

Préfecture du Terr. de Belfort

22 FEV. 2007

Service Comptable Réunion du Comité Syndical

du mercredi 14 février 2007

CS 1.06

**Gestion de l'encours de la dette
Couverture du risque de taux**

RAPPORT
Présenté par Monsieur Emile GEHANT
Président

Les établissements publics de coopération intercommunale (EPCI) empruntent pour financer tout ou partie de leurs investissements. Au début des années quatre-vingt, avec la décentralisation, la désintermédiation et la structuration des marchés financiers, les conditions de recours à l'emprunt ont considérablement évolué pour les collectivités locales et les EPCI qui disposent depuis lors d'un large éventail de produits.

Un choix peut ainsi s'exercer au moment de la conclusion des contrats entre prêts à taux fixe et prêts à taux indexé de la famille des TAM/TAG, des Euribor, Libor, Stibor et autres index. Mais également, tout au long de leur vie en procédant à des arbitrages (changement d'index, consolidation à taux fixe, renégociation, remboursement anticipé, ...) afin d'optimiser les conditions d'endettement au regard de l'évolution réelle et/ou projetée de la situation économique et financière.

Le SERTRID est exposé à des risques d'évolutions défavorables : la baisse des taux d'intérêts pour son encours à taux fixe ou assimilable, leur hausse pour son encours à taux indexé ou assimilable.

Ainsi d'une part, la diversification de l'encours permet de répartir les risques et d'autre part, le recours à des instruments de couverture des risques de taux autorise une adaptation de la structure de l'encours existant aux fluctuations des marchés financiers et à la nature des contrats sous-jacents.

Les instruments de couverture des risques de taux sont des avenants aux contrats d'origine ou des contrats spécifiques conclus avec des établissements éventuellement différents des établissements prêteurs qui viennent amender les contrats de prêts d'origine. Ils permettent de substituer aux conditions initiales, de nouvelles conditions afin d'adapter les caractéristiques du prêt à la situation économique et financière. Ils portent sur tout ou partie d'un contrat ou d'un ensemble de contrats tant en terme d'encours qu'en terme de durée. Ils permettent de transformer et de modifier les caractéristiques d'exposition aux risques des marchés financiers.

En annexe figurent, les caractéristiques principales de ces instruments. Toutefois, la créativité des salles de marché et la concurrence que se livrent les établissements financiers interdisent de fournir une liste exhaustive de ces produits voire, ce qui est plus gênant pour l'emprunteur, d'en mesurer toutes les implications ou de permettre une réelle mise en concurrence au moment de leur

conclusion. En les replaçant dans le contexte d'un EPCI qui exploite un service public, ces produits doivent donc rester des outils d'aide à la gestion et à la maîtrise des frais financiers.

ENDETTEMENT DU SERTRID

La dette du SERTRID présente plusieurs particularités :

- Elle est importante : plus de 57 millions d'euros au 1er janvier 2007, l'annuité représente près de 30 % des dépenses réelles totales ;
- Elle a été contractée sur une durée moyenne supérieure à trente ans ;
- Elle a été mobilisée sur une période ramassée : de 2001 à 2003 puis en 2005 et désormais, à l'exception notable du financement du centre de tri, l'encours devrait aller decrescendo.

Toutefois, en raison de la durée des emprunts et de l'amortissement progressif du capital, le désendettement sera peu significatif les premières années. En effet, en début de vie, les annuités sont constituées principalement des intérêts, la part en capital restant relativement peu importante (respectivement de l'ordre de 2/3 et 1/3).

Ces particularités, la durée d'exploitation prévisionnelle des équipements de l'Ecopole, le poids des frais financiers et les conditions du marché du traitement des déchets ménagers doivent éclairer les décisions du SERTRID en matière de gestion de son encours de dette.

