

Analyse de la gestion de dette**N°7 : 2^{ème} trimestre 2009, valorisations au 31 mars 2009****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 depuis 2003, 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 décembre 2008**1. Chiffres clés de la dette au 31 mars 2009**

Capital emprunté restant dû :	42 200 000 €	Somme des deux emprunts contractés par le Sidru
Coût d'annulation des swaps :	12 600 000 €	Notre estimation, voir détail en page 2
Engagement total :	54 800 000 €	Soit environ 260 € par habitant

2. Hausse du dollar

Entre fin 2008 et fin mars 2009 on a assisté à une hausse du dollar étasunien contre l'euro (+4,4%) et le franc suisse. Le franc suisse s'est également déprécié face à l'euro (de 1,9%).

Les taux courts en euro ont également baissé, à l'initiative de la banque centrale.

3. Forte baisse de la perte latente

Conséquence des mouvements de marché, et surtout de l'effet de levier très fort de ces swaps, la valorisation négative (pertes latentes) des swaps s'est fortement contractée ce trimestre.

La valorisation des swaps, de l'ordre de -28 M€ fin décembre se situe aux environs de -12 M€ fin mars.

4. Charte de "bonne conduite" des banques

Début novembre 2008, au plus fort de la crise financière, Christine Lagarde avait demandé à Éric Gissler, inspecteur général des finances, de "travailler avec les associations d'élus et les réseaux bancaires pour proposer une Charte de bonne conduite d'ici la fin de l'année" (2008). Un projet de Charte a été mis en ligne le 13 mai 2009.

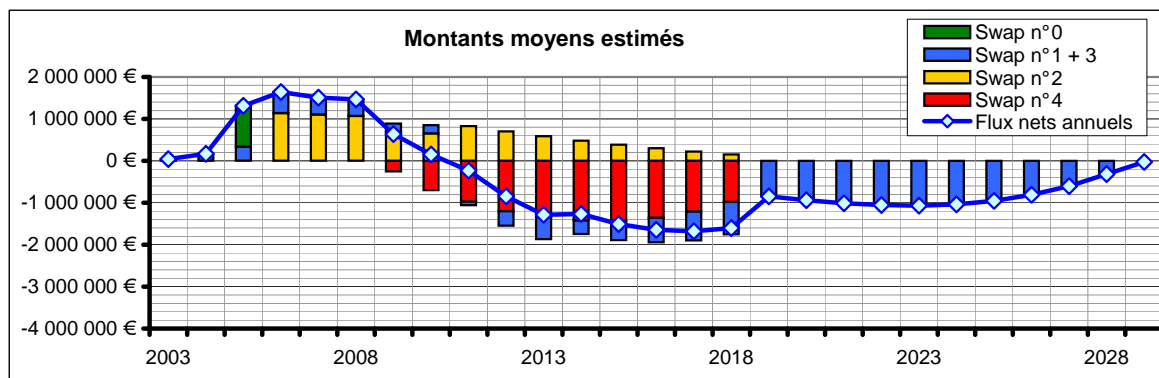
Malgré l'extension du délai, ce projet de charte ne convainc pas de nombreux élus, notamment parce qu'il ne reprend pas les recommandations faites en février 2009 par la Cour des Comptes et parce qu'il banalise l'usage de produits financiers à but spéculatif. Pour plus d'informations voir <http://ps.saintgermain.over-blog.org/article-31492284.html>

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 mars 2009 :

**ANNEXES**

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

- Annexe I : **Liste des swaps** et évaluation des gains / pertes
- Annexe II : Projection des montants à payer et recevoir année par année
- Annexe III : Evolution de la dette depuis 1999 (**nouveau !**)
- Annexe IV : Données de marché utilisées pour la valorisation des swaps

