

EN PARTENARIAT AVEC



GESTION DE DETTE

Quelle stratégie adopter ?



COLLECTION REPÈRES MUNICIPAUX



Avant-propos

Comment concilier la réalité de nos projets avec les incertitudes de nos ressources ? Quel maire, quel adjoint chargé des finances ou quel directeur des finances, ne se pose pas cette question à mesure des avancées de la décentralisation ?

Les incertitudes entourant les garanties d'évolution des concours financiers de l'État, celles liées à l'aménagement de la taxe professionnelle, ou encore l'inadéquation de la fiscalité portant sur les ménages, sont autant d'éléments qui contribuent à installer ce climat d'insécurité financière qui pèse aujourd'hui sur le secteur local.

Devant ce constat partagé dans les Villes Moyennes et leurs communautés des palliatifs existent. Ils sont connus, souvent dans leurs principes, plus rarement dans leur acception : maîtriser les charges courantes en optimisant la commande publique, déléguer ce que les autres peuvent aussi bien voire mieux faire, et s'orienter résolument dans une démarche de gestion active de la dette.

Dans le contexte actuel de relance de l'investissement local, les stratégies entourant la gestion de dette sont plus que jamais d'actualité : aménagement de l'encours, diversification de son portefeuille de dette, opportunités de taux, réduction des frais financiers, autant d'éléments de réponse à ces enjeux.

C'est dans cet esprit, que nous avons décidé d'élaborer en partenariat ce Guide pratique de la collection « Repères municipaux ». Il s'efforce de répondre de façon concise et pédagogique à la démarche d'une gestion dynamique de la dette.

Bruno Bourg-Broc
Député maire de
Châlons-en-Champagne
Président de la FMVM

Guy Lafite
Directeur des Collectivités
et Institutionnels Locaux
Groupe Caisse d'Épargne

Sommaire

I. La dette, levier de l'investissement	7
A. Le dynamisme des collectivités locales	7
1. Actes I et II de la décentralisation : compétences accrues...	7
2. et investissement stimulé...	9
3. notamment dans les communes et leurs EPCI	10
B. La place de l'emprunt, dans le financement de l'investissement local	13
C. La gestion de la dette : un élément des finances budgétaires à part entière	16
II. Optimiser la gestion de sa dette	19
A. Diagnostic préalable :	
connaître sa situation financière actuelle et prévisionnelle	19
1. Première étape : l'analyse rétrospective	20
a) La capacité de désendettement : confrontation de la dette et de l'épargne	20
b) Mesurer sa capacité d'autofinancement	22
c) Analyser la part de l'endettement dans le financement de l'effort d'équipement	24
d) Analyser le « portefeuille » de la dette	28
2. Analyse financière prospective	39
B. Maîtriser les marchés :	
décrypter l'environnement financier de la gestion de la dette	44
C. Quelle stratégie financière pour dynamiser la gestion de son portefeuille de dette ?	47
1. Objectif financier : minimiser le coût réel de la dette	48
2. Objectif budgétaire : adapter l'amortissement de la dette	50
3. Objectif comptable : faciliter la gestion quotidienne du portefeuille de dette	51
III. Les instruments de la gestion dynamique de la dette	55
A. Comment « basculer » des contrats actuels vers de nouveaux emprunts ?	55
1. Les conditions de « sortie » des contrats d'emprunt	55

a) Cadre juridique	56
b) Cas des contrats à taux fixe	57
c) Cas des contrats à taux indexé	59
2. Compactage de plusieurs contrats en un seul	59
3. Lissage de l'échéancier de la dette	60
a) Les différents profils d'amortissement	61
b) Lissage infra-annuel	61
c) Lissage budgétaire	62
B. Minimiser les frais financiers : miser sur la diversification	65
1. Les concepts de risque de taux / de change	65
2. Les stratégies de taux classiques	67
a) Taux fixe	67
b) Taux variable (ou révisable)	68
3. L'innovation financière : les emprunts dits « structurés »	75
a) La solution « 2 en 1 »	75
b) La construction d'un produit structuré	75
c) Les principales innovations en matière de stratégies de taux	77
4. Les outils hors-bilan : les produits dérivés de taux	94
a) Le cadre juridique des produits dérivés de taux	94
b) Les contrats de swaps	95
c) Les contrats de couvertures : caps, floors et collar	96
C. Les outils complémentaires de gestion de dette	98
1. L'accès direct aux marchés de capitaux : les émissions obligataires	98
2. Les emprunts revolving	100
Conclusion	101
Annexes	103
Glossaire financier	103
Textes de référence	112



Introduction

La dette est un des leviers habituels de l'investissement local : l'emprunt permet de compléter les ressources propres de la collectivité locale tout en adaptant au mieux le financement de l'équipement à son mode d'amortissement.

La gestion dynamique de la dette est une pratique courante des collectivités locales en général et des Villes Moyennes en particulier : il s'agit d'adapter les emprunts aux opportunités de marché mais surtout de faire évoluer l'encours en fonction de la stratégie budgétaire globale poursuivie par la collectivité.

La définition de la stratégie financière adoptée pour cette gestion dynamique de la dette est cruciale. Ainsi, une analyse de la structure et du profil de la dette, replacée dans l'environnement financier de la collectivité locale et éclairée par une analyse prospective des ressources et des projets d'investissement, permet de fixer le cadre de travail dans lequel l'optimisation de la dette va s'inscrire.

Dans le contexte actuel de relance de l'investissement communal, la problématique de la gestion de la dette est donc plus que jamais d'actualité. Une démarche active de gestion de l'encours répond à quatre objectifs complémentaires, visant à conserver à la dette son caractère d'accélérateur d'investissement :

- réduire le montant des frais financiers ;
- dégager des marges de manœuvre financières et/ou budgétaires ;
- diversifier l'exposition de la dette aux évolutions des marchés ;
- pérenniser les financements des investissements.

La gestion dynamique de la dette, par le suivi des marchés et de l'évolution de sa dette qu'elle nécessite, implique une ingénierie financière dont toutes les Villes Moyennes ne disposent pas forcément. L'objectif de ce guide est donc, à travers une présentation globale de la démarche, d'apporter des éléments de réponse à ces enjeux.

N.B. : Les termes suivis d'un astérisque (*) sont définis dans le lexique financier en fin d'ouvrage.

Comité de rédaction :

Michaël KERVRAN, Responsable secteurs publics territorial et hospitalier - *Groupe Caisse d'Epargne*
(michael.kervran@cnce.caisse-epargne.fr)

Elsa POTARD, Chargée d'affaires secteur public international - *Groupe Caisse d'Epargne*
(elsa.potard@cnce.caisse-epargne.fr)

Armand PINOTEAU, Chargé de mission - *Fédération des Maires des Villes Moyennes*
(armand.pinoteau@villemoyennes.asso.fr)

Rédaction achevée mi-janvier 2006

La dette, levier de l'investissement

La dette se positionne comme un outil au service des finances locales : l'emprunt est un complément classique de l'autofinancement des investissements locaux. L'environnement financier des collectivités territoriales, marqué par des compétences et un volume d'investissement accrus, confère ainsi à la dette un rôle de plus en plus stratégique au sein des budgets locaux, ce qui rend primordiale l'optimisation de la gestion des emprunts.

A. Le dynamisme des collectivités locales

Le secteur public territorial occupe aujourd'hui une place incontournable dans l'économie française. Plus particulièrement, les Villes Moyennes font face à des investissements conséquents, notamment liés à leur fonction de centralité.

1. Actes I et II de la décentralisation : compétences accrues...

Les collectivités territoriales ont élargi leurs domaines d'activité avec les actes I et II de la décentralisation (début des années 1982-1983 puis 2003-2004). Ces transferts de compétences ont fortement marqué les budgets locaux.

Lors de l'acte I de la décentralisation ont été réalisés les premiers transferts de compétences de l'Etat vers les collectivités. La **commune** a vu ses missions élargies à l'urbanisme, l'enseignement primaire, l'action économique, le logement, la santé et l'action sociale. Le **département** est le **principal bénéficiaire des premiers transferts de compétences**, avec l'action sociale et sanitaire (aide sociale à l'enfance, aide aux handicapés, aide aux personnes âgées, insertion sociale et professionnelle...), l'aménagement de l'espace et l'équipement (voirie départementale, transports routiers non urbains...), l'éducation, la culture et le patrimoine (collèges...). La **région** s'est enfin vue attribuer un rôle majeur en matière de développement économique, social et sanitaire. Ses principales missions sont le développement économique, l'aména-

gement du territoire et la planification, l'éducation et la formation professionnelle et la santé.

Plus récemment, la **loi du 13 août 2004 relative aux libertés et responsabilités locales** a organisé les **nouveaux transferts de compétences** prévus par l'**acte II de la décentralisation**. Ceux-ci concernent notamment le développement économique (renforcement du rôle de la région), les transports (transfert d'une partie des routes nationales aux départements), l'action sociale (renforcement du rôle du département) et l'éducation (transferts des personnels TOS aux départements et régions).

L'importance du volet financier de l'acte II - environ 10 Mds d'euros dont 5 Mds d'euros pour le transfert de la gestion du RMI et du RMA¹ - et du volet humain - transfert de 130 000 agents dont 90 000 agents TOS et 30 000 agents des DDE - illustre l'ampleur de ce mouvement.

Toutefois, **l'importance des volumes financiers traités par les collectivités locales ne date pas de l'acte II stricto sensu**. Un certain nombre de transferts sont antérieurs, il s'agit pour les principaux (hors lois de 1982-1983) :

- pour les **régions** :
 - les services régionaux de voyageurs (2002) : 2,6 Mds d'euros en 2005 (17% de leur budget), compensés par la Dotation générale de décentralisation (DGD);
 - la « prime d'apprentissage » (2003) : 745 M d'euros à compter de 2006, compensés par la DGD;
- pour les **départements** :
 - l'Allocation personnalisée d'autonomie (APA) (2002) : ce remplacement de la Prestation spécifique dépendance (PSD) coûte 4 Mds d'euros en 2005, partiellement financés par des transferts nationaux.

¹ Le transfert du RMI (Revenu Minimum d'Insertion) aux départements et la création du RMA (Revenu Minimum d'Activité) sont prévus par la loi du 18 décembre 2003.

Transferts de compétences

(Loi du 13 août 2004 relative aux libertés et aux responsabilités locales)

	Développement économique	Formation professionnelle	Fonds structurels européens	Santé	Grands équipements	Éducation	Culture	Logement	Action sociale	Environnement	Voirie	Tourisme
Régions	◆	◆	◆	◆	◆	◆	◆					
Départements					◆	◆	◆	◆	◆	◆	◆	
Communes et / ou EPCI					◆	◆	◆	◆				◆

Dans ce contexte, l'investissement des collectivités territoriales a également, ces dernières années, changé de nature : l'effort d'équipement « neuf » consenti dans les années 1970-1980 se complète désormais d'un investissement « de renouvellement », tout aussi important.

De nouvelles contraintes pèsent donc sur les collectivités, tant en matière d'exploitation des services que d'équipement. Ainsi, la mise en application des normes européennes relatives à la sécurité, aux déchets ménagers, à l'eau et à l'assainissement devraient accroître ces efforts d'investissement. En outre, la nécessité d'entretenir le patrimoine public mais surtout **les futurs transferts de compétences devraient accentuer le recours aux financements externes dans les prochaines années.**

2. ... et investissement stimulé...

L'importance économique du secteur public se traduit par l'ampleur de l'investissement des collectivités locales, qui représente aujourd'hui près de 10 % du produit intérieur brut, et 70 % de l'investissement public. Les communes et leurs établissements publics de coopération intercommunale (EPCI) en réalisent la plus grande part (près de 60 %), suivies par les départements (30 %) et les régions (10 %).

Les transferts de compétences sont le principal moteur de la récente croissance de l'investissement local. Toutefois, la hausse récente des prix dans le secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) y contri-

bue également pour une part significative et impacte sensiblement le financement du besoin de développement des collectivités locales.

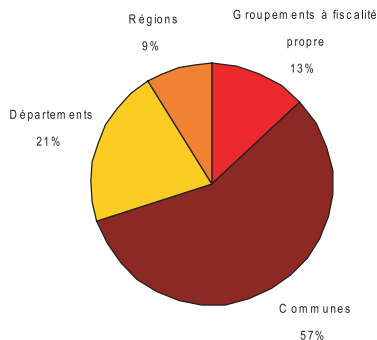
L'année 2004 est ainsi marquée par la poursuite de l'effort d'équipement pour toutes les catégories de collectivités locales, soit + 9,8 % après + 7 % en 2003.

Mis en perspective, les transferts opérés ont fortement stimulé la croissance des investissements : depuis 1982, l'effort d'équipement des collectivités territoriales est en augmentation constante, **pour atteindre près de 32 Mds d'euros² en 2004 !**

3. ... notamment dans les communes et leurs EPCI

Les collectivités locales bénéficient de l'impact du dynamisme de l'investissement à l'échelon communal et intercommunal. Ce sont en effet les communes et les groupements à fiscalité propre qui ont accru le plus fortement leurs efforts d'équipement en 2004.

Les dépenses d'équipement des collectivités locales en 2004

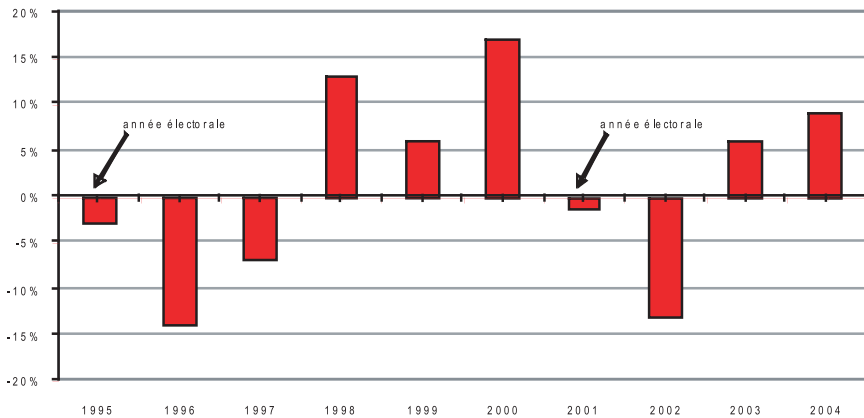


Source : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales 2005 (DGCL)

² Dépenses d'équipement des collectivités locales et de leurs groupements à fiscalité propre, hors subventions d'équipement et remboursements (source : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales 2005).

cation en 2004 de l'effort d'équipement (+ 8,3%) après la première hausse significative enregistrée en 2003 (+ 5,7%). L'aménagement, les services urbains et l'environnement restent les domaines d'intervention prépondérants des Villes Moyennes, avec près de la moitié des investissements réalisés.⁵

Taux d'évolution des dépenses d'investissement hors dette des Villes Moyennes



Source : Observatoire des finances et de la fiscalité des Villes Moyennes 2005 - FMVM

Le statut particulier des Villes Moyennes, qui sont des villes-centres, implique le développement d'équipements et de services d'« intérêt communautaire »

L'intercommunalité est une composante essentielle du paysage des Villes Moyennes. Qu'elles participent ou non à une structure intercommunale, celles-ci doivent faire face à des charges de centralité extrêmement fortes. Ces charges résultent d'une offre de services qui bénéficient à l'ensemble des communes environnantes.

L'appartenance à un EPCI permet certes d'actionner un important levier fiscal et de mobiliser des dotations d'Etat supplémentaires, tout en mutualisant les financements. Cependant, le degré d'intégration variant d'une intercommunalité à une autre, les Villes Moyennes doivent souvent prendre en charge le financement d'équipements dont l'intérêt dépasse largement le périmètre de la seule commune-centre, voire celui de l'EPCI.

Cette situation impacte bien entendu fortement les stratégies financières en général, de fiscalité et d'endettement en particulier, des Villes Moyennes.

⁵ Observatoire des finances et de la fiscalité des Villes Moyennes 2005, FMVM

B. La place de l'emprunt, dans le financement de l'investissement local

Conséquence directe de la hausse des dépenses d'équipement, les collectivités locales doivent compléter leurs ressources propres par le recours à l'emprunt. Après une reprise déjà amorcée en 2003, **la progression de la dette des collectivités locales se confirme ainsi en 2004 (+ 2,7 Mds d'euros)**. Les emprunts nouveaux se sont élevés pour le secteur public territorial à **18,6 Mds d'euros en 2004, le total du stock de dette s'élevant à 89,7 Mds d'euros à la fin 2004**.

Sans doute pour la dernière année de ce mandat, 2004 est marquée par un processus de désendettement, certes très modéré, des Villes Moyennes : l'encours de dette représente 5,4 Mds d'euros à la fin 2004, en diminution légère de 0,5 % par rapport à 2003, et s'établit à un montant moyen de 1074 euros par habitant.

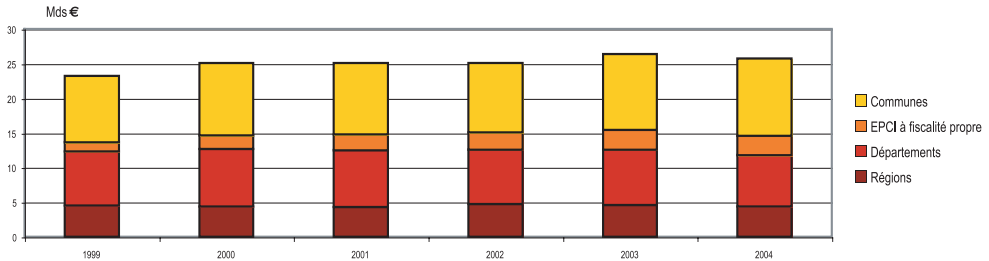
Le coût de la dette des collectivités est toutefois bien plus faible qu'au début de la décennie précédente, dans un contexte de taux d'intérêt très bas et de nombreuses opérations d'aménagement de la dette. **Les collectivités locales bénéficient ainsi de marges de manœuvre pour compenser d'autres postes budgétaires en forte progression, ainsi que leurs futurs investissements.**

● Une épargne brute accrue

Depuis une décennie, l'épargne brute des collectivités territoriales a augmenté en moyenne de 5,5 % par an (essentiellement grâce à la baisse des frais financiers et à la hausse de la pression fiscale). L'épargne brute des Villes Moyennes s'accroît toujours en 2004 (+ 2,6%), mais moins significativement que les années passées (+ 5,6% en 2003). Dans la mesure où 2004 a confirmé des charges de fonctionnement toujours en hausse, tendance établie pour l'ensemble du secteur communal, l'autofinancement⁶ des investissements s'élève désormais à 67 % pour les Villes Moyennes (contre 71 % en 2002 et 2003).

⁶L'autofinancement désigne la part des dépenses d'investissement financée par l'épargne.

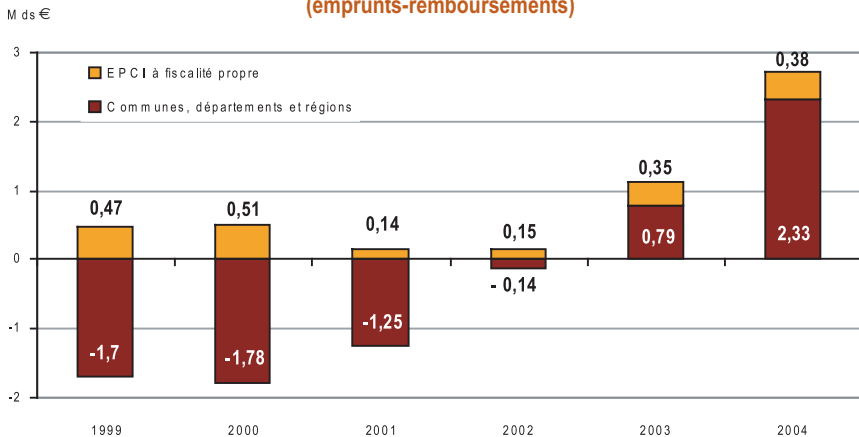
Epargne brute des collectivités et de leurs groupements



Source : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales 2005 (DGCL)

Le surplus d'épargne ainsi dégagé a permis de financer jusqu'en 2002 le désendettement des communes et EPCI à fiscalité propre, et par là-même de réduire les frais financiers de l'emprunt. La légère reprise enregistrée en 2004 s'explique notamment par le renchérissement des matières premières.

Variation de la dette des collectivités territoriales et de leurs groupements (emprunts-remboursements)



Source : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales 2005 (DGCL)

À l'avenir, même si le recours à l'emprunt s'accroît, sous l'effet conjugué des transferts de compétences et de l'étranglement des marges fiscales, la gestion dynamique de la dette, dans le cadre plus large de l'optimisation du budget, devrait permettre aux collectivités locales de préserver leurs marges de manœuvre. Cette tendance serait rendue possible, malgré la croissance des charges de fonctionnement, l'accroissement des investissements et la hausse attendue, à, plus ou moins long terme, des taux d'intérêts.

● **L'emprunt occupe une place centrale dans le financement des investissements**

L'équilibre du plan de financement d'un investissement public implique en permanence d'arbitrer, en sus des subventions et participations diverses, deux sources de financement : l'autofinancement et l'emprunt.

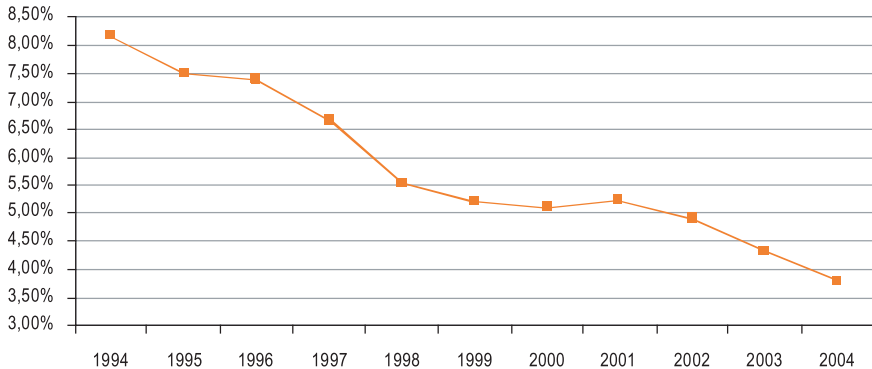
Le choix entre autofinancement total et dose d'emprunt doit donc être abordé à la lumière des « contraintes » qui pèsent sur les collectivités. Il convient en effet d'équilibrer le financement des équipements entre l'épargne (qui incombe au contribuable d'hier) et l'emprunt (reporté sur le contribuable de demain et futur usager de l'équipement).

Bien entendu, l'arbitrage entre fiscalité et emprunt doit être replacé dans le contexte économique actuel, marqué par des taux d'intérêt historiquement bas, une évolution des bases fiscales - notamment communales - qui devrait être relativement limitée et une relative stagnation des dotations d'Etat qui devrait se poursuivre dans les prochaines années. De même, l'aménagement effectif de la taxe professionnelle et le dispositif dit « du bouclier fiscal » sont également à prendre en considération dans la mesure du possible.

● **Une gestion de dette en devenir**

À la faveur de la baisse des taux d'intérêt, les collectivités territoriales ont cherché à alléger la charge financière de leur dette. **Le taux d'intérêt moyen est ainsi passé sous la barre des 4 %, sous l'effet conjugué d'une baisse régulière des taux d'intérêt ces dernières années et de la conduite en général d'une politique de gestion dynamique des emprunts.**

Taux d'intérêt moyen de la dette des collectivités territoriales



Source : Rapport de l'Observatoire de Finances Locales 2005 (DGCL)

Dans le contexte actuel de taux historiquement bas et de contraintes de plus en plus fortes sur les finances locales, il convient de minimiser d'autant plus le coût de la dette. Il s'agit donc de viser un taux d'intérêt moyen plus faible : c'est l'un des objectifs d'une démarche de gestion dynamique de la dette !

C. La gestion de la dette : un élément des finances budgétaires à part entière

Les communes et EPCI, investisseurs récurrents et développeurs de services, sont également des emprunteurs structurels, c'est-à-dire permanents. Afin de mener à bien l'optimisation de sa dette, il convient de conduire une démarche préalable d'analyse de ses finances : connaître sa situation financière, ses marges de manœuvre, la composition de sa dette et les leviers d'action possibles pour en optimiser le coût. Ce diagnostic en amont permet d'intégrer la dette dans la stratégie budgétaire de la collectivité locale et de définir ainsi les axes d'amélioration à mettre en place. **En effet, concentrer la gestion active de ses emprunts uniquement sur la réduction des frais financiers est une démarche certes nécessaire mais insuffisante : une réflexion plus large, intégrant par exemple le profil d'amortissement à venir de la dette s'inscrit dans une optimisation globale des finances locales.**

Une telle démarche s'apparente finalement à celle que tout un chacun met en œuvre, à titre particulier, dans la gestion habituelle de ses placements : il s'agit ici, bien entendu, via une diversification maîtrisée de son exposition aux différents taux de marché (fixes, variables ou autres), d'atteindre le taux d'intérêt moyen le plus faible et le niveau d'échéances budgétaires conforme à ses finances locales.

La dette est finalement une « *matière budgétaire vivante* » sur laquelle il est possible d'agir en permanence afin de lui conserver son caractère de levier de l'investissement local.

Optimiser la gestion de sa dette

La reprise de l'investissement local, décrite ci-avant, implique de libérer des marges de manœuvre budgétaire et financière, notamment sur la dette, nécessaires à la réalisation des projets.

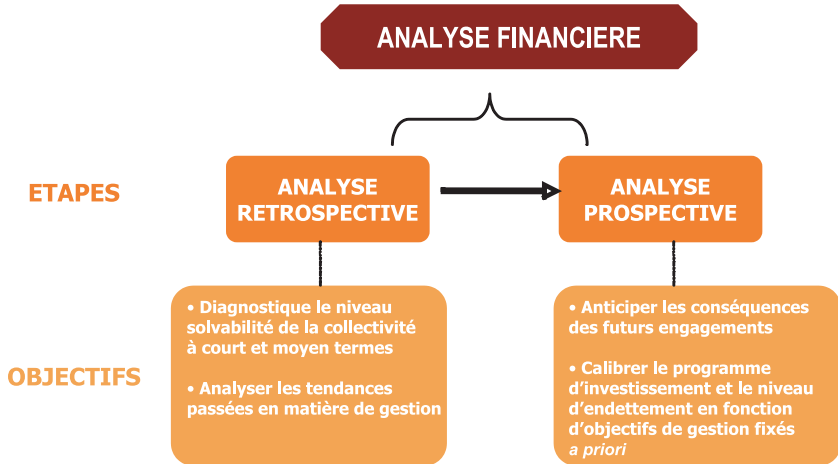
L'objectif : **maîtriser le présent pour anticiper l'avenir !**

A. Diagnostic préalable : connaître sa situation financière actuelle et prévisionnelle

Préalablement à toute gestion dynamique de dette, une **connaissance globale de l'état financier de sa collectivité et des programmes pluriannuels d'investissements s'impose**. Cette analyse vise notamment à éclairer les points suivants :

- Quelles sont les capacités d'autofinancement actuelles et à venir ?
- Quel est le poids prévisionnel des futurs investissements ?
- Quelles ressources propres pourront être affectées à ces nouveaux besoins ?
- Quels aménagements devront être mis en place sur la dette actuelle pour réaliser les équipements prévus ?
- De quelle réactivité dispose la collectivité face aux incidents internes et externes ?
- De quelle autonomie fiscale dispose-t-elle ?

Objectifs et concepts de l'analyse financière



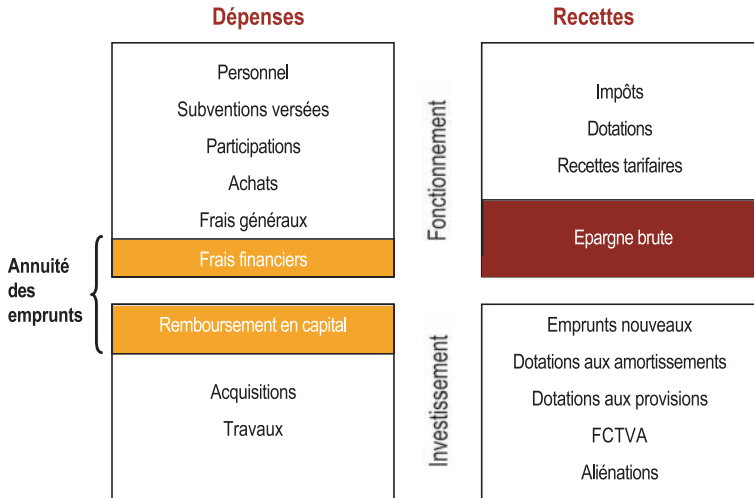
1. Première étape : l'analyse rétrospective

La réalisation d'une analyse financière rétrospective permet d'appréhender d'une part la situation actuelle, d'autre part les tendances lourdes des dernières années. Dans ce but, une démarche classique consiste à procéder à une analyse de la situation du général au particulier.

a) La capacité de désendettement : confrontation de la dette et de l'épargne

Dans un premier temps, il s'agit d'**analyser le rapport entre l'épargne et la dette**, afin de se faire une idée de la santé financière de la collectivité locale. Une étude plus poussée du niveau d'épargne, des modes de financement des investissements et du stock de dette permet bien entendu de connaître le cycle de gestion et de détecter les marges de manœuvre éventuelles.