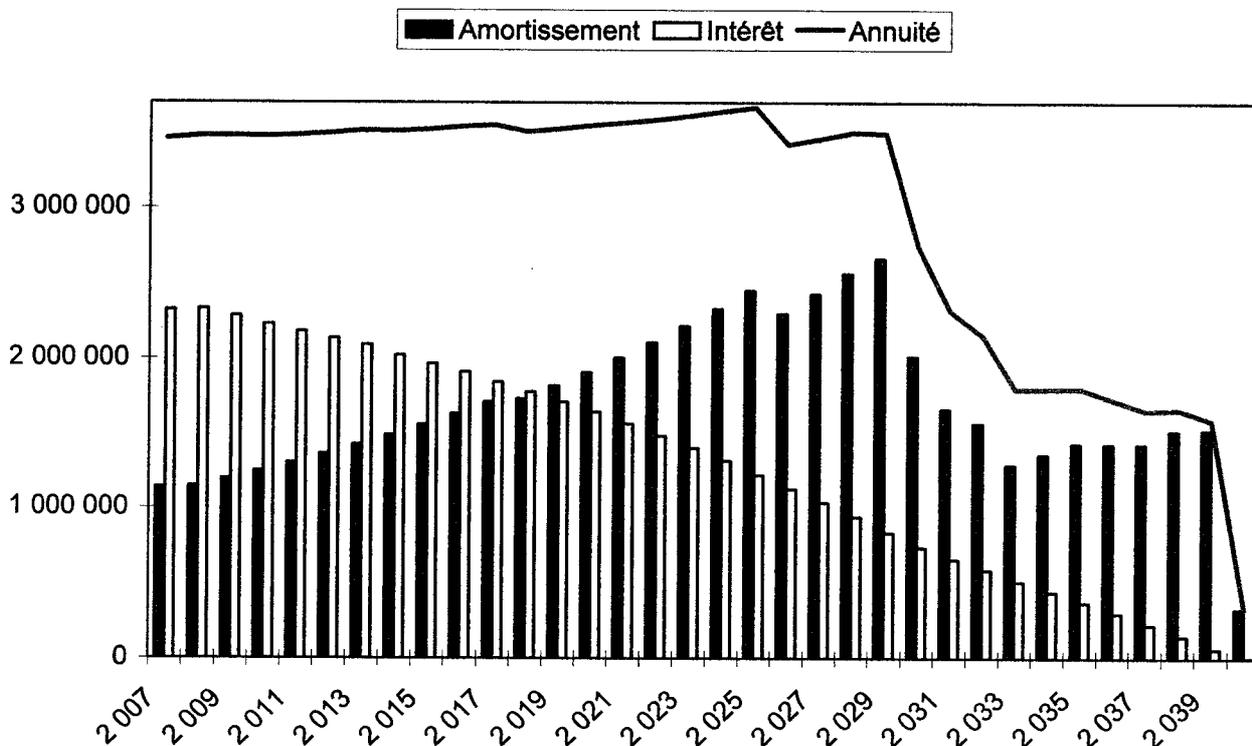
Au 1^{er} janvier 2007, succinctement, l'encours se présente ainsi qu'il suit :

n°98 - AERMC – Prêt au taux fixe de 0,5 % :	635.653 €
n°100 - Dexia CLF – Index Euribor 3 mois :	<u>4.801.949 €</u>
n°103 - Dexia CLF - Index Euribor 3 mois :	<u>4.835.837 €</u>
n°105 - Dexia CLF - Index Euribor 3 mois :	<u>4.835.837 €</u>
n°108 - Dexia CLF – Index Euribor 3 mois :	<u>4.801.949 €</u>
n°110 - Dexia CLF – Index Euribor 3 mois :	<u>4.867.951 €</u>
n°112 – Dexia CLF – Index TAM.....	4.319.285 €
n°101 - Caisse d'Epargne – Index Euribor 3 mois :	<u>2.370.370 €</u>
n°102 - Caisse d'Epargne – Index Euribor 3 mois :	<u>4.603.283 €</u>
n°106 - Caisse d'Epargne – Index TAG 3 mois :	<u>4.656.655 €</u>
n°104 - CDC IXIS – Index Euribor 3 mois :	<u>4.607.196 €</u>
n°107 - CDC IXIS – Index Euribor 12 mois :	4.723.329 €
n°109 - CDC IXIS – Index Euribor 3 mois :	2.337.825 €
n°113 – Crédit Agricole – Index Euribor 3 mois	4.796.748 €
Encours total au 1 ^{er} janvier 2007	57.193.867 €

NB les prêts en *caractères italiques soulignés* font l'objet de contrats de couverture.

