

# Note mensuelle des TCN – Septembre 2012

## 1. Les éléments clef du mois

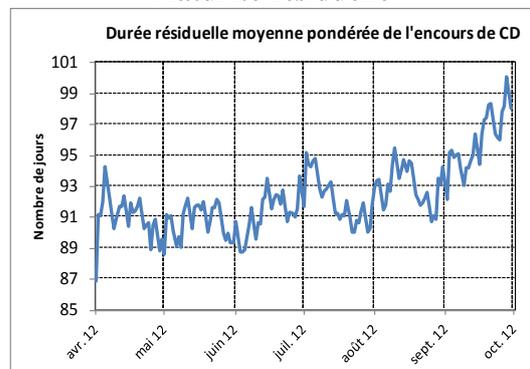
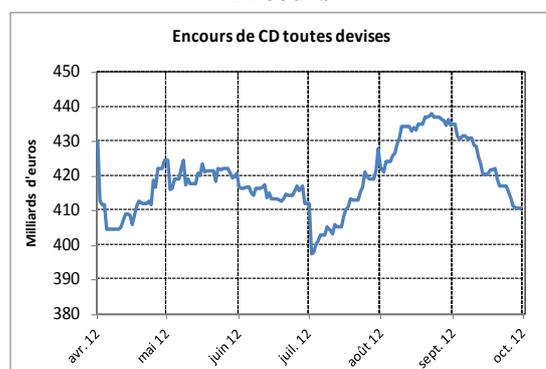
Encours en milliards d'euros	2008-2012		2008-2012		Sur la période :		Var.
	Min.	Le :	Max.	Le :	31/8	30/9	
CD	324,1	17/07/11	465,9	22/05/09	434,6	<b>410,4</b>	-24,2
BT	35,2	22/01/10	66,7	30/05/12	64,3	<b>60,4</b>	-3,9
ABBT	3,3	17/06/11	42,4	28/02/08	5,0	<b>4,5</b>	-0,5
BMTN	63,9	11/02/12	78,7	27/04/12	72,9	<b>74,4</b>	1,6
<b>Total</b>	<b>445,4</b>	<b>17/07/11</b>	<b>617,9</b>	<b>27/01/09</b>	<b>576,8</b>	<b>549,7</b>	<b>-27,1</b>

**Nouveaux émetteurs :**  
Aucun nouvel émetteur sur le mois.

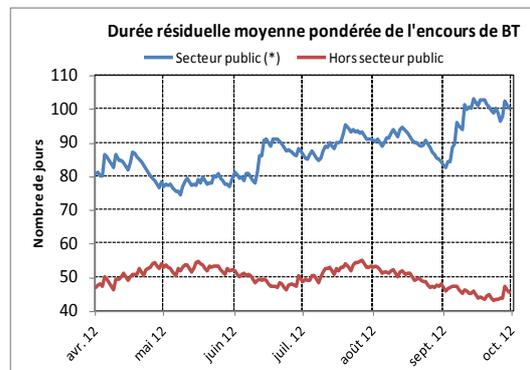
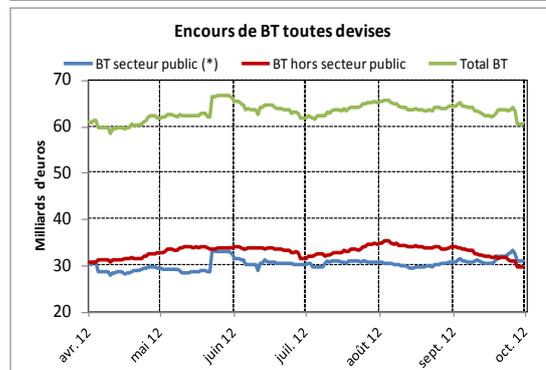
### Encours