Les principaux postes de recettes et de dépenses



La **capacité de désendettement** - *encours de dette rapporté à l'épargne brute* - exprimée en nombre d'années est un ratio de mesure de la solvabilité financière. Il permet de déterminer le nombre d'années nécessaires pour rembourser intégralement le capital de la dette, en supposant que la collectivité y consacre la totalité de son épargne brute. Plus la collectivité dégage de l'épargne, plus le ratio sera faible, et plus la collectivité pourra poursuivre son désendettement, afin par la suite de financer de futurs investissements.

Cette **capacité de désendettement peut également être calculée en « consolidé »**, c'est-à-dire en y ajoutant la dette et l'épargne de certains satellites de la collectivité. La valeur de ce ratio (le nombre d'années) doit être estimée à la lumière de la durée moyenne d'endettement de la collectivité (cf. ci-après).

Une fois ce rapport entre l'épargne et la dette établi, il convient d'analyser plus finement ces deux composantes de la solvabilité.

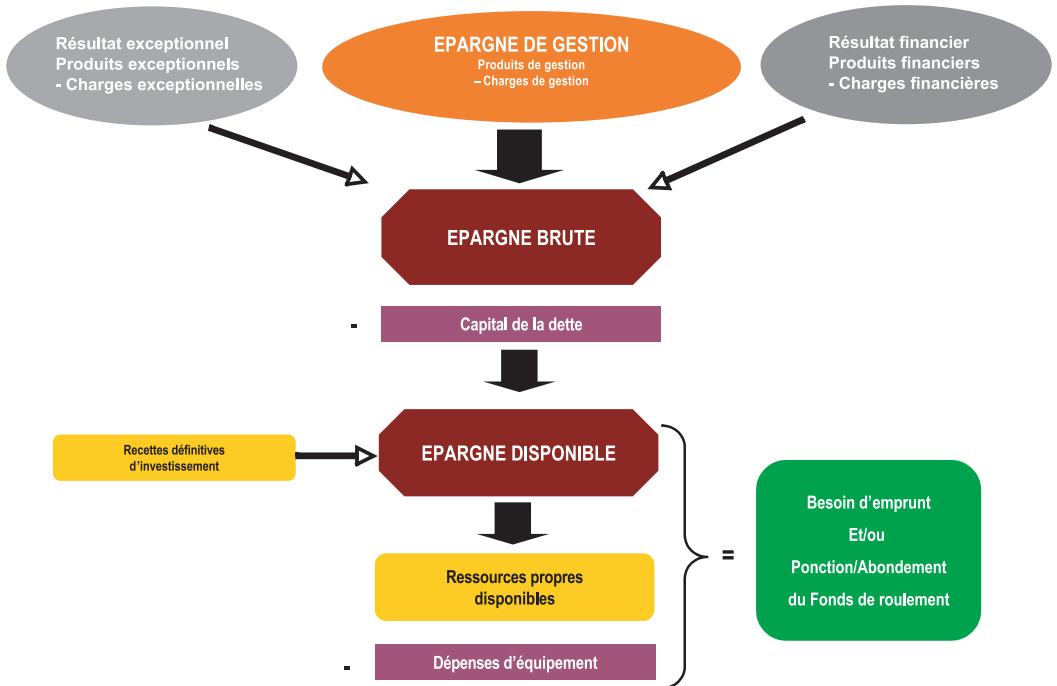
b) Mesurer sa capacité d'autofinancement

L'épargne brute se situe au centre de l'analyse financière rétrospective, car elle représente certes le solde de la section de fonctionnement, mais surtout le moyen de financer les investissements !

L'épargne de gestion correspond au solde des produits et des charges de gestion.

L'épargne brute - épargne de gestion diminuée des frais financiers et des charges exceptionnelles - également appelée **capacité d'autofinancement**, est un indicateur de la solvabilité de la collectivité. Cet indicateur permet de calculer la part des recettes courantes non mobilisée par les charges courantes, et qui reste donc disponible pour investir et rembourser la dette (voir schéma ci-dessous).

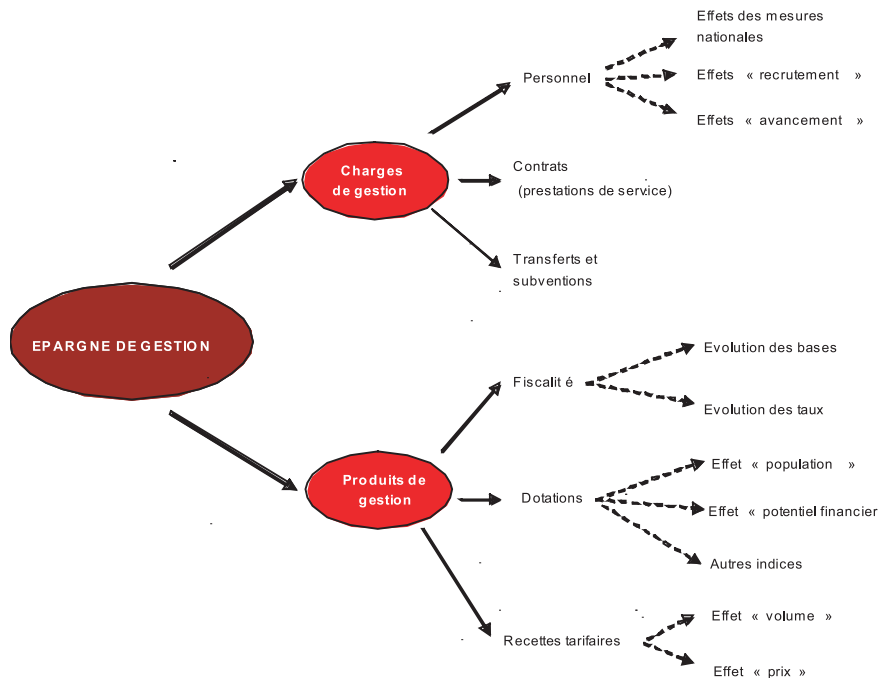
Concepts de l'analyse financière



Dans le cas d'un début d'« *effet de ciseaux* » (c'est-à-dire une croissance des dépenses supérieure à celle des recettes) dans l'épargne de

gestion, il est alors possible d'anticiper une dégradation des marges de manœuvre. En effet, une diminution tendancielle de l'épargne de gestion induit une baisse de l'épargne brute, avec pour conséquence un accroissement du recours à l'emprunt et donc des charges financières, diminuant d'autant l'épargne brute.

Une fois les grandes masses dégagées, une analyse plus fine des différents postes de recettes et de dépenses qui composent l'épargne de gestion peut alors être menée, afin d'en identifier les facteurs d'évolution (voir schéma ci-dessous), qui peuvent être de différentes natures : en cas de dégradation, les dépenses courantes ont-elles fortement augmenté ? Si oui, s'agit-il d'une croissance des frais de gestion, des frais financiers, liés à la dette notamment ? De même, une faible évolution des recettes est-elle due au faible poids relatif de la fiscalité dans les ressources de la collectivité ?... A l'inverse, en cas d'augmentation des recettes, s'agit-il de l'effet de l'augmentation des bases fiscales de la commune, ou encore de celle des taux d'imposition ?



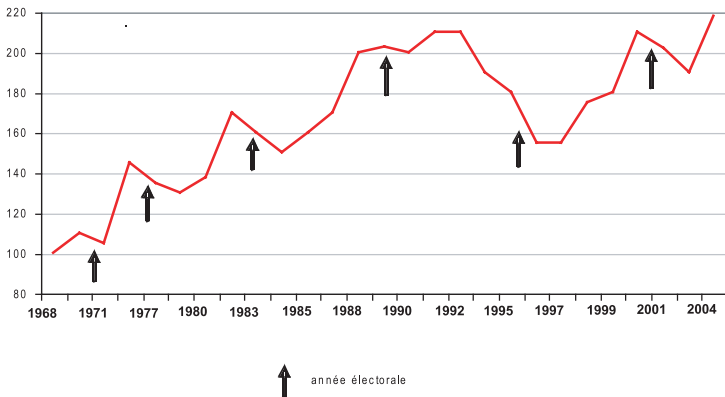
c) Analyser la part de l'endettement dans le financement de l'effort d'équipement

● Nature et évolution des programmes d'investissements

Le **poids de l'investissement dans le budget** permet de rendre compte de l'effort consenti par la collectivité en la matière. Néanmoins il s'agit ici davantage d'un élément de communication que d'une clé d'analyse financière.

Pour les communes en général et les Villes Moyennes en particulier, le niveau des investissements est fortement lié au **cycle électoral** : l'effort d'équipement diminue en début de mandat puis augmente fortement par la suite, à l'approche de l'échéance électorale, afin de parachever les programmes définis en début de mandature et de réaliser les derniers travaux en cours (voir graphiques ci-dessous). Cette situation a des conséquences visibles sur la gestion du stock de dette.

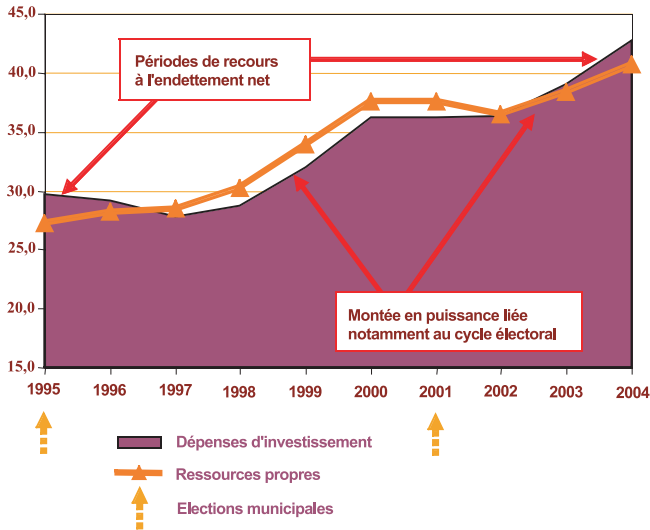
Les dépenses d'équipement des communes depuis 1968
(francs constants, base 100 en 1968)



Source : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales 2005 (DGCL)

Afin d'« anticiper » ce cycle, il s'agit ici de définir si les programmes d'investissements relèvent de **dépenses « non obligatoires »** (médiathèque...) ou de **dépenses « incompressibles »** (travaux de voirie, d'assainissement...). Dans ce dernier cas, les investissements sont à reconduire sur les années à venir et constituent donc un élément important des hypothèses pour l'avenir : la rétrospective alimente, là aussi, la prospective.

Evolution des dépenses d'investissement des collectivités locales et de leurs modes de financement



Sources : Rapport de l'Observatoire des Finances Locales 2005 (DGCL),
Les collectivités locales en chiffres 2005 (DGCL)

● Structure du financement des investissements

Connaître les modes de financement des investissements passés permet finalement de déterminer le plan de financement à venir et notamment la répartition entre :

- l'épargne disponible
- les recettes définitives d'investissement (subventions perçues, FCTVA...)
- la ponction sur le fonds de roulement
- le recours à l'endettement net⁷

Ainsi, l'analyse de la composition des subventions reçues permet de déterminer si le niveau atteint sur la période rétrospective sera peut-être maintenu. En effet, si ces subventions, bien que massives, ont concerné de gros équipements, on peut anticiper un niveau inférieur pour les années à venir.

Retour d'expérience
Entretien avec Christian PIERRET
Ancien ministre, maire de Saint-Dié-des-Vosges

● **Dans quel contexte la gestion dynamique de la dette s'est-elle inscrite ?**

Le projet majeur de Saint-Dié consiste en la restauration du tissu économique, au sein d'une région très industrielle, en processus d'adaptation. Bâtir une « offre ville » se doit de participer à la compétition des villes européennes de même taille. Il faut toutefois composer avec la pauvreté du territoire, comme en témoigne le Contrat de Ville - mis en œuvre il y a dix ans environ - de plus de 67 millions d'euros, soit un des premiers Contrats de Ville de France. Les besoins sont multiples : urbanisme, extension de zones d'activité, équipements sportifs, culturels, sociaux. Une telle démarche suppose que la commune, socle du développement, obtienne les concours extérieurs nécessaires. Il a fallu dégager des capacités d'investissement nouvelles, tout en maintenant identiques depuis 11 ans les taux des impôts locaux déjà élevés. Seule l'augmentation des bases fiscales a été mobilisée : ainsi, en 15 ans, les bases de TP ont augmenté de près de 140 %. Toutefois, l'absence de structure intercommunale nous prive d'un effet de levier fiscal et fait supporter à la ville, seule, des charges de centralité fortes, comme elles le sont dans toutes les villes moyennes. Une démarche de rationalisation et de réduction des dépenses de fonctionnement a par ailleurs été engagée dès 1996, tout en veillant à ne pas obérer le développement de la ville. En raison de la situation sociale de la ville et de la priorité donnée au développement économique, les dépenses et les ressources de fonctionnement par habitant y sont plus élevées que dans la plupart des Villes Moyennes. Notre effort a été récompensé puisqu'en 2004, les dépenses de fonctionnement n'ont augmenté que de 1,6 % en euros courants (salaires compris). En 2005, nous prévoyons de réaliser une économie de 650.000 € sur la section de fonctionnement, et d'atteindre 1,2 millions d'euros d'économies en 2006. Cet effort de rationalisation doit toutefois être conduit en permanence, renouvelé, sans désespérer, et ne permet à la ville d'assurer un autofinancement net que depuis 2005. En outre, la stratégie de long terme adoptée par la ville doit composer avec les inévitables « accidents économiques », comme la disparition possible d'entreprises à forte contribution de TP.

● **Quelle stratégie Saint-Dié-des-Vosges a-t-elle mise en œuvre pour sa dette ?**

La ville intervient activement depuis une dizaine d'années sur les marchés

financiers. Les taux variables classiques ou structurés constituent aujourd'hui le moyen approprié pour diversifier l'exposition de l'encours et profiter des opportunités de marché. Réduire les charges financières est impératif : par l'optimisation de l'utilisation de nos lignes de trésorerie notamment, couplée avec une gestion dynamique de la dette visant notamment à sécuriser notre endettement en optant pour des formes d'emprunt qui confèrent plus de souplesse en cas d'évolution défavorable.

La gestion dynamique de la dette s'est heurtée néanmoins à certains problèmes techniques : en raison d'un haut niveau d'investissement de la ville pendant plusieurs années, l'épargne nette a été longtemps négative. Le remboursement du capital de la dette fait donc appel aussi à la réalisation d'actifs non indispensables à la poursuite de nos objectifs. Cette solution - évidemment - ne peut être permanente, mais sans cette dynamique patrimoniale, la gestion financière atteindrait rapidement ses limites.

Nous avons également opté pour un reprofilage de notre encours, afin d'en allonger la durée d'amortissement, et pour le compactage de plusieurs lignes d'emprunt, afin d'en faciliter la gestion et de récupérer des marges de manœuvre budgétaires. Nous avons complété ces opérations par des instruments de marché (produits dérivés et crédits structurés). Ce choix implique toutefois de mobiliser des moyens humains à haute compétence financière pour nous permettre d'être attentif aux évolutions des taux, ressources humaines dont une Ville Moyenne se doit de disposer.

● **Quelles sont d'après vous les contraintes de la gestion dynamique de la dette ?**

La gestion dynamique de la dette nécessite un suivi des marchés et une réactivité permanente. A cela s'ajoute le devoir de suivi et de conseil du banquier, qui doit permettre à la collectivité de se tenir informée des tendances du marché. De plus, la gestion dynamique de la dette exige - comme je l'ai souligné - un haut niveau de formation des agents territoriaux et un effort volontaire d'adaptation technique doit être entrepris.

Une des principales difficultés rencontrées lors de la mise en œuvre d'une gestion dynamique de la dette peut être le manque de pratique des équipes administratives et l'indifférence de certains élus sur ces questions, jugées techniques et difficiles. Le partenaire financier peut ici apporter aux élus son expertise, mais aussi sa pédagogie, afin de faciliter la mise en œuvre. Dans toute opération de gestion dynamique de la dette, il est ainsi impératif de nouer un partenariat durable avec la banque: il faut ménager un temps de dialogue avec le banquier, lequel doit ainsi assurer une fonction de veille et de conseil.

d) Analyser le « portefeuille » de la dette

Cette étape fondamentale permet de « photographier » les emprunts afin d'en connaître les caractéristiques aussi bien en stock qu'en flux. Les logiciels actuels de gestion de dette permettent de récupérer facilement les éléments présentés ci-après et d'obtenir une vision précise de l'endettement.

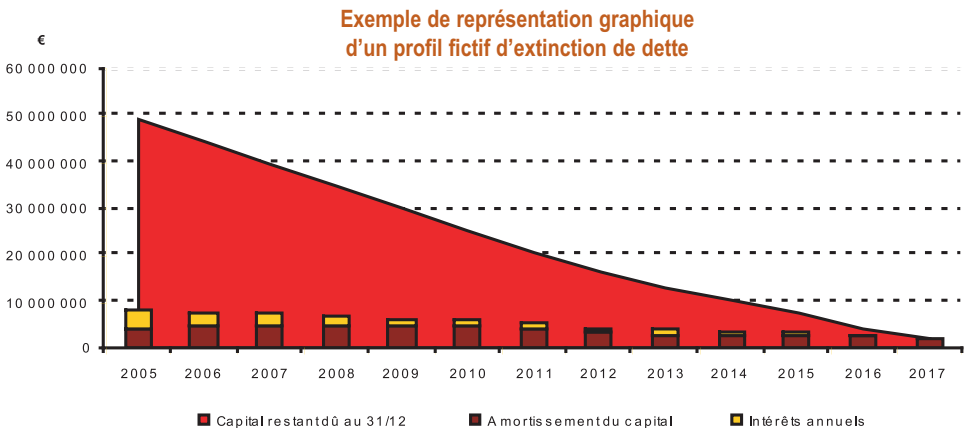
● 1^{er} niveau d'analyse : approche globale de sa dette

Cette étape doit permettre de mettre en exergue les **données générales de la dette** en synthétisant les informations nécessaires à la définition, par la suite, de la stratégie financière adéquate.

Exemple d'indicateurs synthétiques d'un portefeuille fictif de dette⁸

Capital restant dû à la date d'analyse	32 500 000 euros
Taux d'intérêt moyen à la date d'analyse	3,27%
Durée résiduelle moyenne (DRM)*	7,33 ans
Durée de vie moyenne (DVM)*	3,57 ans
Référence : taux fixe correspondant à la DVM	2,97%
Ecart entre le taux moyen de la dette et la référence	+ 0,30%

Le **profil d'extinction de la dette** permet ensuite de visualiser d'une part le stock de dette sur les prochaines années, d'autre part l'amortissement annuel que le budget devra supporter.



⁸ Les exemples développés ci-après sont issus du même portefeuille de dette fictif, afin d'illustrer le plus concrètement possible les concepts définis. Pour plus de clarté, certains exemples (dûment signalés) seront isolés.

Le **taux d'intérêt moyen** est calculé en rapportant le montant des frais financiers des différents emprunts au montant total de l'encours de dette.

Calcul du taux d'intérêt moyen (pondéré par le capital)
de ce portefeuille fictif de dette composé de 4 emprunts :

Emprunts	Capital Restant Dû	Taux d'intérêt	Frais Financiers de l'année
Emprunt Taux Fixe A	1 000 000 euros	3%	30 000 euros
Emprunt Taux variable B	5 500 000 euros	2%	110 000 euros
Emprunt Taux Fixe C	8 000 000 euros	4%	320 000 euros
Emprunt Taux variable D	18 000 000 euros	2,5%	450 000 euros
Total	32 500 000 euros	2,8%	910 000 euros

Calculer le taux moyen de la dette est un **indicateur de performance**, dans la mesure où il permet de **vérifier que le coût financier est cohérent avec les niveaux du marché au moment de l'analyse**.

Néanmoins, cet indicateur ne reflète pas l'efficacité de la gestion, mais plutôt les choix opérés précédemment : en effet, dans un contexte propice aux taux court terme très bas, opter pour ce type d'index permet certes d'abaisser le coût moyen de sa dette mais implique d'en assurer un suivi minimum.

Pour aller plus loin...

La **durée résiduelle moyenne* (DRM)⁹** est le nombre d'années nécessaire au remboursement intégral de la dette.

$$DRM = \frac{\sum (CRD \times DR)}{\sum CDR}$$

DR : durée résiduelle de l'emprunt

CRD : Capital restant dû

Soit un portefeuille fictif de dette composé de 4 emprunts :

Emprunts	Capital Restant Dû	Durée résiduelle
Emprunt Taux Fixe A	1 000 000 euros	11,25 ans
Emprunt Taux variable B	5 500 000 euros	5 ans
Emprunt Taux Fixe C	8 000 000 euros	12 ans
Emprunt Taux variable D	18 000 000 euros	5,75 ans
Total	32 500 000 euros	7,33 ans

La durée résiduelle moyenne s'établit de la manière suivante :

$$DRM = \frac{(1.000.000 \times 11,25) + (5.500.000 \times 5) + (8.000.000 \times 12) + (18.000.000 \times 5,75)}{1.000.000 + 5.500.000 + 8.000.000 + 18.000.000} = 7,33 \text{ ans}$$

⁹ Dans les calculs présentés ci-après, le symbole \sum signifie « somme ».

Afin de comprendre l'évolution du stock de dette, il convient d'examiner la répartition de l'encours selon la maturité¹⁰ des emprunts, cette dernière étant souvent liée à la durée de l'amortissement des équipements financés par la commune : à un équipement « lourd » dont la durée de vie « technique » est conséquente correspond de plus en plus un emprunt contracté sur des durées supérieures à 15 ans (jusqu'à 50 ans si nécessaire, par exemple dans le cas de réseaux d'assainissement).

Dans le cadre de l'analyse de la performance de la dette et de sa comparaison avec les niveaux des marchés financiers au moment de l'étude, il est toutefois préférable de se référer à la **durée de vie moyenne (DVM)**. En effet, elle exprime la durée moyenne nécessaire au remboursement intégral de la dette, pondéré par son mode d'amortissement : elle est ainsi égale à la somme des maturités (durées) des flux de remboursement pondérées par les montants de ces flux.

La durée de vie moyenne permet d'évaluer la charge de l'emprunt selon son mode d'amortissement : en effet, un emprunt remboursé in fine « pèsera » plus longtemps qu'un emprunt remboursé chaque année de façon linéaire.

¹⁰ La maturité d'un emprunt est sa durée résiduelle d'amortissement (i.e. de remboursement).

Pour aller plus loin...

La **durée de vie moyenne (DVM)** d'un emprunt est égale à :

$$DVM = \sum_{k=1}^N \frac{d_k \times A_k}{K}$$

k = échéance (année) du flux d'amortissement (remboursement)

d = maturité (durée) du flux de remboursement

A = amortissement (montant du remboursement)

K = capital total

Exemples de calcul d'une DVM

- Soit un emprunt de 10.000€ à amortissement constant sur 10 ans :

$$DVM = \frac{1.000 \times 1}{10.000} + \frac{1.000 \times 2}{10.000} + \frac{1.000 \times 3}{10.000} + \dots + \frac{1.000 \times 10}{10.000} = 5,5 \text{ ans}$$

- Soit maintenant un emprunt de 10.000€ sur 10 ans amorti 9.000€ l'année 1, puis 1.000€ l'année 10 :

$$DVM = \frac{9.000 \times 1}{10.000} + \frac{0 \times 2}{10.000} + \frac{0 \times 3}{10.000} + \dots + \frac{1.000 \times 10}{10.000} = 1,9 \text{ ans}$$

- Soit enfin l'exemple d'un emprunt de 10.000€ à amortissement *in fine* sur 10 ans:

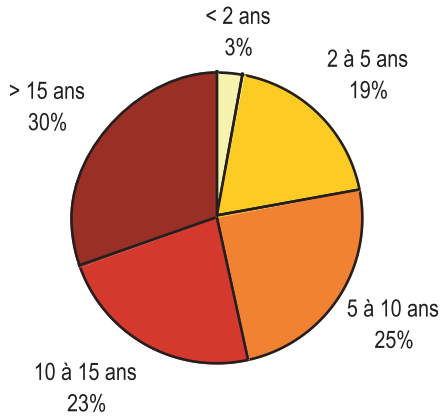
$$DVM = \frac{0 \times 1}{10.000} + \frac{0 \times 2}{10.000} + \frac{0 \times 3}{10.000} + \dots + \frac{10.000 \times 10}{10.000} = 10 \text{ ans}$$

Dès lors, un emprunt ayant un amortissement *in fine* c'est-à-dire remboursé à la dernière échéance, a une durée de vie moyenne supérieure à un crédit s'amortissant de manière constante¹¹.

L'examen de la **répartition de la dette selon sa maturité** (i.e. selon la durée restante avant remboursement intégral) permet de rapprocher les éléments de l'encours dont l'extinction est plus ou moins lointaine. Les maturités longues ne reflètent pas nécessairement un allongement de l'endettement préjudiciable aux finances locales : en effet, le choix d'une maturité longue peut émaner d'une stratégie de sécurisation de sa dette visant à « figer » des taux attractifs, ou encore d'une volonté de faire coïncider amortissement technique et amortissement financier, notamment dans le contexte actuel de taux d'intérêts attractifs sur les durées longues.

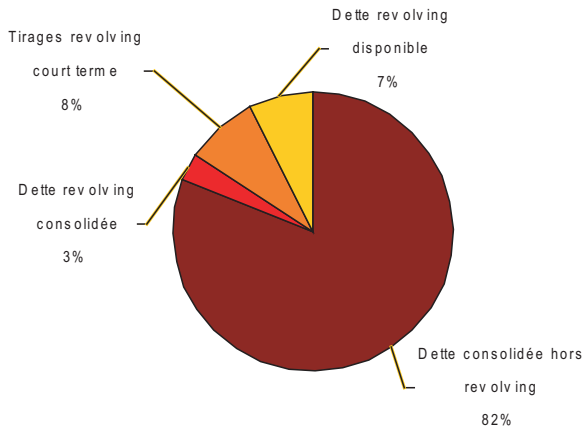
¹¹ Voir la troisième partie du guide pour la définition des différents profils d'amortissement du capital.

Maturité d'un portefeuille de dette (exemple fictif)



L'optimisation de la gestion de la dette et de la trésorerie passe en outre par la connaissance de la répartition de l'encours entre la dette dite « consolidée », c'est-à-dire en phase d'amortissement du capital, et la dette « souple » (revolving¹², lignes de crédits de trésorerie). Cette distinction permet de déterminer le **volant de souplesse** dont dispose la collectivité.

Répartition dette "consolidée" / dette "souple" (exemple fictif)



¹² Les emprunts revolving sont des contrats qui permettent de concilier gestion de dette et de trésorerie.

Pour aller plus loin...

Une **segmentation par tranche de taux** permet d'identifier rapidement les encours à aménager en priorité.

Tranche de taux	Taux moyen	Capital Restant Dû	Durée résiduelle moyenne
6% < taux	6,32%	10 500 000 euros	5,57 ans
5% < taux <= 6%	5,75%	2 500 000 euros	6,37 ans
4% < taux <= 5%	4,31%	8 000 000 euros	9,34 ans
3% < taux <= 4%	3,22%	4 500 000 euros	6,25 ans
2% < taux <= 3%	2,76%	8 750 000 euros	8,34 ans
taux <= 2%	Aucun	Aucun	Aucun

Par ailleurs, l'approche globale de la dette peut être si nécessaire **déclinée par budgets** de la collectivité.

