



Parti socialiste
Saint-Germain-en-Laye,
Fourqueux, Mareil-Marty

Emprunts Toxiques

2. Analyse critique de la « Gestion Active » de dette

Série « comprendre les emprunts toxiques » : www.emprunttoxique.info/

Notre compte Twitter dédié : <http://twitter.com/EmpruntToxique>

Nos pages de calcul de taux à payer :

- Formules à un taux de change : www.emprunttoxique.info/change/
- Formules à deux taux de change : www.emprunttoxique.info/change2/

Contacts presse

Emmanuel Fruchard
06.70.51.36.46

Pascal Lévêque
06.85.56.38.80

Mail : ps.saintgermain@gmail.com

Introduction

Cette note fait l'analyse critique de la notion de « Gestion Active », ou « Dynamique » de la dette, vantée par les banques depuis 2002. Ces concepts ne correspondent pas à une théorie financière, mais constituent un argumentaire marketing pseudo-scientifique étudié pour tirer parti d'artifices comptables et séduire les élus locaux.

Ce document fait partie d'une série destinée à aider les élu(e)s, notamment les minoritaires, à s'informer, analyser et le cas échéant dénoncer les stratégies risquées de gestion de dette.

Gagner de l'argent sur les marchés

Le fondement de la gestion dite « active », c'est qu'il est possible de gagner de l'argent sur les marchés financiers. Ce concept paraît étrange à la majorité du public, mais « marche » sur des élus habitués à être en position de direction depuis des années.

On leur vend des messages qui leur paraissent autant de lapalissades. Deux exemples récents :

- Les taux courts sont nettement plus bas que les taux longs
- Un dollar vaut plus qu'un franc suisse

Ces deux affirmations ont longtemps été vraies. L'une et l'autre ont été fausses à certaines périodes depuis 2006.

Des explications pseudo-scientifiques de la banque et la naïveté (ou l'*hubris*) de l'élu font le reste.

Pourtant un raisonnement simple est correct : c'est comme au loto, une partie seulement des mises est reversée aux joueurs. Fatalement, en moyenne, les joueurs perdent. Pour la gestion active, **les marges prises par les banques seront égales aux pertes pour les collectivités**. Or les banques font des marges supérieures sur les emprunts structurés par rapport aux financements classiques. Donc les collectivités perdent plus.

Vous êtes « presque sûr » de gagner

Les banques auraient pu choisir des formules dans lesquelles les collectivités perdent un peu en général, et gagnent gros de temps en temps. Comme dans les jeux grand public. Elles ont préféré le cas inverse : la plupart du temps les élus gagnent un peu, et de temps en temps ils perdent beaucoup. De cette manière les élus commencent souvent par gagner. Ils s'enhardissent et recommencent.

C'est le contraire d'une assurance : la collectivité reçoit un peu d'argent tant que tout va bien, et paye beaucoup quand les choses se gâtent. Justement, avant la crise certains opérateurs (des banques, des hedges funds ?) étaient avides de protections à faible prix. Les collectivités ont accepté ce faible prix et garanti le marché. C'est une assurance à l'envers. Les collectivités ont assuré les banques contre une hausse du franc suisse...

Si vous perdez ? Pas de problème : changez de formule

La réalité n'est pas aussi rose. Changer de formule, cela signifie accepter une première perte et jouer ailleurs pour se refaire. Tout le monde sait qu'on risque gros à ce jeu, car c'est une **fuite en**

avant : on joue toujours plus gros et la banqueroute est l'issue la plus certaine, puisque la banque prend une marge à chaque changement de formule.

La crise a bon dos

De nombreux élus, dirigeants de banques ainsi que des ministres ont déclaré que sans la crise ces emprunts n'auraient pas créé de problème. Pour eux, ce serait « la faute à la crise ». Cette explication, pratique car elle atténue leur responsabilité, ne résiste pas à un examen rigoureux.

