

**Analyse de la gestion de dette****N°6 : 1<sup>er</sup> trimestre 2009, valorisations au 31 décembre 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 quand 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 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 210 000 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 septembre 2008****1. Chiffres clés de la dette au 31 décembre 2008**

Capital emprunté restant dû :	42 200 000 €	Somme des deux emprunts contractés par le Sidru
Coût d'annulation des swaps :	28 200 000 €	Notre estimation, voir détail en page 3
Engagement total :	<b>70 400 000 €</b>	Soit environ 340 € par habitant

**2. Baisse des taux courts**

Entre septembre et décembre 2008 les taux courts ont baissé dans les trois devises (franc suisse, dollar, euro). La soulte du swap de pente est donc moins négative. Cependant le bénéfice de ce mouvement de marché est limité, puisque 76% de la position est maintenant sur des formules utilisant les taux de change.

C'est pourquoi l'impact net des mouvements de marché depuis septembre est légèrement négatif.

**3. Produit financier en forte baisse**

Avec la fin de la période de bonification sur le swap de pente, le produit financier du syndicat sera en nette diminution en 2009 par rapport à 2008. Rappelons également que le produit financier est calculé en ne tenant compte que des montants réglés dans l'année (méthode dite de "couru"). Pour savoir si une opération est gagnante ou perdante il faut additionner les produits financiers passés et leur ajouter la valeur de la soulte qu'il faudrait payer pour annuler les opérations. Pour le Sidru ce calcul de gain/perte montre au 31 décembre 2008 une perte nette que nous évaluons à 21,9 M €.

**4. Rapport très critique de la Cour des Comptes**

La Cour de Compte a rendu public son rapport annuel, dans lequel elle critique clairement les opérations structurées baptisées autrefois par les élus de "gestion active", et maintenant couramment de "produits toxiques". La Cour questionne la motivation de ces opérations qui ne relèvent manifestement pas d'objectifs de couverture. Elle critique les risques excessifs de ces opérations, alors même que les exemples cités dans le rapport sont similaires mais moins risqués que les swaps traités par le Sidru. Le rapport considère également que les comptes administratifs qui ne mentionnent pas la valeur de marché des opérations ne reflètent pas "fidèlement" l'état des finances de la collectivité. Dans ses recommandations la Cour demande que cette information, qu'il nous a été si difficile d'obtenir au Sidru, figure en annexe des Comptes Administratifs. Nous tenons ce rapport à la disposition des personnes intéressées.

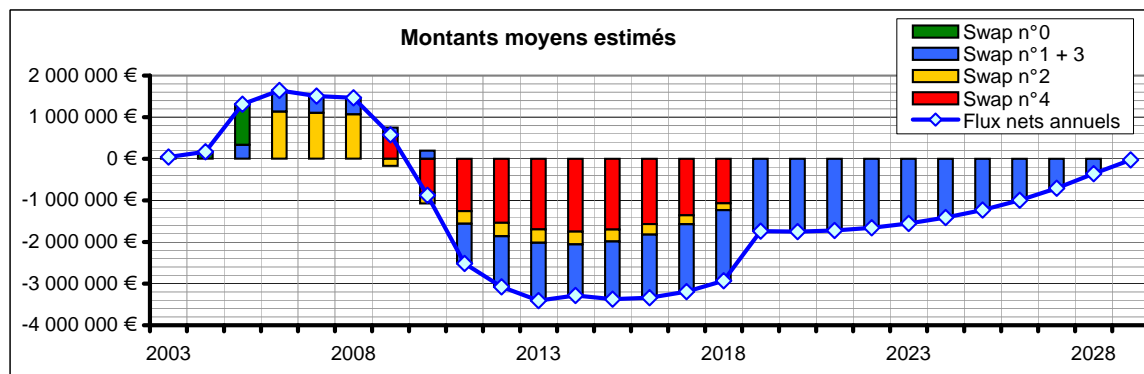
**5. Risques futurs**

Comme précédemment 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 décembre 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

