

Gestion de dette : éclairages

Groupe de travail des directeurs financiers, ARCA
Chalons en Champagne, 30 juin 2009

Premier fournisseur de services
interactifs aux décideurs financiers



Introduction

I. Point sur les marchés financiers

II. Livret A : nouvelle formule

Pause

III. Montage inflation CDC

IV. Swaps : quelle gestion?

■ Présentation de Finance active

Indépendant de tout
groupe bancaire ou
industriel

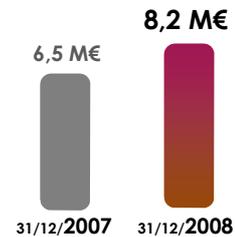


Garantie d'une
objectivité totale

Des équipes
renforcées par un
rythme soutenu de
recrutements



Un chiffre d'affaires
en progression forte



FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Finance active, une gestion unique



Suivi expert
en ligne

Gestion de la dette
& des placements





Conseil
personnalisé

- Une **technologie innovante** de suivi en ligne, reconnue comme une référence en gestion financière
- Un **accompagnement expert** et personnalisé pour vous conseiller sur les meilleures stratégies à adopter

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Un pôle dédié pour mieux vous servir

Pôle Habitat



Responsable du pôle Habitat
Goulwen Le Gall



Consultant
Didier Tailleman



Consultant
Cédric Poynard

Support



Responsable Campus & Media
Matthieu Collette



Responsable Marchés & Expertise financière
Vincent Derval



Qualité
Majja Kreslina

■ Plus de 150 acteurs de l'Habitat social nous font confiance



Nos références en Champagne Ardennes



O.P.H Saint Dizier



■ Une offre globale de gestion actif -passif

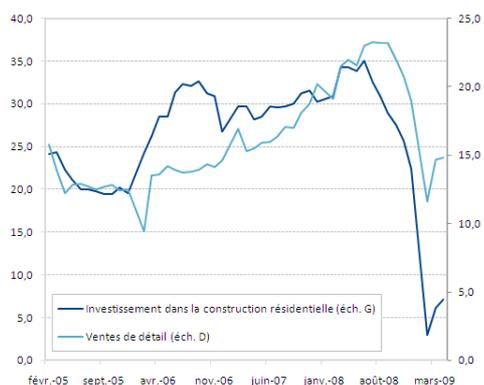


1. Point de marché

Excès d'optimisme sur les marchés ?

■ Signes de reprise économique en Chine...

Chine : ventes de détail et investissement immobilier (en %, g.a)



Source : National Bureau of statistics of China

- Une politique de stimulation de la demande intérieure visant à compenser la baisse de la demande extérieure
- En mai, 7ème mois consécutif de recul des exportations : -26,4% g.a.

Chine : croissance du PIB réel

	T4-2008	T1-2009
en g.a.	6,8%	6,1%
t/t (annualisé)*	0,6%	6,4%

Source : * estimation BNP-Paribas ; National Bureau of statistics of China

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ ... et stabilisation cyclique en Europe et aux Etats-Unis

Etats-Unis et zone euro : ISM et PMI manufacturiers



Source : Markit economics

- Ralentissement du rythme de dégradation :
 - amélioration des données d'enquête
 - ralentissement des suppressions d'emplois aux Etats-Unis, etc.
- ... mais sans réel signe de reprise

Zone euro : production industrielle (en % ; g.a.)

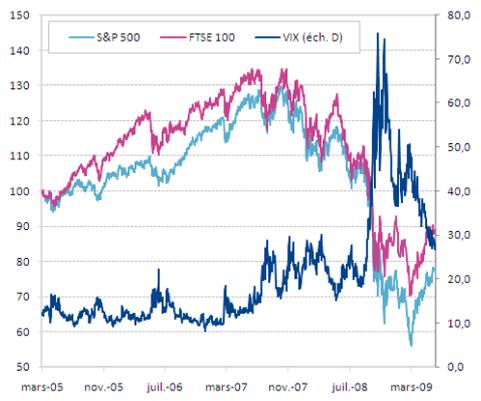
	Zone euro	All.	France
m/m	-1,9%	-1,9%	-1,4%
g.a.	-20,2%	-21,6%	-18,8%

Source : * estimation BNP-Paribas ; National Bureau of statistics of China

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Retour de "l'appétit pour le risque" sur les marchés

Etats-Unis, Europe : VIX et indices boursiers (100 : 2005)



Source : Reuters

Etats-Unis et Europe : taux d'intérêt long terme (en %)

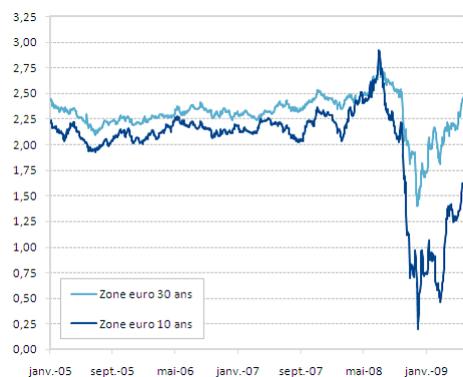


Sources : Reuters et Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Remontée des anticipations d'inflation

Zone euro : point-mort d'inflation (en %)



Source : Agence France Trésor

- Les marchés se posent la question du "seigneuriage" face à :
 - l'accroissement des déficits publics
 - et des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif qui se traduisent par de la création monétaire
- Conjugué à un certain optimisme concernant le redémarrage de l'activité, ceci conduit les marchés à réintégrer des anticipations d'inflation

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Remontée des prix des matières premières