Tout d'abord, les **formules de différentiel de taux euros**, qui étaient très populaires en 2005 et 2006, ont été perdantes dès le premier trimestre 2006 et tout au long de 2007 et 2008. Cette formule a donc été perdante avant

l'apparition de la crise, à l'été 2007 aux Etats-Unis. Elle a au contraire cessé d'être perdante début 2009, au plus fort de la crise financière.

Quant aux formules indexées sur les parités de change, comme euro contre franc suisse (EUR/CHF), dollar contre yen ou encore le différentiel EUR/USD – EUR/CHF, les banques qui ont vendu ces formules prévoient que l'indexation s'activerait très vraisemblablement.

Pour plus de détails sur ces affirmations, voir l'annexe 1, qui illustre trois cas représentatifs de centaines d'autres.

Faire un emprunt toxique ou augmenter les taxes locales ?

Pour équilibrer les comptes, il est beaucoup plus facile de « jouer » que d'affronter les électeurs pour leur annoncer une hausse de taxe.

Souvent les élus auraient dû augmenter leurs recettes ou diminuer des dépenses.

Pour échapper à ce choix souvent difficile, ils ont écouté les propositions des banques et mordu à la pomme...

De toute façon si les choses tournent mal, les élus n'auront rien à assumer : « Pile je gagne, Face les contribuables perdent ».

Taux bas les premières années (les *bonifications*)

Les **bonifications ne sont pas un cadeau de bienvenue**, mais un emprunt dissimulé. En effet les taux bas des premières années sont compensés par un risque de payer un taux plus élevé dans les années qui suivent : la banque compense son 'cadeau' des premières années et se rémunère par une marge substantielle. Cette astuce n'est intéressante que parce que la comptabilité des collectivités locales est simplifiée par rapport à celle des banques et des entreprises. Au lieu de montrer une dette augmentée du montant de la bonification, elle fait comme si la bonification était un gain sans contrepartie.

Pratiquée à grande échelle, cette astuce comptable fait que les comptes ne

reflètent pas fidèlement la situation financière de la collectivité. Lorsque c'est délibéré, les comptes sont également insincères.

Le décideur politique en place est garanti de présenter des résultats financiers positifs pendant les premières années, car la comptabilité des collectivités locales se fait « en couru », c'est-à-dire sans tenir compte des gains ou pertes futurs.

Ces produits financiers ne sont pas un vrai gain : ils ne sont que le reflet d'une règle comptable simpliste. Dans les années 1990 les banques s'étaient vu, avec raison, interdire ce type d'opération par leur régulateur, la Commission Bancaire. Force est de constater que cet interdit a disparu quelques années plus tard.

Pertes futures

Les formules tendent à faire apparaître des montants à payer élevés dans 10, 15, voire 20 ans. Les décideurs politiques ne s'en préoccupent absolument pas, car leur comptabilité est en couru, et ils ne seront

probablement plus en fonction quand les pertes apparaîtront. Les banques, elles, ont comptabilisé la marge confortable qu'elles font sur ces opérations dès leur signature. Le miracle de ces méthodes

comptables différentes fait que **les deux parties ont comptabilisé des gains importants !**

Evidemment un jour ou l'autre les pertes apparaîtront pour l'une des deux contreparties, puisqu'en fin d'opération les gains de l'une seront les pertes de l'autre.

Effet de levier : jouer plus pour perdre plus

L'effet de levier, c'est le coefficient multiplicateur des formules de taux. Par exemple dans la formule

$3,92\% + 7x$ (*Libor USD 12 m - 7%*),

c'est le coefficient "**7x**". Il se trouve que, depuis 1992, une circulaire du gouvernement interdit très clairement de faire une opération de gestion de dette sur un montant supérieur à la dette. Les banques ont contourné cette limitation de bon sens par les emprunts (et les '*swaps*') à formule. Imaginez que vous avez une dette de 10 millions d'euros et souhaitez 'jouer' sur 70 millions d'euros. Rien de

plus simple, il suffit de faire une formule qui contient $7x$ *index* sur un montant de 10 millions d'euros. De cette manière le taux à payer sera $10 M \times 7x$ *index*, ce qui est égal à $70 M \times$ *index*. Le tour est joué !