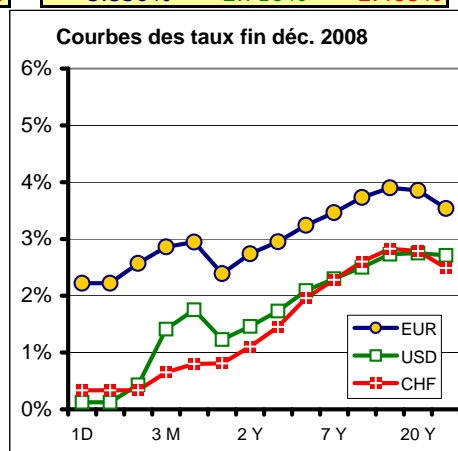
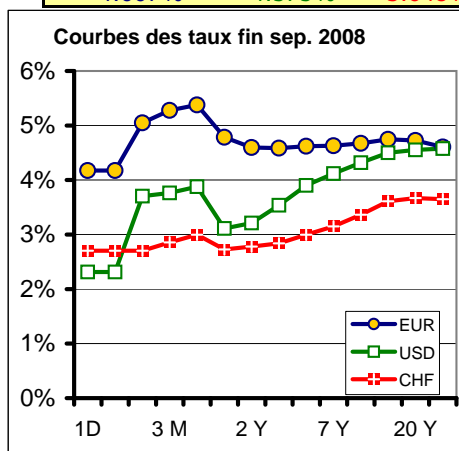
Annexe II : **Liste des swaps** et évaluation des gains / pertes

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

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

	<b>fin septembre 2008</b>		<b>fin décembre 2008</b>
<b>Date</b>			
Date	30-Sep-08		31-Dec-08
<b>Taux de change</b>		<b>Volatilités</b>	
EUR/USD	1.4050 USD	11.00%	1.3917 USD
EUR/CHF	1.5750 CHF	4.50%	1.4850 CHF
			<b>Volatilités</b>
			10.00%
			4.00%

	<b>Taux d'intérêt</b>					
	EUR	USD	CHF	EUR	USD	CHF
1D	4.1730%	2.3125%	2.7033%	2.2210%	0.1238%	0.3350%
1D+1D	4.1730%	2.3125%	2.7033%	2.2210%	0.1238%	0.3350%
1 M	5.0500%	3.7038%	2.7033%	2.5700%	0.4300%	0.3350%
3 M	5.2770%	3.7619%	2.8550%	2.8600%	1.4125%	0.6500%
6 M	5.3770%	3.8763%	2.9967%	2.9450%	1.7525%	0.8000%
1 Y	4.785%	3.113%	2.728%	2.390%	1.230%	0.808%
2 Y	4.598%	3.210%	2.780%	2.740%	1.460%	1.105%
3 Y	4.584%	3.536%	2.840%	2.950%	1.730%	1.450%
5 Y	4.620%	3.900%	2.998%	3.240%	2.090%	1.960%
7 Y	4.630%	4.118%	3.150%	3.464%	2.300%	2.280%
10 Y	4.672%	4.317%	3.365%	3.730%	2.500%	2.600%
15 Y	4.747%	4.499%	3.610%	3.900%	2.730%	2.828%
20 Y	4.726%	4.552%	3.670%	3.856%	2.750%	2.788%
30 Y	4.607%	4.575%	3.648%	3.536%	2.710%	2.488%