Matières premières : prix du pétrole (en dollars) et CRB



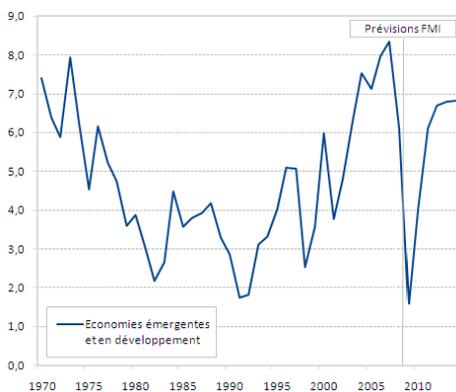
Source : Reuters

- Rebond des prix (+75% pour le Brent depuis début 2009) avec :
 - la reprise économique en Asie
 - l'optimisme dont se nourrissent les marchés
- Mais les fondamentaux vont dans le sens d'une stabilisation des prix :
 - Croissance mondiale ralentie
 - Excès d'offre sur le marché du pétrole
- *Quid* des positions spéculatives?

FINANCE ACTIVE MEDIA

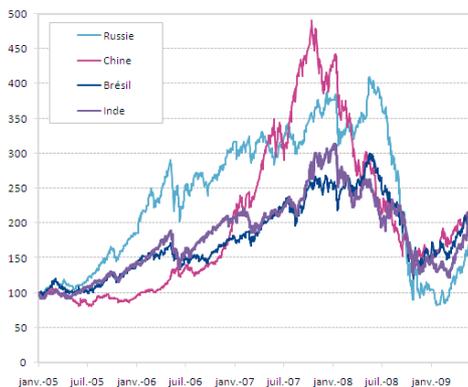
■ Retour des investisseurs vers les marchés émergents

Economies émergentes et en dév. : croissance (en %)



Source : FMI

BRIC : indices boursiers (100 : 2005)

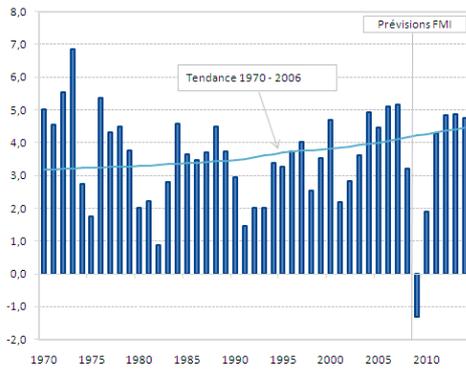


Sources : Reuters et Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

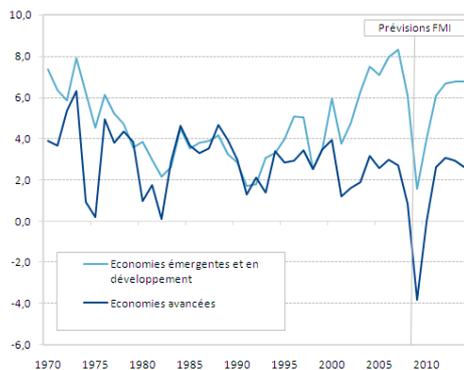
■ Un contexte économique qui reste fortement dégradé

Monde : croissance du PIB réel (en %)



Source : FMI

Croissance du PIB réel (en %)



Source : FMI

FINANCE ACTIVE MEDIA

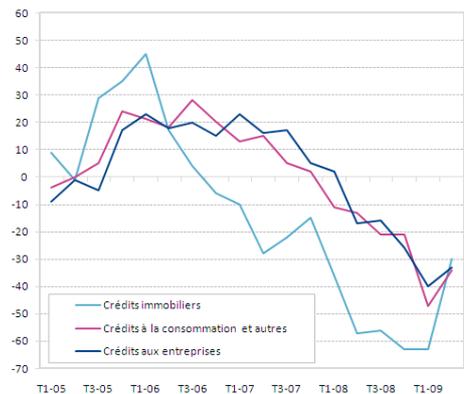
■ Sans reprise du crédit, pas de retour de la croissance...

Zone euro : crédits au secteur privé (en % ; g.a.)



Source : BCE

Zone euro : enquête BCE / demande de crédit (en %)

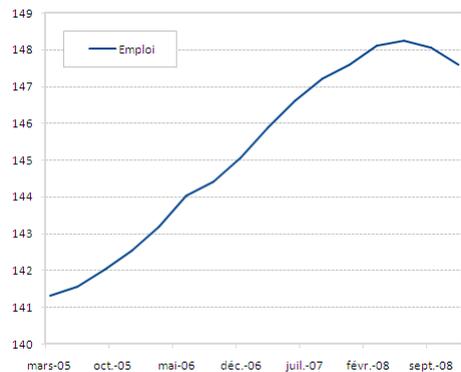


Source : BCE

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ ... tandis que les entreprises sont en début de cycle

Zone euro : emploi total (en millions)



Source : BCE

Zone euro : taux de chômage (en % de la PA)

	Zone euro	All.	France
m/m	9,2%	7,7%	8,3%

Source : Eurostat

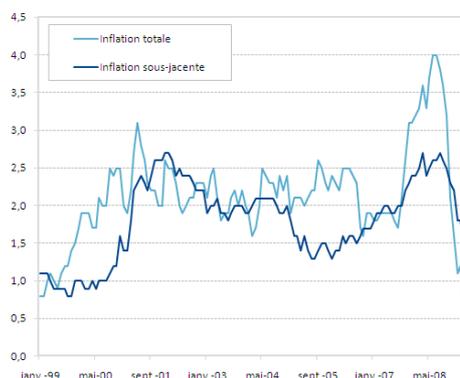
- Emploi et chômage, variables retardées de la croissance montrent que le cycle des entreprises ne fait que commencer
- Tandis que l'investissement recule : -10,4% en g.a. au T1-09
- Et que le besoin de désendettement se fait pressant

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ La politique monétaire de la BCE

- Une politique monétaire visant à permettre aux établissements de crédit de financer l'économie avec :
 - un taux refi maintenu à son plus bas historique de 1,00%
 - des injections de liquidités illimitées à taux fixe, étendues à 1 an
 - des achats de *covered bonds* visant à rétablir la liquidité sur ce marché
- Dans un contexte de "tensions inflationnistes modérées" – estimation *flash* de l'IPCH de juin : 0,0%

Zone euro : inflation (en % ; en g.a.)