Les élus ont pu être abusés par cette astuce et ne pas se rendre compte qu'ils jouaient sur sept fois leur dette. Par contre les banquiers n'ont pas fait cette formule par inadvertance. Ils connaissaient la règle et ont choisi de la contourner. C'est, de toute évidence pour un professionnel, délibéré.

Couverture ou spéculation ?

Les collectivités locales ne sont censées faire de la gestion de dette que dans un but de couverture. **Se couvrir, cela signifie compenser un risque.** Par exemple en tant qu'élu local, si je suis endetté entièrement à taux fixe, mon risque, c'est que l'inflation et les taux d'intérêt restent très bas pendant longtemps. Dans ce cas, pour réduire ce risque, je vais demander à une banque de me payer un taux fixe, par exemple 3%, et je lui paierai le taux variable du moment. Si le taux variable reste en-dessous de 3%, je vais gagner sur cette opération et cela compensera le taux fixe que je paye sur d'autres emprunts. Par contre si l'inflation et le taux variable montent, je perdrai dans cette opération mais par ailleurs le taux fixe de mes autres emprunts me paraîtra moins haut. Donc l'un dans l'autre je stabiliserai les finances de ma collectivité.

La loi autorise les maires et autres exécutifs locaux à faire des opérations financières de gestion de dette seulement

dans l'intérêt général. Et l'intérêt général n'est acquis que pour des opérations de couverture.

Par ailleurs en comptabilité il n'y a que deux cas : **soit une opération est une couverture, soit elle est spéculative.** Rien de répréhensible pour une entreprise à faire une opération spéculative, sauf que sa comptabilisation sera différente (le gain ou la perte latente sera incluse dans le résultat, et non lissé).

Pour une collectivité il en va tout autrement : si une opération est spéculative, elle ne peut être justifiée par l'intérêt général et elle ne doit pas être conclue. C'est pourquoi la comptabilité des collectivités n'a pas prévu le cas des opérations spéculatives.

La plupart des formules traitées entre 2003 et 2008 ne peuvent être qualifiées de couverture, car elles augmentent le risque de la collectivité. Elles ont pourtant été comptabilisées comme des opérations de couverture.

Vente d'options

Les contrats qui sont signés sont appelés 'emprunts' ou '*swaps*' mais en fait la formule est équivalente à une vente d'options, c'est-à-dire que la collectivité

couvre un risque pour la banque (voir plus haut « Vous êtes « presque sûr » de gagner », p. 2).

Facteur aggravant, les ventes d'options sont cachées aux élus. On ne leur dit pas 'vous vendez des options de change dollar contre yen', on les glisse dans des transactions 'normales', avec des noms

anodins, qui peuvent même inclure des mentions comme 'Tofix' qui laissent croire que le taux à payer est fixe, alors qu'il est très variable et peut même dépasser le taux de l'usure.

Taux de change transformé en taux d'intérêt

Comment justifier que des emprunts ou des 'swaps' de taux soient indexés sur des taux de change, alors que la circulaire ne citait que des indices variables de taux d'intérêt ? Comment l'intérêt général justifie-t-il de vendre des francs suisses contre euros ou dollars ?

En plus, ces opérations sont encore plus difficiles à comprendre par les élus locaux. Les maires ne savent généralement pas

comment convertir un taux de change en taux d'intérêt, et les banques en profitent pour faire des opérations à effet de levier extrêmement élevé.

Pour en savoir plus sur cette question, dont la complexité va au-delà de celle traitée dans cette note, voir l'article "[Le risque de change des emprunt toxiques](#)" paru dans la Gazette des Communes le 30 août 2010.

Opacité : une aubaine pour l'exécutif

Les collectivités ont l'obligation de déclarer l'existence des emprunts structurés dans leur comptes annuels, mais pas de divulguer leur valeur de marché. **Cette opacité permet toutes les manipulations.** Elle est également encouragée par les banques, qui devraient dévoiler en partie leur marge élevée si la valeur de marché des opérations était régulièrement transmise à leurs clients.