Indicateurs	Tous budgets	Budget principal	Budget annexe 1	Budget annexe 2
Capital restant dû à la date d'analyse	30 M€	19 M€	7 M€	4 M€
Taux d'intérêt moyen à la date d'analyse	3,27%	3,25%	3,15%	3,57%
Durée résiduelle moyenne	11,45 ans	11,75 ans	9,75 ans	12,85 ans
Durée de vie moyenne (DVM)	6,89 ans	7,1 ans	5,23 ans	8,6 ans
Référence : taux actuel correspondant à la DVM	3,09%	3,05%	3,29%	3,41%
Ecart / taux moyen de la dette/référence	+ 0,18%	+0,20%	-0.14%	+0.16%

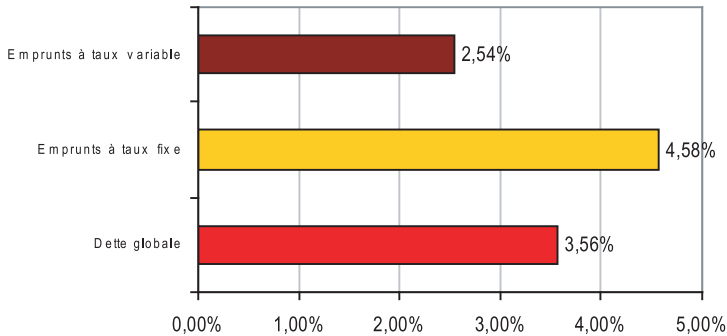
● 2^{ème} niveau d'analyse : structure de taux de sa dette

Il s'agit dans un second temps d'étudier plus finement les composantes de sa dette, et notamment **l'exposition au risque de taux**^{13*} de son encours, c'est-à-dire la façon dont les frais financiers sont susceptibles d'évoluer en fonction des fluctuations des marchés financiers. Bien entendu, il est possible de distinguer la structure de taux entre le budget principal et les budgets annexes si besoin.

Pour plus de clarté, les exemples graphiques ci-dessous ne reprennent pas les données du portefeuille fictif présenté ci-avant.

¹³ Le concept de risque de taux est explicité dans la troisième partie de ce guide

Taux moyen de la dette (exemple fictif)



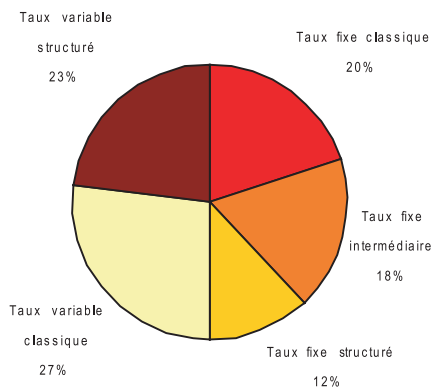
Une analyse détaillée, plus fine qu'une simple observation fixe-variable permet de tenir compte de l'évolution des emprunts en stock et ainsi de mieux appréhender par la suite la gestion du risque de taux.

Un emprunt est positionné en **taux fixe classique** lorsqu'il est à taux fixe sur toute sa durée et qu'il n'est donc pas sensible aux variations des marchés financiers. Il est en **taux fixe intermédiaire** lorsqu'il contient plusieurs phases d'intérêts : la phase actuelle est à taux fixe, la phase suivante pourra être à taux variable. Ces taux fixes intermédiaires sont partiellement exposés aux variations des marchés financiers.

Enfin, un crédit est classé en **taux fixe structuré** lorsque le taux d'intérêt est conditionné, par exemple en vertu de clauses de désactivation possible. Ces taux fixes structurés sont donc soumis en partie aux évolutions des marchés financiers.

Inversement, un contrat est positionné en **taux variable classique** lorsqu'il est à taux variable sur toute sa durée. Par définition, il est directement exposé aux variations des marchés financiers. Il est en revanche dit à **taux variable structuré** lorsque l'index est conditionné, par exemple selon des clauses de désactivation possible, lorsqu'il bénéficie de clauses de plafond (cap ou tunnel), ou lorsque la phase actuelle est à taux variable mais de durée provisoire et la phase suivante sera à taux fixe déjà connu.

Structure de taux de la dette (exemple fictif)



Cette « photo » de la répartition peut s'analyser ensuite comme chacun pourrait le faire à titre individuel lors de l'étude de son propre patrimoine (financier et immobilier). Il s'agit d'identifier si l'exposition globale de sa dette est équilibrée, par exemple comme la structure de taux présentée dans le graphique ci-dessus, ou au contraire trop marquée par certaines stratégies de taux, fixes ou variables.

Analyse détaillée du compartiment « taux fixe » :

Il est indispensable de comparer le taux moyen de l'ensemble des emprunts à taux fixe sur plusieurs années, afin de prendre la mesure de son évolution, et d'en saisir les causes.

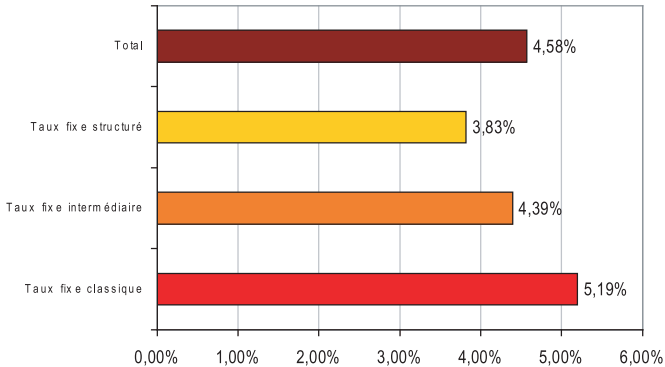
Ce taux moyen peut être comparé au taux fixe du marché, au moment de l'analyse, dont la durée résiduelle correspond à la durée de vie moyenne du compartiment à taux fixe. L'objectif de cette confrontation aux conditions de marché est de positionner ses emprunts par rapport aux taux du moment.

Exemple fictif d'un compartiment de dette à taux fixe présentant les caractéristiques suivantes :

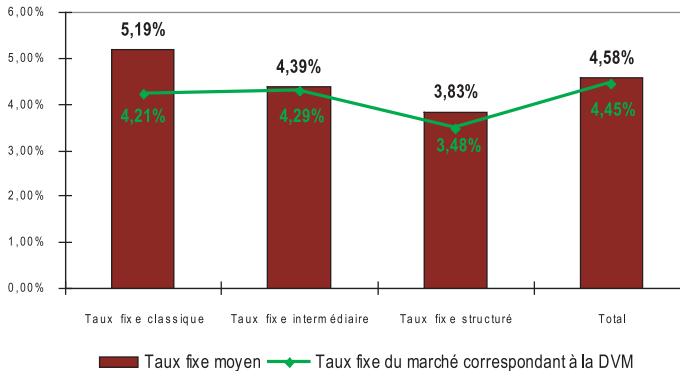
	Total	Taux fixe classique	Taux fixe intermédiaire	Taux fixe structuré
Montant	15 M€	6 M€	5,4 M€	3,6 M€
Taux moyen	4,58%	5,19%	4,39%	3,83%
Durée de vie moyenne (DVM)	7,1 ans	7,8 ans	7,3 ans	6,2 ans
Taux fixe du marché correspondant à la DVM	4,45%	4,21%	4,29%	3,48%
Ecart / taux fixe du marché correspondant à la DVM	0,13%	0,98%	0,10%	0,35%

Les écarts par rapport à la référence concernent essentiellement les taux fixes classiques sur lesquels il convient souvent d'agir en priorité afin d'améliorer si possible la position de la collectivité par rapport aux marchés.

Taux moyen des emprunts à taux fixe (exemple fictif)



Comparaison taux moyen / taux fixe correspondant à la durée de vie moyenne (exemple fictif)

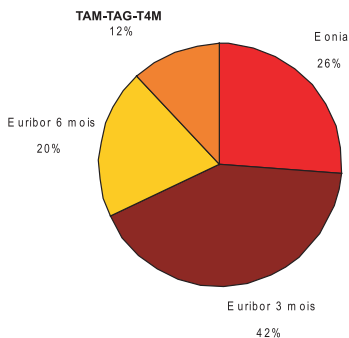


Analyse détaillée du compartiment « *taux variable* » :

Une démarche analogue à celle appliquée aux taux fixes peut être appliquée au compartiment des taux variables, la référence de marché n'étant plus le taux fixe mais l'Euribor* (voir aussi p.71), par exemple l'Euribor 6 mois, index monétaire révisable le plus usité en général par les marchés financiers.

Par ailleurs, à l'examen de la dette à taux variable, il convient de répondre aux questions suivantes : sur combien d'indices repose-t-elle ? S'agit-il d'indices interbancaires, monétaires, obligataires ? L'indexation est-elle exclusivement en zone euro ? Quels sont les modes de détermination du taux (fixings au jour le jour pour les indices monétaires, à « 1 an » pour les Euribor 12 mois ou les indices obligataires) ?

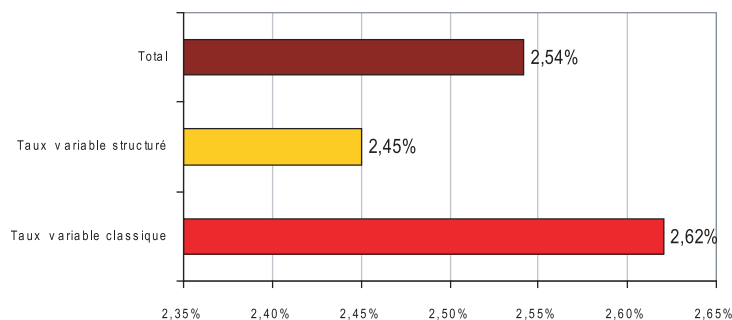
Répartition de la dette à taux variable (exemple fictif)



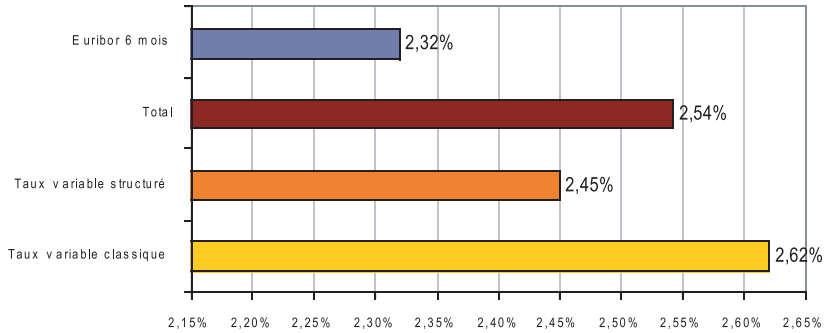
Exemple fictif d'un compartiment de dette à taux variable composé de la façon suivante :

	Total	Taux variable classique	Taux variable structuré
Montant	15 M€	8,1 M€	6,9 M€
Taux moyen	2,54%	2,62%	2,45%
Durée résiduelle moyenne	6,6 ans	6,5 ans	7,9 ans
Euribor 6 mois	2,32%	2,32%	2,32%
Ecart / Euribor 6 mois	0,22%	0,30%	0,13%

Taux moyen des emprunts à taux variable (exemple fictif)

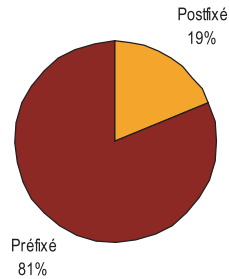


Comparaison taux moyen / Euribor 6 mois



Répartition index préfixés / postfixés : Répartition index pré- et postfixés (exemple fictif)

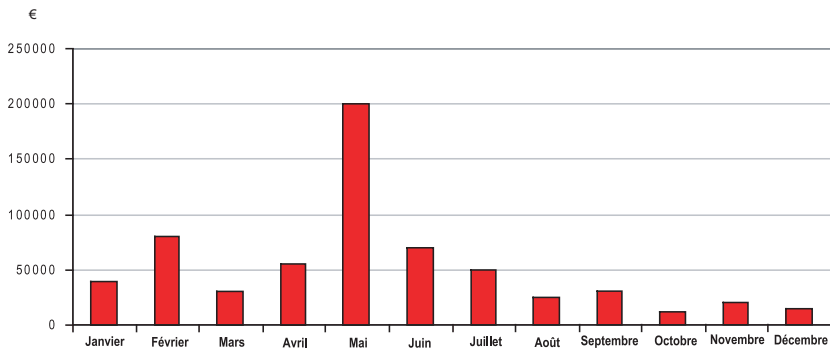
Les index peuvent être fixés au début de la période d'intérêts à laquelle ils s'appliquent : il s'agit alors de **taux d'intérêt préfixés**. Inversement, les index retenus pour le calcul des frais financiers peuvent être observés en fin de période d'intérêts, c'est-à-dire quelques jours avant la date d'échéance : ils sont **postfixés**.



Pour aller plus loin...

L'analyse de l'échéancier infra-annuel, c'est-à-dire les paiements mensuels liés à la dette (capital + intérêts), permet de concilier la gestion de dette et celle de la trésorerie. Bien souvent, cet échéancier est marqué par des « pics » et des « creux » au cours de l'année qu'il est alors possible de lisser.

Echéancier infra-annuel de la dette



Impact des produits dérivés :

Certaines collectivités ont mis en place des produits dérivés afin de modifier leur risque de taux. Il convient donc d'étudier la proportion de la dette soumise à des contrats d'échanges de taux d'intérêt (*swaps**), des contrats de garantie de taux plafond (*caps**), ou encore des contrats de « tunnels de taux » (*collars**)..., de calculer le taux moyen de la dette après swap et de mesurer éventuellement les gains / pertes générés.

2. Analyse financière prospective

La prospective financière, par le biais d'une **projection des comptes de la collectivité sur les prochaines années**, va permettre de planifier notamment l'effort d'équipement et son financement, y compris le recours plus ou moins important à l'emprunt.

Il s'agit de prendre les projets et la situation actuelle (voir supra) pour base de travail et d'en appréhender les conséquences sur les finances communales.

La méthode de l'analyse prospective peut être la suivante :

1. Mise en place d'un scénario « au fil de l'eau »

Il s'agit de reconduire poste par poste les évolutions issues du passé, en tenant compte toutefois de la spécificité de certains postes (impôts, dotations d'Etat, personnel...).

Les dépenses d'équipement ne doivent comprendre, dans un premier temps, que les seuls investissements déjà engagés, ainsi que les travaux d'entretien du patrimoine, en fonction de la moyenne des travaux réalisés sur les années précédentes.

Concernant l'endettement, la simulation doit porter dans un premier temps sur le remboursement de la dette ancienne, hors gestion de dette. Les emprunts à taux fixe ne posent aucun problème : leur plan d'amortissement et le montant des intérêts sont en effet connus à l'avance. Les emprunts à taux indexé requièrent quant à eux une estimation fondée sur les perspectives d'évolution de leurs index.

2. Scénarii alternatifs autour de la variation d'une ou plusieurs hypothèses (programme d'investissement, politique fiscale, désendettement, etc.).

Les scénarii sont construits à partir de données de trois types :

- les tendances constatées dans le cadre de l'analyse rétrospective (charges de fonctionnement, charge de la dette...)
- les facteurs d'évolutions externes (évolutions des bases fiscales, de la DGF, des taux d'intérêts sur la dette à venir...)
- les choix politiques (pression fiscale, plans pluriannuels d'investissement...)

La fiabilité de l'analyse dépend de la qualité du plan pluriannuel d'investissement : il s'agit donc de bien prendre en compte tous les éléments - *politiques, juridiques, techniques, financiers* - qui constituent la décision d'investissement.

Les apports de l'analyse financière prospective permettent en fait de **rationaliser les choix en matière d'arbitrage emprunt / fiscalité** et d'anticiper autant que faire se peut l'évolution respective de la contribution de chacun.

La projection financière permet ainsi d'**arbitrer entre les ressources longues et courtes** : quelle part d'autofinancement minimum peut-elle être mobilisée ? Quel niveau d'endettement maximum la collectivité peut-elle atteindre ? Quelles sont les dépenses d'équipement incompressibles ?, etc.

La constitution d'une grille d'analyse simple permet de juger des résultats de la projection. Certains des ratios vus ci-avant sont ainsi constitutifs de ce référentiel de « *bonne gestion* » : le taux d'autofinancement (épargne brute / recettes de fonctionnement) permet d'évaluer en tendance la part des recettes réelles de fonctionnement conservée pour le financement des investissements ; la capacité de désendettement (encours de dette / épargne brute) exprime le nombre d'années nécessaire au remboursement de la dette si la collectivité y consacre l'intégralité de sa capacité d'autofinancement.

La grille d'analyse présentée ci-dessous à titre d'exemple est un « *tableau de bord* » volontairement succinct ; si un ou des indicateurs deviennent insatisfaisants au regard des objectifs, il convient d'identifier dans les détails de la prospective la ou les source(s) de l'évolution.

Les indicateurs-clés d'un tableau de bord d'analyse financière

Ratio	Signification du ratio		CA	CA	CA	CA	CA	CA
			2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capital restant dû / Epargne brute	Nombre d'années que mettrait la collectivité à rembourser sa dette à épargne brute constante	Valeur	7,2 ans	8,0 ans	10,5 ans	13,3 ans	11,5 ans	11,0 ans
		Limite fixée par la collectivité	12,0 ans	12,0 ans	12,0 ans	12,0 ans	12,0 ans	12,0 ans
		Situation / Limite	☺	☺	☺	☹	☺	☺
Epargne brute / recettes réelles de fonctionnement	Part des recettes de fonctionnement conservée pour financer l'investissement (remboursement de dette inclus)	Valeur	14,4%	14,2%	13,8%	12,7%	12,1%	11,4%
		Objectif fixé par la collectivité	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
		Situation / Objectif	☺	☺	☺	☺	☺	☹
Epargne brute > Capital remboursé (hors remboursement anticipé)	Capacité de la collectivité à rembourser sa dette avec sa seule épargne brute	Etat	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Oui
		Situation / Objectif implexe	☺	☺	☺	☹	☹	☺
		Etat	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Non
Evolution des Recettes de gestion > évolution Dépenses de gestion ?	Le cycle de gestion de la collectivité connaît-il un effet de ciseaux ?	Situation / Objectif implexe	☺	☺	☹	☺	☺	☹
		Etat	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Non
		Situation / Objectif implexe	☺	☺	☹	☺	☺	☹
Annuité / recettes réelles de fonctionnement	Quel est le taux d'endettement de la collectivité ?	Etat	18%	19%	22%	26%	31%	28%
		Limite fixée par la collectivité	25%	25%	25%	25%	25%	25%
		Situation / Objectif implexe	☺	☺	☺	☺	☹	☹
Subventions d'équipement reçues / Dépenses d'équipement	La collectivité optimise-t-elle les financements aidés de ses équipements ?	Etat	12%	16%	22%	19%	13%	15%
		Objectif fixé par la collectivité	20%	20%	20%	20%	20%	20%
		Situation / Objectif implexe	☺	☺	☺	☺	☹	☹

CA = compte administratif

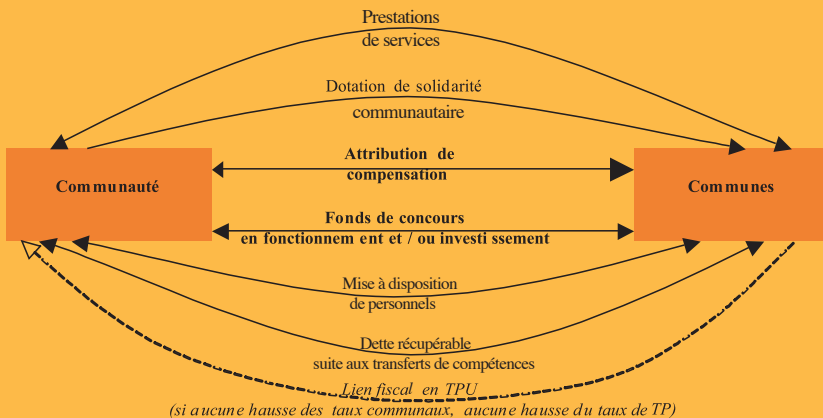
Pour aller plus loin...

L'impact des garanties d'emprunt

Les conséquences financières des **garanties d'emprunt** octroyées aux organismes extérieurs (SEM, associations et organismes HLM notamment) doivent par ailleurs être évaluées (elles peuvent représenter jusqu'à 50 % de la dette des collectivités locales). La première et la plus importante de ces conséquences financières est la réduction, par l'effet des ratios réglementaires, de la capacité d'endettement de la collectivité.

LES CONSÉQUENCES DE L'INTERCOMMUNALITÉ SUR LE DIAGNOSTIC FINANCIER DE LA VILLE ET LA QUESTION DU « GROUPE TERRITORIAL »

● 95% des Villes Moyennes sont engagées dans un EPCI. L'analyse de leur santé financière implique donc l'examen des conséquences du « **pacte financier intercommunal** ».



L'analyse de la dette doit tenir compte des transferts de compétences des communes vers l'EPCI ; ceux-ci peuvent induire des mises à disposition d'actifs immobiliers et mobiliers qui théoriquement s'accompagnent d'un transfert de passif, et notamment de dette. Les emprunts étant globalisés, il est rarement possible de constituer un « *package actif + dette* » qui permette, en pratique, de transférer des lignes d'emprunts. Une solution alternative consiste à « *domicilier* » l'emprunt dans l'état de la dette de l'EPCI (ou de le laisser dans celui de la commune) et de « *facturer* » à la commune (ou à l'EPCI) la quote-part d'annuité correspondant au financement de l'actif, par l'utilisation de la dette récupérable.

Concernant la dette, l'analyse devra alors veiller à distinguer la dette récupérable par l'EPCI auprès de la commune, et inversement. L'objectif est ainsi de cerner le véritable poids qui pèse sur la ville à savoir le montant résultant de l'opération suivante :

- Annuité « brute » de la ville, résultant de sa dette propre
- annuité récupérable par la ville auprès de l'EPCI
- + annuité payable par la ville à l'EPCI

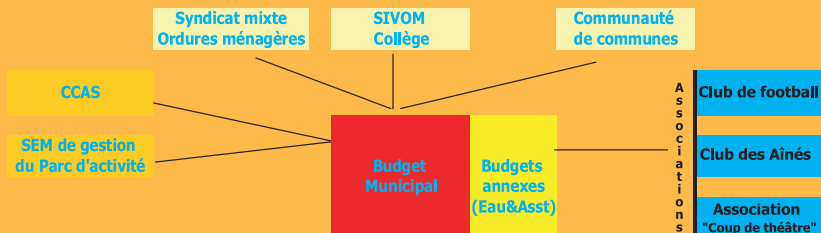
Les conséquences financières des **garanties d'emprunt** octroyées aux organismes extérieurs (SEM, associations et organismes HLM notamment) doivent par ailleurs être évaluée (elles peuvent représenter jusqu'à 50 % de la dette des collectivités locales). La première et la plus importante de ces conséquences financières est la réduction, par l'effet des ratios réglementaires, de la capacité d'endettement de la collectivité.

● **Au-delà de l'examen de la seule relation EPCI-communes**, la coopération intercommunale pose la question de la consolidation au niveau du « groupe territorial ».

Cette notion regroupe non seulement le budget principal de la commune et ses budgets annexes, mais aussi toutes les entités qui dépendent financièrement de la ville, qu'elles aient ou non la personnalité morale, de droit public ou privé.

Bien que fort utile, la consolidation, qui n'est pas que comptable, est rendue difficile par la grande diversité des situations concernant...

- les normes budgétaires et comptables applicables ;
- la nature du lien entre la ville et la structure : lien financier, capitalistique, humain, etc. ;
- l'intensité du lien : rien de commun, par exemple, entre le risque de recapitalisation d'une SEM en difficulté dans laquelle la ville possède 60% des parts, et l'association de football subventionnée à hauteur de quelques milliers d'euros, sans engagement pluriannuel de la part de la commune.

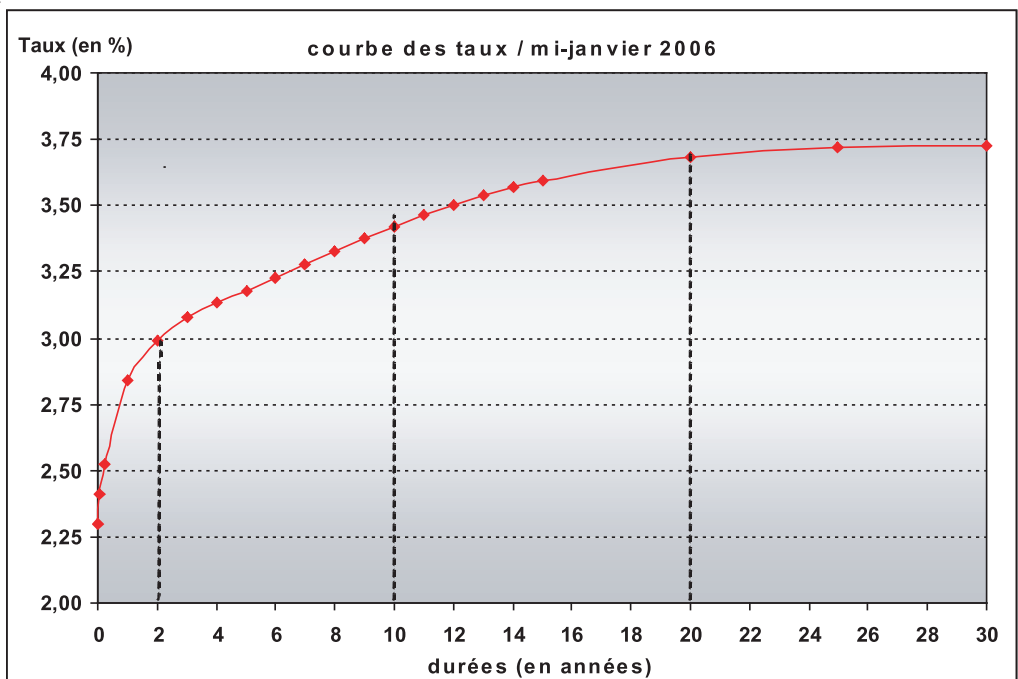


B. Maîtriser les marchés : décrypter l'environnement financier de la gestion de la dette

La mise en place d'une gestion dynamique de la dette suppose de comprendre l'environnement financier de la dette, notamment celui des marchés de capitaux, afin d'en saisir au mieux les opportunités. Avant tout, il convient de décrypter, en amont, le fondement des taux d'intérêts : la courbe des taux.

• Comprendre la courbe des taux

La courbe des taux est une représentation graphique de la relation entre les taux d'intérêt proposés aux emprunteurs sur les marchés financiers, et les durées correspondantes. Cette courbe, qui sert de référence aux propositions des établissements financiers, donne la vision à un moment donné du coût de l'argent pour une durée déterminée ; elle fluctue en permanence, comme tous les produits de marchés !



Depuis plus de 10 ans, la courbe des taux est d'une forme dite « normale », à la fois pentue et convexe :

- La courbe est pentue parce que les taux courts sont plus bas que les taux longs,
- Elle est convexe parce que la pente est plus forte sur les échéances moyennes que sur les échéances longues.

Afin de comprendre les raisons de la récurrence de cette forme pentue et convexe de la courbe, un retour sur la construction des différents taux est indispensable :

- **Le taux très court**, le taux au jour le jour, oscille de façon limitée autour du taux repo (taux de refinancement) de la banque centrale européenne (BCE). Ce n'est pas réellement un taux de marché, dans la mesure où il est pour l'essentiel déterminé par la politique monétaire d'une institution publique ;
- **Le taux long**, soit le taux à 10 ans, est déterminé par ce qu'on appelle l'« équation de Fischer », selon laquelle :

Taux long = inflation anticipée + croissance potentielle de long terme

L'inflation est anticipée autour de 2 % actuellement. Le niveau de croissance potentielle est quant à lui évalué à partir de la croissance démographique, plus l'augmentation de la productivité. Sur la zone euro, la croissance démographique est anticipée à 0 % et les gains de productivité sont compris entre 1,5 % et 2 %.

Le taux à 10 ans actuel se situe autour de 3,50 % fin 2005, soit un niveau conforme à l'équation de Fisher.

