



Réunion du Comité Syndical

du mercredi 1^{er} février 2006

CS – 1.09 Gestion de l'encours de la dette Couverture du risque de taux

RAPPORT
Présenté par M. 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 et les EPCI disposent depuis lors d'un large éventail de produits.

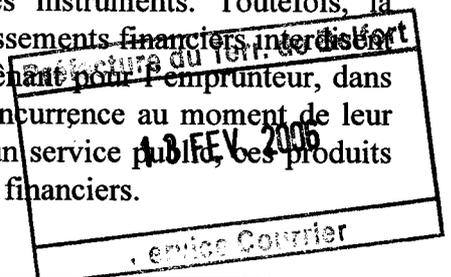
Un choix peut ainsi s'exercer au moment de la conclusion des contrats entre prêts à taux fixe et prêts à taux indexé de la famille des TAM/TAG, des Euribor, Libor, Stibor et autres index plus «exotiques» nés de l'imagination créative des établissements financiers. Mais également, tout au long de leur 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 ainsi exposée 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 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 actuelle et projetée. 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 figure, les caractéristiques principales de ces instruments. Toutefois, la créativité des salles de marché et la concurrence que se livrent les établissements financiers interdissent de fournir une liste exhaustive de ces produits voire, ce qui est plus gênant pour l'emprunteur, dans 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 58.000.000 € au 1^{er} janvier 2006 ;
- Elle a été contractée sur des durées longues : de 30 et 40 ans pour l'essentiel ;
- Elle a été mobilisée sur une période ramassée : de 2001 à 2003 puis en 2005 ;
- Désormais, à l'exception notable du financement du centre de tri, l'encours ira 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 début de vie, les annuités sont constituées principalement des intérêts, la part en capital restant relativement peu importante (respectivement 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.

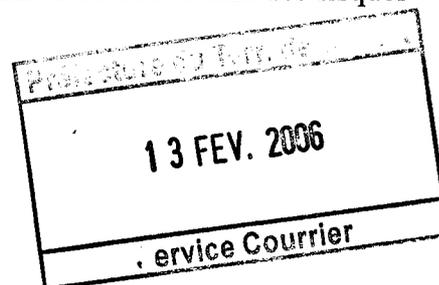
Au 1^{er} janvier 2006, succinctement, l'encours se présente ainsi qu'il suit :

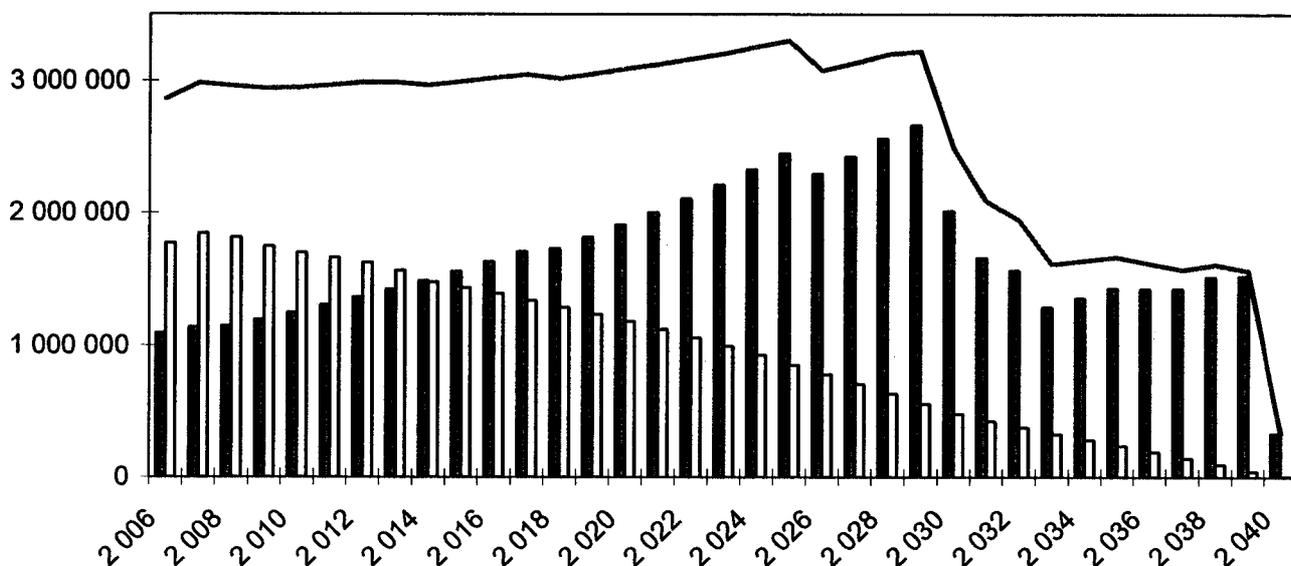
n°98 - AERMC – Prêt au taux fixe de 0,5 % :	691.728 €
n°100 - Dexia CLF – Index Euribor 3 mois :	4.846.412 €
n°103 - Dexia CLF - Index Euribor 3 mois :	4.880.613 €
n°105 - Dexia CLF - Index Euribor 3 mois :	4.880.613 €
n°108 - Dexia CLF – Index Euribor 3 mois :	4.846.412 €
n°110 - Dexia CLF – Index Euribor 3 mois :	4.914.613 €
n°112 – Dexia CLF – Index TAM	4.500.000 €
n°101 - Caisse d'Epargne – Index Euribor 3 mois :	2.416.121 €
n°102 - Caisse d'Epargne – Index Euribor 3 mois :	4.692.131 €
n°106 - Caisse d'Epargne – Index TAG 3 mois :	4.750.132 €
n°104 - CDC IXIS – Index Euribor 3 mois :	4.687.864 €
n°107 - CDC IXIS – Index Euribor 12 mois :	4.798.655 €
n°109 - CDC IXIS – Index Euribor 3 mois :	2.384.818 €
n°113 – Crédit Agricole – Index Euribor 3 mois	4.959.350 €
Encours total au 1 ^{er} janvier 2005.....	58.325.687 €