Il s'agit d'un usage anormal de cet instrument de gré à gré, détourné de son

rôle initial pour devenir un vecteur de spéculation opaque.

En général on utilise des valeurs mobilières pour spéculer (actions, obligations, fonds, futures, etc.) et leur valeur liquidative est connue et diffusée au public quotidiennement. Ici, plutôt que de spéculer sur des valeurs mobilières on préfère des emprunts ou des 'swaps', car leur valeur de marché n'est pas connue.

L'opacité est pour l'exécutif un avantage essentiel, qui « justifie » une marge plus élevée facturée par les banques.

Rémunération des intermédiaires

Certains conseillers financiers qui gravitent autour des collectivités se rémunèrent par une commission lors de la signature de l'opération et par une commission sur les 'gains'. Par exemple un conseiller demandait 0,5% du montant de la transaction + 8% des gains.

Cela signifie que le conseiller gagne plus si la collectivité traite plus d'emprunts toxiques !

Par ailleurs les gains comptables sont assurés dans les premières années (voir les « Taux bas les premières années (les *bonifications*) », p. 3), donc le conseiller est rémunéré même si la valeur de marché de l'opération est négative. Le conseiller financier comme le politicien trouvent un intérêt commun à l'usage de la méthode de couru pour le calcul des résultats. De plus le conseiller est rémunéré sur les gains, mais n'est redevable de rien en cas de pertes.

Auteurs

Cette note rassemble des contributions diverses, relues et mises en forme par Emmanuel Fruchard, conseiller municipal (PS) de Saint-Germain-en-Laye et professionnel de la finance de marché depuis 20 ans.

Les commentaires et suggestions sont les bienvenus à : ps.saintgermain@gmail.com

Annexe 1 : Impact de la crise sur les emprunts toxiques

Nous détaillons ici notre affirmation comme quoi même sans la crise ces contrats étaient porteurs de risques élevés et clairement identifiables par des professionnels.

Exemple 1 : Différentiel de CMS

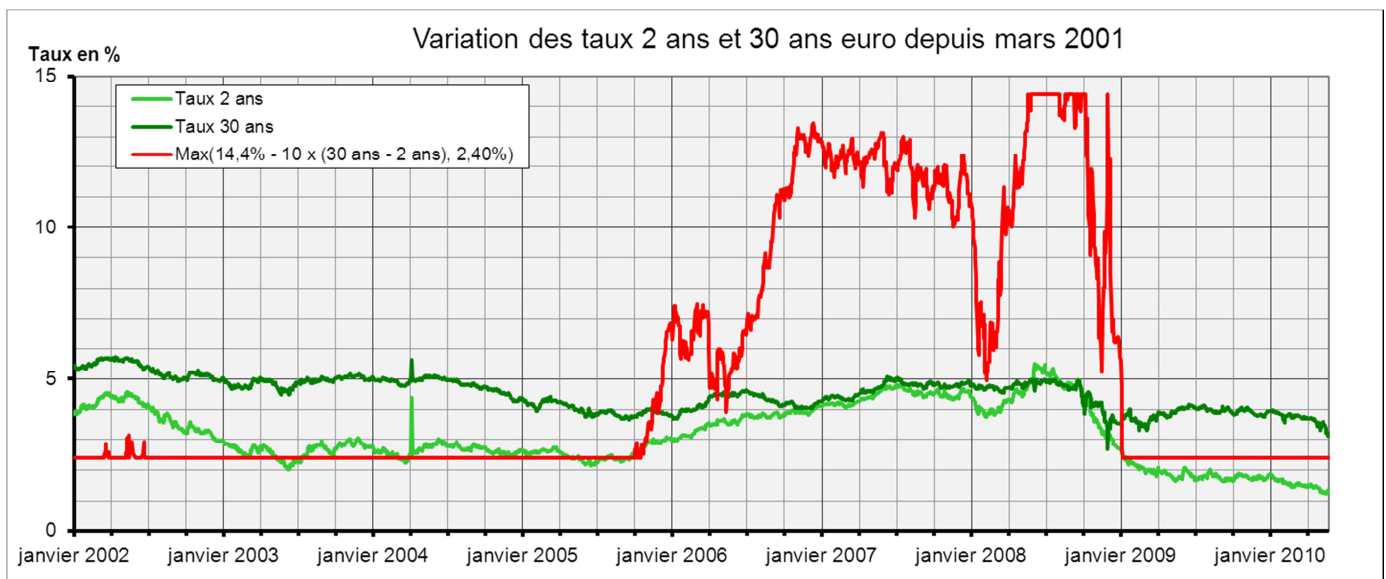
Tout d'abord, les **formules de différentiel de taux euros**, un taux long (par exemple CMS 20 ans) moins un taux court (CMS 2 ans), qui étaient très populaires en 2005 et 2006, ont été perdantes dès le premier trimestre 2006 et tout au long de 2007 et 2008. Cette formule a donc été perdante *avant* l'apparition de la crise, à l'été 2007 aux Etats-Unis. Elle a au contraire cessé d'être perdante début 2009, au plus fort de la crise financière.

