
S&P Global Ratings: Vers un recours croissant des collectivités locales aux billets de trésorerie

Analystes Secteur Public:

Christophe Dore, Paris (33) 1-4420-6665; christophe.dore@spglobal.com

Mehdi Fadli, Paris (33) 1-4420-6706; mehdi.fadli@spglobal.com

Assistante de recherche:

Ghita Lamriki, Paris

Contact supplémentaire :

Finance Ratings Europe; PublicFinanceEurope@standardandpoors.com

Sommaire

Synthèse

BT: un mode de financement beaucoup plus utilisé par les collectivités françaises depuis 2011

Vers une poursuite de la croissance des émissions de BT, toujours concentrées sur les plus importantes collectivités locales françaises

Les BT constituent une source de financement à court terme complémentaire et peu coûteuse, mais pas un substitut complet aux lignes de trésorerie.

Un impact neutre à ce stade sur la notation des collectivités locales, mais probablement favorable à plus long terme grâce à une base d'investisseurs plus large

Annexe : liste des programmes de BT de collectivités locales notées par S&P Global Ratings

Méthodologies et rapports associés

S&P Global Ratings: Vers un recours croissant des collectivités locales aux billets de trésorerie

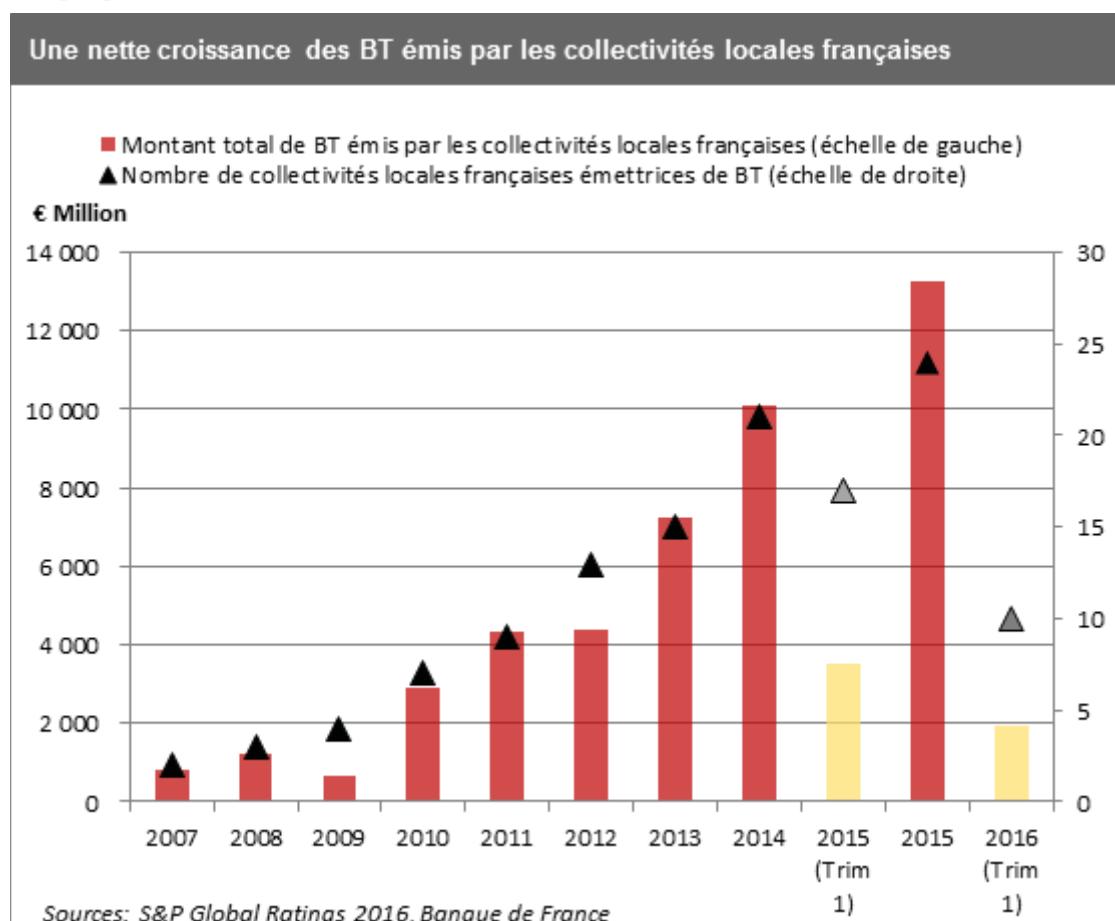
Synthèse

- Plus de 13 milliards d'euros de billets de trésorerie (BT) ont été émis en 2015 par plus de 20 collectivités locales françaises, un montant record et en croissance de 31% sur un an.
- S&P Global Ratings estime que les plus grandes collectivités locales françaises vont recourir plus massivement aux BT, sous réserve du maintien d'une gestion prudente de leur trésorerie.
