



Avril 2007

Le marché des titres français indexés sur l'inflation ouvert au démembrement

AMTE, l'Association des Marchés de Taux en Euros

L'EFFAS European Bond Commission

Le CNO, Comité de Normalisation Obligataire

L'AMTE, Association des Marchés de Taux en euros, l'EFFAS European Bond Commission et le CNO, Comité de Normalisation Obligataire approuvent la méthode proposée par le groupe de travail pour le démembrement des OATi, BTAN€i et OAT€i. Même sur des montants de plus de 10 milliards d'euros de nominal, ordre de grandeur du démembrement total d'un titre indexé, cette méthode ne génère aucune différence significative de flux payés entre les différents coupons, quelle que soit leur origine, qui peuvent être regroupés à l'intérieur d'un même certificat. Cette fongibilité respecte le principe d'égalité des porteurs d'une même émission, chaque certificat pouvant être assimilé à une émission.

Pour satisfaire la demande d'obligations à coupon zéro (qui présentent notamment l'intérêt de protéger l'investisseur du risque de réinvestissement des coupons), l'Agence France Trésor permet depuis 1991 le démembrement de ses OAT à taux fixe. Dès le lancement des **titres français indexés sur l'inflation**, la possibilité de les démembrer ultérieurement - lorsque leur liquidité serait suffisante - avait été prévue. Avec un volume de transaction mensuel moyen de 37 milliards d'euros en 2006 et un encours de 111 Md€ fin 2006 sur les emprunts d'Etat indexés, l'Agence France Trésor a considéré que la liquidité de ces titres permettait désormais d'autoriser leur démembrement. A l'issue d'un groupe de travail rassemblant les Spécialistes en Valeurs du Trésor et le dépositaire central, Euroclear France, **l'Agence France Trésor a retenu une méthode de démembrement que les SVT pourront mettre en œuvre auprès d'Euroclear France dès la fin du mois de mai.**

Le CNO a approuvé cette méthode dont les caractéristiques sont les suivantes :

- Les OATi, OAT€i et BTAN€i paient des coupons un 25 juillet. Le paiement à l'échéance de chacun de ces flux correspond à un zéro-coupon indexé sur l'évolution de l'indice des prix depuis le lancement du titre. A ce jour, le démembrement permettra de créer ces différents zéro-coupons de maturités 25 juillet 2007 à 25 juillet 2029 sur la courbe réelle liée à l'inflation française, et de maturités 25 juillet 2007 à 25 juillet 2040 sur la courbe réelle liée à l'inflation européenne.
- Chaque titre indexé porte un indice de base spécifique correspondant à la valeur de l'indice à sa date de jouissance. L'hétérogénéité de ces indices de base aurait pu empêcher la fongibilité des coupons issus de souches différentes. Pour pallier cet inconvénient, il a été choisi de retenir 100 comme indice de base de chaque certificat de coupon créé lors du démembrement. A la condition d'effectuer des calculs sans arrondis intermédiaires, cette méthode, déjà adoptée par le Trésor américain pour le démembrement des Treasuries indexées (TIPS), permet d'assurer la fongibilité des certificats de coupons issus de différentes souches. Bien évidemment, ce mode de prise en compte de l'indexation (sans arrondi intermédiaire) ne s'applique qu'aux certificats de coupons issus du démembrement des titres indexés sur l'inflation. Les titres indexés non démembrés, tout comme les certificats de principal, conservent leur indice de base correspondant à la date de lancement de ces émissions. Ils continueront d'appliquer le coefficient d'indexation portant 5 décimales calculé à partir de ces indices de base, pour des raisons de cohérence avec les autres marchés d'obligations indexées et de conformité avec les systèmes utilisés par les investisseurs. Les coupons du BTAN€i et des différentes OAT€i seront donc fongibles. Les coupons des différentes OATi seront également fongibles. Il n'y a pas fongibilité entre les coupons indexés sur des inflations différentes (européenne ou française).

Un exemple chiffré : un Spécialiste en Valeurs du Trésor souhaite démembrer 1 million d'euros de nominal de l'OAT€i 3% 2012. L'indice de base de cette OAT€i est de 92,98393. La valeur ajustée de chacun des certificats de coupons est égale à :

$$1 \text{ million} \times 3\% \times 100 / 92,98393 = 32 \text{ 263,63953.}$$

Ce montant arrondi à la 2ème décimale et multiplié par 100 correspond aux 3 226 634 certificats de 1 centime exprimé en base 100 de l'indice qui lui seront remis, en échange de chaque coupon. A l'échéance de ces certificats, la valeur quotidienne de l'indice correspondant à cette date sera appliqué à la valeur ajustée en base 100 de ces certificats.

Même sur des montants de 10 milliards d'euro de nominal (ordre de grandeur du démembrement total d'un titre indexé), cette méthode ne génère pas de différence significative de flux payés, quelle que soit l'origine des coupons.

AMTE

EFFAS European Bond Commission

CNO