Source : Eurostat

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Taux courts : fin du cycle de baisse ?

Zone euro : taux courts et anticipations (en %)



Sources : BCE et Finance active

- Des marchés qui anticipent déjà le retournement du cycle de la BCE malgré...
- ... un niveau de taux refi jugé "approprié" par M. Trichet le 4 juin dernier

Taux BCE : prévisions de consensus (en %)

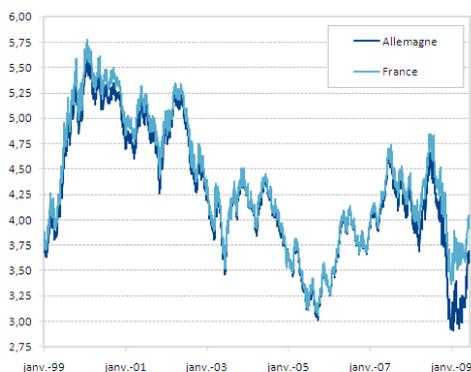
	T3-09	T4-09	T1-10	T4-10
Taux	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Refi				

Source : Consensus Reuters, 27 mai

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Quid des tensions sur les taux d'intérêt de long terme ?

Zone euro : taux Etat 10 ans (en %)



Sources : Reuters et Finance active

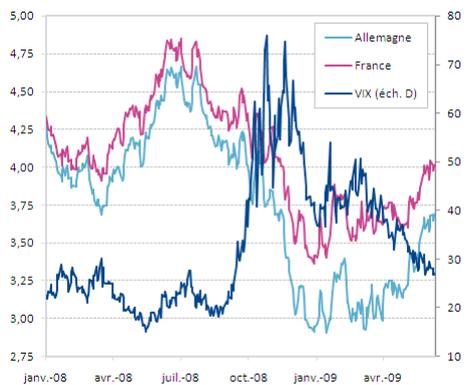
- Séries de facteurs pouvant être avancés pour justifier la remontée des taux longs:

- risque d'inflation du à la création monétaire dans le sillage des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif
- décreue du pessimisme quant au retour de la croissance
- gonflement des déficits publics provoquant des effets d'éviction
- *deflight to quality* avec des investisseurs qui reviennent progressivement vers les actifs risqués

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Deflight to quality comme explication la plus pertinente

Zone euro : taux Etat 10 ans et VIX (en %)



Sources : Reuters et Finance active

• La retour des investisseurs sur des actifs plus rémunérateurs que les emprunts d'Etat européens et américains comme explication la plus pertinente...

- ... dans un contexte de croissance faible (au mieux égale à la croissance potentielle)
- ... en l'absence de risque inflationniste (pas d'inflation salariale)
- ... face au désendettement du secteur privé et à une épargne des ménages en augmentation

FINANCE ACTIVE MEDIA

2. La nouvelle formule du livret A

Un indice dépendant d'une formule?

FINANCE ACTIVE MEDIA

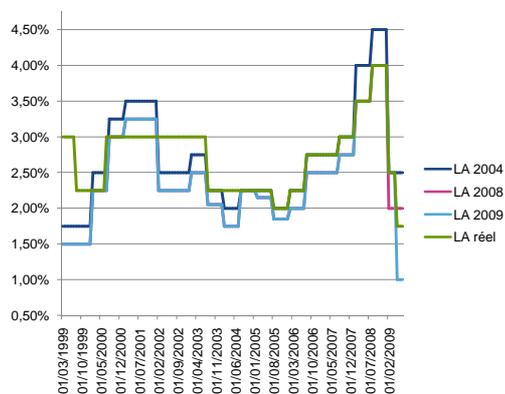
■ Les différentes formules

- 1998 : le génèse, un corridor compris entre inflation +1% (borne basse) et taux courts -0.5% (borne haute)
- 2003 : la première formule :
 $\frac{1}{2}$ inflation française + $\frac{1}{2}$ moyenne euribor 3 mois +0.25%
- 2008 : la deuxième formule :
 Max [Inflation française + 0.25%; $\frac{1}{2}$ inflation française + $\frac{1}{4}$ moyenne Euribor 3 mois et $\frac{1}{4}$ de T4M]
- 2009 : formule de 2008 + ajustements techniques

■ Rappel de la formule : Max [Inflation française + 0.25% ; 1/4 (Euribor 3 mois moyenné + T4M) + 1/2 inflation française]

Historiques des Livret A

Des valeurs atypiques



Source : Calculs Finance active

	Livret A 2008	Δ VS Réel
01/08/03	2,05%	2,25%
01/02/04	1,85%	2,00%

Source : Finance active

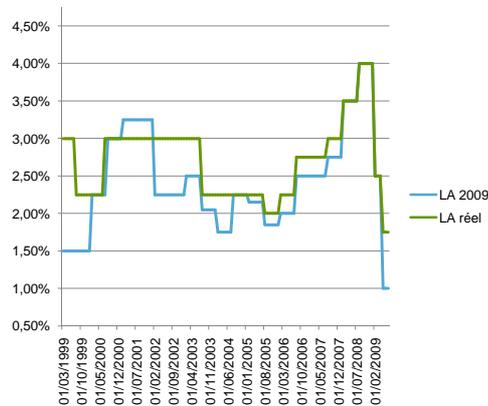
- Un floor inflation qui joue lorsque le taux Livret A est bas
- Des valeurs de Livret A inférieures à 2%