En proportion de l'encours total au 1^{er} janvier 2007, les contrats de couverture des risques de taux concernent 70,6 %.

Les profils d'extinction de la dette se présentent ainsi qu'il suit :



Aux conditions actuelles de taux d'intérêts, la progression des annuités est de l'ordre de 0,5 % par an jusqu'en 2026. En effet, au fil du temps, la baisse des intérêts, en raison de la réduction du capital restant dû, est compensée par la progressivité de l'amortissement du capital fixée au taux annuel de 6 %. Au-delà, l'extinction progressive des emprunts les plus « courts » entraîne une réduction très sensible des annuités.

CONTRATS DE COUVERTURE EN VIGUEUR

1- Des avenants ont été conclus sur deux contrats d'emprunt

Contrats d'emprunt sous-jacents

- n°102 - Caisse d'Epargne – 5.000.000 € sur 28,5 ans à compter du 1^{er} janvier 2002 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois ;
- n°104 – CDC IXIS – 5.000.000 € sur 28 ans à compter du 1^{er} juillet 2003 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois.

Dans les deux cas, un taux fixe est substitué à l'index Euribor 3 mois lorsque cet index reste inférieur à 5 %, dans l'hypothèse contraire, le SERTRID paierait les intérêts calculés sur l'Euribor 3 mois (sans marge pour le n°102, avec une marge de 0,20 pour le n°104) :

Conditions du contrat de couverture

- n°102 – **Taux fixe de 3,97 %** du 1^{er} octobre 2003 au 1^{er} octobre 2013.
- n°104 – **Taux fixe de 3,32 %** du 1^{er} avril 2004 au 1^{er} avril 2009.

2- Un contrat spécifique a été conclu avec Calyon

Contrats d'emprunt sous-jacents

- n°100 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 38,25 ans à compter du 1^{er} mars 2002 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois ;
- n°101 - Caisse d'Epargne – 2.500.000 € sur 26,5 ans à compter du 1^{er} mars 2004 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois ;
- n°105 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 37,25 ans à compter du 1^{er} mars 2003 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois.

Le contrat de couverture prévoit, à compter du 1^{er} septembre 2003, sur une durée de 15 ans divisée en trois périodes de 5 ans, qu'en échange de l'indexation sur Euribor 3 mois, le SERTRID acquitte des intérêts calculés sur un taux fixe conditionnel selon les caractéristiques suivantes :

Conditions du contrat de couverture

- **Taux fixe de 2,75 %** les cinq premières années si le taux des swaps de maturité constante 10 ans (CMS 10 ans) est inférieur ou égal à 5,40 % et, dans le cas contraire, le taux du CMS 10 ans,
- **Taux fixe de 3,25 %** les cinq années suivantes si le taux des swaps de maturité constante 10 ans (CMS 10 ans) est inférieur ou égal à 5,60 % et, dans le cas contraire, le taux du CMS 10 ans,
- **Taux fixe 3,75 %** les cinq dernières années si le taux des swaps de maturité constante 10 ans (CMS 10 ans) est inférieur ou égal à 5,80 % et, dans le cas contraire, le taux du CMS 10 ans.

3- Un contrat spécifique a été conclu avec Calyon

Contrats sous-jacents

- n°103 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 37,25 ans à compter du 1^{er} février 2003 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois ;
- n°108 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 38,25 ans à compter du 1^{er} février 2002 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois.

Conditions du contrat de couverture

Le contrat de couverture prévoit, à compter du 1^{er} février 2004, sur une durée de 20 ans, que l'indexation sur l'Euribor 3 mois est complétée par une marge (additive ou soustractive) établie selon la formule suivante :

2,02 % moins deux fois l'écart entre le taux des swaps de maturité constante 20 ans (CMS 20 ans) et le taux des swaps de maturité constante 2 ans (CMS 2 ans) soit :

$$\text{Marge} = 2,02 - 2 \times (\text{CMS 20 ans} - \text{CMS 2 ans})$$

Selon ces caractéristiques, ce contrat ne correspond pas, à proprement parler, à une couverture, mais plutôt à une recherche d'optimisation des contrats d'emprunt sous-jacents dans la perspective d'en réduire les charges.