Ces formules sont toutes voisines, à l'effet de levier près, variable de 3 à 10. L'exemple suivant est caractéristique des formules à effet de levier égal à 10. Cette collectivité des Yvelines a échangé en janvier 2006¹ un taux fixe de 5,92% contre la formule suivante :

$$14,4\% - 10 \times (\text{Taux CMS 30 ans} - \text{Taux CMS 2 ans})$$

Cette formule est bornée inférieurement par 2,4% et supérieurement par 14,4%.

La courbe rouge montre l'application de cette formule entre 2002 et 2010. On voit clairement que la formule est supérieure à 5% entre décembre 2005 et décembre 2008. Depuis janvier 2009 le taux est redescendu à son niveau plancher de 2,4%, auquel il demeure à l'été 2011.



Exemple 2 : Formule indexée sur l'euro contre franc suisse

Quant aux formules indexées sur les parités de change, comme euro contre franc suisse (EUR/CHF), dollar contre yen ou encore le différentiel EUR/USD – EUR/CHF, les banques qui ont vendu ces formules par centaines prévoyaient que l'indexation s'activerait très vraisemblablement.

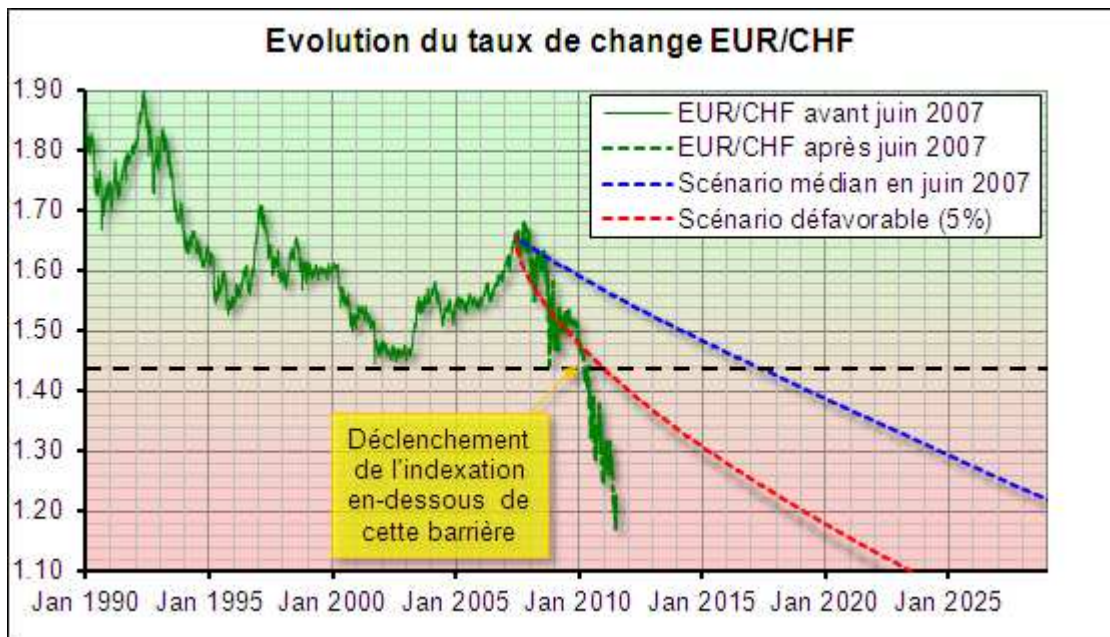
La formule suivante a été vendue par tous les principaux établissements. Elle consiste à faire augmenter le taux à payer si le cours de change se trouve à une date donnée en-dessous d'une barrière, située en générale entre 1,40 et 1,50 francs suisse pour un euro.