■ Les nouveautés du décret du 27 janvier 2009

- Une intervention limitée à + ou – 150 points de base
- Potentiellement nouvelle périodicité : 2, 3 ou 4 fixing annuel
- La possibilité de modifier le Livret A chaque trimestre
- Une intervention humaine conditionnée à une variation "*trop importante*" des taux courts et/ou de l'inflation

■ Une formule historiquement inférieure à la réalité

Comparaison Livret A réel/Livret A 2009

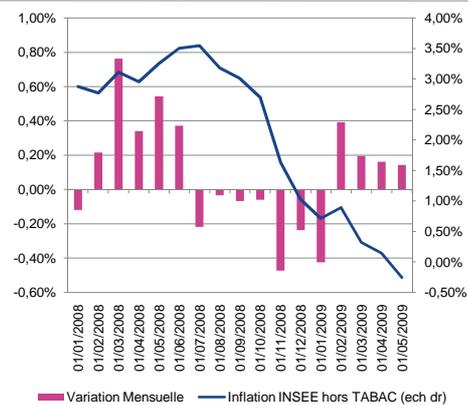


Source : Calculs Finance active

- Une nouvelle formule qui sous-performe le Livret A réel
- Un tunnel qui n'aurait jamais été utilisé auparavant
- Un décret post-fixé par rapport aux volontés politiques
- Un rendement imbattable en termes réels

■ Une application trimestrielle ?

Evolution de l'inflation



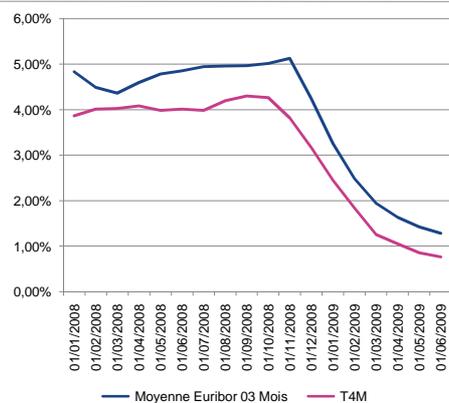
Source : Insee

- Un effet base considérable
- Une inflation en recul important
- Un point bas à la fin du 2nd semestre 2009
- Des valeurs négatives à prévoir

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ L'application trimestrielle (suite)

Evolution des taux courts



Source : Finance active

- Une chute importante
- Un repli très brutal
- Un mouvement en cours
- Des valeurs inconnues

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Une application trimestrielle (suite)

Matrice des valeurs possibles au mois de mai

Inflation	Livret A calculé	Arrondi Livret A
0,00%	0,69%	0,75%
0,10%	0,74%	0,75%
0,20%	0,79%	0,75%
0,30%	0,84%	0,75%
0,40%	0,89%	1,00%
0,50%	0,94%	1,00%
0,60%	0,99%	1,00%
0,70%	1,04%	1,00%
0,80%	1,09%	1,00%
0,90%	1,14%	1,25%
1,00%	1,19%	1,25%

Source : Calculs Finance active

- Un Livret A en baisse
- Une activation de la limitation de la variation envisageable
- Une intervention dangereuse...
- ...mais pourtant conforme au décret du 27 janvier 2009...
- ...finalément limitée à $\frac{3}{4}$ de point (1.75%)

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Une application trimestrielle ? (suite)

Quel livret A au mois d'août 2009 ?

Inflation	Livret A Calculé	Arrondi Livret A
-1,00%	0,00%	0,25%
-0,90%	0,05%	0,25%
-0,80%	0,10%	0,25%
-0,70%	0,15%	0,25%
-0,60%	0,20%	0,25%
-0,50%	0,25%	0,25%
-0,40%	0,30%	0,25%
-0,30%	0,35%	0,25%
-0,20%	0,40%	0,50%
-0,10%	0,45%	0,50%
0,00%	0,50%	0,50%
0,10%	0,55%	0,50%
0,20%	0,60%	0,50%
0,30%	0,65%	0,75%

Source : Calculs Finance active

- L'intervention de mai permet une poursuite de la baisse du livret A
- Un taux de rendement proche de zéro
- Un contexte économique peu propice
- Un taux de rendement réel toujours positif

FINANCE ACTIVE MEDIA

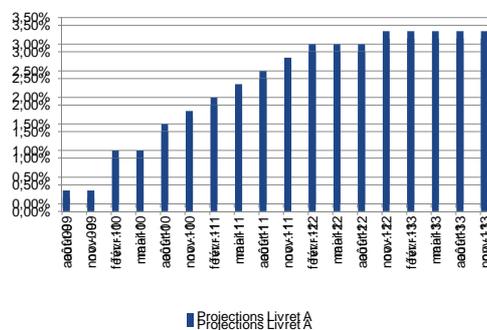
■ Une application trimestrielle (suite)

- *A priori*, non mais finalement le choix de la "double détente" semble privilégier ;
- Un ajustement du taux pour août 2009 à 1%
- L'impératif "pouvoir d'achat" devrait primer...
- ...sans trop mécontenter les bailleurs (compte tenu de la valeur absolue du taux)

■ Quelle évolution au-delà de l'exercice en cours ?