4- Un contrat spécifique a été conclu avec Calyon

Contrats sous-jacents

- n°110 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 35,75 ans à compter du 1^{er} janvier 2004 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois.

Conditions du contrat de couverture

Le contrat prévoit, à compter du 1^{er} avril 2005, sur une durée de 20 ans, qu'en échange de l'indexation sur Euribor 3 mois, le SERTRID acquitte des intérêts calculés sur un taux fixe conditionnel selon les caractéristiques suivantes :

Taux fixe de 2,88 % si l'écart entre le taux postfixé des swaps de maturité constante 20 ans (CMS 20 ans) et le taux postfixé des swaps de maturité constante 1 an (CMS 1 an) est supérieur à 0,60 %, taux fixe de 6,50 % dans le cas contraire.

5- Un avenant a été conclu avec Dexia - CLF

Contrats sous-jacents

- n°100 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 38,25 ans à compter du 1^{er} mars 2002 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois ;
- n°105 - Dexia CLF – 5.000.000 € sur 37,25 ans à compter du 1^{er} mars 2003 – Amortissement progressif 6 % - Index Euribor 3 mois.

Conditions de l'avenant

L'avenant prévoit, à compter du 1^{er} septembre 2006, sur une durée de 12 ans, la **suppression de la marge de 0,37 %** sur les contrats d'origine, puis sur une période de 18 ans un taux fixe de 3,69 % si l'écart entre le CMS 20 ans et le CMS 2 ans est supérieur ou égal à 0,20 % et dans le cas contraire un taux déterminé comme il suit :

5,78 % – 5 X (CMS 20 ans – CMS 2 ans)

et enfin, jusqu'au terme du contrat, **un taux fixe de 3,69 %**.

6- Un contrat spécifique a été conclu avec Calyon

Contrat sous-jacent

- n°106 - Caisse d'Epargne – 5.000.000 € sur 27 ans à compter du 1^{er} octobre 2003 – Amortissement progressif 6 % - Index TAG 3 mois.

Conditions du contrat de couverture

Le contrat prévoit, à compter du 1^{er} juillet 2006, sur une durée de 15 ans, que si l'Euribor 3 mois est compris entre 2 % et 5 %, le SERTRID acquitte des intérêts calculés sur **un taux fixe de 3,50 %**, dans l'hypothèse contraire, le SERTRID acquitte un taux de 3,50 % majoré d'un coupon, borné entre 0 % et 6,50 %, correspondant à la différence, en valeur absolue, entre l'Euribor 3 mois et les bornes d'encadrement (2 % et 5 %).

BILAN 2006 DE CES OPERATIONS

Hors ICNE, sur l'exercice 2006, le bilan de ces opérations se présente ainsi qu'il suit.

1- Taux fixes conditionnels de 3,97 % et 3,32 %

3,97 % - Ce taux fixe applicable à compter de l'échéance du 1^{er} janvier 2006 est supérieur au taux de l'Euribor 3 mois auquel s'ajoute une marge de 0,17 % (2,170 % ; 2,487 % ; 2,814 % ; 3,063 % respectivement aux échéances des 1^{er} janvier, avril, juillet et octobre 2006), cette assurance conditionnelle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de 40.181,53 €.

3,32 % - Ce taux fixe applicable à compter de l'échéance du 1^{er} janvier 2006 est supérieur au taux de l'Euribor 3 mois auquel s'ajoute une marge de 0,17 % (2,170 % ; 2,487 % ; 2,814 % ; 3,063 % respectivement aux échéances des 1^{er} janvier, avril, juillet et octobre 2006) du contrat d'emprunt sous-jacent, cette assurance conditionnelle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de 24.454,66 €.