$$\text{Taux à payer} = 3,62\% + 50\% \times \text{Max}(1,45 / \text{EUR/CHF} - 1 ; 0)$$

En 2007 ce taux de change était entre 1,60 et 1,70. Les niveaux de barrières à 1,45 ont pu paraître éloignés aux élus. Cependant, à l'échelle d'opérations de 15 à 30 ans, la différence entre 1,60 et 1,45 est en fait très mince, d'autant plus que les marchés financiers, dès

¹ Avec une bonification jusqu'en décembre 2008.

2007, anticipaient une baisse de l'EUR/CHF avec un croisement de la barrière de 1,45 en 2017 pour le scénario médian, et dès 2011 pour un scénario défavorable de probabilité 5%. Le graphique suivant montre, en vert, le cours de change EUR/CHF depuis 1990. La partie postérieure à juin 2007 est dessinée en gras. En juin 2007, les marchés anticipaient un scénario médian qui apparaît en bleu sur le graphique :



Certes le cours de change a varié au-delà même du scénario défavorable (en rouge), c'est en cela que la crise présente une variation supérieure à la normale, mais ce niveau de cours de change anticipe simplement les scénarios prévisibles en fin de décennie. On ne peut pas dire que sans crise il n'y aurait pas eu de problème. La crise a seulement activé plus tôt prévu la bombe à retardement.

On voit clairement que les banques exposaient leurs clients à un risque élevé que l'indexation s'active en cours de vie de tous les contrats très longs. Ces calculs sont simples et très courants dans les salles de marché : **les banques ne pouvaient ignorer les risques** qu'elles faisaient prendre aux collectivités.

Pour en savoir plus sur ce type d'emprunt : <http://www.emprunttoxique.info/change/>

Exemple 3 : Formule indexée sur le différentiel EUR/USD - EUR/CHF

Cette formule, elle aussi proposée activement aux collectivités par plusieurs banques entre 2007 et 2009, consiste à faire la différence entre le cours de change euro/dollar et le cours de change euro/franc suisse.

Par exemple le 30 août 2011 l'euro/dollar vaut 1,44 et l'euro/franc suisse vaut 1,18. Donc la différence vaut $1,44 - 1,18 = 0,26 = 26\%$.

La collectivité paye un taux fixe bonifié plus un certain pourcentage, typiquement 30%, de la différence ci-dessus, quand elle est positive. Des villes comme Chartres, Plaisir, Châtillon (92), ou Rueil-Malmaison payent, ou paieront après la période de bonification, des formules quasi-identiques. Voici celle payée par Plaisir à partir de juillet 2012 :