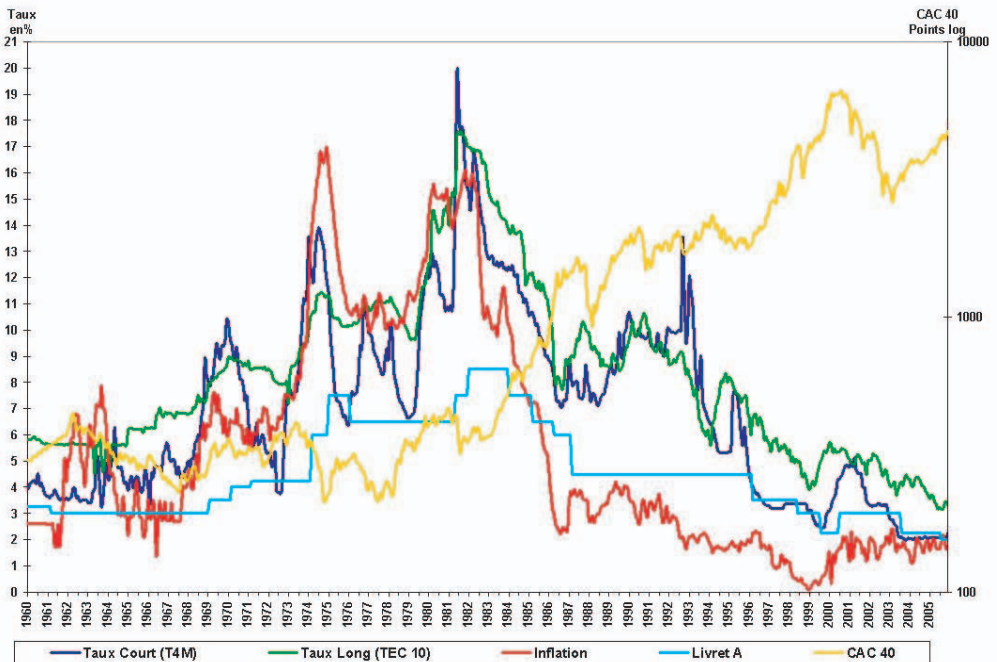
- **Les taux très longs**, soit les taux à 20 ou 30 ans, se construisent à partir du taux à 10 ans par l'ajout d'une prime de liquidité ou prime de risque. Prime de liquidité parce que l'acheteur d'une obligation à 20 ans qui garde son investissement jusqu'à sa maturité se dessaisit de son capital pendant une durée plus longue que s'il achetait une obligation à 10 ans ; il voudra en partie bénéficier d'un rendement supérieur.

Or **l'écart de taux sur les longues périodes**, dû à cette prime de liquidité ou de risque, **est plus faible que l'écart constaté entre le taux jour le jour - déterminé par la Banque Centrale - et le taux à 10 ans déterminé par l'équation de Fisher.**

C'est ce qui donne à la courbe des taux sa forme convexe, récurrente dans le temps depuis 1994 !

● Assurer un suivi des marchés financiers

Les marchés financiers, par définition, fluctuent en permanence, même si les mouvements de taux enregistrés depuis la mise en place de la zone euro ne sont pas comparables, aussi bien dans leur amplitude et leur réaction, aux évolutions antérieures.



Il convient toutefois de rester vigilant et de suivre à minima périodiquement les variations de taux d'intérêts qui composent son encours de dette.

Lorsque la collectivité ne dispose pas d'une équipe dédiée à la gestion de dette, il est important que les partenaires financiers lui apportent l'information pertinente pour le suivi de ses emprunts et lui assurent un conseil permanent et sur-mesure afin d'accompagner la démarche de gestion dynamique de la dette.

C. Quelle stratégie financière pour dynamiser la gestion de son portefeuille de dette ?

Dégager des marges de manœuvre financières afin de faciliter les conditions d'investissement ou tout simplement **réduire le coût de son endettement** est un objectif partagé par de nombreuses collectivités locales.

A l'aide du bilan budgétaire préalablement réalisé, il convient de définir la stratégie qui présidera dans les prochaines années ou *a minima* sur l'exercice à venir à la gestion de son portefeuille de dette.

La stratégie financière consiste à établir une cohérence entre les contraintes budgétaires et les enjeux de politique publique. Au-delà de la réduction des frais financiers, objectif commun de l'ensemble des décideurs financiers, la stratégie financière globale de la collectivité et notamment le plan pluriannuel d'investissements implique de s'interroger sur l'éventuelle nécessité de travailler également le profil des annuités budgétaires. L'examen des résultats financiers prévisionnels vise ainsi à orienter les choix présents et futurs de la collectivité, afin d'utiliser au mieux ses marges de manœuvre existantes et de pouvoir les conserver.

Dans cette perspective, certains « *mythes* », comme les vertus de l'emprunt à taux fixe à très long terme par exemple, sont à relativiser. En effet, le risque de voir un emprunt contracté à taux fixe pénalisé par une baisse des taux plaide pour l'utilisation - maîtrisée et encadrée certes - des indexations, autres que le taux fixe, permettant de tirer profit des opportunités de marché.

Compte tenu de l'étroitesse des marges de manœuvre fiscales des collectivités locales en général, des Villes Moyennes en particulier, **le recours à la gestion dynamique de la dette peut être plus systématiquement actionné : il constitue un moyen efficace pour certes, réduire les frais financiers, mais surtout dégager des marges de manœuvre budgétaires.**

Tandis que les grandes collectivités utilisent depuis plusieurs années déjà des stratégies de taux plus innovantes, les Villes Moyennes, à la faveur de la démocratisation des produits bancaires, y ont de plus en plus recours. Les marchés sont aujourd'hui en mesure de répondre aux besoins spécifiques des collectivités locales, grâce à une innovation adéquate leur permettant de mettre en œuvre leur stratégie de gestion de dette. Celle-ci doit s'inscrire dans une stratégie globale

précisant le niveau d'endettement, d'amortissement, d'investissement souhaité ou acceptable par la Ville Moyenne. C'est alors dans un deuxième temps que les différentes opportunités offertes par le marché pourront être étudiées.

Deux types d'objectifs (complémentaires) peuvent finalement présider à l'élaboration de la stratégie en matière de dette de la collectivité :

1. *Objectif financier : minimiser le coût réel de la dette*

Dans ce premier cas, l'analyse financière décrite précédemment a mis en exergue une situation financière saine et la capacité future à réaliser les investissements projetés : la gestion de la dette, dans une approche de « *bon père de famille* » vise donc en priorité à en réduire les frais financiers. Les deux leviers sont alors le recours accru à l'innovation et un reprofilage éventuel de l'amortissement de sa dette, en vue d'une diminution de la dette résiduelle, et par là-même des frais financiers (↘ du capital = ↘ des frais financiers).

Pour conserver la maîtrise de son portefeuille de dette en cas de recours à des produits plus innovants, il convient toutefois de définir le cadre de travail de cette gestion dynamique, et notamment les indicateurs suivants :

● **Niveau de diversification¹⁴ :**

Choisir de « *ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier* » suppose au préalable de déterminer les limites que la collectivité locale souhaite se fixer, tout d'abord dans la répartition globale taux fixe / taux variable, mais également au sein de chacun des compartiments (voir première partie du guide).

La diversification peut ainsi reposer sur une répartition équilibrée, d'une part entre taux fixe et taux variable, d'autre part entre stratégies de taux classiques, intermédiaires et structurés.

● **Degré de sensibilité aux marchés financiers :**

Le coût de la dette peut évoluer en fonction d'une hausse ou d'une baisse des taux d'intérêt. Une dette à taux fixe ne connaît pas ces variations ; son coefficient de sensibilité est alors nul. Il s'agit de mesurer l'exposition à l'évolution des taux de marchés grâce au coefficient de sensibilité de la dette. Cet indicateur permet de mesurer l'impact des variations des taux d'intérêt sur les charges financières.

¹⁴ Voir le graphique « Structure de taux de la dette », p. 35

Par exemple, un emprunt à taux fixe classique est insensible aux variations des taux monétaires : son coefficient de sensibilité est de 0.

En revanche, les taux variables sont soumis à ces évolutions : dans ce cas, le coefficient de sensibilité s'élève à 1, c'est-à-dire qu'en cas de variation de 0,01% des taux monétaires, le taux d'intérêt payé sera impacté dans les mêmes proportions.

Autre cas de figure : une dette composée à 50% d'un compartiment en Euribor* et à 50% d'un compartiment en taux fixe à barrière désactivante¹⁵ présente un coefficient de sensibilité de 0,5 tant que l'Euribor demeure en-dessous de la barrière, et de « 1 » s'il la franchit.

Diversifier : une nécessité et une opportunité

La diversification est une technique de gestion qui consiste à **recourir à des index différents pour diminuer le taux moyen de son portefeuille de dette et réduire les effets des fluctuations des marchés financiers sur le taux moyen global**. Une indexation majoritairement concentrée sur un index unique peut en effet se révéler dangereuse, car la charge de la dette augmente brutalement en cas de hausse de l'index. Inversement, dans le contexte actuel des taux bas une dette à taux fixe risque de grever le budget et représente un coût d'opportunité pénalisant pour la collectivité.

La diversification offre les avantages suivants :

- elle sécurise la dette en évitant « *de mettre tous ses œufs dans le même panier* » ;
- elle répartit l'indexation de sa dette, afin de compenser l'ampleur des mouvements de taux ;
- elle permet de profiter des opportunités de marché.

Il est souvent conseillé aux collectivités de diversifier leur encours de dette en ménageant un équilibre entre les taux fixes et taux variables, ainsi qu'entre les différents types de taux variables, dans le but de réduire l'exposition au risque de taux.

Afin de sécuriser l'encours de dette et de réduire les risques financiers, il est également préconisé d'obtenir un équilibre entre les différentes durées de leur portefeuille de dette, entre des durées courtes, moyennes et longues. Cette approche se complète de l'adéquation entre la durée de l'emprunt et la durée de vie de l'investissement, qui permet d'étaler dans le temps le coût initial de l'équipement facturé à l'utilisateur du service. En

¹⁵ Le taux fixe à barrière désactivante est décrit dans la troisième partie du guide

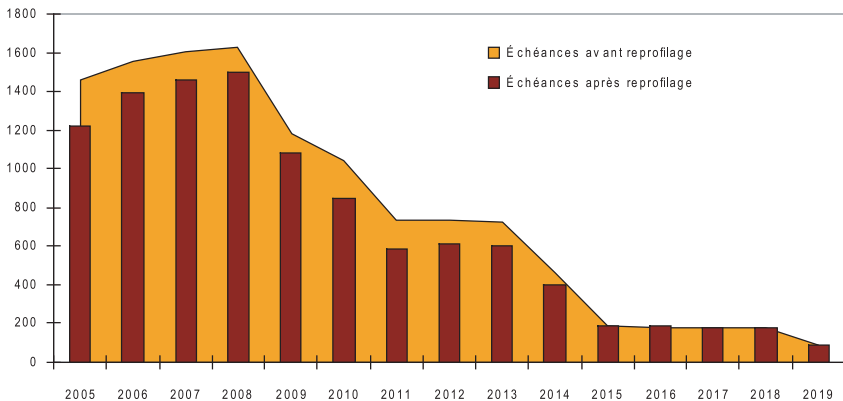
effet, plus la durée de vie de l'investissement est longue et plus il apparaît opportun d'emprunter à long terme. Cette action permet de répartir la charge financière de l'équipement sur une plus longue période et d'en diminuer ainsi l'impact budgétaire annuel.

Bien entendu, l'objectif de réduction des frais financiers s'applique également au second cas d'optimisation de la dette où il s'agit de réduire la charge budgétaire annuelle !

2. Objectif budgétaire : adapter l'amortissement de la dette

En fonction du contexte particulier de chaque collectivité locale, le travail de réduction des frais financiers de la dette peut être complété, si nécessaire, par un reprofilage d'amortissement annuel du capital. Autrement dit, il s'agit de définir un nouveau profil annuel de remboursement de la part capital de la dette, ce qui peut éventuellement impliquer une modification de la durée résiduelle de la dette (raccourcissement ou allongement).

Marges de manoeuvre générées
après reprofilage de l'amortissement annuel de la dette (exemple fictif)



Les objectifs poursuivis, sur la base du diagnostic de la situation financière propre à chacun, peuvent viser à :

- utiliser des éventuels excédents afin d'**accélérer le désendettement de la collectivité**, et préparer ainsi de futurs investissements ;

- **assurer la solvabilité et l'équilibre budgétaire de la collectivité** (sécurisation des paiements, renouvellement des financements à leur échéance, pilotage du fonds de roulement en fin d'exercice...)
- **dégager des marges de manœuvre budgétaires** : afin de dégrever un exercice, en vue du financement de la réalisation programmée d'investissements, la collectivité peut recourir à des aménagements du profil d'amortissement de son encours, de telle sorte que le poids budgétaire en capital soit réduit en section d'investissement. Afin de répondre à cet objectif, l'analyse des marges de manœuvre financières et fiscales de la commune, détaillée plus haut, est un préalable indispensable. La stratégie adoptée par la collectivité en matière de gestion de dette ne doit néanmoins répondre aux objectifs budgétaires que dans la mesure où ils sont compatibles avec les ambitions financières.

Une fois ce diagnostic réalisé, la collectivité dispose d'une palette d'instruments lui permettant d'adapter sa dette aux opportunités de marché et de faire évoluer son encours en fonction de la stratégie préalablement définie.

3. *Objectif comptable :*

faciliter la gestion quotidienne du portefeuille de dette

La gestion de dette représente une opportunité de simplification du nombre de lignes de prêts à gérer par la collectivité. En effet, les contrats se sont historiquement « empilés », et souvent, les aménagements passés n'ont pas donné lieu à une optimisation « comptable » de l'encours de dette.

Cet objectif est partagé par les différents acteurs (collectivité-comptable-banque) car il doit permettre de faciliter la gestion au quotidien ; par ailleurs, des volumes unitaires plus importants bénéficient de conditions financières plus attractives sur les marchés financiers.

Retour d'expérience

Stéphane PINTRE,

Directeur général des services de la ville d'Antibes

• Dans quel contexte la démarche de gestion de dette s'est-elle inscrite ?

Depuis plusieurs années, la pression fiscale n'a pas augmenté, et ce par la volonté des élus de ne pas accroître les taux, parmi les plus bas du département des Alpes-Maritimes, d'ici la prochaine échéance électorale. Afin d'optimiser les ressources fiscales, un Observatoire fiscal destiné à revoir les bases fiscales (taxe d'habitation et taxe sur le foncier bâti notamment) est en cours de développement. Il y a là un important levier fiscal à mobiliser, sans augmenter les taux. C'est aussi une mesure d'égalité devant l'impôt local. Nous avons par ailleurs construit un scénario au fil de l'eau jusqu'en 2010 qui nous a permis de mener un travail prospectif, la stabilité des taux fiscaux prévue au moins jusqu'en 2008 ayant facilité les projections, afin d'identifier les marges de manœuvre possibles.

Cette modération fiscale est également rendue possible par l'effort de rationalisation des dépenses et de valorisation des recettes de fonctionnement mené depuis plusieurs années : renégociation au milieu des années 90 des délégations de service public, responsabilisation des directions, qui se sont vues confier des enveloppes globales, afin de maîtriser et réduire les dépenses de fonctionnement. En parallèle, l'optimisation des recettes de fonctionnement est facilitée par l'ajustement des recettes tarifaires et par la signature de conventions avec le Conseil Général pour la mise à disposition d'équipements communaux. Simultanément plusieurs projets culturels et touristiques importants ont été lancés sur notre territoire.

• Quelle stratégie la ville d'Antibes a-t-elle mise en œuvre ?

La gestion dynamique de la dette a commencé il y a 5 ans, afin de dégager des marges de manœuvre sur les frais financiers. Nous sommes en principe peu favorables au rallongement de la dette, car celui-ci est perçu comme un appauvrissement, un moyen de renvoyer au prochain mandat la charge du remboursement. Il est impératif de présenter un gain au conseil municipal, en valorisant l'adéquation de l'opération avec les investissements et en soulignant les opportunités de marché favorables à la dette. La gestion de dette est en effet au carrefour d'enjeux politiques (présenter un gain) et économiques (optimiser le coût de la dette).

Jusqu'en 2000, la dette de la commune était intégralement à taux fixe.

Nous avons opté pour une stratégie de diversification de la dette, afin de minimiser son exposition au risque de taux. Cette évolution s'est cependant heurtée à la réticence de la direction des finances et de l' élu délégué, dans un premier temps peu favorable aux taux indexés. Ceux-ci sont aujourd'hui convaincus de l'opportunité des taux indexés et du risque que constitue le taux fixe dans le contexte actuel.

• **Quelles sont les contraintes de la gestion dynamique de la dette ?**

La gestion de dette doit s'adapter à la réalité des marchés financiers, lesquels demandent une réactivité et une souplesse dont nous ne pouvons faire preuve au quotidien. Elle suppose une organisation dédiée qui n'est toutefois pas nécessaire à la Ville d'Antibes. Les sommes manipulées sont en effet trop faibles pour recourir en permanence à l'innovation bancaire. La compétence technique est dévolue au partenaire financier, notre rôle consistant à valider les choix stratégiques, à contrôler l'opération et à gérer la phase administrative. Autre problème majeur : nous sommes garants à 80 % de la dette d'un certain nombre d'établissements satellites pour laquelle nous avons peu de visibilité et des moyens de contrôle insuffisants. Le service chargé de contrôler ces établissements satellites que nous avons mis en place ne nous permet par d'en avoir une maîtrise optimale.

En conclusion, une Ville Moyenne qui souhaite gérer sa dette doit, en premier lieu, définir ses objectifs stratégiques. Elle doit ensuite disposer d'un conseil à même de suivre l'évolution des marchés et les produits proposés par les établissements bancaires. Enfin, les Villes Moyennes devraient avoir une meilleure vision consolidée de leurs finances, incluant leurs satellites et donc leur permettant d'appréhender les risques extérieurs. Or elles n'ont pas de moyens suffisants pour avoir cette vision consolidée, ce qui risque d'être, à notre avis, un enjeu majeur de demain pour les Villes Moyennes.

Les instruments de la gestion dynamique de la dette

A. Comment « basculer » des contrats actuels vers de nouveaux emprunts ?

Comme évoqué précédemment, la gestion dynamique de la dette implique un travail certes sur les intérêts, mais également sur le profil d'amortissement, voire la simplification du nombre de prêts. Cette démarche suppose donc le refinancement d'anciens contrats par de nouveaux emprunts. A cet effet, il convient de maîtriser les conditions dites de « sortie » des contrats de prêts.

1. Les conditions de « sortie » des contrats d'emprunt

Trois objectifs président à la « sortie » de contrats existants :

- **adapter l'exposition de son portefeuille de dette**, en optant pour une stratégie de diversification croissante ;
- **alléger le poids de la dette**, lorsque la collectivité a contracté par le passé des emprunts à taux fixes ou niveaux de marges sur taux variables élevés ;
- **déstocker de la dette** afin d'éviter de se trouver en situation de trésorerie oisive. Le remboursement anticipé est alors financé par les disponibilités déposées au Trésor de façon à réduire à la fois l'encours de ces fonds non productifs d'intérêts et le niveau des emprunts long terme générateurs de frais financiers. Cette situation se retrouve de moins en moins dans les collectivités locales qui pratiquent de plus en plus la « trésorerie zéro ».

Encadré par la circulaire de la Direction Générale de la Comptabilité Publique publiée le 6 août 1992¹⁶ et relative aux remboursements anticipés des emprunts des collectivités locales et de leurs établissements publics locaux, **le remboursement anticipé s'assimile financièrement à un investissement, c'est-à-dire un placement** : en effet, une dépense initiale

¹⁶ Cf. références juridiques à la fin du guide

va produire des effets futurs, non pas sous la forme de recettes, mais d'économies de charges budgétaires à venir (annuités).

Normalement, les contrats d'emprunt doivent tous prévoir des conditions de remboursement anticipé qui permettent ainsi de sortir à échéance, autrement dit d'arbitrer. **Il convient d'éviter de recourir à des contrats qui interdisent expressément toute sortie prématurée.**

La clause de remboursement par anticipation peut prévoir des conditions de sorties, soit gratuites, soit moyennant des indemnités financières de nature différente en fonction de l'établissement financier et de l'époque de mise en place.

a) Cadre juridique

Le remboursement anticipé ne peut être décidé unilatéralement par la collectivité. Seul l'accord des parties issu d'une clause du contrat d'emprunt initial ou d'un avenant permet cette opération. La circulaire du 6 août 1992 précise les conditions du remboursement anticipé, afin d'éviter une dissymétrie entre prêteur et emprunteur. Il est donc primordial de s'assurer de l'existence d'une telle clause lors du recours à tout emprunt.

Le contrat peut prévoir une indemnité versée par la collectivité à l'établissement financier. Celle-ci peut être actuarielle, dans le cas d'emprunts à taux fixe, ou forfaitaire, qui représente soit un nombre de mois donné d'intérêts à payer, soit un pourcentage du capital restant dû.

De plus, en vertu de la circulaire publiée le 4 avril 2003¹⁷ relative au régime des délégations de compétences en matière d'emprunts, de trésorerie et d'instruments financiers, « *la décision de procéder au réaménagement de la dette d'une collectivité [...] peut être déléguée à l'exécutif local* ».

Trois cas de figure peuvent se présenter lors d'une opération de remboursement anticipé :

- le refinancement auprès du même établissement financier, pratique la plus simple et la plus usitée ;
- le changement de banque (c'est rarement le cas) ;
- le financement de l'opération par un excédent de trésorerie.

Sur le plan pratique, il convient de distinguer les conditions de sortie des emprunts à taux fixe et celles des emprunts à taux indexés.

¹⁷ Cf. références juridiques à la fin du guide

b) Cas des contrats à taux fixe

Un contrat d'emprunt à taux fixe peut prévoir une compensation financière pour le prêteur qui consent au remboursement anticipé sur la base de la clause contractuelle prévue à cet effet.

● Le principe de la compensation financière

L'objet de la compensation financière est d'indemniser l'établissement financier du manque-à-gagner qu'il subirait en renonçant à un prêt qui lui procure une rémunération supérieure à celle qu'il obtiendrait aujourd'hui en reprêtant les fonds. En effet, le rendement financier attendu par la banque disparaît, du fait du remboursement anticipé, et ce capital doit être replacé. Or, si ce placement est réalisé à un taux plus faible, l'équilibre financier n'est plus assuré pour l'établissement financier par rapport au contrat d'origine.

L'indemnisation permet alors d'équilibrer la situation, de telle sorte que la perte subie par la banque soit compensée financièrement. Il existe différents types de compensation financière.

- L'indemnité forfaitaire

Elle est calculée à partir d'un pourcentage du capital restant dû : il peut s'agir d'un nombre de mois d'intérêts (3 ou 6 mois par exemple), d'un pourcentage de l'encours résiduel (1, 2 ou 3 % par exemple), ou encore d'une formule mixte (par exemple, 3 mois d'intérêts avec un plafond s'élevant à 3 % du capital restant dû).

Exemple :

Soit un emprunt au taux fixe de 5% dont le capital restant dû s'élève à 200.000 €.

L'indemnité forfaitaire, fixée à 3 mois d'intérêts, s'établit donc à :

$$(200.000 \times 5\%) \times (3/12) = 2.500 \text{ €}$$

- L'indemnité actuarielle

Le principe de l'indemnité actuarielle repose sur la détermination d'un **taux d'actualisation** dont l'enjeu est crucial pour l'équilibre de l'opération.

Il s'agit du **taux dit « de réemploi »** du capital résiduel remboursé à l'établissement financier par la collectivité. Afin de rendre l'opération neutre, ce taux doit être théoriquement égal au **taux de refinancement** - c'est-à-dire celui auquel la banque considère pouvoir placer les fonds qui lui ont été remboursés de manière anticipée. Lorsque l'établissement

financier calcule la totalité de l'indemnité contractuelle, le refinancement devra bien entendu se faire aux conditions du marché. Le taux (ou la marge) du nouvel emprunt devra ainsi correspondre à celui que la collectivité locale obtiendrait pour le même produit lors d'un financement nouveau.

Pour aller plus loin...

Calcul de l'indemnité actuarielle

$$I = \frac{A}{tr} \times \left(1 - \frac{1}{(1+tr)^{dr}} \right) - CRD$$

I : indemnité actuarielle

A : annuité

tr : taux de réemploi

dr : durée résiduelle

CRD : capital restant dû

Exemple de calcul d'une indemnité actuarielle :

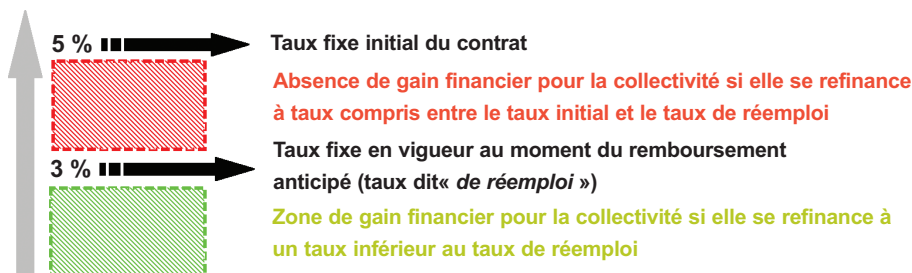
Soit un emprunt à taux fixe de 5 % dont le CRD est de 560.687 €, l'annuité de 129.505 € et la durée résiduelle de 5 ans. Si le taux de réemploi fixé par la banque est de 3 %, le montant de l'indemnité actuarielle s'élève alors à :

$$I = \frac{129.505}{3\%} \times \left(1 - \frac{1}{(1+3\%)^5} \right) - 560.687 = 32.408\text{€}$$

Dès lors que le taux de refinancement proposé par la banque est équivalent, à la stratégie de taux près, au taux de réemploi, le remboursement anticipé est neutre financièrement pour les deux parties, et donc sans intérêt financier, hormis l'affichage d'un taux facial plus attractif dans l'état de la dette.

Il s'agit donc de mettre en place des **stratégies de taux plus performantes** afin de générer tout de même un gain potentiel pour la collectivité, par exemple en recourant à un taux variable ou à des produits plus innovants, dit « *structurés* » (voir ci-après). Cela implique de trouver des solutions présentant un taux d'intérêt inférieur au taux de réemploi.

Illustration du principe de l'indemnité actuarielle



c) Cas des contrats à taux indexé

Lorsque l'établissement financier adosse les marges des prêts consentis sur les indices de référence (Euribor...), son refinancement interne est censé être également adossé pour chaque période d'intérêts. De tels contrats sont généralement remboursables par anticipation, sans indemnité, à chaque échéance, ou moyennant une indemnité forfaitaire (voir ci-dessus).

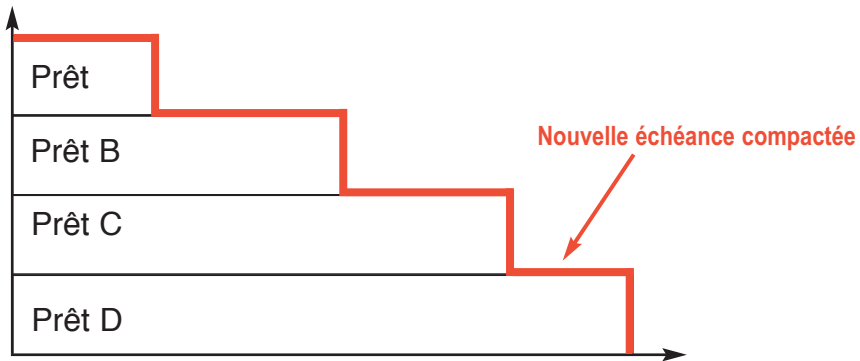
2. Compactage de plusieurs contrats en un seul

Cette technique consiste à limiter le nombre de lignes d'emprunt afin de **faciliter la gestion et le suivi de la dette**. Bien évidemment, le compactage nécessite, selon le niveau de délégation dans la collectivité¹⁸, la prise d'une délibération par l'assemblée, ou a minima d'une décision en cas de délibération cadre pour la gestion de dette, puis la signature d'un nouveau contrat, sans mouvement de fonds, avec l'établissement financier d'origine.

La réduction du nombre de lignes d'emprunt permet ainsi de **pallier la lourdeur du suivi et des opérations comptables**. La technique de compactage la plus simple consiste à regrouper des emprunts présentant une

¹⁸ Circulaire NOR/LBL/B/03/10032/C du 4 avril 2003 relative aux délégations de compétences en matière d'emprunt, de trésorerie et d'instruments financiers.

Exemple fictif de compactage de 4 prêts



même durée résiduelle. Il est bien entendu possible d'empiler des contrats de durées différentes.

Le taux d'intérêt du nouveau contrat peut être déterminé par un calcul financier à partir des éléments de l'emprunt (annuité, échéance, solde à rembourser).

Bien évidemment le compactage peut être couplé avec d'autres actions telles que la diversification ou un reprofilage de la dette (voir ci-après).

3. Lissage de l'échéancier de la dette

Cette opération vise à lisser les « pics » et les « creux » d'une dette en général et d'un échéancier d'emprunt en particulier. Le profil d'amortissement et la périodicité retenue sont primordiaux.