- Les principaux déterminants de ce recours croissant aux BT comprennent des coûts de financement comparativement faibles, la recherche d'une diversification des sources de financement et les fusions en cours de collectivités, plus nombreuses à disposer d'une taille critique et de l'expertise financière pour émettre des BT.
- Le recours aux BT a eu jusqu'ici un impact neutre sur la qualité de crédit des collectivités locales françaises, mais il devrait être plutôt favorable à moyen terme, notamment sous l'effet d'une base d'investisseurs plus importante pour les collectivités, qui pourrait encore s'accroître dans le cadre de la réforme récemment annoncée du marché des titres de créances négociables.

BT: un mode de financement beaucoup plus utilisé par les collectivités françaises depuis 2011

Les collectivités locales françaises sont autorisées à émettre des billets de trésorerie (BT) depuis 2001. Jusqu'en 2010, seule une poignée d'entre elles ont utilisé ce mode de financement. Cependant, le recours aux BT a été en nette progression depuis 2011, et encore plus fortement depuis 2013 (voir : graphique 1).

Graphique 1



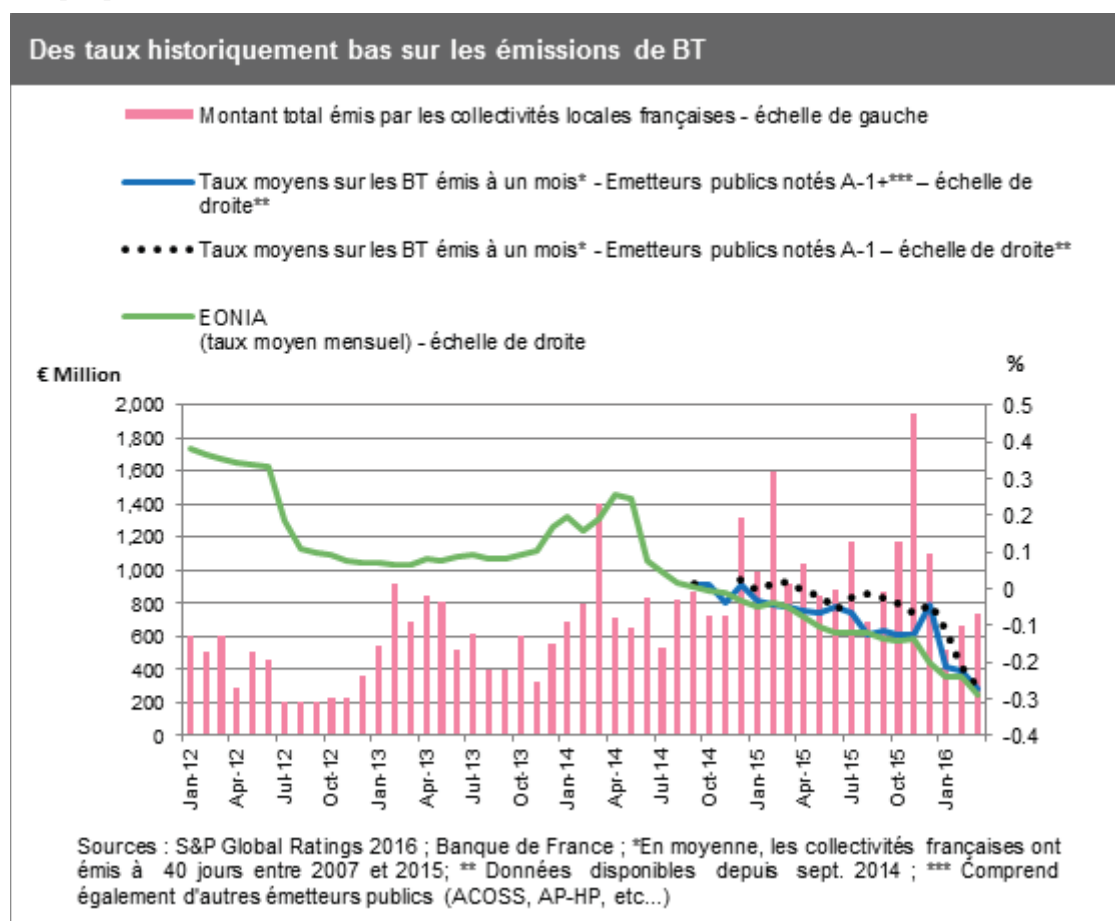
En 2015, les collectivités locales françaises ont émis un montant record de BT, avec 13,2 milliards d'euros émis par une vingtaine de collectivités (soit plus d'un milliard d'euros par mois en moyenne), un montant en hausse de 31% sur un an, après une croissance déjà très forte en 2013 et en 2014. Les collectivités locales représentaient ainsi 3% du montant total de BT émis en France en 2015, contre seulement 0,1% en 2007.