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

En proportion de l'encours total au 1^{er} janvier 2006, les contrats de couverture des risques de taux concernent 62 %.

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





Aux conditions actuelles de taux d'intérêts, la progression des annuités est de l'ordre de 1 % à 2 % par an jusqu'en 2030. 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) :

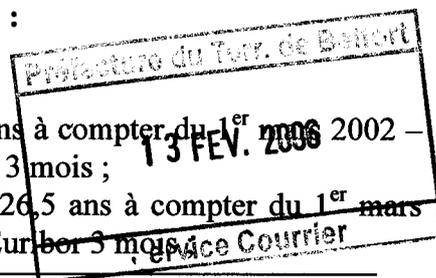
Conditions du contrat de couverture

- 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} janvier 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 optimisation des contrats d'emprunt sous-jacents dans la perspective d'en réduire les charges.

4- Un contrat spécifique avec Calyon

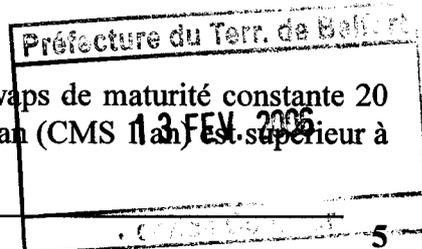
Contrats sous-jacents

- 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 postixé des swaps de maturité constante 20 ans (CMS 20 ans) et le taux postixé des swaps de maturité constante 1 an (CMS 1 an) est supérieur à 0,60 %, taux fixe de 6,50 % dans le cas contraire.



BILAN 2005 DE CES OPERATIONS

Hors ICNE, sur l'exercice 2005, 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 2005 est supérieur au taux de l'Euribor 3 mois (2,158 % ; 2,146 % ; 2,104 % ; 2,17 % plus une marge de 0,17 % respectivement aux échéances des 1^{er} janvier, avril, juillet et octobre 2005) du contrat d'emprunt sous-jacent, cette assurance partielle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de **79.291,32 €**.

3,32 % - Ce taux fixe applicable à compter de l'échéance du 1^{er} janvier 2005 est supérieur au taux de l'Euribor 3 mois (2,158 % ; 2,146 % ; 2,104 % ; 2,17 % plus une marge de 0,17 % respectivement aux échéances des 1^{er} janvier, avril, juillet et octobre 2005) du contrat d'emprunt sous-jacent, cette assurance partielle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de **48.087,07 €**.

2- Taux fixe conditionnel de 2,75 %

2,75 % - Ce taux fixe applicable à compter de l'échéance du 1^{er} mars 2005 est supérieur au taux de l'Euribor 3 mois (2,136 % ; 2,124 % ; 2,134 % ; 2,487 % plus une marge moyenne de 0,33 % respectivement aux échéances des 1^{er} mars, juin, septembre et décembre 2005) du contrat d'emprunt sous-jacent, cette assurance partielle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de **65.677,45 €**.

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 2005, elle s'est élevée à (-) 0,986 % ; (-) 1,132 % ; (-) 0,826 % ; (+) 0,218 %, cette situation globalement favorable se traduit par une diminution des frais financiers de **67.248,20 €**.