Bien entendu, ce lissage dépend également du moment du recours à l'emprunt : ce choix doit se faire sur des critères exclusivement financiers. En pratique, une collectivité doit toujours considérer son niveau d'encaisse de trésorerie avant de recourir à un emprunt : elle doit impérativement éviter de se retrouver en situation de trésorerie oisive.¹⁹

¹⁹ Voir notamment Comment gérer sa trésorerie ? – collection « Repères municipaux », FMVM (juin 1997).

a) Les différents profils d'amortissement

Amortissement	Caractéristiques	Avantages	Inconvénients
Progressif	Echéances constantes : le montant budgétaire remboursé reste constant, remboursé et d'intérêts s'inverse, au cours de la vie de l'emprunt	Annuités constantes	Frais financiers supérieurs à ceux d'un profil d'amortissement constant
Constant	Annuités dégressives	Frais financiers plus faibles	Fortes échéances les premiers temps
Progressif ou constant avec différé d'amortissement	Paiement seulement des intérêts pendant la (les) première(s) année(s)	Allègement de la charge pendant la période de différé	Léger renchérissement du financement, car l'amortissement se fait sur une durée plus courte
Progressif ou constant avec différé total	Rien à payer pendant la durée du différé mais les intérêts sont capitalisés annuellement (règle de l'anatocisme ²⁰)	Allègement de la charge pendant la période de différé	Léger renchérissement du crédit, car l'amortissement se fait sur une durée plus courte
Ligne à ligne ou personnalisé	La collectivité définit avec la banque, à l'octroi de l'emprunt, un profil personnalisé, où est précisé, chaque année, le montant des amortissements en capital	Très souple Permet d'alléger la charge de l'emprunt quand c'est nécessaire et de rembourser aux périodes opportunes pour la collectivité	Saisie manuelle dans l'outil de gestion de la collectivité
Annuités progressives	Modulation du remboursement du capital en augmentant les échéances d'1 % par an	Faciliter le service de l'emprunt pour une collectivité ou un projet dont les ressources doivent augmenter régulièrement dans les années à venir	Les frais financiers sont plus élevés

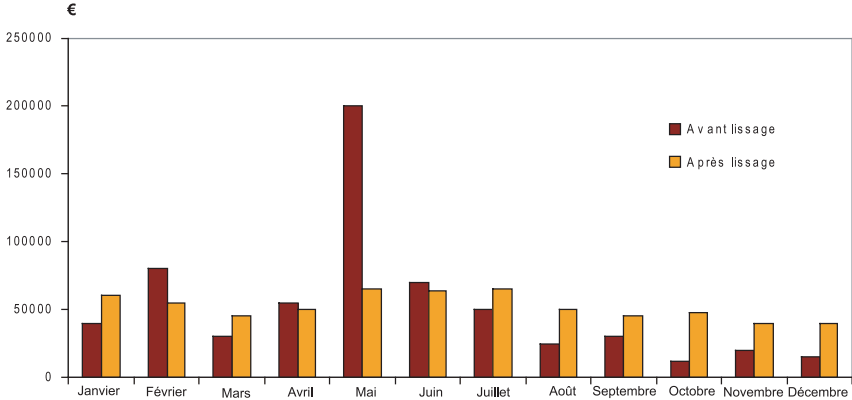
b) Lissage infra-annuel

Cette technique vise à harmoniser les pics et les creux de l'échéancier de la dette. Les collectivités locales empruntent en effet souvent à des périodes similaires d'une année sur l'autre, notamment en fin d'exercice budgétaire. Ainsi, l'échéancier infra-annuel de leur dette est souvent déséquilibré, ce qui n'est pas sans poser problème, notamment en matière de gestion de trésorerie.

²⁰ L'**anatocisme** désigne la capitalisation des intérêts. En vertu de l'article 1154 du Code civil, il est interdit de capitaliser les intérêts infra-annuels.

Afin d'y remédier, il est possible de décaler certaines échéances infra-annuelles au cours de l'exercice.

**Echéancier infra-annuel: marges de manoeuvre générées après lissage
(exemple fictif)**



c) Lissage budgétaire

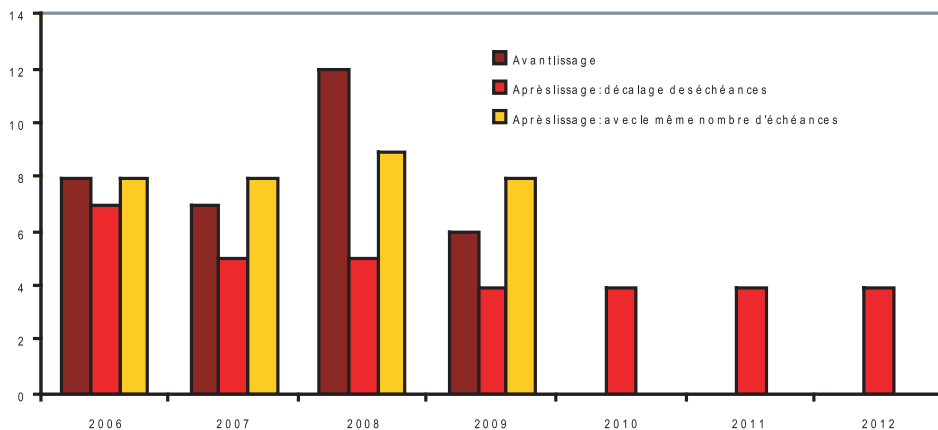
Le lissage pluriannuel consiste à déplacer des échéances annuelles vers l'amont ou vers l'aval. Une telle démarche est motivée par des objectifs budgétaires, visant à corriger la dissymétrie de certaines annuités. Cette technique s'appuie sur un reprofilage de l'amortissement du capital de la dette.

Exemple de lissage :

Cas d'une collectivité dont l'échéancier des annuités est le suivant :

- 2006 : 8 M€
- 2007 : 7 M€
- 2008 : 12 M€
- 2009 : 6 M€

Lissage budgétaire (exemple fictif)



L'objectif de l'exemple ci-dessus est de lisser le pic de 2008, soit en avançant les échéances sur les années précédentes (2006 et 2007), soit en les décalant partiellement sur les exercices suivants (2009...). En pratique, le décalage des échéances, c'est-à-dire l'allongement de la durée, dépend des objectifs budgétaires assignés à la gestion de la dette.

Il est bien entendu préconisé de cumuler le compactage et le lissage.

Pour aller plus loin...

Trésorerie zéro

La gestion dynamique de dette peut être couplée à celle de la trésorerie zéro. Il s'agit éventuellement de bénéficier, si nécessaire, d'un volant de dette totalement souple, sous forme notamment d'emprunts revolving, complété par des opérations de paiements anticipés d'échéances en début d'année. La méthodologie préalable à la mise en place de la trésorerie zéro est la suivante :

- chiffrage des objectifs de réduction des frais financiers
- mise en place de concours bancaires à court terme
- construction d'un plan de trésorerie annuel
- formalisation de relations quotidiennes avec le comptable

L'intérêt majeur de la trésorerie zéro est de permettre à la collectivité, qui ne peut, sauf cas dérogatoires²¹, placer ses fonds disponibles, de valoriser ceux-ci en utilisant la dette à l'intérieur de l'exercice budgétaire.

²¹ Circulaire interministérielle n°NOR/ECO/R/04/60116/C du 22 septembre 2004 relative aux conditions de dérogation à l'obligation de dépôt des fonds.

À ce titre, les **paiements anticipés d'échéances (PAE)** permettent aux collectivités disposant d'un excédent de trésorerie en début d'année de l'affecter au paiement par anticipation d'un certain nombre d'échéances de leurs prêts et ainsi d'en réduire la charge budgétaire.

A priori, il n'est pas nécessaire de délibérer spécifiquement sur cette modification temporaire des échéances de l'emprunt puisque l'opération diminue ses charges financières et s'inscrit dans le cadre infra-budgétaire. Si la collectivité souhaite toutefois procéder par délibération, l'assemblée autorise l'exécutif à signer un avenant avec l'établissement financier, avenant qui ne constitue pas un remboursement anticipé mais une simple modification des échéances, en date et en montant, de l'année en cours.

Le montant de la nouvelle annuité à régler correspond à l'actualisation, à un instant « t », de l'annuité initiale au taux monétaire du jour de l'opération. Autrement dit, le montant de la nouvelle annuité à régler immédiatement par la collectivité est la somme qui, placée au taux du jour pendant la durée concernée, donnera en bout de période, le montant exact de l'annuité prévue.

Exemple : paiement anticipé d'une annuité d'1 M€, avec six mois d'avance.

Le taux d'actualisation retenu est l'Euribor 6 mois, par exemple 2,75 %, minoré de 0,25%, soit 2,50%. L'annuité à régler aujourd'hui est égale à l'actualisation d'1 M€ sur six mois (soit par hypothèse 183 jours).

En appliquant cette hypothèse, la nouvelle annuité (A) à payer aujourd'hui s'élève à :

$$A \times \left(1 + 2,50\% \times \frac{183}{360}\right) = 1.000.000\text{€}$$

$$A = \frac{1.000.000\text{€}}{1 + \left(2,50\% \times \frac{183}{360}\right)} = 987.451\text{€}$$

Le gain par rapport à l'annuité initiale s'élève à 1.000.000 - 987.451 = 12.549 €.

Autre dispositif permettant à la collectivité de gérer sa trésorerie en flux tendus, les **remboursements temporaires de capital (RTC)** peuvent être réalisés en début d'année, lorsque la collectivité se trouve en situation d'excédent de trésorerie. Le RTC permet de pallier l'impossibilité de mettre en œuvre rapidement et à un coût raisonnable un remboursement anticipé et, permet de générer un gain significatif pour une collectivité locale.

Afin de respecter le principe d'annualité budgétaire, la durée du RTC ne peut excéder l'exercice. Il n'est pas nécessaire que la collectivité délibère spécifiquement dans la mesure où cette opération diminue ses charges financières, mais elle peut néanmoins le faire, en déléguant au maire le soin de signer un avenant (qui constitue une simple modification des échéances, et non un remboursement anticipé) avec la banque.

Le principe du calcul est analogue à celui du PAE mais plus complexe à réaliser car il s'agit d'actualiser plusieurs composantes du prêt, et pas seulement une échéance. En effet, ce « déstockage » temporaire va souvent porter sur un montant de capital restant dû (CRD) au début du RTC différent de celui à l'issue du RTC, du fait du passage en général d'une (ou plusieurs) échéance(s) prévue(s) initialement.

B. Minimiser les frais financiers : miser sur la diversification

1. Les concepts de risque de taux / de change

● Le risque de taux s'applique à tout emprunt

Tout emprunt implique un risque de taux, et ce même en cas de recours à un taux fixe classique. En effet, **le risque de taux est un manque-à-gagner ou une perte survenu en cas d'évolution à la hausse ou à la baisse des taux d'intérêts**. Une baisse des taux entraîne un manque-à-gagner pour la collectivité qui est endettée à taux fixe, tandis qu'une hausse des taux provoque un accroissement du coût de la dette pour une collectivité positionnée à taux variable.

Mouvements des marchés financiers	Taux d'intérêt fixe	Taux d'intérêt variable
Hausse des taux	<ul style="list-style-type: none"> • Pas d'impact en cas de hausse des taux 	<ul style="list-style-type: none"> • surcoût lié à une augmentation des frais financiers • possibilité d'opter pour un taux fixe ou un autre index
Baisse des taux	<ul style="list-style-type: none"> • perte d'opportunité : manque-à-gagner en terme d'optimisation des frais financiers 	<ul style="list-style-type: none"> • baisse de coût liée à la diminution des frais financiers • baisse plus ou moins perçue selon le mode de fixation de l'index (pré ou postfixé)

Appréhender le risque de taux vise à maîtriser le coût de la dette. Comme indiqué ci-dessus, **tout recours à l'emprunt comporte en effet une part**

de risque : le taux indexé expose la collectivité à une augmentation des frais financiers en cas de hausse des marchés, et le taux fixe, à un manque-à-gagner en cas de baisse des marchés ou de hausse mesurée des taux variables. Le risque propre au taux fixe n'est pas toujours clairement perçu car il se traduit par un coût d'opportunité, et non par une perte financière immédiate - la charge de la dette calculée au départ demeurant identique.

● **Le risque de change : une gestion et une logique économique difficiles à appréhender**

D'un point de vue comptable, le concept de devise étrangère recouvre toute devise autre que la devise « fonctionnelle » en vigueur dans le pays, i.e. l'euro en France. La notion de risque de change correspond donc au **risque de perte lié à la volatilité de la parité d'une devise étrangère vis-à-vis de la monnaie nationale.**

En pratique, un emprunt réalisé en devise implique la conversion en euro, à chaque échéance, des flux d'amortissement du capital et d'intérêts, quel que soit d'ailleurs l'index retenu pour le calcul des intérêts (taux fixe, taux variables de la zone euro ou non) : il en résulte un risque de change qui se superpose au risque de taux habituel, inhérent à tout emprunt et lié à l'évolution ultérieure des taux sur les marchés financiers. Aucun paramètre ne permet a priori de déterminer que la stratégie liée au risque de change sera gagnante par rapport à un emprunt libellé en euro. En fait, le bilan ne peut être réalisé qu'à l'issue du prêt, donc a posteriori.

A titre d'illustration, certaines devises, telles que le dollar ou le yen, connaissent de très fortes volatilités historiques, qui peuvent générer certes des gains mais aussi des pertes conséquentes sur la durée du prêt. D'autres pays bénéficient d'une appréciation continue de leur monnaie par rapport aux devises étrangères : l'exemple des répercussions des emprunts libellés en franc suisse pour un acteur de la zone euro est à ce titre particulièrement significatif. En effet, une collectivité endettée en franc suisse sans neutralisation par l'établissement bancaire du risque de change s'expose à des évolutions de la parité euro / franc suisse dont elle n'a pas les moyens de maîtriser les conséquences : en d'autres termes, les dépenses d'emprunt en franc suisse ne seront pas couvertes par des recettes en franc suisse mais exclusivement en euro.

Par ailleurs, selon le principe comptable de prudence renforcé par la M14, il est fortement conseillé aux collectivités locales de constituer des provisions pour risque de change afin de se couvrir contre l'incertitude liée à l'emprunt en devise. Cette démarche se traduit par un certain nombre

d'écritures comptables. Par ailleurs, la nouvelle maquette budgétaire M14 oblige à mentionner les devises susceptibles de modifier le contrat.

En pratique, il convient, en cas de recours à des indexations étrangères, de s'assurer que la banque neutralise contractuellement le risque de change sur toute la vie du prêt.

2. Les stratégies de taux classiques

a) Taux fixe

Le taux fixe a représenté pendant très longtemps l'essentiel de la dette des collectivités. Avant 1985, il s'agissait même d'une quasi-exclusivité. Le taux d'intérêt est ainsi connu de façon certaine sur toute la durée de l'emprunt dès sa mise en place. Le taux fixe est alors déterminé en fonction des conditions de marché, mais n'est ensuite plus soumis à leurs évolutions.

	☺ Avantages	☹ Inconvénients
Taux fixe	<ul style="list-style-type: none"> • simplicité de gestion (pas de nécessité de suivi de l'évolution des taux) • sécurité (tableau d'amortissement connu une fois pour toutes) • visibilité sur les échéances à venir (en cas de hausse des taux, l'échéance reste constante) un coût pour la collectivité 	<ul style="list-style-type: none"> • prix relativement élevé (coût de portage) • rigidité en termes d'amortissement et de remboursement anticipé • difficulté d'arbitrage en cas de baisse des taux (indemnité actuarielle) • risque de ne pas pouvoir profiter d'une baisse des taux, ce qui représente

Des formules de **taux fixes intermédiaires** tendent toutefois à se développer depuis plusieurs années afin d'améliorer le compartiment taux fixe de son portefeuille de dette. Comment ? En tirant partie de taux fixes inférieurs sur les maturités plus courtes que la durée totale de l'emprunt. Pratiquement, le contrat se décompose en plusieurs phases successives :

- une première phase moyen-terme à taux fixe, afin de profiter de la partie « courte » de la courbe des taux, a priori moins chère que la partie longue ;
- une seconde phase sur la durée résiduelle à nouveau à taux fixe selon les conditions du moment, ou par défaut sur Euribor en attendant une éventuelle opportunité en taux fixe.

Il s'agit en fait de bénéficier de la pente naturelle de la courbe des taux²² et ainsi profiter d'un premier taux fixe plus faible que celui correspondant à la durée totale du financement.

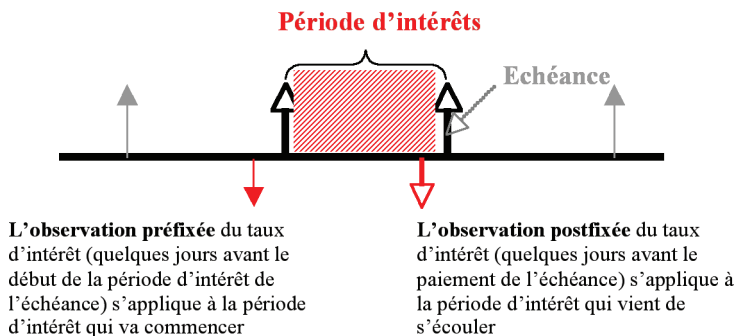
<i>Illustration fictive</i>	<i>Taux fixe classique</i>	<i>Taux fixe intermédiaire</i>
<i>Durée 15 ans</i>	<i>3,59% sur toute la durée</i>	<i>1^{ère} phase 5 ans : 2,99%</i> <i>2^{nde} phase 10 ans :</i> <i>Euribor 12 mois + marge*</i> <i>Option gratuite de passage à taux fixe</i>

En fait, la première moitié de vie du prêt représentant la majeure partie des frais financiers dus au titre du contrat, il est important de bénéficier durant cette période d'un taux fixe plus faible.

b) Taux variable (ou révisable)

Les montants d'intérêt d'un emprunt à taux variable ne sont pas calculés à partir d'un taux facial, connu dès l'origine, mais au contraire, à partir de la valeur d'un indice de marché qui va fluctuer au cours de la vie de l'emprunt. Cet index peut être observé :

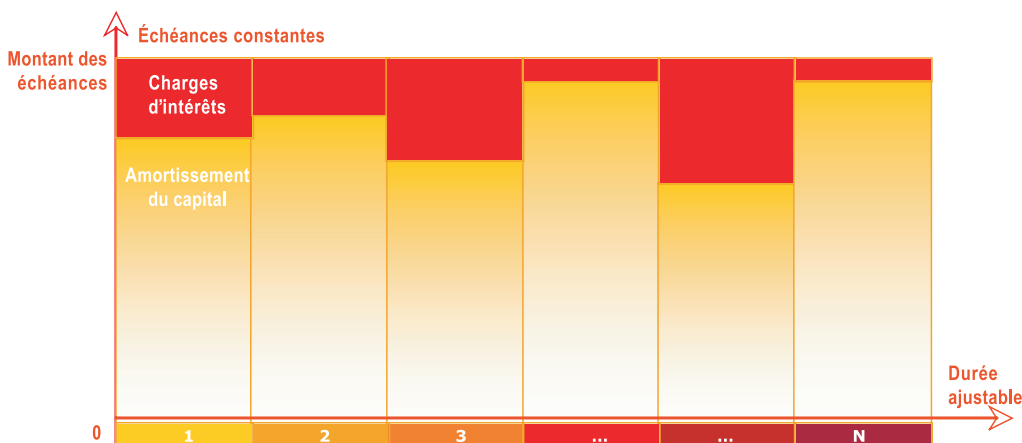
- quelques jours avant le début de la période sur laquelle se calculent les intérêts, c'est-à-dire avant le paiement de l'échéance précédente, l'emprunt étant alors dit à **taux révisable**, et les intérêts **prédéterminés** (appelé également **préfixés**),
- quelques jours avant le paiement de l'échéance elle-même, qui est dite alors **post-déterminée** (appelé également postfixée), le qualificatif de **taux variable** étant quelquefois réservé à cette dernière catégorie d'emprunts.



²² cf. partie III-B-3 : décryptage de la courbe des taux

	☉ Avantages	☹ Inconvénients
Taux variable (ou révisable)	<ul style="list-style-type: none"> • taux courts < taux longs (dans une configuration classique de la courbe des taux) • souplesse et flexibilité en termes d'arbitrage • possibilité de profiter des baisses de taux • remboursement anticipé 	<ul style="list-style-type: none"> • aucune certitude sur les montants des décaissements à venir • nécessité de pratiquer un suivi de gestion attentif et régulier (à chaque échéance) • complexité, selon sans pénalité les modalités retenues

Il est possible selon certains montages dit « à durée ajustable » de concilier une échéance fixe et un taux d'intérêt variable : à chaque échéance, le montant des intérêts, indexés sur un taux variable (ou révisable) est calculé, le solde par rapport au montant fixe de l'échéance étant affecté à l'amortissement du capital. Au final, l'ajustement éventuel est réalisé sur la durée totale de l'emprunt, par raccourcissement ou allongement en fonction de l'évolution future du taux variable retenu. Ce montage simple permet de bénéficier du niveau historique attractif des taux variables (ou révisables) tout en se garantissant une échéance contractuelle annuelle fixe (cf. schéma ci-dessous).



- **Les principaux index de référence utilisés**

Il s'agit de taux monétaires dits « courts », gouvernés principalement par les décisions des banques centrales concernées.

Les index monétaires variables :

- L'**EONIA** (European Overnight Index Average) est le taux au jour le jour du marché interbancaire de la zone euro. Il est calculé à partir d'un panel de 57 établissements financiers, et est publié par la Fédération des banques européennes le lendemain ouvrable (J + 1) pour une date d'effet le jour J.

- Le **T4M** (ou TMM : Taux Moyen Mensuel du Marché Monétaire) est la moyenne arithmétique des 30 ou 31 Eonia publiés au cours du mois précédent, sachant que, par convention, l'Eonia d'un samedi ou d'un dimanche sont ceux du vendredi précédent, et l'Eonia d'un jour férié est celui du jour ouvrable précédent. Le T4M est ainsi connu le premier jour ouvrable du mois suivant.

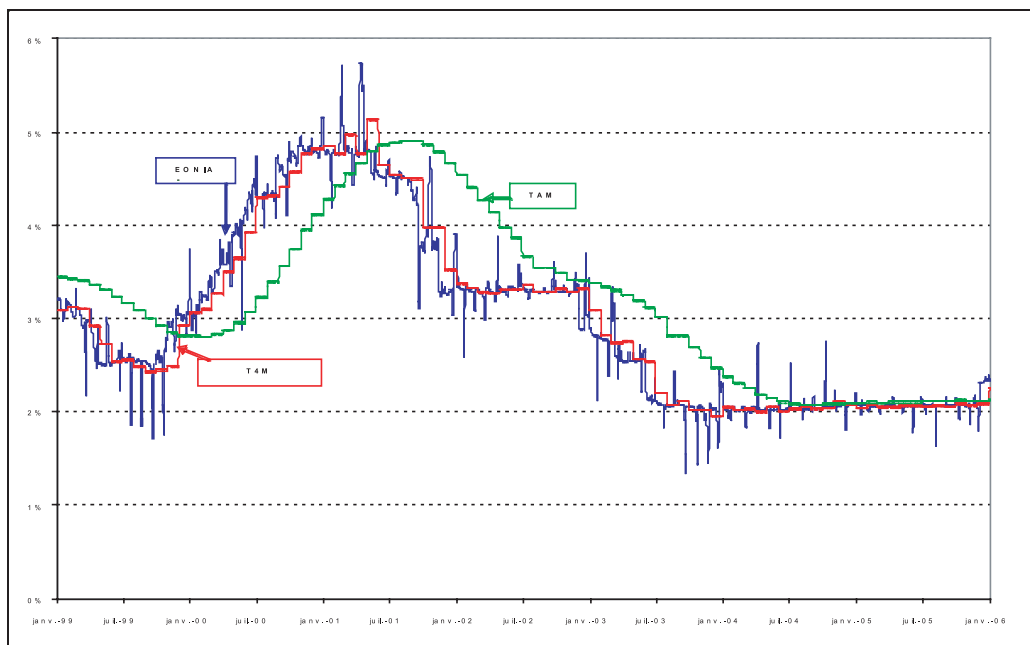
- Le **TAM** (Taux Annuel Monétaire) est, pour un mois donné, le taux de rendement d'un placement mensuel renouvelé à chaque fin d'échéance pendant les 12 mois écoulés, à intérêts composés, le taux de référence pour le calcul étant chaque mois le T4M. Le TAM est publié à chaque fin de mois. Il est postfixé, la collectivité ne connaît pas à l'avance le taux qui s'appliquera.

Pour aller plus loin...

Le **TAM** est obtenu par capitalisation de douze T4M successifs (glissants) par la formule :

$$1 + \text{TAM} = \prod_{k=1}^{12} \left(1 + \text{T4M}_k \frac{n_k}{360} \right)$$

(n_k est le nombre de jours du mois k).



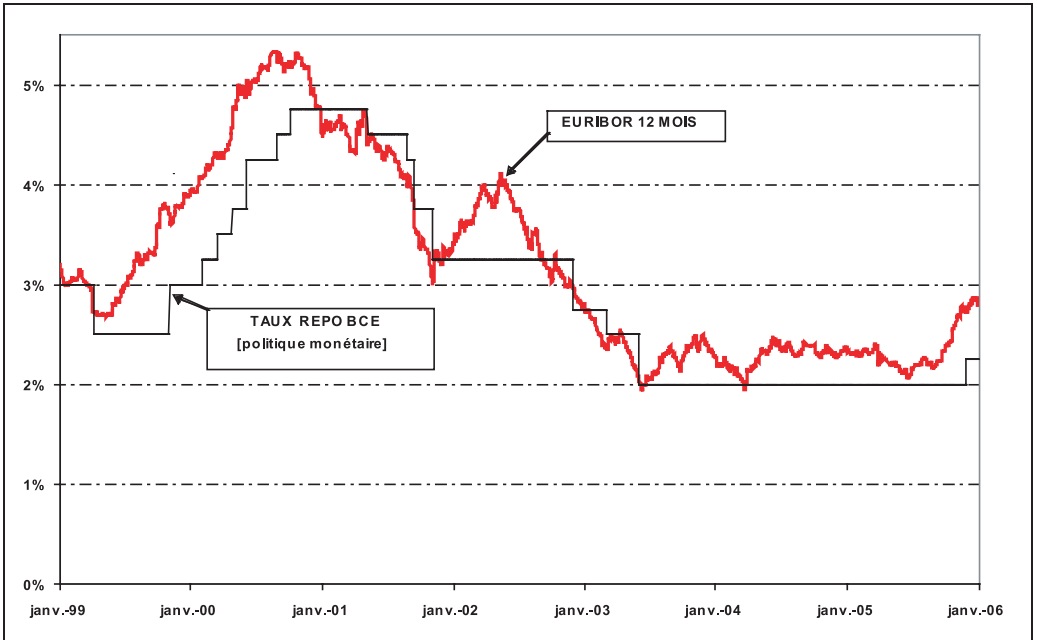
● Le **TAG** (Taux Annuel Glissant) est une variante du taux annuel monétaire. Il est calculé sur une période de 365 jours qui ne s'arrête pas forcément à une fin de mois. Le TAG 3 mois est calculé par capitalisation des 3 derniers mois écoulés.

Il existe des TAG 1 mois, 3 mois, 6 mois, équivalant au taux de rendement d'un placement mensuel, renouvelé chaque mois pendant la durée considérée, à intérêts composés en prenant en compte pour chaque mois le T4M correspondant, multiplié par le nombre de jours de la période et divisé par 365 ou 366.

