

**Analyse de la gestion de dette**

n°5, au 30 septembre 2008

**Contexte**

Le SIDRU, syndicat intercommunal qui gère nos ordures, a mis en place des opérations financières appelées "swaps". Ces instruments, quand ils sont bien utilisés, sont légaux et destinés à réduire les risques. Les opérations traitées par le Sidru ont toutefois un caractère **spéculatif** contraire à l'esprit de la gestion d'un organisme public.

De plus les formules de calcul de ces swaps 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, **le Sidru perd de l'argent chaque fois que le dollar baisse ou que le franc suisse monte.**

Les opérations signées avec les banques sont favorables pour le SIDRU les trois premières années, mais elles risquent de devenir perdantes pour le SIDRU par la suite. Si l'euro s'apprécie contre dollar ou se déprécie contre le franc suisse, ce sont plusieurs dizaines de millions d'euros de pertes financières qui devront être compensées par les impôts des 200 000 habitants des 15 communes membres. Des gains ne seront enregistrés que si l'euro reste pendant plus de 10 ans à l'intérieur d'un étroit tunnel. **Les pertes futures peuvent être plusieurs fois supérieures aux gains passés.**

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 fin juin 2008****1. Chiffres clés au 30 septembre 2008**

Capital emprunté restant dû :	42 100 000 €	Somme des deux emprunts contractés par le Sidru
Coût d'annulation des swaps :	26 200 000 €	Notre estimation, voir détail en page 3
<b>Total restant dû :</b>	<b>68 300 000 €</b>	Soit environ 340 € par habitant

**2. Les deux contreparties des swaps en graves difficultés**

Les swaps ont été traités avec deux contreparties : Natixis (filiale de la Caisse d'Épargne et des Banques Populaires) et DePfa, filiale de la banque allemande Hypo Real Estate (HRE). Ces deux banques sont passées récemment tout près de la faillite. Natixis a dû être recapitalisée, tandis que Depfa a entraîné la chute de sa maison mère fin septembre. Deux dirigeants de Depfa (en charge en particulier des collectivités locales) ont quitté la banque le jour même. Ces deux banques ont perdu plus de 80% de leur valeur sur un an.

Cette situation ajoute au risque de marché un risque de crédit, et compliquerait une stratégie de sortie de ces positions spéculatives.

**3. Les autres effets de la crise financière**

Contrairement au premier semestre 2008, les taux de change ont été à leur tour touchés par la crise et leur volatilité a subitement augmenté. Le dollar s'est apprécié tandis que l'euro a perdu de la valeur contre franc suisse. Les conséquences pour le Sidru sont relativement modestes, puisque la réduction de la perte latente sur la position contre dollar est en partie compensée par une augmentation de la perte latente sur le franc suisse et par l'augmentation des volatilités de marché.

D'autre part le gouvernement a annoncé le 21 octobre un plan d'aide aux collectivités locales surendettées et/ou qui ont traité des produits dérivés "toxiques", d'un montant de 5 milliards d'euros.

**4. La valeur de marché des swaps enfin révélée**

A la réunion du Sidru, vendredi 17 octobre, le président du Sidru a révélé pour la première fois le montant de la valeur de marché des swaps : - 20 M€ à fin août. Ce montant appelle deux commentaires : tout d'abord il faut le comparer aux "gains financiers" cumulés jusqu'à fin 2008, soit 6,135 M€ selon le président du Sidru. La somme des deux montants représente une perte nette de presque 14 M€ ; d'autre part -20 M€ c'est précisément la somme que nous avons estimée sur notre blog le 8 septembre et rappelée en conseil municipal le 16 octobre.

Par ailleurs le Sidru a signé un contrat d'assistance auprès du cabinet de conseil Finance Active pour l'aider à suivre sa dette, pour un coût annuel de 12 000 € TTC.