2- Taux fixe conditionnel de 2,75 %

2,75 % - Ce taux fixe applicable à compter de l'échéance du 1^{er} mars 2006 comparativement au taux de l'Euribor 3 mois auquel s'ajoute une marge moyenne de 0,34 % est d'une part supérieur (2,4873 % ; 2,657 respectivement aux échéances des 1^{er} mars et 1^{er} juin) et d'autre part inférieur (2,922 % ; 3,256 % respectivement aux échéances de septembre et décembre 2006), cette assurance conditionnelle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de 8.332,83 €.

3- Différentiel entre le CMS 20 ans et le CMS 2 ans

La marge additive ou soustractive est applicable respectivement, aux échéances des 1^{er} février, mai, août et novembre 2006, elle s'est élevée à (-) 0,13 % ; (+) 0,408 % ; (+) 0,396 % ; (+) 0,632 %, cette situation se traduit par une augmentation des frais financiers de 31.960,08 €.

4- Taux fixe conditionnel de 2,88 %

D'une part, la condition relative à l'écart entre le CMS 20 ans et le CMS 1 an est remplie à l'occasion des trois premières échéances (janvier, avril, juillet) un taux fixe de 2,88 % s'applique, pour autant, il est supérieur au taux Euribor 3 mois, fixé respectivement à 2,17 %, 2,487 % et 2,814 % : cette couverture se traduit par un surcoût de **14.550,74 €** ; d'autre part, à l'échéance d'octobre l'écart entre les taux CMS ayant été inférieur au seuil de 0,60 %, c'est un taux fixe de 6,50 % qui s'applique, il se traduit par une augmentation des frais financiers de 42.949,28 €.

5- Suppression de la marge de 0,37 %

La marge additive sur les deux contrats de Dexia – CLF est supprimée, elle concerne en 2006 les échéances de septembre et décembre, soit une réduction des frais financiers de 18.191,22 €.

6- Taux fixe conditionnel de 3,50 %

Pour l'échéance d'octobre 2006, l'Euribor 3 mois est compris dans la fourchette conditionnelle (> 2 % ; > 5 %), un taux fixe de 3,50 % s'applique, il est à comparer au taux TAG 3 mois du contrat sous-jacent 2,9906 %, soit un surcoût de couverture de 6.123,76 €.

***NB :** ce bilan a été établi à partir des données contractuelles et des informations de taux disponibles sur internet sans abonnement. Les données réelles peuvent s'en écarter, sans toutefois que ces écarts excèdent quelques centaines d'euros par opération.*

Globalement, sur l'exercice 2006, les opérations conclues par le SERTRID pour se prémunir contre une hausse des taux d'intérêts ou optimiser ses frais financiers ont entraîné des frais financiers à hauteur de **135.810,92 €**.

En incorporant ces frais financiers aux charges d'intérêts des emprunts sous-jacents et en divisant l'ensemble par l'encours moyen de la dette du SERTRID en 2006, le taux sur les intérêts effectivement acquittés ressort à **3,21 %**. A titre de comparaison, la moyenne annuelle de l'Eonia (taux au jour le jour) était de 2,8398 % et le taux des Obligations amortissables du Trésor à 10 ans de 3,81 %.

ANALYSE DES RISQUES

Les opérations de couverture contre la hausse des taux indexés (n°1, 2 et 6) ont commencé à produire leurs effets au cours de l'exercice 2006 et continueront en 2007 à jouer ce rôle « protecteur » si l'on en croit les intentions prêtées à la Banque Centrale Européenne de poursuivre sa hausse des taux d'intérêts. L'opération n°5, par nature, procurera à nouveau, en année pleine, des atténuations de charges financières de l'ordre de 36.000 €.

Par contre, les opérations n°3 et 4 construites sur l'écart entre taux courts et taux longs généreront vraisemblablement des frais financiers supplémentaires. En effet, la hausse des taux courts n'a pas entraîné une revalorisation des taux longs. L'écart s'est considérablement amenuisé ; il est de l'ordre de 0,20 % entre les taux à 1 an et les taux à 20 ans et il est peu probable qu'il s'élargisse significativement au cours de l'exercice 2007.