Les index monétaires révisables :

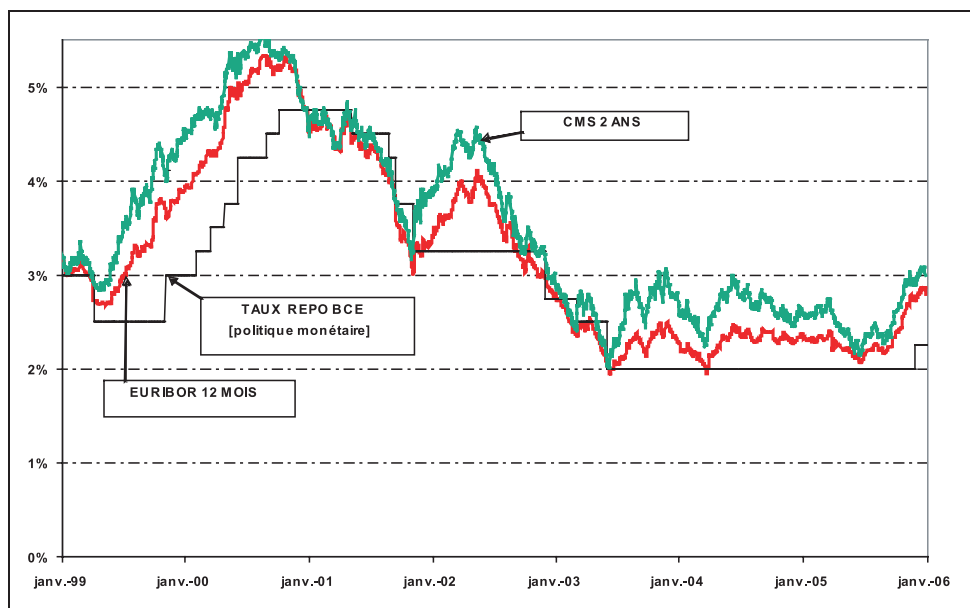
● l'**Euribor** (Euro Interbank Offered Rate) reflète la moyenne des cotations fournies par le panel des établissements financiers précité pour l'EONIA. Chaque jour, ces établissements communiquent à la Fédération Bancaire Européenne les conditions qu'ils proposent, à des contreparties de premier plan, pour des échéances allant de 1 à 12 mois. Il existe chaque jour 12 valeurs Euribor, les plus usitées pour les collectivités locales étant les 3 et 12 mois et dans une moindre mesure les 1 et 6 mois.

Contrairement à l'Eonia, les taux Euribor ne reflètent en effet pas des transactions effectives, mais des propositions de transactions. L'Euribor est, en standard, une référence préfixée, c'est-à-dire que la collectivité connaît à l'avance le taux qui s'appliquera à la prochaine échéance.



- Les **Constant Maturity Swap (CMS)**, aussi appelés « swaps de courbes », consistent en un échange de taux dont au moins l'un des deux est un taux variable de référence moyen ou long terme.

Les CMS **reflètent le niveau des taux fixes résultant de la courbe des taux**. Ils sont de plus en plus utilisés par les collectivités locales, aussi bien en indexation directe afin de diversifier les taux utilisés qu'aux travers des emprunts structurés, notamment dans la construction des produits de pente (voir ci-après).



Les indices obligataires :

- Le **TME** (Taux Moyen des Emprunts d'Etat) est le taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts d'Etat in fine à taux fixe supérieurs à 7 ans. Chaque semaine la Caisse des Dépôts publie une moyenne hebdomadaire, appelée THE, à partir de laquelle est calculé arithmétiquement le TME.

Ce taux se retrouve dans certains contrats de collectivités locales des années 90. Il peut également être utilisé dans la clause de remboursement anticipé pour le calcul de l'indemnité actuarielle des contrats taux fixe anciens.

- Les **BTf** (bons à taux fixes et à intérêts précomptés d'une durée de 13, 26 ou 52 semaines) et **BTAN** (bons à intérêts annuels émis pour des durées à l'origine de 1 à 5 ans) sont émis par le Trésor.

Ils peuvent également être utilisés dans la clause de remboursement anticipé pour le calcul de l'indemnité actuarielle des contrats taux fixe dans le cas de durée résiduelle courte.

- Les **OAT** sont des taux de rendement actuariels des obligations assimilables du Trésor. Elles servent bien souvent de référence au calcul de l'indemnité actuarielle en cas de remboursement anticipé des contrats à taux fixe.

● Le **TEC** (Taux à Echéance Constante) représente le taux de rendement actuariel d'une OAT (cf. ci-dessus) fictive dont l'échéance serait exactement de 10 ans. Il est obtenu par interpolation linéaire des deux taux actuariels des deux OAT dont les maturités encadrent le 10 ans.

Les OAT de référence sont des OAT à taux fixe, coupon annuel détaché le 25 janvier, avril, juillet ou octobre. Le calcul quotidien est réalisé par le CNO (Comité de Normalisation Obligataire) à partir des cotations des SVT (Spécialistes de Valeurs du Trésor) à 10 heures (moyenne des cours après élimination des extrêmes).

● Le **TMO** (taux moyen du marché obligataire) représente le taux de rendement des nouveaux emprunts émis à taux fixe au cours du mois et pondéré par les volumes correspondants. Ce taux se retrouve dans certains contrats de collectivités locales des années 90.

Pour aller plus loin :

L'impact des bases de calculs des intérêts : exact/360 - exact/exact...

La base précise la méthode de calcul des intérêts dus pour une période d'intérêts donnée, par exemple un trimestre, un semestre ou une année. Les trois principales bases de calcul : exact/360, (exact/exact), 30/360.

La base exact/360 est en général utilisée dans les calculs des taux d'intérêts monétaires. La base exact/exact est utilisée dans les calculs d'intérêts courus sur les marchés de capitaux français. Enfin, la base 30/360 est utilisée généralement pour les taux fixes classiques : on suppose alors qu'un mois fait 30 jours et qu'il y a 360 jours dans l'année.

Il est important d'être vigilant à la base de calcul appliquée car elle peut modifier sensiblement, à taux égal, les frais financiers payés.

<i>Comparatif base de calcul</i>	<i>Base 360/360</i>	<i>Base nb exact de jours/360</i>
<i>Taux fixe de 5%</i>	$5\% \times 360/360 = 5\%$	$5\% \times 365/360 = 5,07\% !$

3. L'innovation financière : les emprunts dits « structurés »

a) La solution « 2 en 1 »

Un emprunt structuré est le croisement d'un produit classique et d'un ou plusieurs instruments de couverture (options ou swap). Il s'agit en fait d'un prêt bancaire à moyen ou long terme, construit sur des opportunités offertes par les marchés financiers.

Il ne s'analyse pas juridiquement comme un produit dérivé, et par conséquent ne nécessite pas le vote d'une délibération spécifique ni l'application de la circulaire du 15 septembre 1992²³ relative aux produits dérivés. Juridiquement, les produits structurés sont régis par la réglementation relative aux emprunts classiques.

Les emprunts structurés nécessitent un suivi régulier des marchés en adéquation avec la stratégie de gestion de dette adoptée par la collectivité. Ils font appel à des techniques financières qui impliquent, comme évoqué précédemment, la maîtrise et la compréhension de la courbe des taux. Ils s'inscrivent dans une optique de diversification destinée à optimiser ses frais financiers tout en répartissant l'exposition au risque de taux de la dette.

Solution innovante, adaptée aux collectivités territoriales et au contexte financier actuel, les produits structurés peuvent permettre de minimiser les frais financiers en tirant profit des opportunités de marché.

Comme évoqué précédemment, il s'agit d'y recourir, certes selon des opportunités de marché, mais surtout en fonction de la stratégie financière que la collectivité locale souhaite appliquer à sa dette. Autrement dit, ces produits de diversification doivent s'envisager en perspective avec la dette globale.

b) La construction d'un produit structuré

Saisir les opportunités des marchés nécessite au préalable de comprendre et maîtriser la courbe des taux. Comme développé dans la seconde partie de ce guide, la courbe des taux est une représentation graphique de la relation entre les taux d'intérêt proposés aux emprunteurs sur les marchés et les durées correspondantes. Cette courbe donne la vision à un moment donné du coût de l'argent pour une maturité déterminée ; elle fluctue bien entendu en permanence.

²³ Cf. références juridiques à la fin du guide

● Déceler les exagérations de marché...

Comme décrit précédemment, la forme de la courbe actuelle est fortement convexe, c'est-à-dire que, d'une part, les taux courts sont inférieurs aux taux longs, d'autre part la courbe fortement pentue pour les maturités courtes s'aplatit pour les maturités longues. C'est la configuration généralement constatée : il s'agit d'une situation qualifiée de « normale ».

Au-delà de l'intérêt financier aujourd'hui reconnu de taux courts plus attractifs sur la durée du financement que les taux longs, cette courbe « normale » représente une réelle opportunité, plus riche que l'arbitrage traditionnel taux fixe / taux variable. **L'objectif consiste alors à mettre en place des stratégies financières qui visent à surperformer (« faire mieux ») que les traditionnels taux fixes ou Euribor préfixé.** Concrètement, cette courbe, valable à l'instant de sa construction, est utilisée par les marchés pour calculer « mathématiquement » les taux d'intérêt futurs, appelés également taux anticipés ou taux forwards. En effet, il est par exemple possible de calculer la valeur « théorique » de l'Euribor 12 mois dans un an à partir de l'Euribor 12 mois et du taux 2 ans issu de la courbe des taux.

Exemple simplifié de calcul d'un taux forward :

Si le taux 1 an (Euribor 12 mois) est de 2,83% et le taux 2 ans de 3,04%, le taux anticipé du 1 an dans 1 an se situe mathématiquement à 3,24% : en effet, en « moyenne », une première année à 2,83% suivie d'une année à 3,24% donneront 2 ans à 3,05%.

Dans la configuration pentue actuelle, la courbe permet donc de déduire que les taux anticipés seront en hausse sur les années à venir. Il s'agit bien entendu d'un calcul théorique, dont la probabilité de réalisation est faible, comme en témoigne la comparaison entre les historiques et les taux anticipés par les marchés à différentes dates passées.

Il convient donc de ne confondre les taux anticipés ni avec les prévisions des économistes, ni avec les historiques de taux passés.

Quelle est alors leur utilité ? Ces taux anticipés servent en fait principalement aux calculs par les marchés des prix des différentes stratégies de diversification proposés notamment aux collectivités locales.

Les taux anticipés (ou forwards) :

- sont calculés à partir de la courbe des taux
- relèvent d'un calcul théorique, « mécanique »
- servent à calculer les prix des stratégies structurées (les traders vont en effet se couvrir sur le marché des swaps avec les prix de la courbe des taux).

Les prévisions économiques :

- sont données par les économistes
- souvent à plus court terme (2 ans)
- peuvent varier d'un économiste à l'autre, et même un économiste peut indiquer plusieurs scénarii
- peuvent servir à valider l'intérêt financier de telle ou telle stratégie.

● ...pour construire sa propre stratégie de taux

Le choix d'un produit est basé sur la confrontation des taux forwards avec les historiques et les prévisions économiques. En cas de décalage manifeste, il est pertinent de tout d'abord se forger sa propre opinion, afin ensuite de se positionner éventuellement à l'encontre des anticipations purement « mécaniques » des marchés. En effet, l'intérêt de telle ou telle stratégie repose davantage sur l'analyse des fondamentaux économiques et des évolutions passées des taux que sur les forwards calculés mathématiquement. D'ailleurs, la création de valeur se fait souvent « contre » le marché, en misant sur la non-réalisation des taux forwards : ces stratégies pourront apparaître visuellement comme peu compétitives, tandis qu'elles peuvent être très performantes et économiquement justifiées.

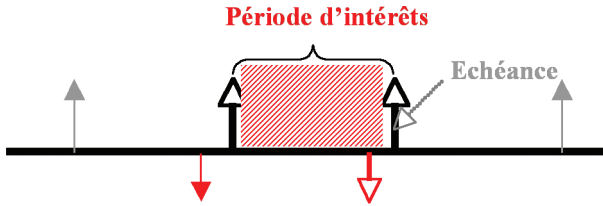
c) Les principales innovations en matière de stratégies de taux

Les innovations présentées, visent, selon les cas, soit à « battre » un taux fixe classique, soit à « faire mieux » qu'un Euribor classique. Il est important dans l'analyse des différentes stratégies de savoir à quel type de taux (fixe ou variable) il convient de faire référence afin de comparer la performance d'un produit structuré.

Compte tenu de l'évolution régulière des stratégies de taux structurés, la présentation ci-après n'a pas vocation à être exhaustive dans le temps. Seuls les principaux emprunts structurés à disposition des collectivités locales à la fin 2005 sont présentés. Bien entendu, ces montages peuvent également être réalisés sous forme de produits dérivés, sachant que l'innovation est souvent plus avancée sur ces produits dérivés.

● **L'innovation « classique » : l'observation postfixée de l'Euribor**

L'index Euribor est habituellement observé selon un mode préfixé, c'est-à-dire au début de la période d'intérêts concernée. Toutefois, il est possible d'opter pour des Euribor dits postfixés, c'est-à-dire constatés en fin de période d'intérêt (voir p. 38).

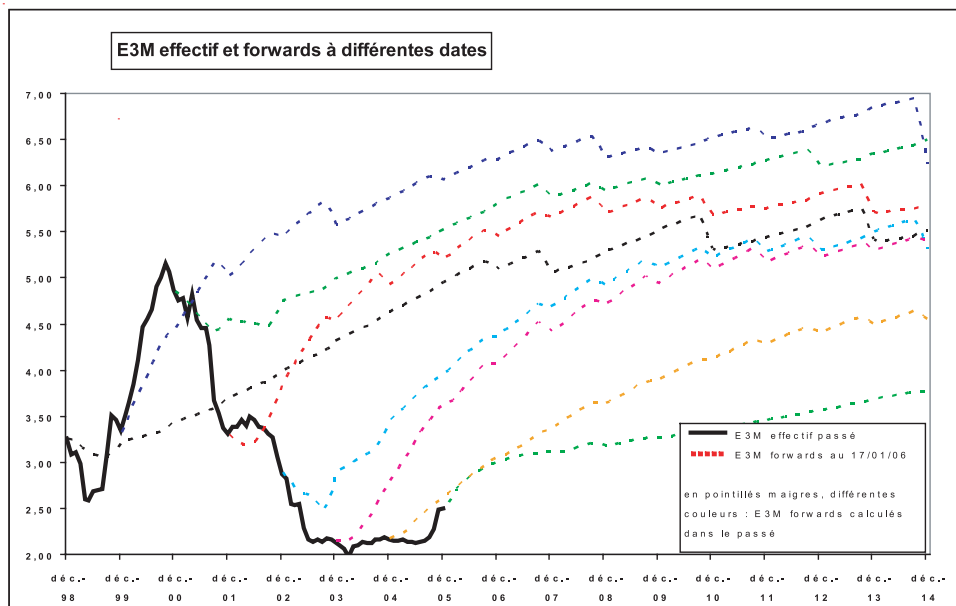


L'Euribor classique est préfixé, il est observé en général 2 jours ouvrés avant le début de la période d'intérêt à laquelle il va s'appliquer.

Lorsqu'il est constaté de façon postfixée afin de tirer partie de la forme de la courbe des taux, l'Euribor utilisé est celui observé quelques jours avant la fin de la période d'intérêts à laquelle il va s'appliquer.

Quel peut être l'intérêt d'opter pour un Euribor postfixé ?

Pour cela, il convient de maîtriser le concept de taux anticipé, dit taux forward. Comme expliqué ci-dessus, les taux anticipés sont calculés à partir de la courbe des taux à un instant « t ». Il s'agit par exemple de définir mathématiquement, et de façon totalement théorique, le niveau de l'Euribor 3 mois dans 6 mois, 9 mois, 1 an, dans 2 ans, etc. Bien entendu, comme le démontre le graphique ci-dessous, les taux anticipés ne se réalisent que rarement !



La comparaison par exemple des anticipations de l'Euribor 3 mois, telles qu'elles ont été calculées dans le passé année après année sur ce graphique, avec les niveaux réellement observés, permet finalement d'établir que :

- elles ne se sont que rarement réalisées, et encore sur des périodes assez courtes.
- l'Euribor 3 mois forward a toujours été censé augmenter à partir de son niveau d'origine. Ce phénomène s'explique par le fait que la courbe des taux est pentue de façon récurrente depuis plus de 10 ans, ce qui entraîne mathématiquement et donc mécaniquement une croissance des taux anticipés. Cette hausse théorique est notamment en contradiction avec les objectifs de la Banque Centrale Européenne, qui n'a eu que rarement une politique active de hausse du taux directeur : seulement à partir de l'automne 1999, pour une année environ.

Dans ce contexte, si la collectivité territoriale estime que les anticipations des marchés sont exagérées, il peut être judicieux d'opter pour une indexation en Euribor postfixé (observé à chaque fin de période d'intérêts) plutôt qu'un Euribor préfixé (déterminé classiquement en début de période d'intérêts).

Il est alors possible d'obtenir une marge bonifiée en retenant une indexation en Euribor postfixé au lieu des classiques Euribor préfixés.

Comment ?

L'index postfixé est anticipé par calcul au travers des taux forwards en hausse par rapport à l'index préfixé - *en raison de la configuration pentue et convexe actuelle de la courbe des taux* -, l'écart semble donc apparemment défavorable à l'indexation postfixée. La marge négative vient ici corriger cet écart théorique dont la probabilité de réalisation est quasi nulle. En revanche, la marge négative est garantie dès la mise en place du contrat et sur toute la durée de vie de l'emprunt !

Exemple simplifié de calcul d'une marge sur Euribor postfixé :

Si le taux 1 an (Euribor 12 mois) est de 2,83% et le taux 2 ans de 3,04%, le taux anticipé du 1 an dans 1 an se situe mathématiquement à 3,24% : en effet, en « moyenne », une première année à 2,83% suivie d'une année à 3,24% donneront 2 ans à 3,05%.

L'Euribor 12 mois actuel (préfixé) est donc égal à 2,83 %, et l'Euribor 12 mois postfixé théorique (anticipé dans 1 an), tel qu'il résulte du calcul de taux forward ci-dessus, ressort à 3,24 %. La différence entre l'Euribor 12 mois actuel et l'Euribor 12 mois anticipé dans un an est donc de $3,24\% - 2,83\% = 0,41\%$, c'est-à-dire que l'Euribor 12 mois préfixé est équivalent mathématiquement à un Euribor 12 mois dans un an assorti d'une marge négative de 0,41%. Pour des durées plus longues, il convient bien entendu de calculer la marge négative qui annulera la valeur actuelle des écarts entre les montants de toutes les échéances payés en Euribor pré- ou postfixé.

Cependant, une marge sur Euribor postfixé ne peut être directement comparée à une marge sur Euribor préfixé. Par ailleurs, le choix d'un index postfixé n'aura d'intérêt que si les marchés ont surestimé la hausse des taux courts.

Exemple simplifié de comparaison pré-post :

L'Euribor 12 mois s'élève à 2,83%, et l'Euribor 12 mois forward dans 1 an à 3,24%. Dans le cas d'une collectivité locale qui a opté pour un Euribor postfixé avec une marge négative de 0,41% (équivalent à un Euribor préfixé) :

- si les anticipations se réalisent, la collectivité paiera $3,24\% - 0,41\% = 2,83\%$ soit l'équivalent de l'Euribor préfixé.
- en cas de hausse des taux courts moins importante que celle anticipée, l'Euribor s'élevant par exemple à 3,10% dans 1 an, le taux payé par la collectivité sera alors de $3,10\% - 0,41\% = 2,69\%$, soit l'équivalent de l'Euribor préfixé - 0,14%.
- en revanche, si la hausse des taux courts est plus importante que celle prévue par les anticipations, le choix d'un index postfixé jouera en la défaveur de la collectivité : un Euribor à 3,45% fera payer à la collectivité un taux de $3,45\% - 0,41\% = 3,04\%$, soit l'Euribor préfixé + 0,21%.

Pour aller plus loin...

Le raisonnement détaillé ci-dessus s'applique également à d'autres index monétaires : le CMS 2 ans, dans une optique de diversification des index composant le compartiment taux variable de la dette, est de plus en plus usité.

● Le recours aux indexations étrangères

Les établissements bancaires peuvent proposer des index hors zone euro avec ou sans risque de change. Les offres ne comportant aucun risque de change sont celles qui ont le plus évolué ces dernières années.

Ces stratégies visent à utiliser les décalages existants entre la courbe des taux et de change de la zone euro et celles d'autres pays et d'en faire bénéficier les collectivités locales. Autrement dit, il s'agit de recourir à un index étranger plus bas, ou avec un potentiel de baisse.

Il convient cependant d'être vigilant et de ne réaliser que des opérations sans risque de change.

● Le **Libor CHF** (l'équivalent de l'Euribor en Suisse) est particulièrement apprécié des collectivités locales. En effet, la Suisse présente des caractéristiques favorables à des niveaux bas de taux d'intérêts : sa devise a un statut historique de valeur-refuge pour de nombreux investisseurs, son économie connaît une faible croissance et son inflation est maîtrisée. Par ailleurs, l'évolution du Libor CHF est fortement corrélée à celle de l'Euribor.

En revanche, il ne s'agit pas pour une collectivité française de prendre un risque de change et de s'endetter directement en franc suisse compte tenu de l'appréciation quasi mécanique de cette devise dite « forte » depuis 30 ans.

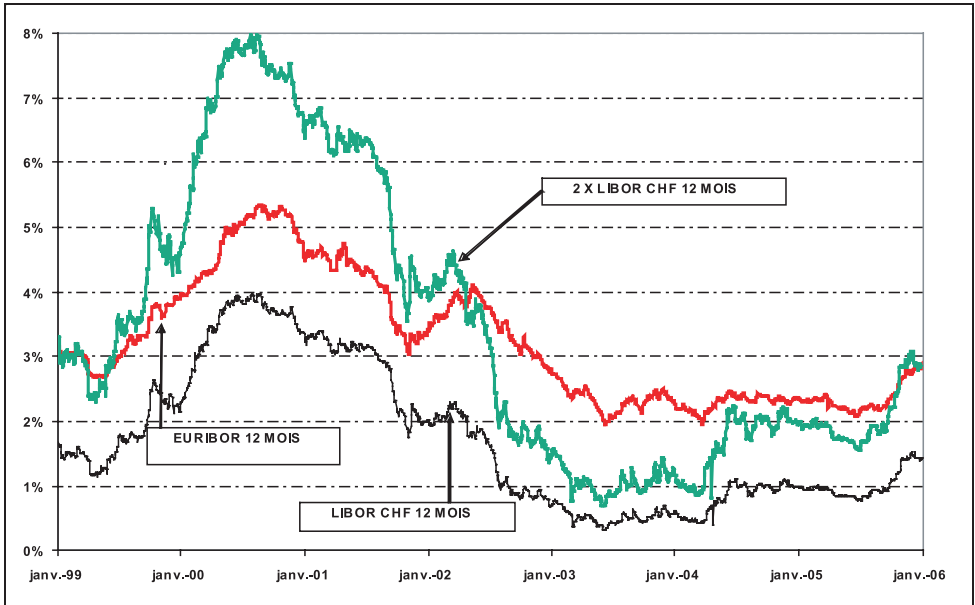
La solution consiste à recourir à des montages sans risque de change, du type « coefficient x Libor 12 mois - marge » qui se sont développés depuis le début des années 2000. La neutralisation du risque de change est obtenue grâce au coefficient multiplicateur de la formule ; il est souvent de 2. Ce mécanisme a permis à certaines collectivités de ne payer aucun frais financiers depuis leur mise en place compte tenu du niveau du Libor CHF 12 mois constaté depuis lors et de la marge fortement négative de la formule en 2001 et 2002 (autour de - 1,50% à - 2%).

Exemple de formule en Libor CHF sans risque de change pour un emprunt de 15 ans :

[2 X Libor CHF 12 mois postfixé] - 0,98%

⇒ *équivalent à Euribor 12 mois postfixé - 1,05% sur la base des derniers taux Libor CHF et Euribor connus*

(Libor CHF 12 mois de mi-janvier 2006 = 1,38% et l'Euribor 12 mois de mi-janvier 2006 = 2,83%).



● Le **Libor USD** (indexation américaine cotée à Londres, équivalente pour la zone US à l'Euribor), a permis de bénéficier de la chute des taux d'intérêts américains au début des années 2000, dans un contexte de politique monétaire très expansionniste des Etats-Unis. Il est également utilisé dans les montages « *taux fixe à barrière mono-index* » qui sont décrits ci-après.

L'écart actuel entre les courbes Euribor et Libor USD (voir graphique ci-dessous) s'explique d'une part par la stagnation de la courbe Euribor, due à la faible croissance européenne et à une inflation maîtrisée, d'autre part par la hausse des taux directeurs américains, mise en œuvre par la Fed (Banque Fédérale américaine) en réponse notamment aux « *déficits jumeaux* » (commercial et budgétaire) de l'économie américaine et au risque inflationniste outre-Atlantique.

Pour aller plus loin...

- Le **Stibor** (indexation suédoise) a eu autour des années 2000 un succès certain auprès des collectivités locales, car il réunissait alors deux qualités majeures : d'une part, une éventuelle entrée de la Suède dans la zone euro (toujours non effective) promettait une convergence des taux et donc l'absence de risques ; d'autre part, une courbe anticipée en forte progression, très décalée par rapport à la courbe euro, autorisait d'importantes marges négatives. Il est également utilisé dans les montages « *taux fixe à barrière mono-index* ».
- L'intérêt du **Pribor** (indexation tchèque) réside dans son éventuelle entrée dans la zone euro, et donc sur la convergence des taux qui en découlerait. Cet index s'est révélé très avantageux au début des années 2000.

● Les taux fixes dits « à barrière mono index »

Depuis la fin des années 90, les banques proposent **des emprunts construits à partir d'un taux fixe dont l'application est conditionnée par l'évolution future d'un index de référence**. La configuration pentue de la courbe des taux confère une valeur significative à la barrière décrite dans le montage ; cette option permet de bonifier des taux fixes eux-mêmes situés à des niveaux historiquement bas.

La collectivité paie :

⇒ un taux fixe bonifié si l'Euribor est inférieur ou égal à un certain niveau (dit barrière)

ou

⇒ un Euribor bonifié (c'est-à-dire Euribor - une marge) si l'Euribor est supérieur à la barrière

L'Euribor postfixé est observé indépendamment pour chaque période d'intérêts. Autrement dit, le basculement éventuel sur de l'Euribor n'est pas irréversible ; le taux d'intérêt applicable à l'échéance suivante peut de nouveau être le taux fixe bonifié.

Les taux fixes à barrière répondent ainsi à **une logique d'endettement à taux fixe tout en bénéficiant d'une partie du niveau attractif des taux variables**, qui sont en général inférieurs de 30% !

Exemple de formule de taux fixe à barrière sur Euribor pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- 3,09% si l'Euribor 12 mois postfixé \leq 4,50%
- L'Euribor 12 mois postfixé - 0,05% si l'Euribor 12 mois postfixé est $>$ 4,50 %
(Euribor 12 mois de mi-janvier 2006 = 2,83%)

D'autres index de référence peuvent être utilisés en fonction des opportunités de marché et de la forme respective des différentes courbes de taux des pays concernés : CMS 2 ans, Libor USD 12 mois, Stibor 12 mois, Pribor 12 mois, Wibor 12 mois...

La construction technique de ce produit est identique à celle prévalant pour l'Euribor postfixé tel qu'exposé précédemment : si la collectivité estime que les anticipations des marchés sont exagérées et en décalage avec les fondamentaux économiques et les évolutions passées d'Euribor, il est alors pertinent d'opter pour un taux fixe à barrière, **l'enjeu étant de positionner la barrière à un niveau assurant à la fois sécurité et bonification satisfaisante du taux fixe.**

Exemple indicatif de comparaison de cotations en fonction de la barrière pour un emprunt de 15 ans :

<i>Barrière utilisée</i>	<i>La collectivité paie :</i>
4,50%	<ul style="list-style-type: none"> • 3,09% si l'Euribor 12 mois postfixé \leq 4,50%, • Euribor 12 mois postfixé - 0,05% si l'Euribor 12 mois postfixé $>$ 4,50 %
5,00%	<ul style="list-style-type: none"> • 3,19% si l'Euribor 12 mois postfixé \leq 5,00%, • Euribor 12 mois postfixé - 0,05% si l'Euribor 12 mois postfixé $>$ 5,00 %
5,50%	<ul style="list-style-type: none"> • 3,29% si l'Euribor 12 mois postfixé \leq 5,50%, • Euribor 12 mois postfixé - 0,05% si l'Euribor 12 mois postfixé $>$ 5,50 % (Euribor 12 mois de mi-janvier 2006 = 2,83%)

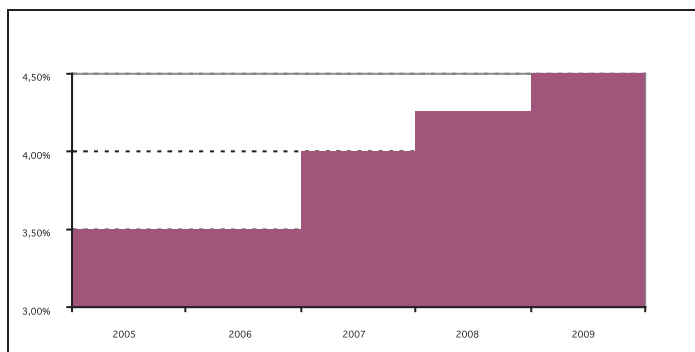
(Euribor 12 mois de mi-janvier 2006 = 2,83%)

Le niveau de barrière choisi au contrat par la collectivités locale conditionne ainsi le taux fixe bonifié : plus le niveau de celle-ci est bas, plus le taux fixe est bonifié par rapport aux conditions du marché...mais la protection par rapport aux évolutions futures de l'Euribor moins importante !