Annexe I : Synthèse des engagements de "gestion active" de la dette

Date d'évaluation : 31-Mar-09

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-09)		
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 (remplacé en janvier 2007 par le swap n°3)		Swap n°2	
Sidru reçoit :		Sidru paie :	
5.10%		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 :	4 500 000 € (estimation)
Gain / perte net :	- 3 200 000 € (estimation)	Gain / perte net :	8 000 000 € (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 :	
5.10%		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 :	800 000 €	Flux reçus + intérêts :	0 €
Valeur liquidative :	-3 700 000 € (estimation)	Valeur liquidative :	- 9 300 000 € (estimation)
Gain / perte net :	-2 900 000 € (estimation)	Gain / perte net :	- 9 300 000 € (estimation)
Gain / perte net			
Flux reçus + intérêts :		6 500 000 €	
Valeur liquidative (= coût d'annulation) :		- 12 600 000 € (estimation)	
Perte nette :		- 6 100 000 € (estimation)	

2. Analyse des gains / pertes depuis décembre 2008

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

Gain / perte net précédent :	- 21 800 000 € Evaluation fin décembre 2008
Passage du temps :	800 000 € Gain lié à la vente d'options
Mise à jour du taux de change euro / dollar :	3 700 000 € Hausse du dollar US contre euro
Mise à jour du taux de change euro / franc suisse :	3 900 000 € Baisse du franc suisse contre euro
Mise à jour de la courbe des taux euro :	4 400 000 € Baisse de la courbe des taux euro
Mise à jour de la courbe des taux dollar :	-900 000 € Baisse de la courbe des taux dollar
Mise à jour de la courbe des taux franc suisse :	300 000 € Stabilité de la courbe des taux suisse
Mise à jour des volatilités de change :	3 500 000 € Baisse des volatilités
Gain / perte total depuis l'évaluation précédente :	15 700 000 € soit 79 € par habitant
Gain / perte net courant :	- 6 100 000 € soit une perte de 31 € par habitant

Remarques :- "estimation" : Notre estimation, ordre de grandeur à confirmer avec les contreparties

Notre estimation de perte nette de toutes les opérations, -6.1 millions d'euros, est mieux décrite par un intervalle : entre -5 et -7 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°0 : Le gain, de 1,193 M€ a été capitalisé jusqu'à la date de valorisation, le 31/03/2009

- Swap n°1 : Evalué au 31 janvier 2007, date de renégociation totale, et capitalisé jusqu'à la date de valorisation, le 31/03/2009

- 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^{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

- 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 %, puis un deuxième en 2009 qui fixe ce taux à 5,67% jusqu'en déc. 2010

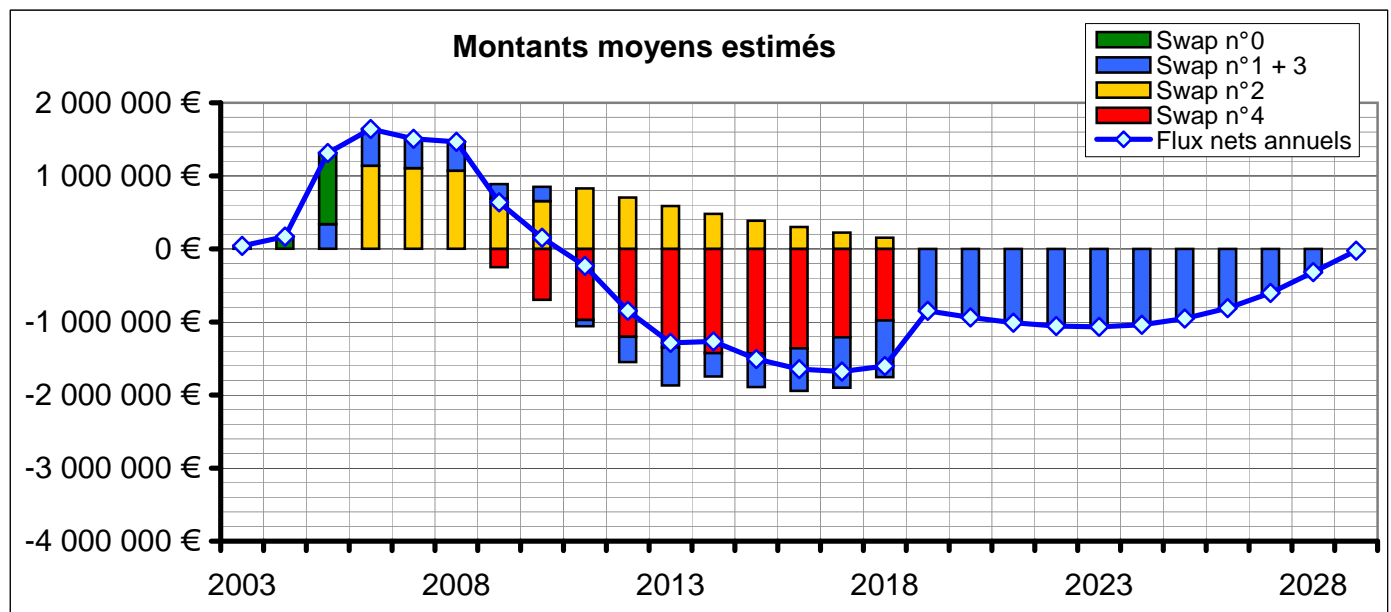
Annexe II : Répartition des flux estimés de 2003 à 2029