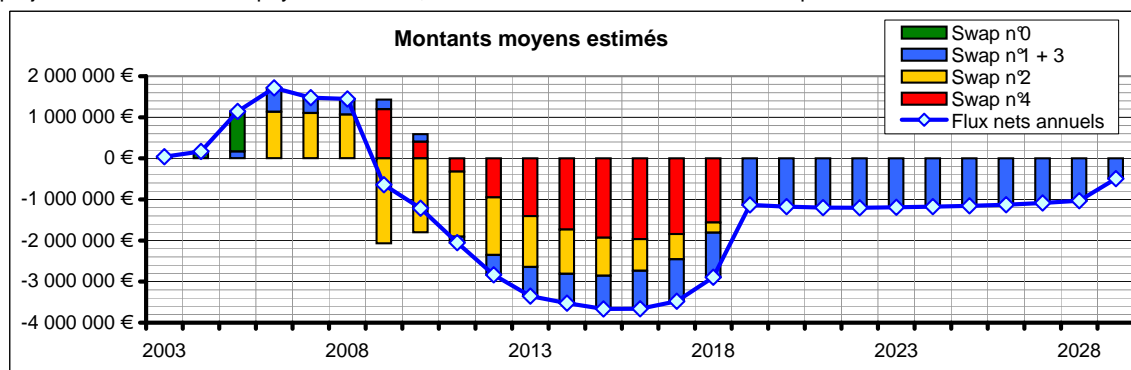
**5. Risques futurs**

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

- **Scénarios gagnants** : maintien de l'euro dans un tunnel, ni trop haut contre dollar et ni trop bas contre franc suisse, baisse des taux court terme euro, hausse des taux long terme euro et franc suisse

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

Voici les projections de montants à payer et recevoir, avec les données de marché de fin septembre 2008 :

**ANNEXES**

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

Annexe I : **Données de marché** utilisées pour la valorisation des swaps

Annexe II : **Liste des swaps** et évaluation des gains / pertes

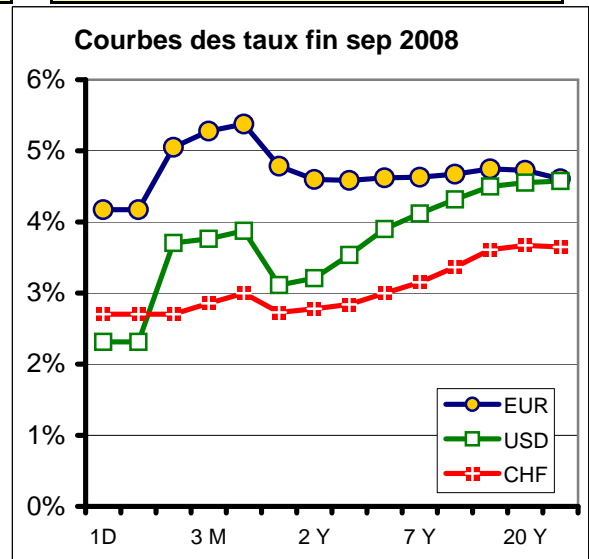
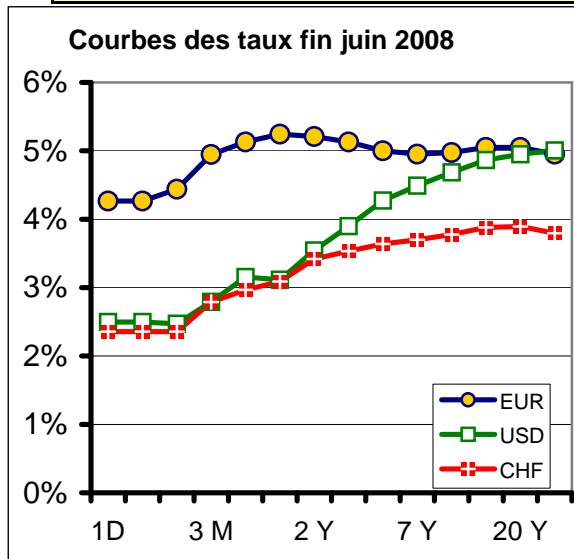
Annexe III : Projection des montants à payer et recevoir année par année