Depuis 2003 se sont développées les **barrières dites « progressives »**, qui augmentent par paliers prédéfinis tout au long de la vie de l'emprunt, permettant d'une part de **tenir compte de la courbe des taux actuels** et d'autre part de **bénéficier d'une protection supérieure !**

Il convient désormais de privilégier ce type de barrières, plus intéressantes que les barrières fixes sur toute la durée.

Illustration d'un profil progressif de barrières



Exemple indicatif de formule de taux fixe à barrières progressives sur Euribor pour un emprunt de 15 ans :

Barrières progressives	La collectivité paie :
Années 1 à 5 : 4%	<ul style="list-style-type: none"> • 3,03% si l'Euribor 12 mois postfixé \leq barrières, • Euribor 12 mois postfixé - 0,05% si l'Euribor 12 mois postfixé $>$ barrières
Années 6 à 10 : 4,50%	
Années 11 à 15 : 5,50%	

Il s'agit dans ce type de construction de positionner à un juste niveau les barrières qui s'appliqueront pour chaque échéance de l'emprunt.

• Les taux variables dits « à barrière mono-index »

La technique est identique à celle des taux fixes à barrières mais il s'agit ici de bonifier un taux variable (ou révisable), par exemple l'Euribor.

Dans le cas le plus simple, l'Euribor est assorti d'un floor (plancher). Autrement dit, la collectivité choisit ce produit lorsqu'elle souhaite s'endetter sur de l'Euribor et qu'elle estime que l'Euribor ne baissera pas en deçà d'un certain niveau.

La collectivité paie :
<p>⇒ un Euribor bonifié (c'est-à-dire Euribor - marge) si l'Euribor est supérieur à un certain niveau (dit barrière)</p> <p style="text-align: center;">ou</p> <p>⇒ un taux fixe garanti si l'Euribor est inférieur à la barrière</p>

Exemple indicatif de formules d'Euribor à barrière plancher pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- Euribor 12 mois postfixé - 0,05% si l'Euribor 12 mois postfixé \geq 2,25%,
- 3,39% si l'Euribor 12 mois postfixé $<$ 2%,

Dans ce cas, moins fréquent, la bonification de l'Euribor est conditionnée par l'évolution d'un index hors zone euro, par exemple le Libor USD.

La collectivité paie :

⇒ un Euribor bonifié (c'est-à-dire Euribor - marge) si le Libor USD est inférieur à un certain niveau (dit barrière)

ou

⇒ un Libor USD bonifié (c'est-à-dire Libor USD - marge) si le Libor USD est supérieur à la barrière

Exemple indicatif de formules d'Euribor à barrière sur Libor USD pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- Euribor 12 mois postfixé - 0,09% si le Libor USD 12 mois postfixé \leq 7,00%,
 - Libor USD 12 mois postfixé - 0,09% si le Libor USD 12 mois postfixé $>$ 7,00%,
- (Euribor 12 mois de mi-janvier 2006 = 2,83% & Libor USD 12 mois de mi-janvier 2006 = 4,81%)*

● **Les stratégies indexées sur l'« inflation »**

Les collectivités peuvent emprunter sur une référence inflation depuis la mise en place en 2004 de la formule mathématique de détermination tous les 6 mois du taux du Livret A.

L'inflation, mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH), est l'indicateur permettant d'apprécier la stabilité des prix. Elle est bien souvent surestimée par les agents économiques. Les marchés anticipent que la Banque Centrale Européenne (BCE) réalisera son objectif de maîtrise de l'inflation à 2.00 %.

La stratégie dite payeuse d'inflation se décline principalement sous la forme de :

La collectivité paie :

l'inflation retenue + constante

Une variante de présentation peut également être un taux fixe qui peut varier en fonction de l'évolution de l'inflation. Le produit est toutefois rigoureusement identique.

Cette stratégie suppose bien entendu d'avoir une anticipation de hausse de l'inflation inférieure à celle du marché. Le taux payé dépend directement de l'inflation. La stratégie est pertinente quand les recettes dépendent de manière assez importante du niveau de l'inflation (transport, eau, ordures ménagères,...)²⁴. Mais les dépenses seront sans doute elles aussi liées à l'inflation et il faudra avoir une sensibilité à l'inflation du budget plus forte du côté des recettes que du côté des dépenses.

Exemple indicatif de formule dite payeuse d'inflation pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie l'inflation retenue + 1,60%

⇒ Soit 3,57% sur la base du dernier taux inflation

(inflation retenue hors tabac, égale à 1,73% à mi-janvier 2006)

La stratégie receveuse d'inflation se décline principalement sous la forme de :

La collectivité paie :

Euribor 12 mois + taux réel - marge
(avec taux réel = Euribor 12 mois - inflation)

Exemple indicatif de formule dite receveuse d'inflation pour un emprunt de 15 ans :

Formule = l'emprunteur paie l'Euribor 12 mois postfixé - 1,33% + taux réel

(Avec taux réel = Euribor 12 mois postfixé - inflation hors tabac)

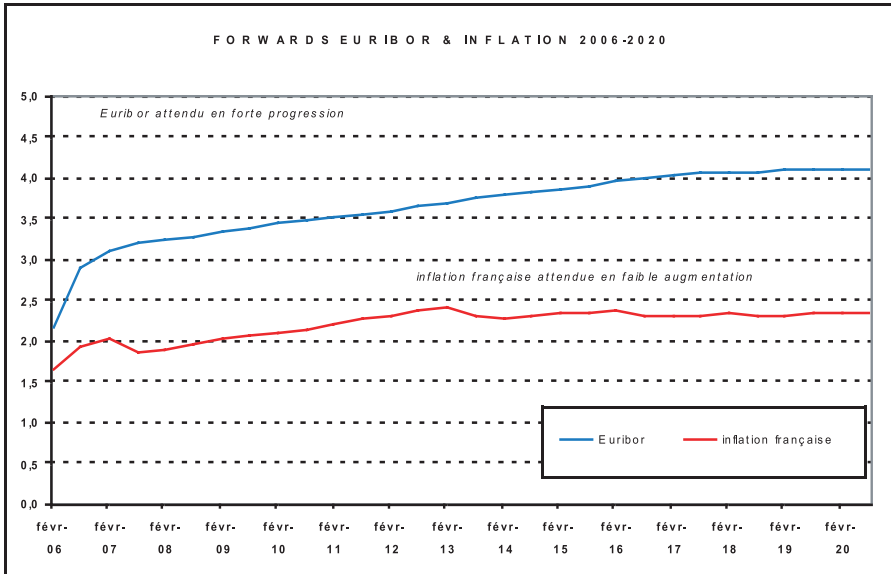
⇒ équivalent à Euribor 12 mois - 0,68% sur la base des derniers taux inflation et Euribor connus

(inflation retenue hors tabac, égale à 1,73% à mi-janvier 2006 et Euribor 12 mois à mi-janvier 2006 égal à 2,83%)

Ce produit s'inscrit dans un scénario de stabilité ou de progression mesurée du taux réel français (Taux Euribor - inflation²⁵). Ce taux réel est anticipé en forte croissance, en raison d'Euribor anticipés (voir ci-dessous) en hausse et d'une inflation stable. Or, cette anticipation d'Euribor peut sembler en décalage avec la politique monétaire anti-inflationniste de la Banque Centrale Européenne (objectif statutaire d'inflation à 2% et taux courts stables), qui induit en corollaire des taux courts plutôt bas.

²⁴ Voir p. 63 « Pour aller plus loin... »

²⁵ L'inflation, mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC), est l'indicateur permettant d'apprécier la stabilité des prix.



Par rapport à la stratégie précédente, **la sensibilité du budget par rapport à l'inflation doit cette fois-ci être plus importante du côté des dépenses que du côté des recettes.**

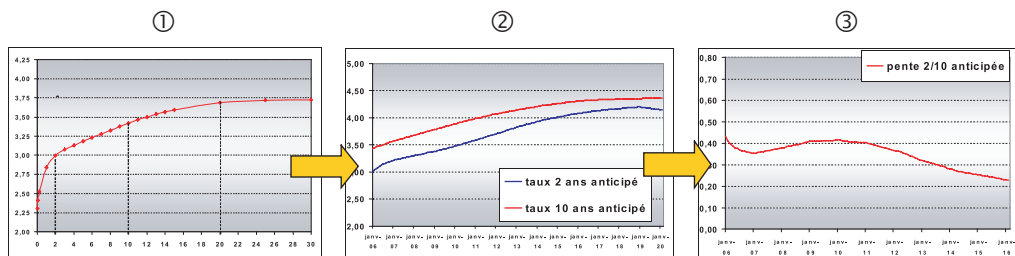
● Les produits de pente : nouveauté 2005

Les produits de pente sont apparus plus récemment mais font l'objet, dans une optique de diversification de l'encours de dette, d'un recours croissant des collectivités locales. Il s'agit ici d'analyser la pente qui est l'écart entre les taux longs et les taux courts.

La pente est mesurée en général par la différence entre le CMS 2 ans et le CMS 10 ans. Il est cependant possible, en fonction de la configuration de la courbe des taux actuelle et anticipée, de recourir à d'autres types de pente, tel l'écart entre le CMS 5 ans et le CMS 30 ans.

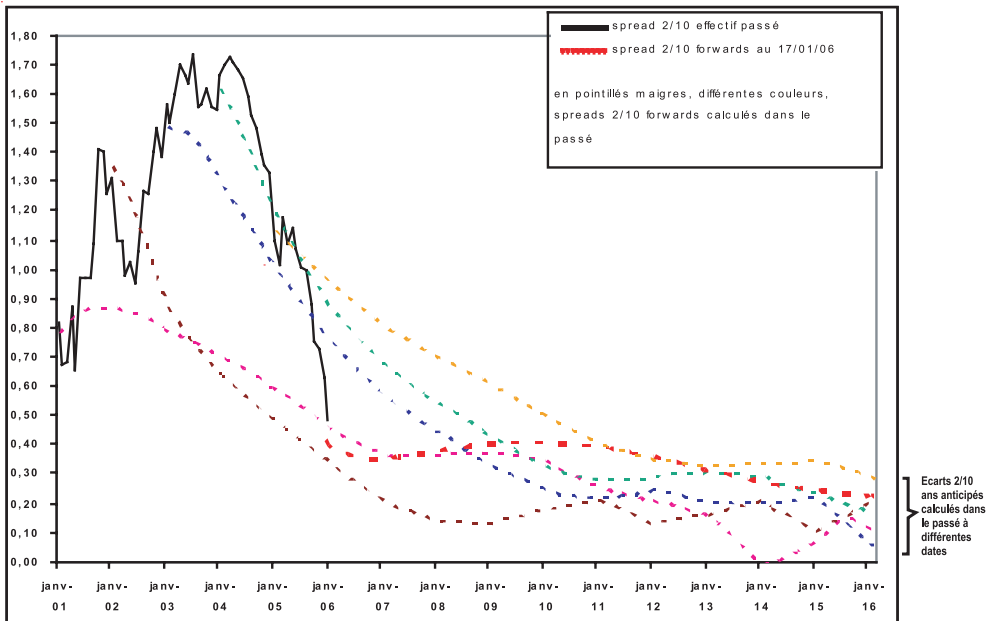
Le mécanisme de construction est bien entendu similaire à celui des autres emprunts structurés : il s'agit ici d'exploiter le décalage entre la pente anticipée (ou forward) et les historiques complétées des prévisions économiques. L'utilisation de cette « exagération » doit permettre de bonifier des conditions financières d'emprunt.

Ainsi, dans le cas de la pente résultant de l'écart (appelé également « spread ») entre les taux 2 ans et 10 ans, il apparaît qu'en théorie, le taux 2 ans forward va converger vers le taux 10 ans forward, entraînant mécaniquement un aplatissement à terme de la courbe des taux (cf. graphiques ①, ② et ③ ci-dessous).



En effet, le taux 2 ans anticipé (c'est-à-dire calculé) part de son niveau mi-janvier 2006, environ 3%, et suit la pente de courbe, assez forte sur les maturités moyennes. Si on calcule aujourd'hui le taux 10 ans anticipé sur les 15 prochaines années, il part d'un niveau bien supérieur, environ 3,45% mi-janvier 2006, puis suit la pente de la courbe beaucoup plus mesurée au-delà de 10 ans.

Ainsi le taux 2 ans anticipé va en quelque sorte « rattraper » le taux 10 ans anticipé. Finalement, à l'issue du calcul de la différence entre les deux, c'est-à-dire la pente anticipée entre les taux de swaps 2 et 10 ans, cette dernière est censée passer du niveau actuel d'environ 45 points de base* à un niveau d'environ 20 points de base à partir de 2015, puis rester à ce niveau. Cette convergence théorique est récurrente depuis plusieurs années et, comme tout calcul de taux forwards, n'a qu'une faible probabilité de se réaliser.



Comme pour les forwards de l'Euribor, présentés précédemment, il existe donc un décalage entre les anticipations et les réalisations effectives pour la pente de la courbe : en comparant les anticipations de la pente calculées année après année avec les réalisations effectives, il apparaît que là encore, les anticipations ne se réalisent en général que rarement, et que ces calculs « *anticipent* » une courbe « *plate* » à terme alors qu'elle est de façon récurrente pentue ! Cela est dû à la forme convexe de la courbe des taux, qui est également récurrente dans le temps, et qui, entraîne des anticipations décroissantes pour la pente.

Les produits de pente peuvent également être construits selon la même logique, sur d'autres écarts de taux, par exemple l'Euribor 12 mois et le TEC 10, etc.

❑ Les stratégies de pente visant à surperformer un taux fixe classique

1ère génération :

La collectivité locale bénéficie d'un taux fixe bonifié si le spread²⁶ 2 ans / 10 ans est supérieur ou égal à la barrière contractuelle. Si, à une échéance donnée, le spread est inférieur à cette même barrière, le taux appliqué sera alors un taux fixe plafond.

L'objectif du recours à ce montage est de voir perdurer une forme convexe de la courbe des taux, c'est-à-dire a minima pentue. Il permet par ailleurs de connaître sur toute la durée de l'emprunt le taux d'intérêt maximal à payer, quelle que soit l'évolution des taux.

Par cette stratégie, l'emprunt n'est plus exposée directement sur un index, mais sur une nouvelle référence : la pente de la courbe des taux. Cette solution offre ainsi l'opportunité de diversifier la nature de l'exposition de la dette, et surtout de **décorrélér cet emprunt de l'évolution d'un index unique.**

La collectivité paie :

⇒ un taux fixe bonifié si la pente 2/10 est supérieure à un certain niveau (dit barrière)

ou

⇒ un taux fixe garanti si la pente 2/10 est inférieure à la barrière

Exemple indicatif de formule de taux fixe à barrière sur pente 2/10 pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

• 2,95% si la pente 2/10 postfixé $\geq 0,30\%$,

• 5,50% si la pente 2/10 postfixé $< 0,30\%$,

(pente 2/10 de mi-janvier 2006 = 0,45%)

Depuis mi-2005 se produit un léger aplatissement conjoncturel de la courbe des taux, suite notamment aux conséquences des tensions sur le pétrole. Dans ce contexte, il est préconisé de figer le taux fixe bonifié sur une première phase de 2 ans, c'est-à-dire pour les échéances de 2007 et 2008. La dégradation de la cotation du taux fixe bonifié n'est alors pas trop importante et permet de viser le retour à une courbe plus pentue d'ici 2009.

²⁶ Spread = écart

Exemple indicatif de formule de taux fixe à barrière sur pente 2/10 avec 2 ans de taux fixe garanti pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- 3,15% pendant 2 ans

puis

- 3,15% si la pente 2/10 postfixé $\geq 0,30\%$,
 - 5,50% si la pente 2/10 postfixé $< 0,30\%$,
- (pente 2/10 de mi-janvier 2006 = 0,45%)

2ème génération :

La collectivité locale bénéficie également d'un taux fixe bonifié si le spread²⁷ 2/10 est supérieur ou égal à la barrière contractuelle. En revanche, si, à une échéance donnée, le spread est inférieur à cette même barrière, le taux appliqué sera alors un taux d'intérêt utilisant la pente comme levier.

Ce montage permet de positionner une barrière plus basse en contrepartie d'un taux d'intérêt potentiellement plus élevé en cas de courbe des taux plate ou inversée.

La collectivité paie :

- ⇒ un taux fixe bonifié si la pente 2/10 est supérieure à la barrière,
ou
⇒ un [taux fixe - (5 x pente 2/10)] si la pente 2/10 est inférieure à la barrière

Exemple indicatif de formule de 2ème génération de taux fixe à barrière sur pente 2/10 pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- 2,35% si la pente 2/10 postfixé $\geq 0,10\%$,
 - 7% - (5 x pente 2/10) si la pente 2/10 postfixé $< 0,10\%$,
- (pente 2/10 de mi-janvier 2006 = 0,45%)

- Les stratégies de pente visant à surperformer un Euribor classique

Les stratégies à barrière

La construction et le principe sont analogues à ceux des taux fixes à barrière sur pente, le taux fixe bonifié étant remplacé par un index monétaire, par exemple l'Euribor ou le CMS 2 ans.

²⁷ Spread = écart entre deux taux de marché

La collectivité paie :

- ⇒ le CMS 2 ans bonifié (c'est-à-dire CMS 2 ans - marge) si la pente 2/10 est supérieure à la barrière, ou
- ⇒ un taux fixe garanti si la pente 2/10 est inférieur à la barrière

Exemple indicatif de formule de CMS 2 ans à barrière sur pente 2/10 pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- le CMS 2ans - 0,69% si la pente 2/10 postfixé $\geq 0,30\%$,
- 5,50% si la pente 2/10 postfixé $< 0,30\%$

⇒ équivalent à Euribor 12 mois - 0,52% sur la base des derniers CMS 2 ans et Euribor 12 mois connus

(Euribor 12 mois à mi-janvier 2006 égal à 2,83%, CMS 2 ans de mi janvier 2006 = 3,00% et pente 2/10 de mi janvier 2006 = 0,45%)

Les stratégies à effet de levier

Il s'agit cette fois d'intégrer la pente directement dans la formule du taux d'intérêt payé par la collectivité.

La collectivité paie :

⇒ un taux fixe - (5 x pente 2/10)

Exemple indicatif de formule utilisant le levier de la pente 2/10 pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- 7% - [5 x pente 2/10]

(pente 2/10 de mi janvier 2006 = 0,45%)

La collectivité paie :

⇒ 2 x Euribor 12 mois - TEC 10* + constante

Exemple indicatif de formule utilisant le levier de la pente pour un emprunt de 15 ans :

La collectivité paie :

- 2 x Euribor 12 mois postfixé - TEC 10 + 0,69%

(Euribor 12 mois à mi-janvier 2006 égal à 2,83%, TEC 10 de mi janvier 2006 = 3,28%)

4. Les outils hors-bilan : les produits dérivés de taux

Les produits dérivés de taux recouvrent principalement les instruments à terme, qui ont pour effet de modifier un taux, et les options, qui sont des outils de couverture assortis de conditions.

Compte tenu du montant unitaire (autour de 1,5 M d'euros), les produits dérivés de taux s'adressent plutôt aux collectivités locales qui gèrent un encours de dette significatif. **Ils permettent de gérer activement sa dette en s'affranchissant de l'éventuelle rigidité de certains contrats** (remboursement anticipé non prévu contractuellement, multiplicité de contrats...) et offrent une réactivité plus importante dans la mesure où les contrats d'emprunts ne sont pas juridiquement impactés.

En effet, les produits dérivés de taux visent à modifier le taux d'intérêt d'un (ou des) contrat(s) d'emprunt, appelé(s) « *sous-jacent(s)* » sans modifier les clauses contractuelles du (des) contrats d'emprunt concerné(s). Il s'agit en fait de superposer à un (des) emprunt(s) présent(s) un contrat qui permet au final - en synthétisant le contrat de prêt et le contrat de dérivé - d'obtenir une nouvelle indexation ou une protection supplémentaire au contrat d'origine.

Seul le taux d'intérêt est travaillé, aucun échange de capital n'est possible.

a) Le cadre juridique des produits dérivés de taux

Une circulaire du 15 septembre 1992²⁸ a précisé les modalités de recours aux produits dérivés, et notamment a interdit toute forme de spéculation ou de placement déguisé. Plus précisément, un produit dérivé doit être adossé à une dette existante ou voté à condition qu'elle soit effectivement contractée.

Par ailleurs, il ne peut être mis en place un swap d'un taux fixe contre un autre taux fixe, et tout versement d'une soulte par la collectivité à l'établissement financier est prohibé. En outre, les dispositifs qui visent à déplacer dans le temps les échéances en capital, sont exclus, car les dérivés de taux ne peuvent porter que sur les frais financiers.

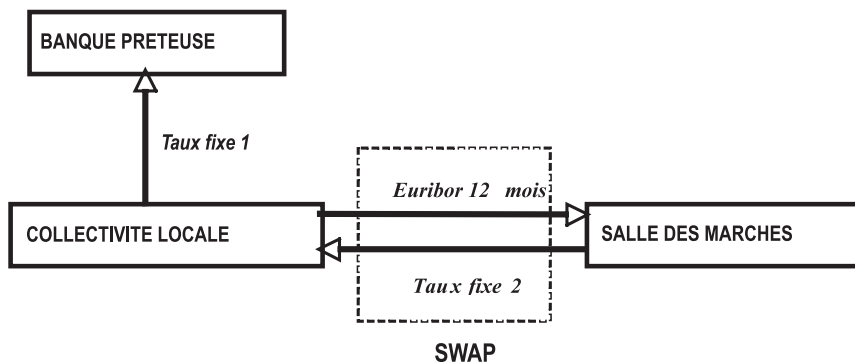
La collectivité locale doit faire valider par son assemblée délibérante le recours à des dérivés de taux en motivant cette utilisation par une analyse financière de l'encours de dette, l'exposé des objectifs poursuivis par ces opérations de marché et les caractéristiques des dérivés autorisés. La circulaire du 4 avril 2003²⁹ permet la délégation aux maires et présidents pour passer des « *opérations de marché, tels les contrats de couverture de taux* », moyennant les justifications exposées ci-dessus.

²⁸ Cf. références juridiques à la fin du guide

²⁹ Cf. références juridiques à la fin du guide

b) Les contrats de swaps

Ces produits permettent à la collectivité d'échanger un taux fixe (ou une indexation en devises) contre un taux variable (ou une autre indexation en devises), et inversement, tout en conservant le prêt initial dans son stock de dette.



Le swap de taux d'intérêt est bien un échange, c'est-à-dire un contrat égalitaire entre les parties. Celles-ci s'échangent des flux de nature différente qui, le jour de la mise en place du contrat de swap, doivent présenter la même valeur actuelle³⁰. La cotation d'un swap à sa mise en place permet d'assurer l'équité des flux reçus et décaissés.

Exemple indicatif de swap :

Une collectivité locale possède un encours de 15 M€ à taux fixe. Prévoyant une stabilité des taux, elle souhaite profiter du niveau actuel des taux courts. Elle peut alors réaliser le swap suivant :

- durée de l'opération : 15 ans
- montant : 15 M€
- amortissement : annuel linéaire
- la collectivité locale reçoit : **4,30 % annuel (30 / 360)**
- la collectivité paie : **Euribor 12 mois (exact / 360)**

A chaque date de constatation fixée par le contrat, il s'agit de comparer le niveau de l'Euribor 12 mois au taux fixe annuel :

- **Si l'Euribor 12 mois est supérieur à 4,30 %** : la collectivité locale verse au titre du swap le différentiel entre l'Euribor 12 mois et le taux fixe du swap.
- **Si l'Euribor 12 mois est inférieur à 4,30 %** : la collectivité locale reçoit au titre du swap le différentiel entre le taux fixe du swap et l'Euribor 12 mois

³⁰ En effet, pour tout prêteur ou emprunteur, une somme future n'est pas directement comparable à une somme présente.

Pour aller plus loin :
tableau comparatif swap / modification d'un emprunt par avenant

	☺ Avantages	☹ Inconvénients
Swap	<ul style="list-style-type: none"> • souplesse de gestion : mise en place indépendante des dates d'échéance, voire rétroactive • gestion de la position sans toucher à l'encours sous-jacent 	<ul style="list-style-type: none"> • le solde des flux échangés figure au compte administratif : une stratégie ponctuellement perdante sera donc plus visible qu'un aménagement du contrat d'origine
Avenant/ refinancement	<ul style="list-style-type: none"> • Visibilité de la gestion dynamique dans l'état de la dette, « nettoyé de taux hors marché » • Compactage/lissage possible 	<ul style="list-style-type: none"> • En l'absence de délibération cadre de gestion de dette, lourdeur administrative • Nécessité d'appliquer les conditions de sortie du contrat d'origine

c) Les contrats de couvertures : caps, floors et collar

• Cap : protéger une dette à taux variable contre un risque de hausse des taux

Le contrat de **cap** est une opération d'« assurance » par laquelle l'acheteur du contrat se garantit, sur une période et pour un montant donné, un taux d'intérêt plafond (taux garanti ou « *strike* » en anglais par rapport à un taux de référence).

Moyennant le versement d'une prime, la collectivité peut fixer à l'avance le taux maximum de son endettement, tout en se réservant la possibilité de bénéficier d'une éventuelle baisse des taux.

Il s'agit d'un contrat de gré à gré, indépendant du contrat de financement initial et juridiquement distinct du contrat de prêt. Il peut donc s'adosser sur un ou plusieurs contrats d'emprunts.

Exemple indicatif de cap :

Dans cet exemple, la collectivité locale paie 0,40% du capital (soit 60.000 €) pour se garantir un taux d'intérêt maximum de sa dette à 4,5 % contre Euribor 3 mois sur 3 ans.

Durée de l'opération	3 ans
Capital	15 M€
Indice de référence	Euribor 3 mois
Taux plafond	4,5 %
Prime	0,40 % du capital (payée à la mise en place du contrat)

A chaque date de constatation fixée par le contrat, la salle des marchés comparera le niveau de l'Euribor 3 mois au taux plafond de 4,5 %.

Si l'Euribor 3 mois est supérieur à 4,5 %, la salle des marchés versera à la collectivité une indemnité correspondant à la différence entre l'Euribor 3 mois et les 4,5 % garantis par l'opération. Sinon, aucun versement ne sera effectué par la salle des marchés.

Pour aller plus loin...

Variantes	Principe
Cap à cartouches	L'acheteur peut faire jouer l'assurance contre la hausse des taux pour un nombre limité de constatations (« cartouches »). A chaque constatation, l'acheteur décide ou non (a posteriori) d'utiliser une de ses cartouches. Il s'agit d'une stratégie de réduction de prime
Cap à degrés	L'opération d'assurance présente deux niveaux de protection par rapport à un taux de référence. Il s'agit là encore de réduire le coût de la couverture.
Cap à barrière activante	Le taux d'intérêt plafond devient actif quand le taux de référence franchit une barrière (« barrière activante ») déterminée dans le contrat. Cette stratégie vise à réduire le coût de la protection.
Cap à barrière désactivante	Le taux d'intérêt plafond disparaît quand le taux de référence franchit une barrière (« barrière désactivante ») déterminée dans le contrat.

● Collar : protéger une dette à taux variable contre un risque de hausse des taux tout en réduisant le coût de la couverture

Le tunnel de taux (**collar**) est une opération par laquelle la collectivité se garantit, sur une période et pour un montant donné, un coût global d'emprunt compris entre un taux plancher et un taux plafond.

Le collar se constitue en achetant un cap et en vendant un floor. Un **floor**, ou contrat de garantie de taux plancher, est une opération d'assurance par laquelle l'acheteur du contrat se garantit, sur une période et pour un montant donné, un taux d'intérêt plancher par rapport à un taux de référence.

Les taux d'exercice du cap et du floor déterminent les bornes du tunnel. Il s'agit d'une stratégie de réduction de prime qui doit être comparée à l'achat d'un cap.

Exemple

La collectivité se garantit ici un taux d'intérêt maximum de sa dette à 4,5 % mais ne bénéficie pas de la baisse de l'Euribor 3 mois en deçà de 2,5 %. En concluant un collar sur 3 ans avec un taux garanti à 4,5 %, la collectivité paie une prime qui correspond à environ 25 % de la prime d'un cap standard à 4,5%.