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 €	686 000 €	-250 000 €	637 000 €
2010		198 000 €	652 000 €	-697 000 €	153 000 €
2011		-89 000 €	828 000 €	-972 000 €	-232 000 €
2012		-347 000 €	703 000 €	-1 203 000 €	-848 000 €
2013		-524 000 €	586 000 €	-1 347 000 €	-1 285 000 €
2014		-322 000 €	481 000 €	-1 425 000 €	-1 267 000 €
2015		-463 000 €	386 000 €	-1 430 000 €	-1 508 000 €
2016		-585 000 €	300 000 €	-1 359 000 €	-1 644 000 €
2017		-692 000 €	223 000 €	-1 210 000 €	-1 678 000 €
2018		-776 000 €	153 000 €	-980 000 €	-1 603 000 €
2019		-848 000 €			-848 000 €
2020		-938 000 €			-938 000 €
2021		-1 010 000 €			-1 010 000 €
2022		-1 055 000 €			-1 055 000 €
2023		-1 067 000 €			-1 067 000 €
2024		-1 038 000 €			-1 038 000 €
2025		-953 000 €			-953 000 €
2026		-811 000 €			-811 000 €
2027		-603 000 €			-603 000 €
2028		-318 000 €			-318 000 €
2029		-25 000 €			-25 000 €

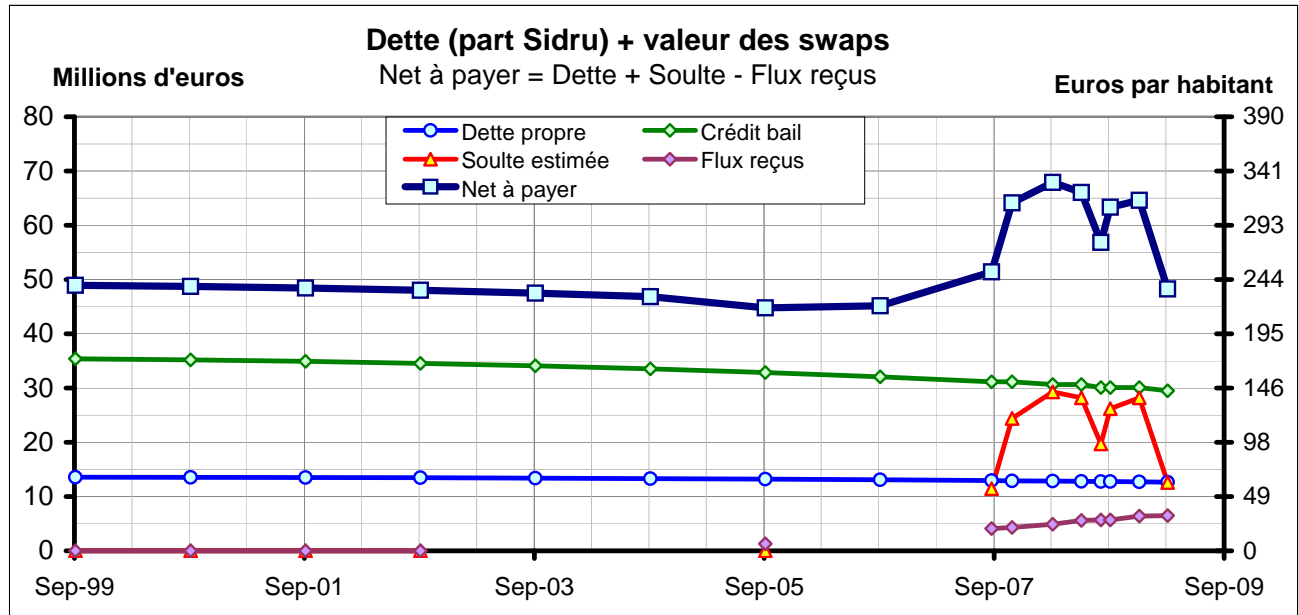
Notes :