# Annexe I : Données de marché utilisées pour valoriser les swaps

	fin juin 2008		fin septembre 2008	
<b>Date</b>				
Date	30-Jun-08		30-Sep-08	
<b>Taux de change</b>				
EUR/USD	1.5764	USD	1.4050	USD
EUR/CHF	1.6056	CHF	1.5750	CHF
<b>Volatilités</b>				
	8.70%		11.00%	
	2.80%		4.50%	

## Taux d'intérêt

	EUR	USD	CHF	EUR	USD	CHF
1D	4.2650%	2.4975%	2.3567%	4.1730%	2.3125%	2.7033%
1D+1D	4.2650%	2.4975%	2.3567%	4.1730%	2.3125%	2.7033%
1 M	4.4400%	2.4706%	2.3567%	5.0500%	3.7038%	2.7033%
3 M	4.9470%	2.7913%	2.7883%	5.2770%	3.7619%	2.8550%
6 M	5.1300%	3.1538%	2.9675%	5.3770%	3.8763%	2.9967%
1 Y	5.245%	3.115%	3.090%	4.785%	3.113%	2.728%
2 Y	5.210%	3.543%	3.418%	4.598%	3.210%	2.780%
3 Y	5.130%	3.899%	3.533%	4.584%	3.536%	2.840%
5 Y	5.000%	4.274%	3.638%	4.620%	3.900%	2.998%
7 Y	4.952%	4.490%	3.700%	4.630%	4.118%	3.150%
10 Y	4.976%	4.686%	3.778%	4.672%	4.317%	3.365%
15 Y	5.051%	4.865%	3.880%	4.747%	4.499%	3.610%
20 Y	5.051%	4.950%	3.893%	4.726%	4.552%	3.670%
30 Y	4.952%	5.005%	3.795%	4.607%	4.575%	3.648%



## Annexe II : Synthèse des engagements de "gestion active" de la dette

Date d'évaluation : 30-Sep-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	
<b>Phase I : Positions sur le taux euros 3M initiée en 2003 et annulée en juillet 2005</b>			
<b>Swap n°0</b>			
Sidru reçoit : 5.10%	Sidru paie : 3,77% si Euribor 3M <= 5%, sinon E3M		
Flux reçus + intérêts : 1 300 000 € (capitalisés au 30-Sep-08)			
Valeur liquidative : 0 € (opération annulée en 2005)			
Gain / perte net : 1 300 000 €			
<b>Phase II : Positions sur la courbe des taux euros initiées fin 2005 / début 2006</b>			
<b>Swap n°1</b>		<b>Swap n°2</b>	
Sidru reçoit : 5.10%	Sidru paie : 0,00% puis 2,50% jusqu'au 01-jul-07, puis 12,42% - 10 x (CMS 20 ans - CMS 2 ans)	Sidru reçoit : 5.92%	Sidru paie : 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 : 2 900 000 €	
Valeur liquidative : - 4 000 000 € (estimation)		Valeur liquidative : - 9 400 000 € (estimation)	
Gain / perte net : - 3 100 000 € (estimation)		Gain / perte net : - 6 500 000 € (estimation)	
<b>Phase III : Positions sur taux de change initiées en 2007</b>			
<b>Swap n°3</b> (en fait, un avenant au swap n°1)		<b>Swap n°4</b> (conclu sur un notionnel égal aux 2/3 du swap n°2)	
Sidru reçoit : 5.10%	Sidru paie : 2,00% puis 3,50% jusqu'au 01-jan-11, puis 3,50% + Si Euro/Suisse < 1,41 : (1,6214 - Euro/Suisse) / Euro/Suisse	Sidru reçoit : Jambe à payer du swap n°2 à partir de décembre 2008	Sidru paie : 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 : 600 000 €		Flux reçus + intérêts : 0 €	
Valeur liquidative : -5 800 000 € (estimation)		Valeur liquidative : - 7 000 000 € (estimation)	
Gain / perte net : -5 200 000 € (estimation)		Gain / perte net : - 7 000 000 € (estimation)	
<b>Gain / perte net</b>			
<b>Flux reçus + intérêts :</b>		<b>5 700 000 €</b>	
<b>Valeur liquidative (= coût d'annulation) :</b>		<b>- 26 200 000 € (estimation)</b>	
<b>Perte nette :</b>		<b>- 20 500 000 € (estimation)</b>	

