

CONSEIL GENERAL DE SEINE-ET-MARNE

Séance du 30 Janvier 2009

Commission n° 7 - Finances

DIRECTION DES FINANCES

RAPPORT DU PRESIDENT DU CONSEIL GENERAL N° 7/03

OBJET : Bilan des instruments de couvertures du risque financier.

RÉSUMÉ : Depuis 1992, les collectivités territoriales sont autorisées à recourir aux instruments financiers de couverture du risque de taux et de change. A ce titre, en 2008, cinq contrats de couverture du risque de taux étaient actifs au Département de Seine-et-Marne. Ces contrats présentent au titre de 2008 un bilan global positif de **343 492 €**, en nette amélioration par rapport à 2007 où un déficit limité à **43 200 €** était constaté. Cette évolution favorable s'explique par le fait que les différentes stratégies de ces contrats ont permis de profiter, d'une part de la hausse des taux courts au cours des trois premiers trimestres 2008 et d'autre part de leur baisse lors du dernier trimestre de l'année.

1 - DEFINITION ET RAPPEL DE LA RÉGLEMENTATION

La circulaire interministérielle du 15 septembre 1992 autorise les collectivités territoriales à recourir aux instruments financiers de couverture du risque de taux et de change.

Dès lors, il est possible pour une collectivité de développer une politique de gestion de la dette, visant à profiter des évolutions de taux qui lui sont ou seraient favorables, et inversement à prévenir les évolutions de taux qui lui sont ou seraient défavorables.

Il s'agit en définitive de limiter les charges financières grevant la section de fonctionnement et, par voie de conséquence, d'alléger la pression fiscale qui les finance.

Pour ce faire, la collectivité dispose de deux techniques contractuelles :

- négocier directement avec l'organisme prêteur les conditions dans lesquelles elle pourra modifier les caractéristiques de la dette, sous forme de clauses de révision ou d'option de taux d'intérêts stipulées dans le contrat d'emprunt d'origine, sous forme d'avenant ou sous forme de remboursement anticipé, avec refinancement à de nouvelles conditions,

- recourir à un contrat de couverture du risque de taux d'intérêt ou de change, opération juridiquement distincte et indépendante du ou des contrats d'emprunts en cours.

Plusieurs catégories d'instruments de couverture du risque (risque de taux d'intérêt et risque de taux de change) peuvent être utilisées aux termes de la circulaire du 15 septembre 1992, parmi lesquelles seuls les contrats d'échange de taux d'intérêts ou de devises (Swaps) ont été, et sont, utilisés par le Département.

Le caractère aléatoire des instruments de couverture du risque et les pertes éventuelles susceptibles de renchérir le coût initial des éléments de dette couverts rendent indispensable une information exhaustive de l'assemblée délibérante sur la nature, le nombre et les résultats constatés des contrats en cours ainsi que sur le montant du capital restant dû de la dette à couvrir (notionnel de l'instrument).

La circulaire du 27 octobre 1992 rend ainsi obligatoire la production d'une annexe au Compte Administratif et au Budget Primitif, retraçant le bilan de ces opérations.

2 - BILAN 2008

L'année 2008 a été marquée par la poursuite et l'aggravation de la crise de liquidité. La crise des emprunts immobiliers hypothécaires dits « subprime » née à l'été 2007 s'est propagée aux emprunts titrisés. La transformation, par la majorité des grandes banques d'investissement, des emprunts dits « subprime » en placement financier et l'aversion des investisseurs à ces emprunts a déclenché ce qu'on appelle une crise de liquidité. Dès lors, le marché du crédit s'est détérioré, en provoquant une hausse des taux d'intérêts court terme et plus particulièrement des index Euribor. Ainsi, en 2008, la remontée des taux d'intérêts court terme s'est poursuivie jusqu'à mi-octobre, l'Euribor 6 mois est passé de **4,70 %** au 01 janvier 2008 à **5,43 %** au 07 octobre 2008.