Les émissions du second semestre 2015 ont pu être temporairement plus fortes pour certaines régions françaises, dont certaines ont émis pour des montants supérieurs à leurs besoins et des durées plus longues (jusqu'à 6 mois) afin de gérer leur trésorerie sur la période de fin d'année marquée les élections régionales et en anticipation des fusions au 1er janvier 2016 liées à la nouvelle carte régionale. Le très faible coût de portage de la trésorerie excédentaire (déposée sur des comptes non rémunérés au Trésor) au regard de coûts d'émissions de BT favorables dans un contexte de très faibles taux d'intérêt a favorisé cette tendance. Ainsi, les plus faibles volumes d'émissions de BT au premier trimestre 2016 s'expliquent notamment par les surémissions de BT en fin d'année 2015. Nous anticipons de nouvelles émissions importantes au second trimestre 2016 (à l'échéance des émissions réalisées fin 2015) et un montant total d'émissions de BT en 2016 au moins équivalent à celui de 2015. En termes de saisonnalité, à l'exception de 2016, les collectivités locales françaises ont eu historiquement un recours accru aux billets de trésorerie en début d'année (avec des pics d'émissions au premier trimestre) et en fin d'année.

Les BT sont des titres de créances négociables émis notamment par des entités publiques et des entreprises, d'une maturité allant de 1 jour à 1 an, et d'un montant unitaire minimal de 150 000 euros. Le marché français des BT fait l'objet d'une supervision par la Banque de France, qui contrôle notamment que les émetteurs et les émissions de BT respectent le Code monétaire et financier.

Nous considérons que les conditions de financement très favorables (voir : graphique 2) et la volonté de diversification des modes de financement ont constitué les principaux moteurs de la croissance des émissions de BT des collectivités locales au cours des dernières années. Elles ont émis des BT en lieu et place de tirages sur leurs outils traditionnels de financement à court terme (lignes de trésorerie et contrats de prêt revolving auprès de banques), reflétant une diversification passant par une désintermédiation accrue. Nous avons également observé cette tendance à la désintermédiation pour le financement à long terme, les émissions obligataires publiques et privées représentant environ 15% des financements long terme des collectivités françaises en 2015, contre moins de 3% en 2010 (voir notre étude de février 2016: « Collectivités locales françaises : la maîtrise globale de l'endettement n'empêchera pas des tensions financières individuelles »). La volonté des collectivités locales françaises de diversifier leurs sources de financement à court terme et réduire leur dépendance aux financements bancaires a pu également tenir au fort retrait des banques du financement à court terme et à long terme des collectivités observé en 2011-2012. Nous relevons également que le recours aux BT peut constituer un premier accès relativement simple aux marchés financiers, avant de recourir à des financements obligataires à long terme à travers des émissions ponctuelles (« stand-alone ») ou via des programmes d'émissions Euro Medium Term Note (EMTN). De plus, dans un contexte de réduction pluriannuelle des dotations de l'Etat pesant sur leurs situations financières, les collectivités pourraient souhaiter à court terme réduire leurs charges financières dans le cadre de leur recherche de marges de manœuvres budgétaires.