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

Date d'évaluation : 31-Dec-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 :		Sidru paie :	
5.10%		3,77% si Euribor 3M <= 5%, sinon E3M	
Flux reçus + intérêts :	1 300 000 € (capitalisés au 31-Dec-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> (remplacé en janvier 2007 par le swap n°3)		<b>Swap n°2</b>	
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)	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 :	3 500 000 €
Valeur liquidative :	- 4 100 000 € (estimation)	Valeur liquidative :	- 2 200 000 € (estimation)
Gain / perte net :	- 3 200 000 € (estimation)	Gain / perte net :	1 300 000 € (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 :		Sidru reçoit :	
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	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 :	700 000 €	Flux reçus + intérêts :	0 €
Valeur liquidative :	-11 900 000 € (estimation)	Valeur liquidative :	- 10 000 000 € (estimation)
Gain / perte net :	-11 200 000 € (estimation)	Gain / perte net :	- 10 000 000 € (estimation)
<b>Gain / perte net</b>			
<b>Flux reçus + intérêts :</b>		<b>6 400 000 €</b>	
<b>Valeur liquidative (= coût d'annulation) :</b>		<b>- 28 200 000 € (estimation)</b>	
<b>Perte nette :</b>		<b>- 21 800 000 € (estimation)</b>	

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

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

<b>Gain / perte net précédent :</b>	<b>- 20 500 000 €</b> Evaluation au 30 septembre 2008
Passage du temps :	900 000 € Gain lié à la vente d'options
Mise à jour du taux de change euro / dollar :	800 000 € Stabilité du dollar US contre euro
Mise à jour du taux de change euro / franc suisse :	<b>-11 800 000 € Hausse du franc suisse contre euro</b>
Mise à jour de la courbe des taux euro :	8 500 000 € <b>Baisse de la courbe des taux euro</b>
Mise à jour de la courbe des taux dollar :	9 000 000 € <b>Baisse de la courbe des taux dollar</b>
Mise à jour de la courbe des taux franc suisse :	<b>-11 900 000 € Baisse de la courbe des taux suisse</b>
Mise à jour des volatilités de change :	3 200 000 € <b>Baisse des volatilités</b>
<b>Gain / perte total depuis l'évaluation précédente :</b>	<b>- 1 300 000 €</b> soit -7 € par habitant
<b>Gain / perte net courant :</b>	<b>-21 800 000 €</b> soit une perte de 109 € 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, -21.8 millions d'euros, est mieux décrite par un intervalle : entre -18 et -26 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 (compensation partielle par le swap n°4)

- 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

- Swap n°2 : Un avenant a été signé en déc. 2008, qui prolonge la période à taux fixe d'un an au taux de 6,50 %. Son impact sur la valorisation du swap est faible au 31 décembre 2008.

## 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 €	337 000 €			1 312 000 €
2006		505 000 €	1 136 000 €		1 641 000 €
2007		402 000 €	1 105 000 €		1 507 000 €
2008		396 000 €	1 069 000 €		1 465 000 €
2009		201 000 €	-175 000 €	549 000 €	576 000 €
2010		198 000 €	-260 000 €	-816 000 €	-878 000 €
2011		-953 000 €	-304 000 €	-1 258 000 €	-2 515 000 €
2012		-1 216 000 €	-322 000 €	-1 539 000 €	-3 077 000 €
2013		-1 390 000 €	-322 000 €	-1 696 000 €	-3 408 000 €
2014		-1 226 000 €	-309 000 €	-1 748 000 €	-3 284 000 €
2015		-1 386 000 €	-286 000 €	-1 701 000 €	-3 373 000 €
2016		-1 513 000 €	-254 000 €	-1 571 000 €	-3 337 000 €
2017		-1 622 000 €	-213 000 €	-1 359 000 €	-3 194 000 €
2018		-1 696 000 €	-165 000 €	-1 069 000 €	-2 930 000 €
2019		-1 738 000 €			-1 738 000 €
2020		-1 749 000 €			-1 749 000 €
2021		-1 723 000 €			-1 723 000 €
2022		-1 659 000 €			-1 659 000 €
2023		-1 555 000 €			-1 555 000 €
2024		-1 413 000 €			-1 413 000 €
2025		-1 231 000 €			-1 231 000 €
2026		-997 000 €			-997 000 €
2027		-708 000 €			-708 000 €
2028		-358 000 €			-358 000 €
2029		-27 000 €			-27 000 €

### 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 31/12/2008, 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