Depuis mi-octobre 2008 on assiste à une décrue massive des taux d'intérêts court terme. Face à l'approfondissement de la crise, c'est-à-dire aux anticipations de récession et aux perspectives de désinflation voir de déflation, les instituts d'émission et en particulier la BCE sont intervenus à maintes reprises pour infléchir sur le « juste prix » des taux courts. Le taux de la BCE, qui est le principal déterminant des taux courts, est ainsi passé de **4,25 %** au 07 octobre 2008 à **2,50 %** au 15 décembre 2008, tandis que l'Euribor 6 mois est passé de **5,43%** le 07 octobre 2008 à **3,30%** au 15 décembre 2008.

Cinq contrats de couverture de taux étaient actifs au 1^{er} janvier 2008 et portaient sur un encours de **76 441 745 €** soit **10,33%** de l'encours total du Département.

Les contrats de couverture détenus par le Département ont généré en 2008 un **bilan** global positif de **343 492 €** contre un déficit de **43 200 €** en 2007. Cette amélioration du résultat produit est liée au bon positionnement des dates de constatation de certains swaps par rapport à l'évolution de la courbe des taux d'intérêts.

En effet, la stratégie de couverture retenue par le Département est construite de telle manière qu'elle se révèle « gagnante » pour la collectivité, lorsque :

l'Euribor 6 mois est supérieur à **3,23%** : contrat Crédit Agricole Indosuez du 3 juin 2003,

l'Euribor 12 mois est supérieur à **3,39%** : contrat Crédit Agricole Indosuez du 3 juin 2003,

L'Euribor 12 mois est inférieur à **4,26%** : pour le contrat CDC-Ixis du 23 août 2000,

L'Euribor 12 mois est inférieur à **4,49%** : pour le contrat CDC-Ixis du 23 août 2000,

L'Euribor 12 mois est inférieur à **4,64 %** : pour le contrat Société Générale du 25 mai 2007.

Ainsi, deux de ces cinq contrats ont profité de la hausse des taux courts pendant les trois premiers trimestres de 2008 et dégagent un bilan annuel positif pour un montant de **261 933 €**. Les dates de constatation de ces deux swaps contractés avec le Crédit Agricole Indosuez, dont la stratégie est basée sur une anticipation de hausse des taux courts, ont été favorables puisque situées pendant la période de l'année où les taux courts étaient encore à un niveau élevé. Les contrats Crédit Agricole du 3 juin 2003 ont enregistré des échéances sur Euribor 6 mois à **4,30 %** et **4,77 %** et à **4,10 %** sur Euribor 12 mois.

L'un des contrats CDC du 23 août 2000 ressort également avec un bilan annuel excédentaire pour un montant de **143 909 €**. Il a, lui également, pu profiter de l'évolution de la courbe des taux en 2008, et plus particulièrement de la baisse brutale des taux courts au dernier trimestre 2008. Sa date de constatation au 29 décembre 2008 lui a permis de bénéficier de l'impact des baisses successives du taux directeur de la BCE. Ce contrat a enregistré une échéance au 29 décembre 2008 sur Euribor 12 mois post fixé à **3,23 %**.

Les deux contrats CDC du 23 août 2000 sont tous deux basés sur la même stratégie : l'anticipation d'une baisse des taux courts. Si la date de constatation au 29 décembre 2008 du premier contrat a permis de bénéficier de la baisse des taux courts, ce n'est pas le cas du second dont la date de constatation au 31 mars 2008 correspond à la période où les taux courts étaient encore élevés. Au 31 mars 2008 l'index Euribor 12 mois culminait à **4,74%**, entraînant un bilan déficitaire pour ce swap à hauteur de **19 824 €**.

Quant au swap contracté auprès de la Société Général le 25 mai 2007, il a également un bilan annuel déficitaire à hauteur de **42 526 €** en raison d'une date de constatation au 29 décembre 2007 à un moment où les taux courts évoluaient à un niveau élevé. Néanmoins, en raison d'une part de sa stratégie qui anticipe une baisse des taux courts et d'autre part de la marge négative dont est assortie l'Euribor 12 mois sur le taux payé par le Département (**-0,74%**), celui-ci devrait devenir nettement excédentaire en 2009.