Evolution du livret A

Projections Livret A



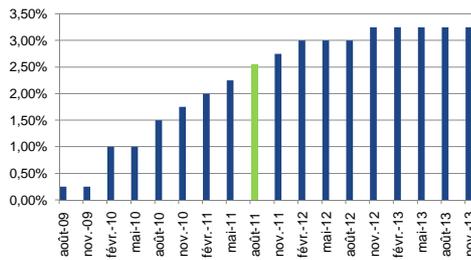
Source : Calculs Finance active

- Un plancher à un quart de point (0.25%)
- Une augmentation régulière et assez rapide
- Un retour "à la normale" en 2012 (Livret A = 3%)

■ Quelle évolution au-delà de l'exercice en cours ?

Evolution du livret A (avec le floor inflation)

Projections Livret A



Source : Calculs Finance active

- Un floor inflation utilisé à 1 reprise
- Ne pas négliger l'aspect d'un financement des déficits au travers de l'inflation
- Un impact assez limité (écart maximum de 0.25% vs livret A calculé)

FINANCE ACTIVE MEDIA

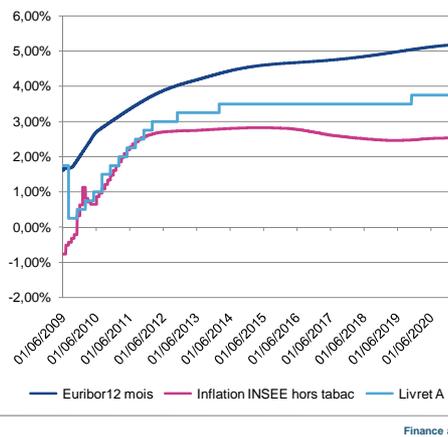
3. Stratégie financière et gestion active

Montage inflation

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Contexte de marché

Composantes livret A: anticipations

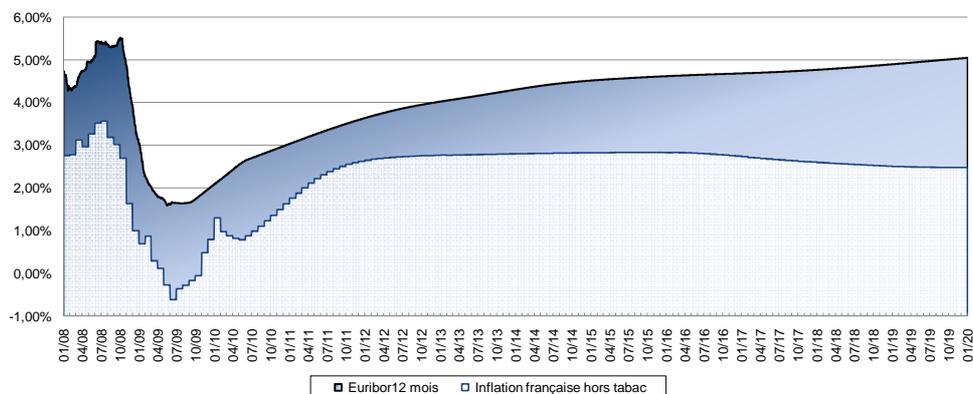


- Anticipés d'inflation haussières : reprise rapide de l'inflation après le plancher d'août 2009
- Niveaux d'inflation élevés, au-delà des 2% à compter du 2ème trimestre 2011
- Courbe de taux Euribor se repentifiant => des valeurs proches supérieure à 5% en 2020

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Rémunération réelle : évolution

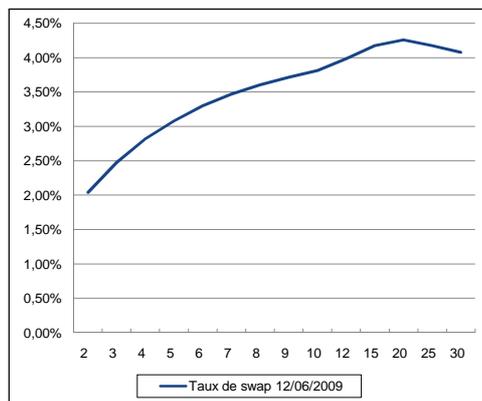
Graphique comparatif entre le taux marché et le taux d'inflation



FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Élément supplémentaire : une coudre plate en fin de segment

Courbe des taux de swap EUR – juin 2009



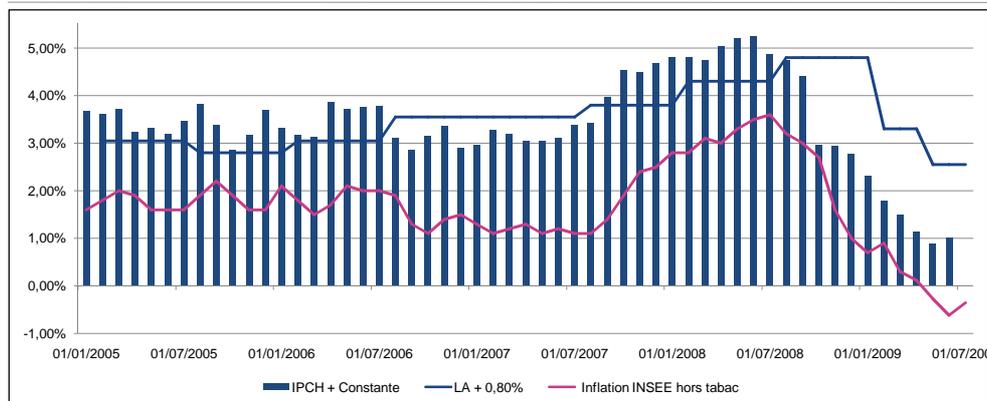
Source : Finance active

- Repentification de la courbe de taux
- Mais faiblesse des taux 25 à 30 ans
- des taux Euribor à croissance lente