### Maturité résiduelle

CD



BT

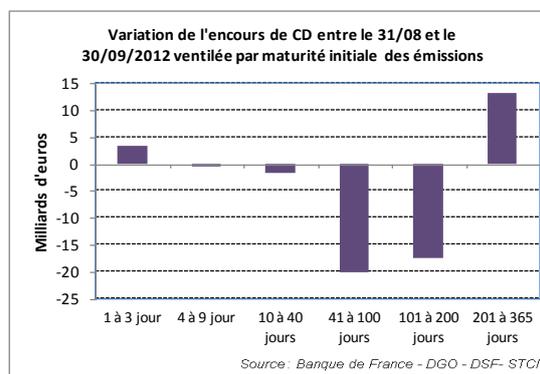


(\*) Agences, Collectivités locales et entreprises publiques

Source: Banque de France- DGO –DSF - STCN

## 1.1. Une baisse saisonnière de l'encours de CD de 24,2 milliards d'euros sur le mois

L'inversion de la tendance haussière des mois de juillet et d'août résulte d'une conjonction de plusieurs phénomènes : une chute saisonnière d'ampleur variable constatée chaque année, amplifiée par l'arrivée à maturité d'importants volumes d'émissions de maturité 3 et 6 mois émis au mois de mars et juin et non encore renouvelées. Traditionnellement, les émetteurs diffèrent courant octobre le renouvellement de leurs émissions à 3 mois pour leur permettre de couvrir leurs besoins de financement de fin d'année.

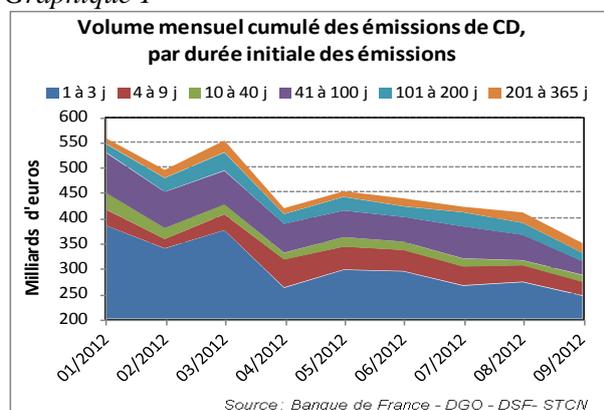


## 1.2. Une maturité résiduelle moyenne de l'encours de CD et de BT du secteur public en nette hausse, à près de 100 jours (cf. page de garde)

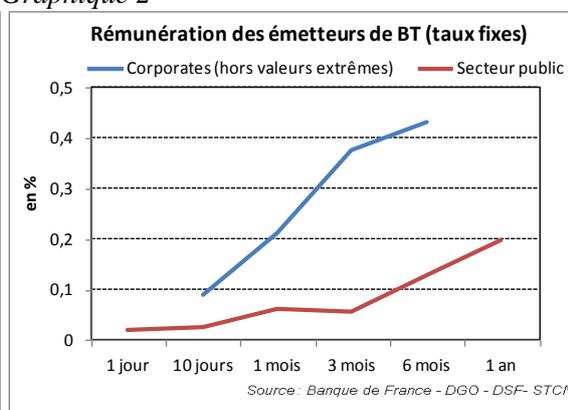
L'augmentation de la durée résiduelle moyenne de l'encours des CD au cours du mois de septembre (+ 5 jours) résulte principalement du dynamisme des émissions à plus de 200 jours dans un contexte de baisse marquée des émissions courtes, jugées moins rentables par les investisseurs. Pour le deuxième mois consécutif, ces émissions de maturité longue ont représenté plus de 5% des émissions mensuelles, ce qui constitue un niveau historique inédit. Parallèlement, le volume moyen quotidien des émissions de CD de 1 à 3 jours ne cesse de décroître depuis le début de l'année, passant d'environ 18 milliards en janvier à seulement 12 milliards en septembre 2012. Les émissions de 1 à 3 jours sont cependant toujours majoritaires en volume mensuel cumulé (cf. graphique 1).

