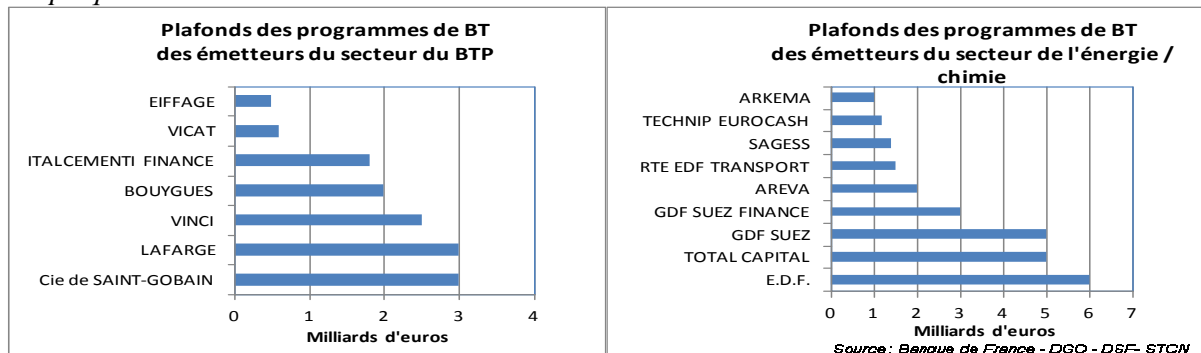
Le volume mensuel des émissions est en baisse sensible depuis début 2012 (-56%), principalement en raison de la chute des émissions à très court terme : les émissions inférieures à 40 jours atteignent ainsi à nouveau leur plus bas niveau historique, probablement en raison du faible niveau des taux actuels. Les volumes émis sur des maturités courtes et la courbe des taux directs suivent en effet des tendances similaires (cf. Graphique 6). Dans ce contexte, une reprise des émissions les plus courtes semble peu probable dans l'immédiat.



2.2. Deux nouveaux émetteurs de BT

ARKEMA et EIFFAGE ont procédé au mois de mai 2013 à leurs premières émissions sur le marché des Billets de Trésorerie. ARKEMA, issu de la réorganisation d'une branche chimie du groupe TOTAL, est le premier chimiste français ; EIFFAGE est quant à lui le 3^{ème} groupe français du secteur de la construction et des travaux publics. Leurs plafonds d'émission respectifs restent pour l'instant plus faibles que d'autres émetteurs de leur secteur d'activité (cf. Graphique 7) :

Graphique 7



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 très 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