- **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 31/03/2009, 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



Annexe III : Evolution de l'engagement total

Le tableau ci-dessous montre les composantes de l'engagement du Sidru envers les banques et leur évolution au cours du temps.



Explications:

- La courbe en **bleu** représente l'encours de l'emprunt réalisé par le syndicat en 1999 au fixe de 5,10% pour une durée de 30 ans
- La courbe en **vert** représente l'encours de l'emprunt réalisé par le syndicat en 1999 à travers un contrat de crédit bail, au taux fixe de 5,92% pour une durée de 20 ans.
- La courbe en **violet** représente les intérêts net reçus dans le cadre des swaps (cumul depuis 2003)
- La courbe en **rouge** représente la somme des soultes à payer pour annuler les swaps
- La courbe en **bleu marine** représente l'engagement total vis à vis des banques : Dettes + Soultes - Trésorerie accumulée

Annexe IV : Données de marché utilisées pour valoriser les swaps

	fin décembre 2008	fin mars 2009
Date	31-Dec-08	31-Mar-09
Taux de change		
EUR/USD	1.3917 USD	1.3300 USD
EUR/CHF	1.4850 CHF	1.5135 CHF
Volatilités		
	10.00%	9.00%
	4.00%	3.00%

Taux d'intérêt

	fin décembre 2008			fin mars 2009		
	EUR	USD	CHF	EUR	USD	CHF
1D	2.2210%	0.1238%	0.3350%	1.0000%	0.5100%	0.1700%
1D+1D	2.2210%	0.1238%	0.3350%	1.0000%	0.5100%	0.1700%
1 M	2.5700%	0.4300%	0.3350%	1.1200%	0.5000%	0.2300%
3 M	2.8600%	1.4125%	0.6500%	1.5100%	1.2000%	0.4000%
6 M	2.9450%	1.7525%	0.8000%	1.6700%	1.7000%	0.5400%
1 Y	2.390%	1.230%	0.808%	1.670%	1.230%	0.960%
2 Y	2.740%	1.460%	1.105%	1.900%	1.430%	1.100%
3 Y	2.950%	1.730%	1.450%	2.190%	1.740%	1.280%
5 Y	3.240%	2.090%	1.960%	2.700%	2.270%	1.900%
7 Y	3.464%	2.300%	2.280%	3.060%	2.620%	2.300%
10 Y	3.730%	2.500%	2.600%	3.400%	2.920%	2.670%
15 Y	3.900%	2.730%	2.828%	3.780%	3.210%	2.900%
20 Y	3.856%	2.750%	2.788%	3.870%	3.270%	2.850%
30 Y	3.536%	2.710%	2.488%	3.660%	3.320%	2.600%