3- DETAIL ET BILAN CUMULE DES CONTRATS DE COUVERTURES EN COURS EN 2008

Vous trouverez ci-après les caractéristiques des contrats en cours en 2008.

	Caisse des Dépôts et Consignations du 23 août 2000	Caisse des Dépôts et Consignations du 23 août 2000	Crédit Agricole Indosuez 3 juin 2003	Crédit Agricole Indosuez 3 juin 2003	Société Générale 25 mai 2007
Risque couvert	Taux fixe (Baisse des taux révisables)	Taux fixe (Baisse des taux révisables)	Taux variable (hausse des taux révisables)	Taux variable (hausse des taux révisables)	Taux fixe (Baisse des taux révisables)
Date de commencement	23 décembre 2000	31 août 2000	05 juin 2003	05 juin 2003	29 décembre 2007
Date de fin	23 décembre 2013	31 mars 2019	30 décembre 2013	01 février 2018	29 décembre 2026
Notionnel	18 306 565,96 €	10 280 998,02 €	9 839 839,19 €	22 500 000 €	28 987 371,37 €
Taux initial	Taux fixe : 4,48%	Taux fixe : 4,69%	Euribor 6 + 0,10%	Euribor 12 +0,08%	Taux fixe : 3,90%
Payeur montant fixe	Caisse des Dépôts et Consignations : - 4,26%	Caisse des Dépôts et Consignations : - 4,49%	Département : - 3,23% si Euribor 6 mois postfixé ≤ 5,5% jusqu'au 30/06/2008 - 3,23% si Euribor 6 mois postfixé ≤ 6% après le 30/06/2008 Sinon Euribor 6 mois postfixé sans marge	Département : - 3,39% si Euribor 12 mois postfixé ≤ 5,5% jusqu'au 02/02/2009 - 3,39% si Euribor 12 mois postfixé ≤ 6% après le 02/02/2009 Sinon Euribor 12 mois postfixé sans marge	Société Générale : - 3,90%
Payeur montant variable	Département : Euribor 12 mois postfixé	Département : Euribor 12 mois postfixé	Crédit Agricole Indosuez : Euribor 6 mois préfixé	Crédit Agricole Indosuez Euribor 12 mois préfixé	Département : Euribor 12 mois préfixé – 0,74%
Bilan 2008 (gain : +, perte : -)	+ 143 909 €	- 19 824 €	+ 136 342 €	+ 125 591 €	- 42 526 €

Le bilan cumulé à fin 2008 des swaps en cours, c'est-à-dire le solde entre les pertes et les profits réalisés depuis le début de chaque contrat, est nettement excédentaire et s'élève à **2 169 754 €**.

Les deux contrats CDC, basés sur un notionnel de **21 929 451 €** au 1 janvier 2008 ont été conclus en 2000 afin de bénéficier d'une éventuelle baisse des taux courts qui s'est effectivement réalisée. En effet, entre août 2000 et mai 2003 l'Euribor 12 mois a fortement baissé, il est passé de **5,17 %** à **2,15 %** pour ensuite se stabiliser autour de **2,20 %** jusqu'en octobre 2005. A partir de fin 2005 il n'a cessé d'augmenter, pour ensuite, entamer à partir d'octobre 2008 une décrue brutale orchestrée par la BCE, il a atteint au 30 décembre 2008 **3,15 %**. Ainsi, depuis leur signature, ces deux swaps comptabilisent un gain net de **2 920 800 €**.

Les deux contrats Indosuez (notionnel de **25 524 923 €**) ont quant à eux été souscrits à un niveau bas de la courbe des taux (juin 2003) afin de se couvrir face à une possible et probable remontée des taux courts. Cette remontée s'est réalisée entre octobre 2005 et octobre 2008 où l'Euribor 12 mois a culminé à **5,49%**, néanmoins ces deux opérations, bien que globalement perdantes pour le moment (**- 708 520 €**), ne doivent pas pour autant être remises en cause. En effet, la stratégie de ces deux swaps redeviendra gagnante une fois que la crise actuelle sera jugulée et que la croissance ainsi que l'inflation évolueront à des niveaux plus élevés.

