

Syndicat Intercommunal pour la Destruction des Résidus Urbains

Analyse de la gestion de dette

n°3, au 31 mars 2008

Contexte

Dans le but d'alléger la dette importante du SIDRU, le syndicat intercommunal qui gère nos ordures, ce dernier a fait le choix de mettre en place des opérations financières appelées "swap". Ces opérations sont légales. Elles ont toutefois une **volonté spéculative** critiquable dans le cadre de la gestion d'un organisme public.

Beaucoup plus grave est le mode de calcul de ces swaps pour la dette du SIDRU, qui risquent d'être extrêmement défavorables dans les prochaines années. Ces contrats spéculent en effet sur le cours des monnaies (euro contre dollar et euro contre franc suisse). En particulier, depuis le premier semestre 2007 **le Sidru perd de l'argent chaque fois que le dollar baisse** contre euro et franc suisse.

Les opérations signées avec la banque sont favorables pour le SIDRU les trois premières années, mais elles risquent de devenir extrêmement défavorables pour le SIDRU à partir de 2009 ou 2010, si les taux de change des monnaies n'inversent pas leur tendance actuelle. En l'état actuel des choses, et a fortiori si le taux de change devient encore plus défavorable pour le dollar, ce sont plusieurs dizaines de millions d'euros de perte qui sont à prévoir pour le SIDRU entre 2009 et 2029, à répartir entre les 15 communes membres.

Nous avons alerté M. Lamy, président du SIDRU, ainsi que les maires des communes membres sur les risques de ces opérations depuis l'automne 2007 et continuerons à informer le public sur ce dossier sensible.

Faits nouveaux depuis novembre 2007**Un swap de plus**

En décembre 2007 le président du Sidru a révélé l'existence d'un swap supplémentaire, traité avec la Société Générale en octobre 2003, et annulé en juillet 2005 avec un gain total 1 186 541,85 EUR. Ce swap a donc été conclu et dénoué avant les swaps analysés jusqu'ici. Pour plus de détails, voir "swap n°0" en page 3.

Les effets contrastés de la crise financière

La baisse du dollar contre euro et franc suisse augmente les pertes latentes des swaps conclus en 2007 (swaps n°2 et n°4 décrits en page 3) de plus de 20 M €. Par contre la baisse des taux d'intérêt dollar, très rapide depuis novembre 2007, a réduit cette perte de près de 9 M €. Le total de l'ensemble des facteurs (détaillés en page 3) est une perte de 4,3 M €, qui vient s'ajouter au 20,1 M € de novembre 2007.

La perte latente totale au 31 mars 2008 se monte donc à 24,4 M €.

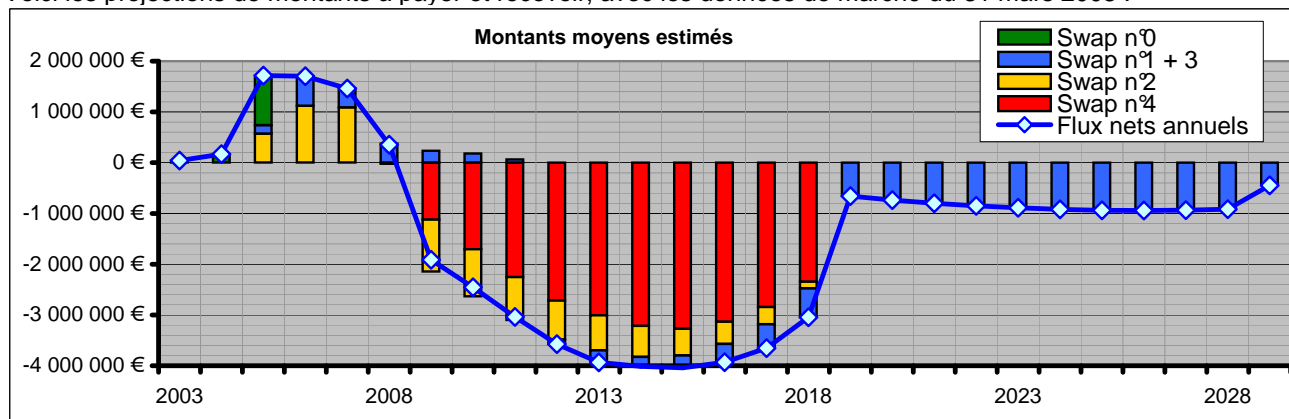
Risques futurs

Dans les mois à venir les facteurs suivants peuvent affecter la valeur de marché des swaps :

- **Scénarios gagnants** : hausse du dollar contre euro et franc suisse, baisse des taux court terme euro, hausse des taux long terme euro et franc suisse
- **Scénarios perdants** : baisse du dollar, baisse des taux long terme euro et franc suisse, hausse des taux long terme dollar

Sans inversion de tendance les swaps commenceront à générer des pertes comptables en 2009.