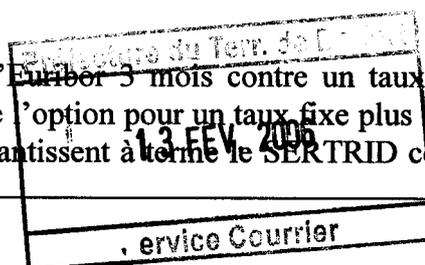
4- Taux fixe conditionnel de 2,88 %

2,88 % - Ce taux fixe est applicable aux échéances de 2005, l'écart entre les taux CMS ayant été supérieur au seuil de 0,60 % : respectivement 1,60 % ; 1,56 % et 1,15 % aux échéances des 1^{er} avril, juillet, et octobre 2005, cette assurance partielle contre la hausse des taux se traduit par un surcoût de **27.961,07 €**.

Ainsi, globalement, sur l'exercice 2005, 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 **153.768,71 €**.

ANALYSE DES RISQUES

Les opérations 1, 2 et 4 ci-dessus qui échangent l'Euribor 3 mois contre un taux fixe conditionnel présentent un coût d'opportunité immédiat, celui de l'option pour un taux fixe plus élevé quand les taux indexés sont encore faibles. Par contre, elles garantissent à terme le SERTRID contre



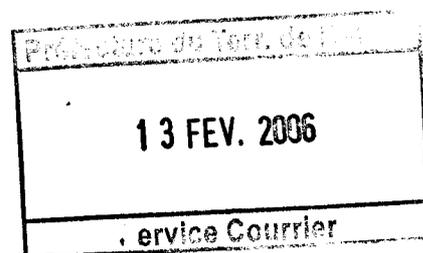
une hausse des taux jusqu'au niveau de la barrière «désactivante» (5 % et 5,40 % suivant l'opération) ou de l'écart entre taux CMS (au moins 0,60 % entre le 20 ans et le 1 an). Cependant, le surcoût de cette «assurance» tend à s'atténuer. En effet, la Banque Centrale Européenne (BCE) a augmenté ses taux directeurs de 0,25 % à compter du 6 décembre 2005 et l'Euribor 3 mois qui oscillait autour de 2,15 % depuis juillet 2003 approche désormais 2,50 %.

L'opération 3 ci-dessus est «gagnante» tant que l'écart entre les taux à 20 ans et les taux à 2 ans excèdent 1,01 %. Au cours des 6 dernières années, cet écart était en moyenne de 1,59 % toutefois, le franchissement du seuil de 1,01 % s'est présenté, pendant 7 mois, après l'éclatement de la «bulle» financière des valeurs technologiques. D'une manière plus générale, cette éventualité pourrait se présenter en période de croissance économique soutenue voire, à l'occasion de fortes turbulences économiques ou politiques et se manifesterait notamment par une hausse des taux d'intérêts plus sensible sur la partie courte que sur la partie longue.

PERSPECTIVES

La situation actuelle ne répond pas à la description qui précède. Pour autant, l'écart entre les taux courts et les taux longs s'est amenuisé sensiblement depuis la récente décision de la BCE. Or, paradoxalement, la hausse des taux courts, justifiée par la lutte contre les tendances inflationnistes, conséquences de la hausse du coût de l'énergie, n'est pas répercutée sur la partie longue de la courbe des taux. L'inflation anticipée – telle qu'elle peut être déduite des taux d'intérêt à long terme – est notablement inférieure à son niveau actuel! Le marché des taux longs est soutenu par une offre abondante, alimentée par les déficits budgétaires considérables de nombreux pays occidentaux, qui trouve preneur notamment, auprès des pays asiatiques détenteurs d'excédents commerciaux cristallisés en devises internationales (dollar, euro, yen, livre sterling).

La croissance mondiale est fortement déséquilibrée, elle s'appuie sur des pays développés qui perdent leur substance mais continuent de consommer au prix de déficits considérables, cette consommation et leur défaut d'épargne sont compensés par des pays en développement toujours plus productifs et plus conquérants. Réformes structurelles, révision des parités monétaires, ouverture, mais également fermeture des frontières douanières sont autant de mesures qui restent à l'ordre du jour de conférences internationales pour tenter d'apporter les corrections qui s'imposent. Mais, vraisemblablement, résistances, compromis, attermoissements et soubresauts feront partis du paysage.



En Europe, malgré une croissance molle - que risque d'affaiblir encore la baisse annoncée de la devise américaine - les marchés anticipent une évolution à la hausse des taux d'intérêts à court terme (de 2,50 % à 3,25 % contre 2,25 % actuellement) mais, de manière modérée, au cours du second semestre 2006. La hausse des taux d'intérêts à long terme suivrait un mouvement comparable (de 3,30 % à 4,30 % contre 3,30 % actuellement), mais elle pourrait être plus sensible dans l'hypothèse d'un affermissement de la reprise et/ou d'une correction sur le marché obligataire ...

Pour autant, la situation internationale est loin d'être sereine, les conditions pour la survenue de crises majeures sont réunies ; sous quelle forme, à quelle échéance, il n'est évidemment pas possible de répondre à ces questions, ni d'en mesurer l'impact sur le SERTRID ...