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Evolution des marges sur inflation

Valorisation de la constante depuis 2005 (Maturité 20 ans, Livret A +0.80)



Source : Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Intérêt de l'indexation pour les bailleurs

Intérêts stratégiques

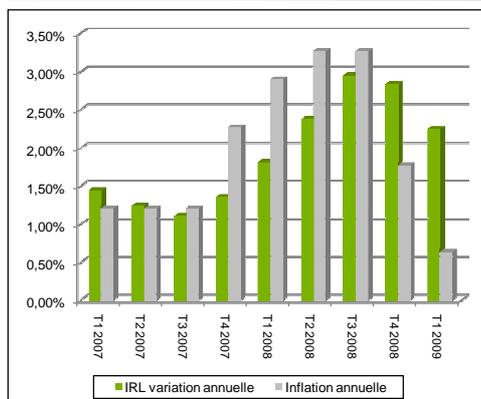
- La revalorisation des loyers prend en référence l'Indice de Référence des Loyers (IRL)
- « *Le nouvel index, basé sur le taux d'inflation, évolue comme les ressources principales des emprunteurs* » (source CDC)

Intérêts pratiques

- Réaménagement de la dette : au travers du compactage de l'encours existant
- Nouvelles opérations :
 - PEX
 - PLUS
 - PHARE

■ Intérêt de l'indexation pour les bailleurs (suite)

Variation annuelle IRL - IPCH



Source : INSEE

- L'évolution de l'Indice de Révision des Loyers est corrélée à la courbe de l'inflation française hors tabac avec un temps de retard.
- Ce dernier est atténué par la préfixation de l'index.

■ Caractéristiques

- Un financement sur la ressource Livret A
- Un emprunt semestriel
- Un taux d'intérêt équivalent à IPCH préfixé + marge (constante)
- Un barème mensuel des marges pratiquées par la CDC qui est fonction de la maturité du financement
- Une marge ou constante inchangée à compter de la date d'effet du contrat

■ Construction du taux de l'emprunt de réaménagement

• L'encours existant :

- Durée résiduelle moyenne
- Taux moyen, marge moyenne
- Valorisation marché

• Valorisation de l'équivalence marché de l'encours à compacter avec une indexation IPCH :

- IPCH préfixé (référence aux index de juin et de décembre)
- Amortissements semestriels
- Base de calcul exacte/exacte

■ Construction du tableau d'amortissement

2 options :

- Emprunt "classique" à annuités progressives ;
=> Taux de progression à 0% ou à 0,50%.
- Emprunt à durée ajustable ;
la durée d'amortissement résiduelle peut, dans certains cas, varier de +/- 5 années compte-tenu de l'évolution du taux d'intérêt payé, et donc de la charge d'exploitation.

Emprunt avec ou sans préfinancement :

Durée inférieure, supérieure ou égale à 12 mois avec possibilité de consolider les intérêts.

■ Construction de l'échéance : le taux d'intérêt.

• Indice de révision :

« Inflation en France mesurée par la variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) de l'ensemble des ménages hors tabac calculé par l'INSEE »

• Actualisation de l'indice :

« ...aux mêmes dates que celles prévues pour la révision du taux du Livret A (...) pris en compte par la Banque de France pour calculer la variation du taux du Livret A »

■ Construction de l'échéance : l'annuité

- Double révisabilité, limitée à 0.00%
- Ni intérêts compensateurs, ni intérêts différés :
 - Amortissement = annuité – intérêts calculés (amortissement déduit),
 - « Au cas où la part d'intérêt calculée serait supérieure au montant de l'échéance, l'emprunteur est tenu de payer la totalité des intérêts dus »

■ Illustration

Echéance	Amortissement	Intérêts	Annuité calculée	Annuité payée
1	$100 - 80 = 20$	80	100	100
2	0	120	100	120
3	0	115	100	115
4	10	90	100	100

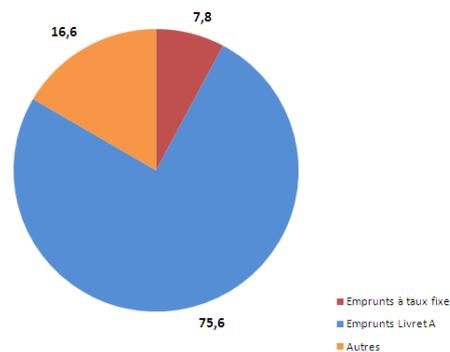
4. Les swaps

Données de l'observatoire

■ Observatoire de la dette : opérations de swap

- 16,8% des bailleurs du panel utilisent les swaps dans la gestion active de leur dette
- 4,3% de l'encours totale de dette couvert
- Des opérations ayant principalement pour notionnel une dette Livret A

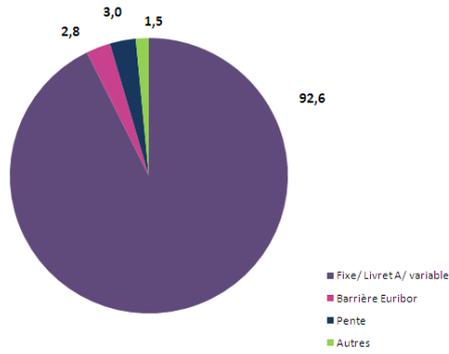
Swaps : notionnel (en % de l'encours couvert)