Voici les projections de montants à payer et recevoir, avec les données de marché du 31 mars 2008 :

**ANNEXES**

Pour ceux qui sont familiers des swaps, les annexes suivantes apportent plus d'informations :

Page 2: **Données de marché** utilisées pour la valorisation des swaps

Page 3: **Liste des swaps** et évaluation des gains / pertes

Page 4: Projection des montants à payer et recevoir année par année

Données de marché utilisées pour valoriser les swaps du Sidru

fin nov. 2007

fin mars 2008

Date

Date 23-Nov-07

31-Mar-08

Taux de change

EUR/USD 1.4809 USD
EUR/CHF 1.6322 CHF

Volatilités long terme

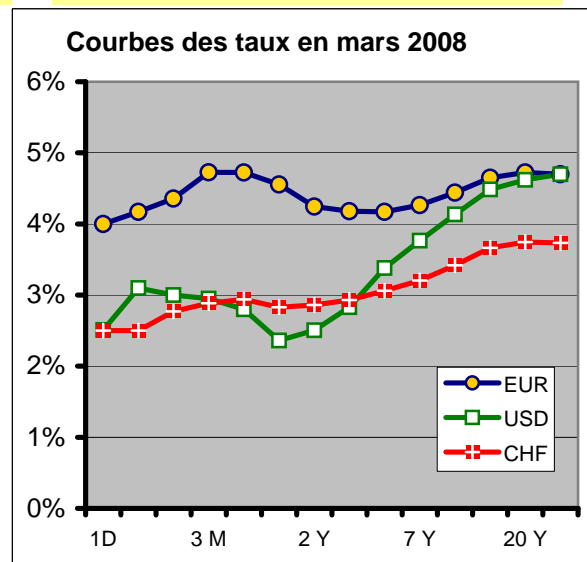
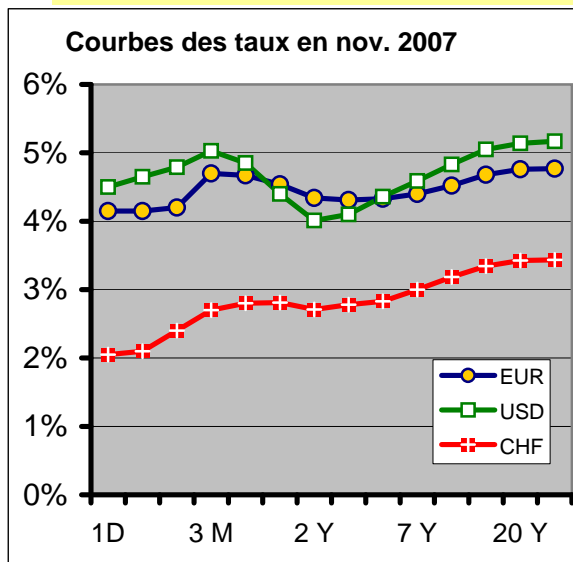
8.80%
2.80%

Volatilités long terme

1.5812 USD 8.70%
1.5738 CHF 2.80%

Taux d'intérêt

	EUR	USD	CHF	EUR	USD	CHF
1D	4.15%	4.50%	2.05%	4.00%	2.51%	2.50%
1D+1D	4.15%	4.65%	2.10%	4.17%	3.10%	2.50%
1 M	4.20%	4.79%	2.40%	4.36%	3.00%	2.77%
3 M	4.70%	5.03%	2.70%	4.73%	2.95%	2.89%
6 M	4.67%	4.85%	2.80%	4.73%	2.80%	2.94%
1 Y	4.54%	4.40%	2.81%	4.56%	2.36%	2.83%
2 Y	4.34%	4.01%	2.71%	4.25%	2.51%	2.86%
3 Y	4.31%	4.10%	2.78%	4.18%	2.83%	2.93%
5 Y	4.33%	4.36%	2.83%	4.17%	3.38%	3.06%
7 Y	4.40%	4.59%	3.00%	4.27%	3.77%	3.21%
10 Y	4.52%	4.83%	3.19%	4.44%	4.14%	3.42%
15 Y	4.68%	5.05%	3.35%	4.65%	4.49%	3.66%
20 Y	4.76%	5.14%	3.43%	4.73%	4.62%	3.75%
30 Y	4.77%	5.17%	3.44%	4.70%	4.70%	3.73%