PERSPECTIVES

La hausse des taux d'intérêts à court terme a été sensible puisqu'en à peine plus d'un an, de novembre 2005 à décembre 2006, la moyenne mensuelle des taux au jour le jour (« T4M ») est passée de 2,09 % à 3,52 %, soit une augmentation en valeur de 1,43 %. Paradoxalement, dans le même temps, les taux à 10 ans sont passés de 3,50 % à 4 %, soit une augmentation en valeur de 0,50 %. Les conjoncturistes tablent sur une croissance relativement soutenue en Europe, malgré l'essoufflement de l'économie américaine, un probable ralentissement de la consommation des ménages en Allemagne sous l'effet de la hausse du taux de TVA et l'effet récessif d'une énergie coûteuse. Ils pronostiquent de nouvelles interventions de la BCE pour contrecarrer les risques inflationnistes et un taux de refinancement qui passerait de 3,50 % actuellement à 4 % qui se stabiliserait ensuite à ce niveau.

Dans un tel contexte, les opérations de couverture contre la hausse des taux courts joueront à plein, mais à l'inverse, les opérations d'optimisation pariant sur un écart entre taux courts et taux longs seront pénalisées.

PROPOSITIONS

Au 1^{er} janvier 2007, sur l'encours total, 70,6 % font l'objet d'un avenant ou d'un contrat spécifique de couverture des risques de taux ou d'une recherche d'optimisation.

Cette proportion est suffisante, notamment pour laisser au SERTRID l'opportunité de renégocier les conditions de ses emprunts « non couverts ». Il n'est donc pas proposé au Comité syndical d'accroître la part de l'encours faisant l'objet de contrats de couverture. Pour autant, il lui est demandé de renouveler la délégation donnée à son Président afin, suivant les opportunités, d'optimiser les contrats existants dans la perspective de réduire globalement les charges financières.

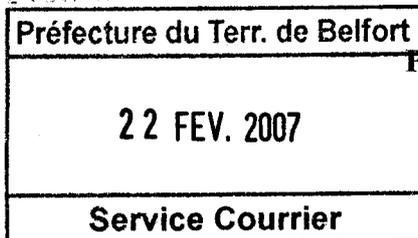
* * * *

Le Comité Syndical, à l'UNANIMITE

- **PREND ACTE** du compte rendu, au titre de l'année 2006, des contrats en cours ;
- **AUTORISE** Monsieur le Président à recourir aux instruments de couverture des risques de taux sur l'ensemble de l'encours du SERTRID et de conclure, de dénouer, de résilier et de retourner, avec ou sans soultte, des contrats de SWAP, CAP, FLOOR, TUNNEL, notamment pour une durée n'excédant pas la durée d'amortissement des emprunts constituant le notionnel et, dans la limite de l'encours restant dû, à taux fixe ou à taux variable EONIA, EURIBOR, LIBOR, STIBOR, T4M, TAG, TAM, TME, BTAN, OAT, TEC 10, CMS (constant maturity swap) sur la maturité (durée) choisie, afin de sensibiliser à la baisse des taux ou de couvrir contre leur hausse l'encours de dette du SERTRID ;
 - **LIMITE** cette autorisation de conclure à l'année 2007 ;
 - **PREND ACTE** qu'il sera rendu compte des contrats qui auront été conclus lors de la plus proche séance du Comité Syndical ;
 - **AUTORISE** Monsieur le Président à signer notamment les lettres d'instructions, les contrats relatifs à ces opérations ou les avenants aux contrats existants et à prendre toute disposition nécessaire à leur gestion, en amont ou en aval de leur conclusion ;
 - **AUTORISE** Monsieur le Président à signer la convention cadre relative aux opérations de marché à terme de la Fédération Bancaire Française.

Ainsi délibérée au siège administratif du S.E.R.T.R.I.D., ladite délibération ayant été affichée par extrait le 22 FEV. 2007 conformément au C.G.C.T.

Dépôt en Préfecture le 22 FEV. 2007



POUR EXTRAIT CONFORME
Le Président du SERTRID

Emile GEHANT