Graphique 2

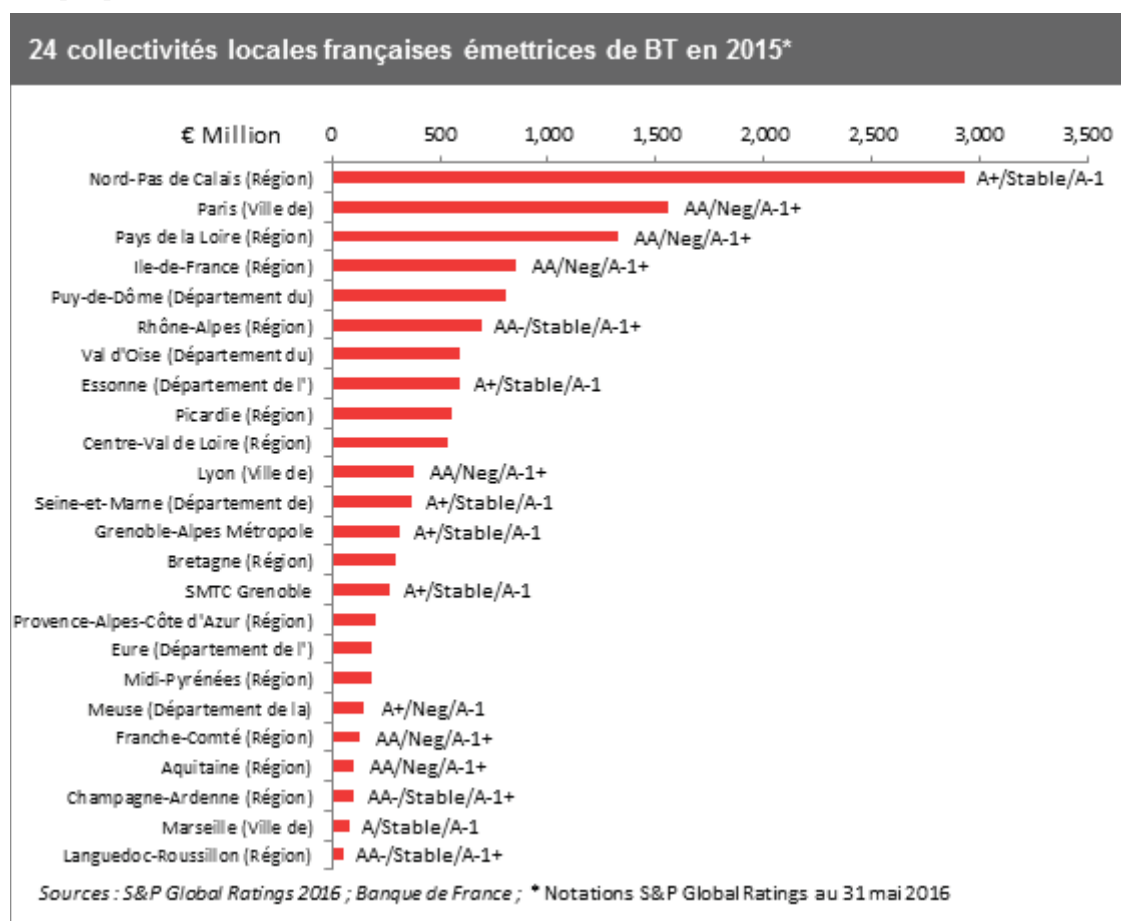


Le contexte de taux d'intérêts bas (sous l'impulsion des décisions de la Banque Centrale Européenne) s'est traduit par des taux d'intérêts négatifs sur les émissions de BT réalisées par certaines collectivités locales en 2015 et 2016, leur offrant des économies parfois importantes, notamment au regard des conditions nettement plus favorables que sur leurs lignes de trésorerie, pouvant atteindre 70 ou 80 points de base au premier trimestre 2016. Ces taux d'intérêt négatifs traduisent également l'engouement des investisseurs pour des émetteurs bénéficiant de notations élevées. Sur les 24 collectivités locales françaises ayant émis en 2015, 16 sont actuellement notées par S&P Global Ratings, au niveau le plus élevé sur notre échelle de notation à court terme (A-1+) ou au second cran (A-1) (voir en annexe le tableau 1).