Le swap de la Société Générale mis en place en mai 2007 (notionnel de **28 987 371 €**) dont la première échéance était en décembre 2008 enregistre un premier bilan légèrement négatif (**- 42 526 €**) mais celui-ci sera positif dès 2009 en raison de la baisse brutale des taux courts depuis mi octobre 2008. En effet, l'échéance de ce swap pour 2009 sera calculée sur un niveau d'Euribor très bas (**3,12 %**) nettement inférieur au taux fixe qui sera payé par le Département (**3,90%**).

Le récapitulatif des lignes d'emprunts composant le notionnel et le détail du bilan cumulé à fin 2008 vous est présenté en annexe au présent rapport.

4 - OPERATIONS DE COUVERTURE 2009

Dans l'hypothèse où de tels contrats seraient envisagés pour 2009, ils ne seraient réalisés que dans le cadre des textes applicables et notamment de la circulaire du 15 septembre 1992.

Pour des raisons prudentielles préconisées par la circulaire précitée, le montant du notionnel de l'instrument (c'est-à-dire du capital restant dû de la dette à couvrir) ainsi que son échéance ultime ne pourraient pas dépasser ceux de l'élément couvert.

Il convient de fixer le montant maximum de l'encours qui pourrait faire l'objet de contrats de couverture sur des emprunts existants ou à souscrire sur l'année 2009, ainsi que la durée maximum des contrats :

- pour les contrats de prêts existants, le montant global pouvant faire l'objet de contrats de couverture pourrait être arrêté au montant de l'encours de la dette du Département (encours au 31 décembre 2008) dont l'état détaillé sera annexé au Budget Primitif 2009.

- pour les contrats à souscrire sur l'année 2009, le montant global pouvant faire l'objet de contrats de couverture pourrait être arrêté au montant des emprunts nouveaux destinés au financement des opérations d'investissement de l'exercice 2009 tel qu'il sera indiqué au Budget Primitif 2009.

- sont ajoutés les emprunts qui correspondent à des refinancements d'emprunts remboursés par anticipation pour un montant qui sera indiqué au Budget Primitif 2009,

- leur durée pourrait être fixée à 30 ans maximum, afin de pouvoir couvrir des emprunts de cette durée.

S'agissant du choix de l'établissement bancaire, délégation serait donnée au Président, conformément à l'article L 3211-2 du Code Général des Collectivités Territoriales, pour la signature du contrat, après mise en concurrence d'au moins deux établissements de crédit, pour disposer des meilleures cotations possibles.

Des primes ou commissions pourront être versées aux contreparties ou aux intermédiaires financiers. Leur montant sera précisé dans les différentes opérations. Je vous propose en tout état de cause de les plafonner à 2,50 % de l'encours visé par l'opération pour les primes, et à 0,10 % HT annuel du montant de l'opération envisagée pour les commissions, pendant la durée de celle-ci.

L'ensemble des opérations réalisées à ce jour se sont faites sans primes ni commissions.

A chaque fois qu'une opération sera envisagée, le contrat stipulera les emprunts ou groupes d'emprunts concernés par l'opération.

Les caractéristiques juridiques des opérations conclues seront conformes aux contrats-types rédigés par l'Association Française des Banques.

L'Assemblée Départementale sera informée dès la séance suivant la réalisation d'une opération et à chaque fin d'exercice, et disposera alors des éléments chiffrés, faisant ressortir le bilan coût-avantage.

Cette possibilité de recours aux contrats de couverture sera utilisée éventuellement en complément des possibilités offertes par la souplesse des emprunts contractés habituellement par le Département.

Je vous invite à vous prononcer sur ce dossier et, si vous en êtes d'accord, à adopter le projet de délibération ci-annexé.

Le Président du Conseil général,

Vincent ÉBLÉ

Annexe

Annexe

Dossier n° 7/03 des rapports soumis à la commission
n° 7 - Finances

Rapporteur : M.BERNHEIM
Commission ° 7 - Finances

Séance du 30 Janvier 2009

OBJET : Bilan des instruments de couvertures du risque financier.