### 2. Analyse des gains / pertes depuis juin 2008

Décomposition des facteurs de gain / perte depuis l'évaluation précédente (juin 2008) :

<b>Gain / perte net précédent :</b>	<b>- 22 600 000 €</b> Evaluation au 30 juin 2008
Passage du temps :	1 000 000 € Gain lié à la vente d'options
Mise à jour du taux de change EUR/USD :	12 500 000 € <b>Forte hausse du dollar US contre euro</b>
Mise à jour du taux de change EUR/CHF :	-3 000 000 € <b>Hausse du franc suisse contre euro</b>
Mise à jour de la courbe des taux EUR :	2 600 000 € Baisse de la courbe des taux euro
Mise à jour de la courbe des taux USD :	1 500 000 € Baisse de la courbe des taux dollar
Mise à jour de la courbe des taux CHF :	-5 100 000 € <b>Baisse de la courbe des taux suisse</b>
Mise à jour des volatilités de change :	-7 400 000 € <b>Forte hausse des volatilités</b>

**Gain / perte total depuis l'évaluation précédente :** **2 100 000 €** soit un gain de 11 € par habitant

**Gain / perte net courant :** **-20 500 000 €** soit une perte de 103 € par habitant

#### 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, -20.5 millions d'euros, est mieux décrite par un intervalle : entre -17 et -25 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<sup>er</sup> 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

## Annexe III : 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 €			1 144 000 €
2006		581 000 €	1 136 000 €		1 717 000 €
2007		374 000 €	1 105 000 €		1 478 000 €
2008		377 000 €	1 069 000 €		1 446 000 €
2009		233 000 €	-2 071 000 €	1 199 000 €	-640 000 €
2010		182 000 €	-1 801 000 €	407 000 €	-1 213 000 €
2011		-147 000 €	-1 587 000 €	-320 000 €	-2 054 000 €
2012		-485 000 €	-1 403 000 €	-948 000 €	-2 836 000 €
2013		-710 000 €	-1 237 000 €	-1 406 000 €	-3 353 000 €
2014		-712 000 €	-1 080 000 €	-1 732 000 €	-3 524 000 €
2015		-805 000 €	-926 000 €	-1 932 000 €	-3 663 000 €
2016		-925 000 €	-773 000 €	-1 964 000 €	-3 661 000 €
2017		-1 019 000 €	-616 000 €	-1 843 000 €	-3 478 000 €
2018		-1 084 000 €	-248 000 €	-1 563 000 €	-2 895 000 €
2019		-1 133 000 €			-1 133 000 €
2020		-1 175 000 €			-1 175 000 €
2021		-1 198 000 €			-1 198 000 €
2022		-1 203 000 €			-1 203 000 €
2023		-1 192 000 €			-1 192 000 €
2024		-1 174 000 €			-1 174 000 €
2025		-1 157 000 €			-1 157 000 €
2026		-1 127 000 €			-1 127 000 €
2027		-1 085 000 €			-1 085 000 €
2028		-1 032 000 €			-1 032 000 €
2029		-493 000 €			-493 000 €

## 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 30/09/2008, 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