Vers une poursuite de la croissance des émissions de BT, toujours concentrées sur les plus importantes collectivités locales françaises

Si des collectivités locales françaises de toutes strates (villes, intercommunalités, départements, régions, autorités organisatrices des transports) ont émis des BT en 2015, nous relevons que seules des collectivités de grande taille ont émis. Ainsi, les 24 collectivités (voir : graphique 3) ayant émis des BT en 2015 (sur plus de 39 000 collectivités en France) représentaient plus de 25% de la dette directe à long terme totale des collectivités locales.

Graphique 3



La cyclicité de la trésorerie et les stratégies de gestion de la liquidité impactent le montant de BT émis, certaines collectivités étant émettrices fréquentes de BT tout au long de l'année, quand d'autres ne sont que des émettrices occasionnelles et sur des maturités longues. Les BT peuvent ainsi être utilisés pour gérer des besoins ponctuels de trésorerie ou bien en attente de consolidation d'emprunts à long terme (« bridge »).

Nous estimons que les principaux émetteurs de BT resteront les collectivités les plus importantes en termes de budget, les collectivités moins importantes n'ayant pas de besoins de trésorerie suffisants pour émettre des BT ; la plupart des BT émis par une collectivité le sont généralement pour 5 à 10 millions d'euros minimum (et très rarement en deçà), et pour un montant maximal de 500 millions d'euros en 2015. Les plus petites collectivités ont rarement besoin de montants de cet ordre, et n'ont généralement pas les outils de gestion de trésorerie ni les lignes de liquidité de couverture (back-up) permettant de sécuriser les émissions de BT. Le plus petit émetteur de BT en 2015 en termes de taille budgétaire (le Département de la Meuse, noté « A+/négative/A-1 ») dispose d'un budget de fonctionnement dépassant 200 millions d'euros.

Outre les récentes fusions entre régions métropolitaines (réduites à 13, contre 22 précédemment - voir : « Nouvelles régions françaises : un profil de crédit toujours favorable dans un contexte européen », 21 septembre 2015), les rapprochements en cours entre villes et entre structures intercommunales--sous une double impulsion

gouvernementale mêlant contraintes juridiques et incitations financières—devraient accroître le nombre de collectivités ayant la taille critique pour devenir des émetteurs potentiels de BT. Nous estimons ainsi qu'entre 150 et 200 collectivités pourraient à terme devenir émettrices de BT, sur la base de leur taille budgétaire et de leurs besoins de trésorerie. Ceci comprend l'ensemble des régions et la plupart des départements, ainsi que les principales villes et intercommunalités/métropoles.

Nous relevons également que certaines entités liées et dépendantes de collectivités (entités « satellites », notamment dans les secteurs des transports, de l'aménagement et des services collectifs) pourraient émettre des BT, tout comme les entreprises sociales de l'habitat (ESH). Par ailleurs, c'est également le cas des établissements publics de santé, l'Assistance Publique – Hôpitaux de Paris (AP-HP, notée AA/négative/A-1+) ayant été le premier hôpital public français à émettre des BT en janvier 2016.

Les BT constituent une source de financement à court terme complémentaire et peu coûteuse, mais pas un substitut complet aux lignes de trésorerie.

Si les BT sont devenus une source croissante de financement aux conditions financières favorables ces dernières années, ils ne peuvent se substituer totalement aux lignes de crédit bancaire classiques, selon nous. En effet, le refinancement d'une tombée de BT via une émission nouvelle de BT (« roll-over ») ne peut pas être considéré comme automatique, puisqu'il dépend totalement des conditions de marché. Ainsi, les BT ne constituent pas selon nous une source inconditionnelle d'accès à la liquidité externe, même pour les émetteurs les plus importants et actifs, puisque le risque de refinancement peut rapidement devenir un risque de remboursement.

C'est pourquoi, dans le cadre de notre méthodologie de notation des programmes de BT, nous nous attendons actuellement à ce que les collectivités locales françaises couvrent à tout moment le montant de leurs BT émis par leur encaisse de trésorerie et les montants disponibles sur leurs lignes de trésorerie. Dans ce cas, la notation du programme de BT est équivalente à la notation à court terme de l'émetteur.

Un impact neutre à ce stade sur la notation des collectivités locales, mais probablement favorable à plus long terme grâce à une base d'investisseurs plus large

L'émission de BT a eu à ce stade un impact neutre sur la qualité de crédit des collectivités locales, comme pour les autres types d'émetteurs de BT. Les collectivités locales françaises notées par S&P Global Ratings ont pu émettre des BT lorsqu'elles disposaient de couverture adéquate, généralement à travers des lignes de trésorerie souscrites à cette fin (back-up). Ainsi, nous ne considérons pas que le recours aux BT constitue un facteur de risque supplémentaire pour elles.