SIDRU : Synthèse des engagements de "gestion active" de la dette

Date d'évaluation : 31-Mar-08

1. Liste des opérations conclues par le Sidru

Dette propre		Crédit Bail	
Capital initial (2005) : 13 212 305 €, amortissable -> avr-2029		Capital initial (2005) : 32 492 067 €, amortissable -> déc-2018	
Phase I : Positions sur le taux euros 3M initiée en 2003 et annulée en juillet 2005			
Swap n°0			
Sidru reçoit :	Sidru paie :		
5.10%	3,77% si Euribor 3M <= 5%, sinon E3M		
Flux reçus + intérêts : 1 300 000 € (capitalisés au 31-Mar-08)			
Valeur liquidative : 0 € (opération annulée en 2005)			
Gain / perte net : 1 300 000 €			
Phase II : Positions sur la courbe des taux euros initiées fin 2005 / début 2006			
Swap n°1		Swap n°2	
Sidru reçoit :	Sidru paie :	Sidru reçoit :	Sidru paie :
5.10%	0,00% puis 2,50% jusqu'au 01-jul-07, puis 12,42% - 10 x (CMS 20 ans - CMS 2 ans)	5.92%	2,40% jusqu'au 15-déc-08, puis 14,40% - 10 x (CMS 30 ans - CMS 2 ans)
Perte maximale : 12,42% - 5,10% = 7,32% / an		Perte maximale : 14,40% - 5,92% = 8,48% / an	
Flux reçus + intérêts : 900 000 €		Flux reçus + intérêts : 2 300 000 €	
Valeur liquidative : -3 900 000 € (estimation)		Valeur liquidative : -4 600 000 € (estimation)	
Gain / perte net : -3 000 000 € (estimation)		Gain / perte net : -2 300 000 € (estimation)	
Phase III : Positions sur taux de change initiées en 2007			
Swap n°3 (en fait, un avenant au swap n°1)		Swap n°4 (conclu sur un notionnel égal aux 2/3 du swap n°2)	
Sidru reçoit :	Sidru paie :	Sidru reçoit :	Sidru paie :
5.10%	2,00% puis 3,50% jusqu'au 01-jan-11, puis 3,50% + Si Euro/Suisse < 1,41 : (1,6214 - Euro/Suisse) / Euro/Suisse	Jambe à payer du swap n°2 à partir de décembre 2008	3,68% de déc-08 à déc-09 4,68% + 1,7 x Max(0, Euro/Dollar - Euro/Suisse)
Perte maximale : Illimitée		Perte maximale : Illimitée	
Flux reçus + intérêts : 400 000 €		Flux reçus + intérêts : 0 €	
Valeur liquidative : -1 200 000 € (estimation)		Valeur liquidative : -19 600 000 € (estimation)	
Gain / perte net : -800 000 € (estimation)		Gain / perte net : -19 600 000 € (estimation)	

Gain / perte net	
Flux reçus + intérêts :	4 900 000 €
Valeur liquidative (= coût d'annulation) :	-29 300 000 € (estimation)
Perte nette :	-24 400 000 € (estimation)

2. Analyse des gains / pertes depuis novembre 2007

Décomposition des facteurs de gain / perte depuis l'évaluation précédente (nov. 2007) :

Gain / perte net précédent :	-21 400 000 €	
Ajout du swap n°0 :	1 300 000 €	Swap transmis par le Sidru en 03/2008
Gain / perte net précédent avec le swap n°0 :	-20 100 000 €	<i>Périmètre global, à notre connaissance</i>
Passage du temps :	1 900 000 €	<i>Gain lié à la vente d'options</i>
Mise à jour du taux de change EUR/USD :	-10 100 000 €	Baisse du dollar US contre euro
Mise à jour du taux de change EUR/CHF :	-9 500 000 €	Hausse du franc suisse contre euro
Mise à jour de la courbe des taux EUR :	200 000 €	<i>Stabilité de la courbe des taux euro</i>
Mise à jour de la courbe des taux USD :	8 600 000 €	Baisse de la courbe des taux dollar
Mise à jour de la courbe des taux CHF :	4 300 000 €	Hausse de la courbe des taux suisse
Mise à jour des volatilités de change :	200 000 €	<i>Stabilité des volatilités de change</i>
Gain / perte total depuis l'évaluation précédente :	-4 300 000 €	<i>soit -22 € par habitant des 15 communes</i>
Gain / perte net courant :	-24 400 000 €	<i>soit -122 € / habitant des 15 communes</i>