<i>Durée de l'opération</i>	3 ans
<i>Capital</i>	15 M€
<i>Indice de référence</i>	Euribor 3 mois
<i>Taux plancher</i>	2,5 % (vente d'un floor)
<i>Taux plafond</i>	4,5 % (achat d'un cap)
<i>Prime</i>	0,10 % du capital (payée à la mise en place du contrat)

A chaque date de constatation fixée par le contrat, la salle des marchés comparera le niveau de l'Euribor 3 mois aux taux garantis.

- Si l'Euribor 3 mois supérieur à 4,5 %, la salle des marchés versera une indemnité correspondant à la différence entre l'Euribor 3 mois et les 4,5 % garantis par l'opération d'achat du cap.
- Si l'Euribor 3 mois est compris entre 2,5 % et 4,5 %, aucune des deux options ne sera exercée et l'endettement de la collectivité restera à Euribor 3 mois.
- Si l'Euribor 3 mois est inférieur à 2,5 %, la collectivité ne profite pas de la baisse des taux en deçà de cette limite et paie à la salle des marchés la différence entre l'Euribor 3 mois et les 2,5 % garantis dans l'opération de vente de floor.

Il est également possible de mettre en place un **collar à prime nulle** lorsque les conditions du marché le permettent. Dans ce cas, la prime d'achat est compensée intégralement par la prime issue de la vente du floor. La collectivité n'aura ainsi rien à décaisser pour la mise en place de l'instrument.

C. Les outils complémentaires de gestion de dette

1. L'accès direct aux marchés de capitaux : les émissions obligataires

Contrairement à leurs homologues allemandes ou italiennes, les collectivités locales françaises demeurent peu attirées par le marché dit « désintermédié » pour le financement de leur dette. Cette situation s'explique notamment par la compétitivité du marché bancaire en France.

Les émissions obligataires ont fait tout de même un petit nombre d'adeptes. Il y a deux ans, l'arrivée de la ville de Cannes a prouvé ainsi que les marchés désintermédiés n'étaient pas réservés aux collectivités de grande taille. Au travers d'une émission obligataire, il s'agit en fait de se faire connaître auprès des investisseurs, voire de diversifier ses sources de financement.

● Placement public

Dans cette configuration, un groupe de banque (mené par un chef de file) est choisi par l'émetteur à l'issue d'un appel d'offres - non soumis aux procédures du Code des Marchés Publics - lancé auprès de plusieurs établissements bancaires. Le chef de file retenu propose à l'émetteur la composition du syndicat de banques participant à l'émission. Les engagements respectifs des membres du syndicat font l'objet d'un contrat de prise ferme, qui précise le prix d'émission auquel les banques s'engagent à souscrire à l'obligation, chaque participant étant responsable de ses propres engagements. Le chef de file est chargé de recevoir les fonds et de distribuer les titres.

● Placement grand public

Il s'agit par exemple pour une collectivité locale, quelle que soit sa taille, de proposer une émission obligataire aux habitants de son territoire, afin de financer un projet d'intérêt local ou régional. Les titres sont d'un faible montant et les banques chargées de l'opération doivent disposer d'un réseau commercial étendu pour assurer la diffusion de l'émission.

● Placement privé

Un contrat de souscription lie l'émetteur et les souscripteurs. Il précise les engagements respectifs des parties et les informations relatives à l'émission. En pratique, l'émetteur fait appel à un « arrangeur » qui lui sert de négociateur avec le syndicat de banques. Il est possible de réaliser un placement privé pour des montants plus faibles, d'environ 5 millions d'euros.

Depuis 2001, les collectivités locales peuvent recourir non seulement aux émissions obligataires qui ont vocation à financer la dette à long terme, mais aussi aux billets de trésorerie pour le financement à court terme (moins d'un an). Quelques grandes collectivités locales ont ainsi utilisé jusqu'à maintenant ce nouveau type de financement.

Les souscripteurs peuvent être des investisseurs institutionnels français ou étrangers (banques, assurances...) ou des particuliers. Toute émission obligataire fait l'objet d'un contrat liant les parties en présence, les obligations contractuelles différant selon le type de placement.

2. Les emprunts revolving

Les emprunts revolving permettent de concilier la gestion de la dette et des flux de trésorerie. En effet, cette formule associe un emprunt long terme classique et l'ouverture de droits de tirages comparables à une ligne de trésorerie.

Cette formule mixte permet non seulement de procurer des ressources budgétaires en fin d'exercice, mais également de faciliter la gestion de trésorerie grâce à des tirages et des remboursements au cours de l'exercice au gré des besoins.

Les emprunts revolving offrent ainsi les avantages suivants :

- une gestion concomitante de l'encours et de la trésorerie, afin d'optimiser les frais financiers ;
- un important choix d'index dans les arbitrages ;
- la possibilité de consolider au 31/12, alors que la ligne de trésorerie doit être remboursée en fin d'année ;
- une variable d'ajustement dans les résultats du compte administratif ;
- une réactivité facilitant le refinancement de la collectivité.

En pratique, les collectivités ont recours aux emprunts revolving à deux titres principaux :

- en tant que ligne de trésorerie alternative aux lignes classiques ;
- comme instrument au service de l'équilibre budgétaire. Les collectivités disposant d'une trésorerie excédentaire n'ont pas nécessité d'emprunter : elles peuvent mobiliser un emprunt revolving en fin d'exercice, afin d'assurer l'équilibre budgétaire, et le rembourser dans les premiers jours de l'exercice suivant grâce à l'excédent de trésorerie.



Conclusion

La gestion de la dette d'une collectivité locale en général, d'une Ville Moyenne en particulier, s'apparente finalement à celle d'un portefeuille d'actifs, telle que chacun peut le faire au quotidien pour ses propres placements. Comme présentée dans le présent guide, cette analogie implique donc de respecter les étapes qui permettront d'agir efficacement sur sa dette afin d'en maximiser ensuite les leviers pour les finances locales.

La démarche s'appuie en amont sur le diagnostic de sa situation financière et la définition des objectifs budgétaires de la collectivité : ce cadre permet ensuite de fixer les objectifs assignés à la dette, outil au service des finances locales.

La gestion dynamique de la dette vient finalement compléter l'objectif prioritaire de désendettement poursuivi par la plupart des collectivités locales, afin de réduire la charge - budgétaire et financière - de l'emprunt. Outre la rationalisation des dépenses et des recettes de fonctionnement, la gestion dynamique de l'encours permet de dégager des volants d'action supplémentaires dans un contexte de resserrement des marges de manœuvre budgétaires.

Annexes

Glossaire financier

A

Actualisation

L'actualisation consiste à déterminer la valeur d'aujourd'hui de flux qui se produiront dans le futur. Elle permet de comparer des sommes reçues ou versées à des dates différentes.

Amortissement in fine

Mode d'amortissement qui consiste à rembourser l'intégralité du capital à la fin de l'emprunt.

Amortissement linéaire

Mode d'amortissement qui consiste à rembourser à chaque période une fraction identique de capital.

Amortissement progressif

L'amortissement progressif repose sur un remboursement de l'emprunt qui suit une progression géométrique croissante, ce qui permet de bénéficier d'un profil d'échéances constantes ou quasi constantes.

Annuité

L'annuité correspond au montant déboursé annuellement pour le remboursement de la dette et la charge d'intérêt.

B

Base de calcul

La Base précise la méthode de calcul appliquée à chaque période d'intérêts. Elle rentre dans le cadre du calcul des intérêts. Il existe principalement 3 bases de calcul : exact/360, (exact/exact), 30/360. La Base exact/360 est en générale utilisée dans les calculs de taux proportionnels dont la durée est inférieure à 1 an. La Base exact/exact est utilisée dans les calculs d'intérêts sur les marchés de capitaux français. La Base 30/360 est utilisée dans les calculs des TMO et SWAPS européens (Euro, CHF, etc.) ; on suppose alors qu'un mois

fait 30 jours et qu'il y a 360 jours dans l'année. Ces 3 lois peuvent servir pour tous les taux.

Billets de trésorerie

Les billets de trésorerie sont des titres de créance négociables émis par les collectivités locales sur le marché monétaire pour une durée pouvant s'étendre de 1 jour à 1 an. Dans la pratique, la durée de vie moyenne des billets de trésorerie est très courte, entre 1 et 3 mois. Ils rapportent un taux d'intérêt fixe ou variable. Le billet de trésorerie est le principal instrument de face à face en France. Il permet d'emprunter directement à court terme sans passer par le système bancaire, en obtenant des conditions très proches du marché monétaire.

C

Cap

Le cap (qui signifie plafond) est un contrat de couverture du risque de taux d'intérêt, permettant de se prémunir contre toute hausse des taux d'intérêt.

Capacité de désendettement

La capacité de désendettement exprime la durée nécessaire pour rembourser complètement sa dette en y consacrant la totalité de l'épargne brute dégagée. Mesurée en années, elle est égale au rapport entre l'encours de dette au 31 décembre et l'épargne brute dégagée au cours de l'exercice considéré.

Charges financières

Les charges financières correspondent à la rémunération des ressources d'emprunt. Elles dépendent donc du niveau de l'endettement, de sa durée et des taux d'intérêt.

Collar

On appelle collar ou tunnel de taux la combinaison de l'achat d'un cap et de la vente d'un floor. Cela permet à une collectivité de fixer une zone de fluctuation des taux d'intérêt en deçà de laquelle elle doit payer le différentiel de taux entre le taux du marché et le taux plancher et au-delà de laquelle sa contrepartie lui réglera ce différentiel.

Contrat à terme

Un contrat à terme, ou futur est un engagement ferme d'acheter ou de vendre une quantité convenue d'un actif à un prix convenue et à une date future convenue. Les « futures » sont des produits standardisés et cotés.

Courbe des taux

La courbe des taux permet de visualiser la relation existante entre les valeurs des taux d'intérêt et leurs durées, cette courbe est généralement croissante du fait de l'existence d'une prime de risque (taux longs supérieurs aux taux courts). Cependant, cette courbe peut s'inverser notamment quand les opérateurs anticipent une baisse de l'inflation.

Couverture

La couverture est une pratique qui consiste à se protéger contre un risque non désiré.

D

Différé de remboursement

Le différé de remboursement correspond à la phase, généralement au début de l'emprunt, pendant laquelle la collectivité ne rembourse pas de capital.

Duration

La duration est la vie moyenne exprimée en années d'un produit financier. Il s'agit de la durée pondérée de l'ensemble des flux (intérêt et capital) actualisés au taux de marché.

Durée de vie moyenne (DVM)

La durée de vie moyenne exprime la durée moyenne nécessaire au remboursement du capital restant dû, pondéré par son mode d'amortissement. Plus les remboursements sont importants en début de vie d'emprunt, plus la DVM sera réduite au regard de la durée initiale de l'emprunt. A l'inverse, plus l'emprunt est remboursé sur des échéances lointaines, plus sa DVM sera élevée et se rapprochera de sa durée initiale.

Durée de vie résiduelle (DVR)

La durée de vie résiduelle (exprimée en années) est la durée restant avant l'extinction totale de la dette.

E

Encours de dette

L'encours de dette représente le total des emprunts contractés par la collectivité et qui restent à rembourser dans les années à venir.

Eonia

L'EONIA (European Overnight Index Average) ou TEMPE en français (Taux Européen Moyen Pondéré en Euros) désigne un taux effectif représentant le taux moyen des opérations au jour le jour sur le marché

interbancaire, en euro, pondéré par le montant des opérations traitées. L'échantillon des banques qui fournissent les données est le même que celui de l'Euribor.

Epargne brute

L'épargne brute est la différence entre les recettes réelles de fonctionnement et les dépenses réelles de fonctionnement. L'excédent contribue au financement de la section d'investissement. Schématiquement, l'épargne brute d'une collectivité locale peut être rapprochée de la capacité d'autofinancement d'une entreprise.

Euribor

L'Euribor (Euro Inter Bank Offered Rate) désigne le taux moyen offert sur le marché interbancaire de la zone Euro, pour des échéances de 1 à 12 mois. Ce sont des indicateurs de conditions de taux d'intérêt. Moyenne arithmétique sans pondération des taux communiqués par un échantillon de 57 établissements de la zone Euro de premier rang, après élimination des 15% des banques les plus élevées et des 15% les plus basses.

F

Fixing

Le fixing d'un taux d'intérêt désigne le moment où sera déterminé ce taux d'intérêt.

Floor

Le floor (plancher) est un contrat de couverture de risque de taux d'intérêt qui permet de se prémunir contre une baisse des taux en dessous d'un plancher déterminé. C'est donc un contrat corrélé à une position taux fixe. Néanmoins, une collectivité positionnée taux variable peut vendre ce type de contrat et renoncer donc, à partir d'un seuil, à la baisse des taux.

Forward rate agreement (FRA)

Le Forward Rate Agreement ou accord futur sur les taux d'intérêt, permet de fixer aujourd'hui un niveau de taux d'intérêt pour une opération future.

I

Inflation (Hors tabac)

Le taux d'inflation hors tabac est calculé avec l'Indice des Prix à la Consommation. L'IPC est une mesure synthétique de l'évolution de prix des produits, à qualité constante. L'IPC hors Tabac couvre

l'ensemble des biens et services consommés sur le territoire (hors tabac), par les ménages résidents et non résidents.

Intérêts courus non échus ICNE

Les intérêts courus non échus sont la fraction des intérêts annuels écoulés sur un exercice comptable donné. Ce calcul est utilisé, lorsque les emprunts courent sur plusieurs périodes budgétaires. Par exemple si un emprunt court du 01/09/2005 au 01/09/2006, les ICNE au 31/12/2005 représente le montant des intérêts courus de cet emprunt entre le 01/09/2005 et le 31/12/2005. Les ICNE sont calculés en nombre de jours exacts (base exact/exact).

Index préfixé

Les index peuvent être déterminés au début de la période d'intérêts à laquelle ils s'appliquent : il s'agit alors de taux d'intérêt préfixés.

Index postfixé

Les index retenus pour le calcul des frais financiers peuvent être observés en fin de période d'intérêts, c'est-à-dire quelques jours avant la date d'échéance : ils sont postfixés.

L

Libor

Le Libor (London Interbank Offered Rate) désigne le taux moyen offert sur le marché interbancaire de Londres, pour des échéances de 1 à 12 mois. Moyenne arithmétique arrondie au 1/16 de 12 taux pratiqués par 16 banques de Londres après élimination des 4 cotations les plus élevées et des 4 cotations les plus basses. Le LIBOR est associé à plusieurs devises: l'Euro (Libor EUR), le Dollar américain (Libor USD), le Franc Suisse (Libor CHF). Les différents Libor sont publiés chaque jour à 11 heures (heure britannique) à Londres par la British Bankers Association (B.B.A), en base Exact / 360, intérêts préfixés.

Livret A

La formule de calcul de l'index est la suivante : $\text{Index} = (\text{Inflation} + \text{Euribor}) / 2 + 0.25\%$ Avec : Inflation : IPCH (indice des prix à la consommation hors tabac) France en glissement annuel (consultable sur la page <http://www.aft.gouv.fr/oat/oati/fr/ipc.html>). Euribor : moyenne des Euribor 3 mois du mois précédent. La valeur obtenue est arrondie à 0.25%, au plus proche. La Banque de France est chargée de garantir que la rémunération de l'épargne reste supérieure à l'inflation et peut procéder à des ajustements semestriels.

M**Marge**

Supplément que paie l'emprunteur par rapport au taux du marché choisi (ex. : Euribor 12 mois + 0,10 %), afin de rémunérer le prêteur. Cette marge peut être négative, en cas d'index postfixé, et selon la configuration de la courbe des taux (ex. : Euribor 12 mois postfixé - 0,10 %).

N**Notation**

Procédure d'évaluation de la qualité de la signature d'un agent économique, généralement émetteur d'obligations, en fonction d'une analyse approfondie réalisée par un cabinet spécialisé. La notation visant à mesurer la capacité de l'emprunteur à rembourser sa dette, l'analyse est essentiellement prospective et intègre des éléments macro-économiques locaux.

P**Point de base**

Un point de base (basis point ou bp) correspond à 0,01 %.

Pribor

Le PRIBOR (Prague Interbank Offered Rate) désigne le taux moyen offert sur le marché interbancaire de Prague en République Tchèque, pour des échéances de 1 à 12 mois. Ce sont des indicateurs de conditions de taux d'intérêt.

R**Remboursement anticipé**

Il s'agit d'un remboursement par anticipation d'un emprunt avant son terme contractuel. Il peut être assorti d'une indemnité financière au profit du prêteur.

Revolving

Produits hybrides entre le prêt long terme et la ligne de trésorerie qui permettent de faire des remboursements anticipés en cas d'excédent de trésorerie ponctuels et de reconstituer sa capacité de tirage pour plus tard. La réserve se reconstitue à mesure des remboursements.

Risque de taux

Risque que fait courir la fluctuation ultérieure des taux d'intérêt au porteur d'une créance ou d'une dette, actuelle ou future, pouvant ainsi provoquer une baisse du résultat d'un agent économique.

S

Section de fonctionnement

La section de fonctionnement enregistre les opérations courantes qui se renouvellent régulièrement et constituent des charges ou des produits à caractère définitif (charges de personnel, fournitures, intérêts des emprunts, subventions de fonctionnements à des organismes extérieurs ...).

Section d'investissement

La section d'investissement retrace les opérations relatives au patrimoine, soit de l'entité (acquisitions, ventes, travaux...), soit de tiers (subventions d'équipements...). Ces opérations sont souvent étalées sur plusieurs années et, aux côtés de l'autofinancement, l'emprunt peut concourir à leur financement.

Spread

Ecart entre deux taux à une date donnée.

Stibor

Le Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) désigne le taux moyen offert sur le marché interbancaire de Stockholm, pour des échéances de 1 à 12 mois. Moyenne arithmétique arrondie des taux pratiqués par des banques participant au fixage installées à Stockholm après élimination des taux extrêmes. Le Stibor est associé à la couronne suédoise (SEK).

Swap

Ce produit permet à la collectivité d'échanger un taux fixe (ou une indexation en devises) contre un taux variable (ou une autre indexation en devises), et inversement, tout en conservant le prêt initial dans son stock de dette.

T

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation est utilisé pour déprécier des flux futurs et déterminer leur valeur actuelle c'est à dire leur valeur à la date d'aujourd'hui. La valeur donnée au temps étant le fondement de l'actualisation, ce taux est toujours positif.

Taux directeurs

Taux pratiqués par les banques centrales pour leurs opérations sur le marché monétaire. En France, ils correspondent aux taux des appels d'offre et aux taux des pensions.

Taux d'équilibre

Dans une opération de refinancement c'est le taux qui égalise, d'une part, le capital restant dû du prêt remboursé par anticipation plus sa pénalité, et d'autre part, les annuités non payées. C'est le taux en dessous duquel une opération est opportune.

Taux monétaire

Les taux monétaires sont les références court terme des marchés financiers, inférieures à 1 an. Ces taux interbancaires regroupent les taux Eonia, T4M, Euribor et TAM.

Taux fixe

le taux d'intérêt est connu une fois pour toutes, sur toute la durée de l'emprunt, et ce dès la conclusion du contrat. Il est ainsi possible d'établir à l'avance le plan d'amortissement et les intérêts à acquitter.

Taux indexé

Le taux d'intérêt n'est pas connu sur toute la durée de l'emprunt. Pour chaque période, il varie selon l'évolution de l'index de marché choisi lors de la conclusion du contrat d'emprunt. Il existe deux types principaux d'indexations :

- l'indexation révisable : le taux d'intérêt est déterminé a priori et s'applique à la période d'intérêts à venir. C'est généralement le cas des index Euribor.
- L'indexation variable : le taux d'intérêt est connu a posteriori et s'applique au terme de la période d'intérêts

TAG

Le TAG (Taux Annuel Glissant) désigne le taux de rendement d'un placement mensuel renouvelé chaque mois, pendant le nombre de mois (1 à 12 mois) de la période considérée, à intérêts composés, en prenant compte pour les calculs des intérêts les moyennes mensuelles des TEMPE, multiplié par le nombre de jours de la période considérée et divisé par le nombre de jours de l'année écoulée (365 ou 366 jours).

TAM

Le TAM (Taux Annuel Monétaire) désigne le taux de rendement mensuel d'un placement rémunéré à T4M renouvelé pendant 12 mois civils à intérêts composés.

TEC 10

Le TEC (Taux à Echéance Constante) désigne un indice quotidien calculé par interpolation linéaire entre les deux OAT les plus proches de la maturité exacte de 10 ans.

TME

Le TME désigne le Taux de rendement actuariel Mensuel des Emprunts d'Etat Français à plus de 7 ans. Il est égal à la moyenne arithmétique des THE d'un mois donné.

TMO

Le TMO (Taux Moyen Obligataire) désigne le taux actuariel brut, unitaire et sans frais des émissions obligataires à taux fixe à plus de 7 ans lancées sur le marché domestique français pour un mois donné.

T4M

Le T4M (Taux Mensuel du Marché Monétaire) désigne la moyenne arithmétique mensuelle des TEMPE enregistrés au cours d'un mois d'activité.

V**Valeur Actuelle Nette (VAN)**

La valeur actuelle nette d'un titre financier est la somme des flux futurs espérés, actualisés au taux de rentabilité exigé par les investisseurs.

Références juridiques

- Décret n°2005-601 du 27 mai 2005 modifiant le décret n°2004-15 du 7 janvier 2004 portant code des marchés publics**.
- Circulaire n° NOR/ECO/R/04/60116/C du 22 septembre 2004 relative aux conditions de dérogation à l'obligation de dépôt auprès de l'Etat des fonds des collectivités locales et de leurs établissements publics*.
- Circulaire n° NOR/LBL/B/03/10032/C du 4 avril 2003 relative au régime des délégations de compétences en matière d'emprunt, de trésorerie et d'instruments financiers*.
- Loi n° 2002-276 du 27 février 2002 relative à la démocratie de proximité**.
- Circulaire n° NOR/INT/B/02/00115/C du 29 avril 2002 relative aux nouvelles modalités de financement des collectivités locales : les titres de créances négociables (TCN)*.
- Circulaires n° NOR/INT/B/99/00195/C et NOR/INT/B/0000108/C des 6 septembre 1999 et 15 mai 2000 relatives à la passation des marchés publics de services bancaires et d'investissement*.
- Décret n°99-634 du 19 juillet 1999 relatif à la passation des marchés publics de services bancaires et d'investissement**.
- Article 11 de la loi du 28 décembre 1999 relatif à la suppression de l'autorisation interministérielle préalable aux émissions obligataires à l'étranger**.
- Circulaire n° NOR/FPP/A/96/10069C du 25 juin 1996 relative aux conditions d'utilisation des prêts revolving*.
- Circulaire n° NOR/INT/B/92/00260/C du 15 septembre 1992 relative aux contrats de couverture du risque de taux d'intérêt offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux*.
- Circulaire n° NOR/INT/B/92/00212/C du 6 août 1992 relative au remboursement anticipé des emprunts des collectivités locales et de leurs établissements publics*.
- Circulaire n° NOR/INT/B/89/00071/C du 22 février 1989 relative aux concours financiers à court terme offerts aux collectivités locales et à leurs établissements publics*.
- Loi du 3 janvier 1983 relative au développement des investissements et à la protection de l'épargne**.
- Articles L.2122-22-3° (délégation de la décision d'emprunter au maire), L.2336-3 (libre recours à l'emprunt de la commune), L.2321-2-30° (caractère de dépense obligatoire du service de la dette), du CGCT**.
- Règlement 98-01 de la COB relatif à l'offre au public de valeurs mobilières*.
- Règlement n°92-02 de la COB relatif aux informations à publier par les collectivités recourant à l'Épargne publique*.
- Instruction M14 (applicable depuis le 1er janvier 2006)**.
- Instruction M14, tome 1 - Annexes : plans de comptes des communes de plus et de moins de 500 habitants, liste des codes fonctionnels et fiches d'écritures*.

* Consultable sur les sites www.villesmoyennes.asso.fr et www.secteurlocal.caisse-epargne.fr

** Consultable sur le site www.legifrance.gouv.fr



VOS INTERLOCUTEURS

CAISSE D'ÉPARGNE ALPES

GRENOBLE
Marc CATON : 04 76 28 38 90
marc.caton@cealpes.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE ALSACE

STRASBOURG
Roland GUTLEBEN : 03 88 52 57 62
roland.gutleben@cealsace.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE AQUITAINE NORD

BORDEAUX
Patrick AUBIN : 05 53 03 23 23
patrick.aubin@cean.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE AUVERGNE-LIMOUSIN

CLERMONT-FERRAND
Pascal PIGOT : 04 73 98 81 30
pascal.pigot@cepal.caisse-epargne.fr
LIMOGES
Christian RABACHOU : 05 55 33 88 75
christian.rabachou@cepal.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE BASSE NORMANDIE

CAEN
Patrice MARTIN : 02 31 46 47 02
patrice.martin@cebn.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE BOURGOGNE

DIJON
Alain COSTE : 03 80 70 42 88
alain.coste@cebo.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE BRETAGNE

CESSON-CEVIGNE
Antoine AMIARD : 02 99 25 59 02
antoine.amiard@cebret.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE CENTRE VAL DE LOIRE

TOURS
Patrick LABAUZE : 02 47 60 52 01
patrick.labauze@cecvl.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE CHAMPAGNE ARDENNE

REIMS
Philippe BOLIS : 03 26 79 77 09
philippe.bolis@ceca.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE CÔTE D'AZUR

NICE
Lucien MILLO : 04 93 18 41 10
lucien.millo@cecaz.caisse-epargne.fr
TOULON
François SPINOSI : 04 98 01 65 22
francois.spinosi@cecaz.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE FLANDRE

LILLE
Chantal WAROUX : 03 28 36 63 48
chantal.waroux@flandre.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE FRANCHE COMTE

BESANCON
Jean-Pierre JANIN : 03 81 65 77 91
jean-pierre.janin@cefc.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE HAUTE NORMANDIE

BOIS GUILLAUME
Marc GERNIGON : 02 35 59 64 12
marc.gernigon@cehn.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE ÎLE DE FRANCE NORD

CERGY-PONTOISE
Michel BRIL : 01 34 22 29 19
michel.bril@ceifn.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE ÎLE DE FRANCE OUEST

SAINT-QUENTIN-EN-YVELINES
Jean-Claude GAUTHIER : 01 30 12 40 43
jean-claude.gauthier@ceifo.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE ÎLE DE FRANCE PARIS

PARIS
Joseph SUDRY : 01 40 41 34 12
joseph.sudry@ceidf.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE LANGUEDOC ROUSSILLON

MONTPELLIER
Alexandre GRUPPO : 04 67 91 80 71
alexandre.gruppo@celr.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE LOIRE DROME ARDECHE

SAINT-ETIENNE
Catherine BADIN : 04 77 47 74 65
catherine.badin@celda.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE LORRAINE

NANCY
Philippe POTTIER : 03 83 17 80 78
philippe.pottier@lorraine.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE MIDI PYRENEES

TOULOUSE
Frédéric QUASHIE : 05 62 12 12 83
frederic.quashie@cemp.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE PAS DE CALAIS

LENS
Bernard VIGIN : 03 21 79 22 15
bernard.vigin@cepdc.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE PAYS DE L'ADOUR

DAX
Michel ARATA : 05 58 56 33 58
michel.arata@cepa.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE PAYS DE LA LOIRE

NANTES
André LE CLECH : 02 40 41 52 56
andre.leclech@cepdl.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE PAYS DU HAINAUT

VALENCIENNES
Régis MINAIR : 03 27 14 54 68
regis.minair@cepdh.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE PICARDIE

AMIENS
Christine BRULE : 03 22 33 98 91
christine.brule@picardie.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE POITOU CHARENTE

POITIERS
Christian NOYON : 05 49 60 65 47
christian.noyon@cepc.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE PROVENCE ALPES CORSE RÉUNION

MARSEILLE
Alain ARNOUX : 04 91 57 69 65
alain.arnoux@cepacr.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE RHÔNE ALPES LYON

LYON
Alban SANCHEZ : 04 72 60 20 08
alban.sanchez@ceal.caisse-epargne.fr

CAISSE D'ÉPARGNE VAL DE FRANCE ORLEANAIS

ORLEANS
Dominique POMMIER : 02 38 78 82 41
dominique.pommier@cevfo.caisse-epargne.fr





FMVM

5, rue Jean-Bart

75006 Paris - France

Tél. : +33 1 45 44 99 61

Fax : +33 1 45 44 24 50

courriel :

fmvm@villemoyennes.asso.fr

www.villemoyennes.asso.fr

Prix : 30 €