A plus long terme, l'émission de BT pourrait avoir des effets légèrement favorables, notamment en termes de performances budgétaires (grâce aux économies réalisées, et en tenant compte du coût à la fois des BT et des lignes de back-up) et en termes de diversification des sources de financement, grâce à une base d'investisseurs plus large. La réforme à venir du marché des titres de créances négociables (annoncée très récemment par les autorités monétaires

françaises) vise notamment à renforcer l'intérêt des investisseurs étrangers pour ces titres, à travers certaines mesures spécifiques. Ainsi, il est prévu de fusionner les billets de trésorerie (émis par les entreprises et les entités publiques) avec les certificats de dépôts (émis par les institutions financières) en créant une catégorie de titre de créance négociable au nom unique, de permettre la rédaction de la documentation financière du programme dans une langue étrangère importante (dont l'anglais) et également d'autoriser les émetteurs étrangers à accéder au marché français des titres de créances négociables. Nous considérons que cette réforme pourrait bénéficier aux collectivités locales françaises, qui pourraient avoir un accès accru à des investisseurs étrangers désireux d'acquérir des titres de créances à court terme notés aux niveaux les plus élevés (« A-1+ » et « A-1 » -- voir la liste des programmes de BT de collectivités locales françaises dans le tableau 1 ci-dessous).

Nous relevons également que l'expertise technique associée à l'émission de BT, notamment en termes de stratégie de gestion de la liquidité et de planification de la trésorerie, tend généralement à se corréliser favorablement avec notre appréciation de la gouvernance et la gestion financière, reflétant une sophistication financière généralement plus forte.

Seul un comité de notation peut décider d'une action de notation. Ce commentaire ne constitue pas une action de notation.

Annexe : liste des programmes de BT de collectivités locales notées par S&P Global Ratings

Tableau 1

Entités notées	Plafond du programme de BT	Note court terme du programme*
Aquitaine (Région)	80 000 000 €	A-1+
Bas-Rhin (Département du)	75 000 000 €	A-1
Champagne-Ardenne (Région)	80 000 000 €	A-1+
Essonne (Département de l')	160 000 000 €	A-1
Franche-Comté (Région)	20 000 000 €	A-1+
Ile-de-France (Région)	1 000 000 000 €	A-1+
Grenoble Alpes Métropole	100 000 000 €	A-1
Languedoc-Roussillon (Région)	100 000 000 €	A-1+
Lyon (Ville de)	150 000 000 €	A-1+
Marseille (Ville de)	200 000 000 €	A-1
Meuse (Département de la)	40 000 000€	A-1
Nord-Pas de Calais (Région)	300 000 000 €	A-1
Paris (Ville de)	800 000 000 €	A-1+
Pays de la Loire (Région des)	150 000 000 €	A-1+
Auvergne Rhône-Alpes (Région)	300 000 000 €	A-1+
Seine-et-Marne (Département de)	250 000 000 €	A-1
SMTC Grenoble	100 000 000 €	A-1

Source : S&P Global Ratings, 2016 -- * Notes au 31 mai 2016

Méthodologies et rapports associés

- Methodology For Rating Non-U.S. Local And Regional Governments, June 30, 2014
- Methodology And Assumptions For Analyzing The Liquidity Of Non-U.S. Local And Regional Governments And Related Entities And For Rating Their Commercial Paper Programs - October 15, 2009
- Collectivités locales françaises : la maîtrise globale de l'endettement n'empêchera pas des tensions financières individuelles, Feb. 10, 2016
- Nouvelles régions françaises : un profil de crédit toujours favorable dans un contexte européen, Sept. 21, 2015