$$3,77\% + 30\% \times \text{Max}(\text{EUR/USD} - \text{EUR/CHF} ; 0)$$

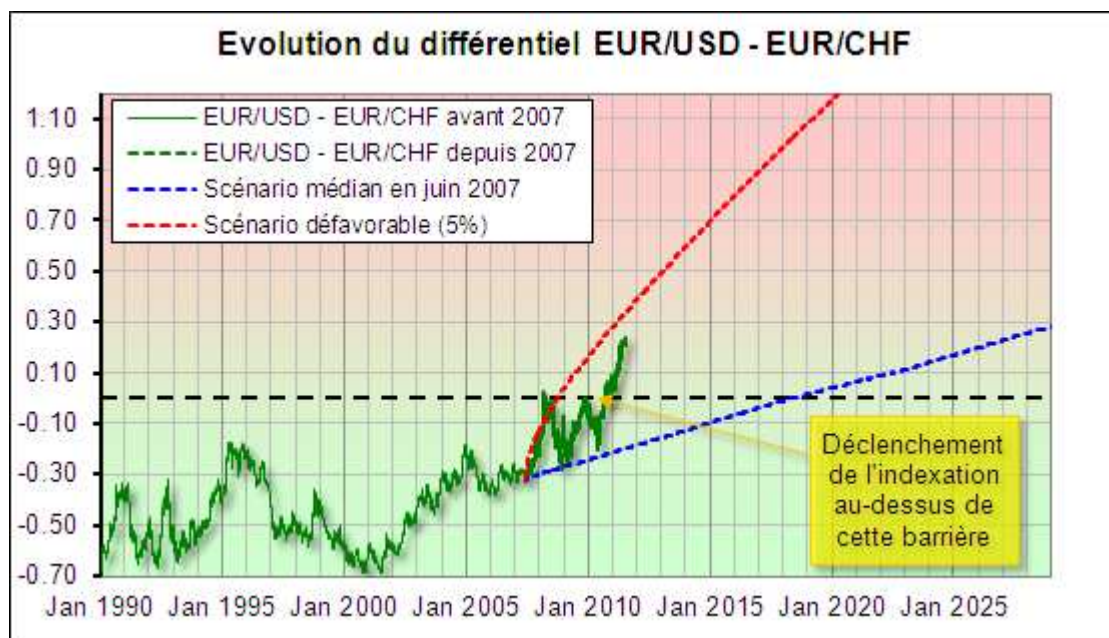
Numériquement, avec les taux de change du 30 août 2011, la formule donnerait un taux égal à : $3,77\% + 30\% \times 26\% = 11,57\%$.

En 2007, avant l'apparition des premiers signes de la crise, il était déjà visible pour les banquiers que cette formule était dangereuse. Certes, à 1,35 l'EUR/USD semblait nettement inférieur à l'EUR/CHF, qui valait 1,65. Donc l'activation de l'indexation semblait pour certains élus une hypothèse lointaine. Imaginer que cette formule devienne défavorable était équivalent à imaginer qu'un dollar vaille moins qu'un franc suisse. Cette

hypothèse était pour beaucoup d'élus, qui avaient connu le franc suisse entre 3 et 4 francs français, fantaisiste. Ces arguments ont pu inspirer les vendeurs des banques et convaincre ainsi les maires ou présidents de collectivités.

Pourtant, dès début 2007 et pendant toute la période de commercialisation de ces emprunts toxiques, il était clair pour les professionnels que la probabilité de taux élevés pour la collectivité était supérieure à 50%.

Traçons comme précédemment le graphe de cette série historique et des scénarios médian (en bleu) et adverse (en rouge) :



On constate à nouveau que le scénario médian dérive en défaveur de la collectivité. Cette remarque est d'ailleurs valable pour toutes les formules indexées sur un taux de change que nous avons consultées. Qu'il s'agisse de USD/JPY ou de USD/CHF, la tendance est systématiquement d'anticiper un rapprochement voire même un croisement de la barrière.

A la différence de la formule de l'exemple 2, le cours de change n'a pas évolué de manière exceptionnelle depuis la conclusion des contrats, puisque la courbe verte demeure comprise entre le scénario médian et le scénario défavorable. Donc la crise ne peut expliquer la hausse des taux à payer par les collectivités. Du point de vue d'un professionnel, les événements se déroulent comme anticipés, d'une manière légèrement défavorable, mais sans aucun caractère exceptionnel.

Pour en savoir plus sur ce type d'emprunt : <http://www.emprunttoxique.info/change2/>