Les émetteurs de BT du secteur public ont également accru la durée résiduelle de leur encours (+ 16 jours sur le mois), contrairement aux émetteurs sociétés non financières (SNF) (- 3 jours). On notera que la courbe des rémunérations est beaucoup plus pentue pour les SNF que pour les émetteurs de BT du secteur public : les SNF se portent d'avantage sur des émissions courtes, les émissions longues étant plus onéreuses (cf. graphique 2).

Graphique 1



Graphique 2



## 2. Autres faits marquants

### 2.1. Une rémunération globalement en baisse, qui profite principalement aux émetteurs notés A-2 F2 (cf. glossaire)

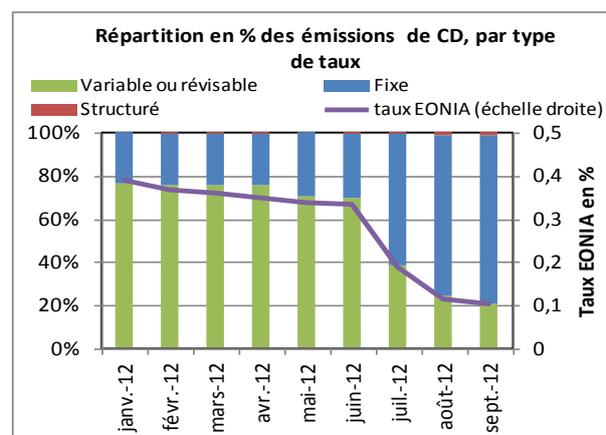
Le taux moyen mensuel de l'EURIBOR 3 mois est en repli de 8,7 points de base par rapport au mois précédent. Malgré ce contexte, les rémunérations des émissions de maturité 3 mois des émetteurs de BT et CD les mieux notés par les agences de notation n'évoluent que faiblement à la baisse, en raison de leur niveau déjà peu élevé. Les émetteurs de la tranche A-2/F2 enregistrent par contre une détente beaucoup plus marquée de leurs conditions de rémunération, sans mettre celle-ci à profit puisque les volumes émis diminuent sensiblement ce mois-ci par rapport au mois précédent (respectivement - 56 % et - 47 % pour les émissions mensuelles de CD et BT notées A-2 F2).

Notation	Taux fixes moyens mensuels 3 mois					
	CD			BT		
	Août	Septembre	Variation en points de base	Août	Septembre	Variation en points de base
A-1+ F1+ P-1	0,23	0,23	0	0,08	0,05	-3
A-1 F1	0,26	0,13	-13	0,05	0,05	-1
A-2 F2 P-2	0,66	0,43	-23	0,35	0,18	-17
Emetteurs mal notés	ns	ns	ns	0,48	0,44	-5
Emetteurs non notés	0,28	0,29	1	0,67	0,63	-4

### 2.2. Une modification du type de rémunération déclaré par les émetteurs de CD

Les émetteurs de CD ont modifié depuis fin juin le type de rémunération déclaré dans leurs contrats d'émission : les rémunérations, auparavant majoritairement variables et indexées sur l'EONIA, indépendamment de la maturité initiale des émissions, sont depuis 3 mois assises dans des proportions croissantes sur des taux fixes. Cette évolution semble liée à la chute du taux de l'EONIA consécutive aux assouplissements de politique monétaire du 5 juillet : les CD très courts n'offrant plus que quelques points de base de rémunération, ils sont passés à une rémunération fixe.

Les émetteurs de BT, dont les émissions très courtes sont nettement plus rares, n'ont quant à eux pas modifié leur mode déclaratif, reposant en moyenne à plus de 80 % sur des taux fixes depuis le début de l'année.



### 3. Glossaire

**TCN** : Titres de Créances Négociables. Le marché des TCN est, avec plus de 510 Mds d'€ d'encours fin décembre 2011, le premier marché d'Europe continentale et le 2<sup>ème</sup> 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'Eurosysteme, 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'Eurosysteme

**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
<b>FitchRatings</b>	F1+	F1	F2	F3, B, C, D
<b>Moody's</b>	P-1		P-2	P-3, NP
<b>Standard &amp; Poor's</b>	A-1+	A-1	A-2	A-3, B, C, D
<b>DBRS</b>	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