PROPOSITIONS

Au 1^{er} janvier 2006, sur l'encours total, 62,0 % font l'objet d'un avenant ou d'un contrat spécifique de couverture des risques de taux. Toutefois, si l'on met à part l'opération d'optimisation « écart CMS 20 ans / CMS 2 ans » qui ne garantit pas le SERTRID contre une hausse des taux d'intérêts à court terme, le taux de couverture de la dette tombe à 45,3 %.

Il faut naviguer entre trois écueils :

- Le risque d'accroissement des frais financiers dans l'hypothèse d'une hausse des taux d'intérêts,
- Le coût d'opportunité immédiat dans l'hypothèse d'un passage à taux fixe (augmentation du taux de l'ordre de 1 % à 2 % suivant la durée et le degré de couverture),
- Le carcan que constitue ce type de contrat qui engage le SERTRID dans la durée et rend difficile une renégociation de son encours.

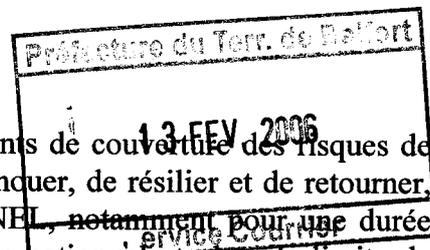
Il est donc proposé au Comité syndical, selon les opportunités qui pourraient se présenter, dans la limite de 5.000.000 € :

- de couvrir la dette du SERTRID contre le risque d'une hausse des taux d'intérêts, en privilégiant les solutions techniquement les plus simples et le coût d'opportunité le plus faible possible en fonction des conditions de marché ;
- d'optimiser les contrats existants dans la perspective de réduire globalement les charges financières.

* * * *

Le Comité Syndical, à l'UNANIMITE :

– **AUTORISE** M. le Président à recourir aux instruments de couverture des risques de taux sur l'ensemble de l'encours du SERTRID et de conclure, de décaquer, 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

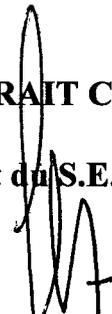


- **LIMITE** cette autorisation de conclure à l'année 2006,
- **PREND ACTE** de rendre compte des contrats qui auront été conclus lors de la plus proche séance du Comité Syndical,
- **AUTORISE** M. le Président à signer, le cas échéant, les contrats relatifs à ces opérations et à prendre toute disposition nécessaire à leur gestion,
- **AUTORISE** M. 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 13 FEV. 2006, conformément au C.G.C.T.
Dépôt en préfecture le 13 FEV. 2006**

POUR EXTRAIT CONFORME

Le Président du S.E.R.T.R.I.D.



Emile GEHANT

Préfecture du Terr. de l'Indre
13 FEV. 2006
Service Courrier

ANNEXE - DESCRIPTION SUCCINCTE DES PRINCIPAUX INSTRUMENTS

SWAP de TAUX d'INTERET (échange de taux d'intérêt)

Le SWAP est l'opération par laquelle deux contreparties (la collectivité et un établissement financier) s'engagent à se verser mutuellement les intérêts d'un endettement pour un montant et une durée connus à l'avance, l'une à taux fixe et l'autre à taux variable (ou, le cas échéant, les deux à taux variable, sur des index différents).

Cet échange se traduit concrètement par le versement, de l'une des contreparties à l'autre, de la soultte d'intérêts.

CAP (taux plafond)

L'achat d'un CAP, moyennant le versement d'une prime, permet à l'emprunteur à taux variable de se prémunir contre une hausse des taux en disposant d'un taux plafond garanti.

Ainsi concrètement, si le taux variable dépasse le taux plafond, la contrepartie verse à la collectivité le différentiel d'intérêts qui en résulte.

FLOOR (taux plancher)

L'achat d'un FLOOR, moyennant le versement d'une prime, permet à l'emprunteur à taux fixe de bénéficier d'une baisse des taux d'intérêt.

Ainsi concrètement, si le taux du marché est inférieur au taux garanti par le FLOOR, la contrepartie verse à la collectivité le différentiel d'intérêts qui en résulte.

TUNNEL (association d'un CAP et d'un FLOOR)

Il s'agit d'un contrat synthétisant deux opérations simultanées de CAP et de FLOOR, moyennant ou non le versement d'une prime, qui fixe le taux maximum et le taux minimum d'un emprunt à taux variable.

Ainsi concrètement, si le taux variable dépasse le taux maximum garanti, la collectivité reçoit le différentiel d'intérêts qui en résulte. Inversement, si le taux variable est inférieur au taux minimum, la collectivité verse à la contrepartie le différentiel d'intérêts qui en résulte.