Source : Observatoire Finance active de la dette

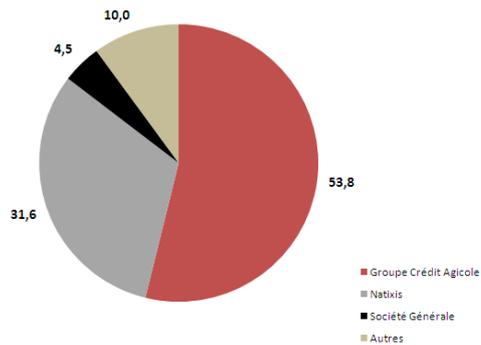
■ Opérations de swap (suite)

Swaps : jambe payeuse (en % de l'encours couvert)



Source : Observatoire Finance active de la dette

Contreparties bancaires (en % de l'encours couvert)



Source : Observatoire Finance active de la dette

FINANCE ACTIVE MEDIA

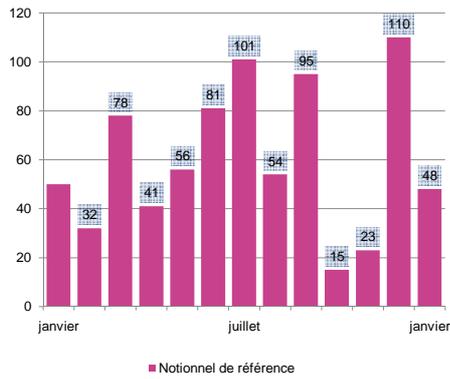
4. Les swaps

Le swap Livret A

FINANCE ACTIVE MEDIA

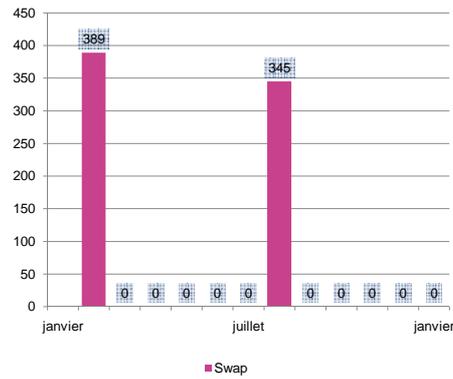
■ Un swap qui s'exonère de l'exactitude de la couverture

Amortissement du notionnel



Source : Finance active

Amortissement du swap

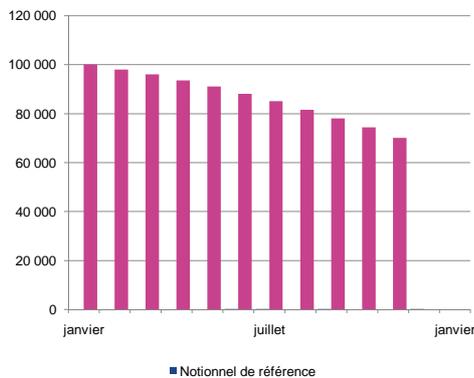


Source : Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

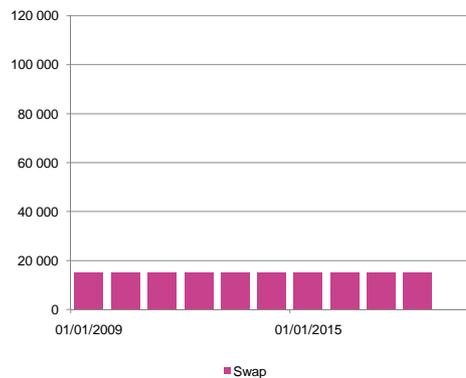
■ Un swap qui s'exonère de l'exactitude de la couverture

Extinction du notionnel



Source : Finance active

Extinction du swap

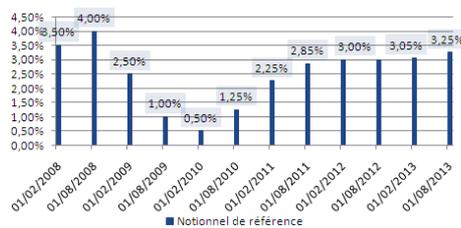


Source : Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

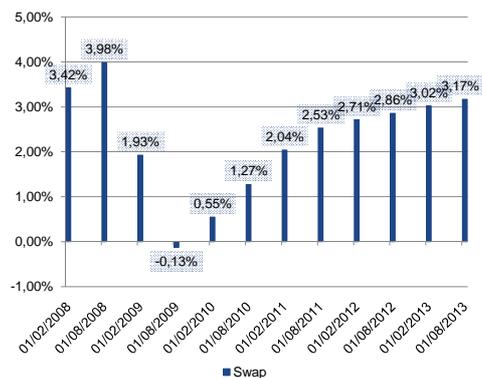
■ Un swap qui s'exonère de l'exactitude de la couverture

Formule administrative



Source : Finance active

Formule mathématique



Source : Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Un swap qui s'exonère de l'exactitude de la couverture

- En terme de date : fixing semestriel contre remboursement de l'encours au fil de l'eau
- En terme de montant : montant *in fine* ou amorti de manière figée contre recalcul en fonction des évolutions de taux Livret A
- En terme de taux : Livret A « formule » contre Livret A « administratif »

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ La multiplication des formules de base

- Formule de 2003 : $(\text{Inflation française} + \text{Euribor 3 mois moyenne})/2 + 0.25\%$
- Formule de 2008 : $\text{Max} [\text{Inflation française} + 0.25\% ; 1/4 (\text{Euribor 3 mois moyenné} + \text{T4M}) + 1/2 \text{ inflation française}]$
- Formule de 2009 : $\text{Max} [\text{Inflation française} + 0.25\% ; 1/4 (\text{Euribor 3 mois moyenné} + \text{T4M}) + 1/2 \text{ inflation française}]$ avec limitation entre 2 fixation à + ou – 1.50% et possibilité d'intervention trimestrielle

■ Une augmentation de l'incertitude

- Possibilité de recevoir moins sur le swap que le taux payé sur l'encours
- Possibilité de recevoir un taux négatif sur le swap (donc à payer) (août 2009)
- Une remise en cause du principe de couverture ?