Aucun contenu (y compris les notations, l'analyse de crédit qui s'y rapporte ainsi que les données, modèles, logiciels et autres applications ou résultats qui en découlent) ou partie de contenu (le Contenu) ne peut être modifié, désassemblé, reproduit ou distribué sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, ou stocké dans une base de données ou un système d'extraction, sans autorisation écrite préalable de Standard & Poor's Financial Services LLC ou des entités qui lui sont affiliées (collectivement dénommées S&P). Toute utilisation du Contenu à des fins non autorisées ou illégales est proscrite. Ni S&P, ni ses fournisseurs, ni encore leurs dirigeants sociaux, préposés, actionnaires ou mandataires (collectivement les Parties S&P) n'accordent aucune garantie quant à l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité du Contenu. Les Parties S&P ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, quelle qu'en soit la cause, des résultats découlant de l'utilisation du Contenu ou de la sécurité ou la maintenance des données incluses par l'utilisateur. Le Contenu est fourni en l'état. LES PARTIES S&P N'ACCORDENT AUCUNE GARANTIE D'AUCUNE SORTE, EXPRESSE OU IMPLICITE, NOTAMMENT MAIS NON EXCLUSIVEMENT TOUTE GARANTIE CONCERNANT LA COMMERCIALISABILITÉ, L'ADÉQUATION À UNE FIN OU À UN USAGE DONNÉ, L'ABSENCE D'ERREUR OU DE DÉFAUT INFORMATIQUE, LE FONCTIONNEMENT ININTERROMPU DU CONTENU OU SA COMPATIBILITÉ AVEC TOUT LOGICIEL OU MATÉRIEL INFORMATIQUE. Les Parties S&P ne pourront en aucun cas être tenues responsables de quelque dommages, coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes directs, indirects, accessoires, exemplaires, forfaitaires, punitifs, particuliers ou consécutifs que ce soit (notamment, mais non exclusivement, toute perte de revenu ou de gain et tout coût d'opportunité) liés à l'utilisation du Contenu, et ceci même si elles ont été informées de l'éventualité de tels dommages.

Les analyses relatives au crédit et à d'autres aspects, y compris les notations, ainsi que les déclarations incluses dans le Contenu, sont l'expression d'une opinion à la date à laquelle elles sont formulées et ne doivent en aucun cas être considérées comme une information factuelle. Les opinions, analyses et décisions de reconnaissance de notes (décrites ci-après) de S&P ne sont pas des recommandations d'acheter, conserver ou vendre de quelconques titres ou de prendre une quelconque décision d'investissement, et ne portent pas sur le caractère approprié d'une quelconque valeur mobilière. S&P n'a aucune obligation de mettre à jour le Contenu après publication sous quelque forme que ce soit. Le Contenu ne doit pas être le fondement d'une décision d'investissement ou commerciale et n'est pas destiné à remplacer les compétences, le jugement et l'expérience de l'utilisateur, ses dirigeants, préposés, conseillers et/ou clients à cet égard. S&P n'intervient pas en qualité de fiduciaire ou de conseiller en investissement, sauf sur les territoires où il est immatriculé comme tel. S&P utilise des informations en provenance de sources qu'il estime fiables mais ne conduit toutefois aucun audit, ne procède à aucune vérification indépendante à l'égard de ces informations et ne contracte aucune obligation à ce titre.

Dans le cas où des autorités réglementaires autorisent une agence de notation à reconnaître dans un pays une note émise dans un autre pays à certaines fins réglementaires, S&P se réserve le droit d'attribuer, retirer ou suspendre une telle reconnaissance à tout moment et à son entière discrétion. Les Parties S&P déclinent toute obligation découlant de l'attribution, du retrait ou de la suspension d'une telle reconnaissance et toute responsabilité en cas de préjudice prétendument subi en conséquence.

Certaines activités de S&P sont conduites au sein d'unités séparées afin de préserver l'indépendance et l'objectivité de leurs activités respectives. De ce fait, certaines unités de S&P peuvent disposer d'informations qui ne sont pas accessibles à d'autres. S&P a mis en place des politiques et des procédures visant à préserver la confidentialité de certaines informations non publiques obtenues au cours de chaque processus analytique.

S&P peut être rémunéré pour ses notations et certaines analyses relatives au crédit. Cette rémunération est en principe payée par l'émetteur des titres, par les établissements souscripteurs ou par les débiteurs. S&P se réserve le droit de publier ses opinions et analyses. Les notes et analyses publiques de S&P sont disponibles sur son site Web www.standardandpoors.com (gratuitement), ainsi que sur www.ratingsdirect.com et www.globalcreditportal.com (sur abonnement), et peuvent être diffusées par d'autres moyens, y compris par des publications S&P et par l'intermédiaire de redistributeurs tiers. Des informations complémentaires concernant les tarifs de nos notations peuvent être consultées sur www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Copyright © 2016 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.