Remarques :

- "estimation" : Notre estimation, ordre de grandeur à confirmer avec les contreparties (voir commentaire sur leur précision dans l'article n°3 du blog)
- Notre estimation de perte nette de toutes les opérations, -24.4 millions d'euros, est mieux décrite par un intervalle : entre -20 et -29 millions d'euros.
- En effet, les méthodes de calcul sont complexes et la valeur liquidative varie fortement avec les taux de change et d'intérêt
- Swap n°1 : Evalué au 31 janvier 2007, date de renégociation totale
- Swap n°2 : Evalué en date courante, car la renégociation est partielle
- Swap n°3 et 4 : "Euro/Suisse" signifie le taux de change euro contre franc suisse, et "Euro/Dollar" le taux de change euro contre dollar US
- Swap n°3 : A partir du 1^{er} janvier 2014 la barrière est fixée à 1,36 au lieu de 1,41
- Swap n°3 : La valeur liquidative représente le changement par rapport à la valeur liquidative du swap n°1 lors de sa renégociation

Sidru : Répartition des flux estimés de 2003 à 2029

Le tableau ci-dessous montre les *montants estimés moyens* à recevoir et à payer dans le cadre des swaps conclus par le Sidru entre 2003 et 2007.

Années	Swap n°0	Swap n°1 + 3	Swap n°2	Swap n°4	Flux nets annuels
2003	42 000 €				42 000 €
2004	169 000 €				169 000 €
2005	976 000 €	168 000 €	572 000 €		1 716 000 €
2006		581 000 €	1 121 000 €		1 702 000 €
2007		374 000 €	1 087 000 €		1 461 000 €
2008		377 000 €	-23 000 €		354 000 €
2009		233 000 €	-1 022 000 €	-1 123 000 €	-1 912 000 €
2010		182 000 €	-930 000 €	-1 706 000 €	-2 454 000 €
2011		64 000 €	-848 000 €	-2 253 000 €	-3 038 000 €
2012		-89 000 €	-770 000 €	-2 716 000 €	-3 575 000 €
2013		-236 000 €	-692 000 €	-3 006 000 €	-3 934 000 €
2014		-187 000 €	-612 000 €	-3 215 000 €	-4 013 000 €
2015		-241 000 €	-528 000 €	-3 271 000 €	-4 040 000 €
2016		-359 000 €	-438 000 €	-3 134 000 €	-3 930 000 €
2017		-469 000 €	-343 000 €	-2 842 000 €	-3 653 000 €
2018		-568 000 €	-133 000 €	-2 344 000 €	-3 045 000 €
2019		-658 000 €			-658 000 €
2020		-736 000 €			-736 000 €
2021		-801 000 €			-801 000 €
2022		-852 000 €			-852 000 €
2023		-889 000 €			-889 000 €
2024		-919 000 €			-919 000 €
2025		-937 000 €			-937 000 €
2026		-943 000 €			-943 000 €
2027		-935 000 €			-935 000 €
2028		-916 000 €			-916 000 €
2029		-446 000 €			-446 000 €

Notes :

- **Numérotation des swaps** : la même que celle utilisée dans notre tableau de synthèse ; les swaps 0, 1 + avenant 3 reposent sur la dette propre, tandis que les swaps 2 et 4 reposent sur le crédit bail
- Notion de **montant estimé moyen** (pour un montant futur, encore inconnu) : la moyenne des flux de tous les scénarios, pondérée par la probabilité de chaque scénario.
- Les montants sont calculés avec des données de marché du 31/03/2008, et constituent une estimation des montants calculés par les banques
- Par souci de simplicité, les montants sont regroupés par année de date de paiement, d'où des totaux différents de la méthode comptable, qui utilise une méthode de couru. Cette différence ne perturbe en aucun cas la somme des flux reçus ou payés.
- Cette synthèse n'inclut aucun frais annexe, comme la rémunération du conseiller financier