■ La fin du swap contre Livret A ?

- Un marché quasi-inexistant
- Une structuration de l'index très complexe
- Un coût dissuasif

4. Les swaps

Les autres swaps

■ Les swaps Structurés : Euribor à Barrière

Volatilité de l'Euribor

Probabilité de dépassement d'un seuil sur un index Euribor

$$P(B(t, T_1) - B(t, T_2) > \text{Seuil})$$

Rappel de votre saisie

Reprendre le calcul

Caractéristiques de l'emprunt

Périodicité de l'index : Euribor 6 mois
Date d'estimation : 01/08/2020
Seuil : 5.00 %
Périodicité des observations : 12 mois

Votre résultat

Date d'estimation	Forward de l'index (Anticipations)	Probabilité de dépassement
01/08/2009	1.35 %	-0.00 %
01/08/2010	2.59 %	3.51 %
01/08/2011	3.20 %	11.64 %
01/08/2012	3.68 %	16.68 %
01/08/2013	4.00 %	20.40 %
01/08/2014	4.27 %	23.56 %
01/08/2015	4.44 %	25.62 %
01/08/2016	4.54 %	26.75 %
01/08/2017	4.60 %	27.49 %
01/08/2018	4.70 %	28.61 %
01/08/2019	4.85 %	30.29 %
01/08/2020	5.01 %	31.95 %

Source : Finance Active

- Une volatilité importante qui pèse sur le rachat de l'option (cap) ;

- Une amélioration à prévoir au cours des prochains mois ;

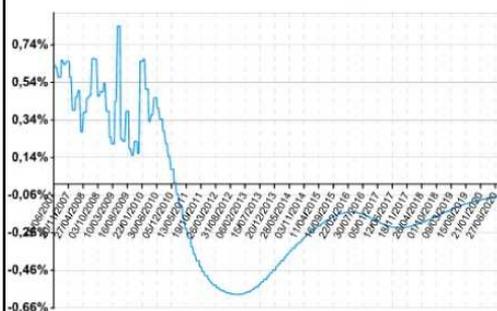
- Une jambe Livret A toujours pénalisante.

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Les swaps Structurés : Ecart d'inflation

Ecart Inflation

Inflation européenne hors tabac - Inflation INSEE hors tabac
Date : 15/06/2009



Finance active

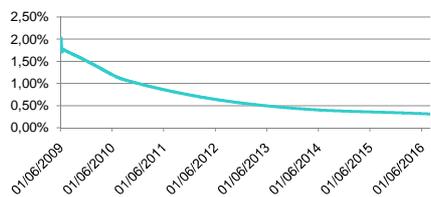
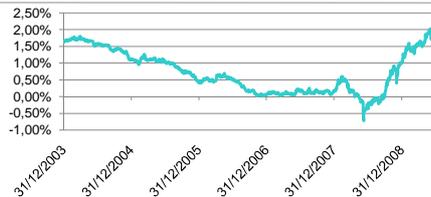
Source : Finance Active

- Des anticipations défavorables ;
- Une liquidité faible ;
- Un risque de pérenité sur la formule
- En sortir dès que possible.

FINANCE ACTIVE MEDIA

■ Produits de pente : du mieux pour du pire

Évolution du spread 10Y-02Y et des anticipations



Source : Finance active

Évolution selon les spreads

	10-02	20-02	30-01
31/12/07	0,16%	0,35%	0,24%
30/06/08	-0,27%	-0,20%	-0,32%
31/12/08	1,01%	1,13%	1,19%
18/06/09	1,75%	2,30%	2,84%

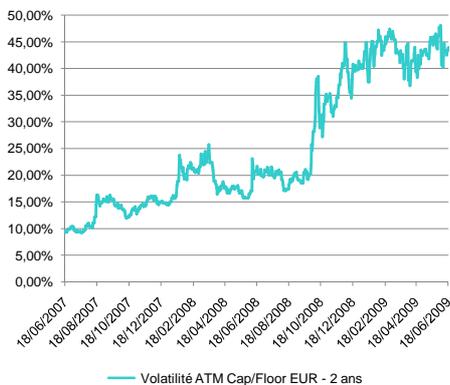
Source : Finance active

- une amélioration du spot ;
- des forward qui se dégradent.

FINANCE ACTIVE MEDIA

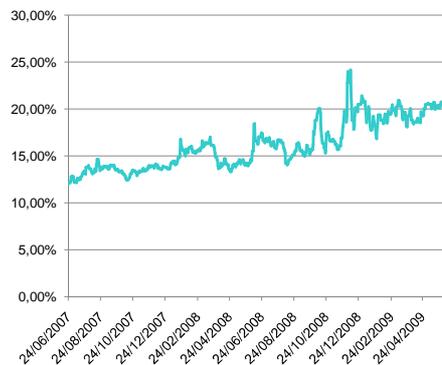
■ Produits de pente : Un contexte de volatilité élevée

Volatilité 2Y



Source : Finance active

Volatilité 10 Y



Source : Finance active

FINANCE ACTIVE MEDIA

www.financeactive.com



Gestion de dette : éclairages

Groupe de travail des directeurs financiers, ARCA
Chalons en Champagne, 30 juin 2009

Premier fournisseur de services
interactifs aux décideurs financiers