LE CONSEIL GÉNÉRAL DE SEINE-ET-MARNE,

Vu Code Général des Collectivités Territoriales, notamment dans son article L. 3211-2,

Vu le rapport du Président du Conseil général,

Vu l'avis de la Commission n° 7 - Finances,

DECIDE

Article 1 : De retenir, en matière d'instruments de couverture, les objectifs et les méthodes suivants :

- neutraliser le risque de taux inhérent à la volatilité des marchés ;

- utiliser les instruments de couverture en complément des conventions de réservation de prêts déjà signées, qui toutes offrent une grande souplesse dans le choix des index et permettent d'arbitrer en fonction de l'évolution des marchés ;

- adosser les instruments de couverture :

* à des emprunts à taux fixe afin de diminuer la charge d'intérêts des lignes non renégociables ou caractérisées par des conditions contractuelles de remboursement anticipé dissuasives, ou dont les niveaux de marge sont faibles.

* à des emprunts à taux révisable afin de se prémunir contre une éventuelle hausse des taux d'intérêt.

Ces instruments seront mis en oeuvre avec l'objectif :

- de maintenir une exposition au risque de taux équilibrée entre taux fixes et taux indexés,

- de maximiser les économies réalisables sur les frais financiers des prêts en cours et à contracter.

Article 2 : Pour l'exercice budgétaire 2009, sont autorisées des opérations :

- sur les emprunts à venir, liés au refinancement des remboursements par anticipation, pour un montant qui sera indiqué au Budget primitif 2009 ;

- sur les emprunts nouveaux à contracter sur l'exercice 2009 destinés au financement des opérations d'investissement de l'exercice 2009 tel qu'indiqué au Budget Primitif 2009 ;

- sur les contrats de prêts figurant dans l'encours de la dette du Département (encours au 31 décembre 2008) dont l'état détaillé est annexé au Budget Primitif 2009.

Article 3 : La durée des contrats de couverture ne pourra excéder la durée résiduelle de l'emprunt sous-jacent limitée à 30 ans. Les index de référence de ces contrats seront le taux fixe, le TEC 10, le TME, le TMO, le TAM, l'EURIBOR 1 à 12 mois, ainsi que tous autres index qui leur seraient substitués.

Article 4 : Le montant des primes et commissions ne pourra excéder 2,50 % de l'encours visé par l'opération pour les primes et 0,10 % HT annuel du montant de l'opération envisagée pour les commissions, pendant la durée de celle-ci.

Article 5 : Les opérations de couverture réalisées pourront faire l'objet d'annulation. Dans ce cas, une indemnité actuarielle d'annulation ou de remboursement, calculée en fonction du niveau du marché au moment de l'opération, pourra être perçue ou versée par le Département de Seine-et-Marne.

Article 6 : Conformément aux dispositions de l'article L. 3211-2 du Code Général des Collectivités Territoriales, mandat est donné au Président pour conduire les négociations pour la mise en place de contrats dans le strict respect des limites fixées ci-dessus (encours concerné, durée) et pour assurer la gestion de ces contrats ainsi que de tout contrat nécessaire à leur mise en place.

Le Président est autorisé à lancer les consultations auprès des établissements de crédit, à passer les ordres auprès du ou des établissements sélectionnés, et à signer les contrats de couverture, au nom et pour le compte du Département.

Article 7 : Un rapport dressant le bilan des contrats de couverture du risque de taux et de change sera présenté chaque année lors de la réunion de l'Assemblée Départementale afin de faire ressortir les principales caractéristiques et l'analyse coût-avantage des opérations en place.

Article 8 : Une annexe sera jointe au compte administratif ainsi qu'au budget primitif de chaque exercice suivant la date de conclusion du ou des contrats et ce, pendant toute leur durée de vie. Elle regroupera les caractéristiques de chaque contrat, le montant des éléments de dette couverts, ainsi que les pertes et profits constatés pour chaque contrat.

LE PRÉSIDENT,

V. ÉBLÉ

