

**Analyse de la gestion de dette****N° 8 : 3<sup>ème</sup> trimestre 2009, valorisations au 30 juin 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 mars 2009****1. Chiffres clés de la dette au 30 juin 2009**

Capital emprunté restant dû :	41 500 000 €	Somme des deux emprunts contractés par le Sidru
Coût d'annulation des swaps :	19 500 000 €	Notre estimation, voir détail en page 2
Engagement total :	<b>61 000 000 €</b>	Soit environ 290 € par habitant

**2. Baisse du dollar**

Entre fin mars 2009 et fin juin 2009 on a assisté à une baisse du dollar étasunien contre euro (-6,3%) et franc suisse. Le franc suisse s'est légèrement déprécié face à l'euro (-0,8%).

Les taux courts ont poursuivi leur baisse tandis que les taux longs amorçaient une hausse.

**3. Hausse 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 a augmenté ce trimestre.

La valorisation des swaps, de l'ordre de -12 M€ fin mars se situe aux environs de -20 M€ fin juin (98 € / habitant).

**4. Charte de "bonne conduite" des banques**

Pas de nouvelles depuis que le projet de charte a été rendu public en mai 2009. Cette charte devait pourtant être rédigée avant la fin 2008.

Pour notre opinion sur la charte voir : <http://ps.saintgermain.over-blog.org/article-31492284.html> et <http://ps.saintgermain.over-blog.org/article-32471475.html>

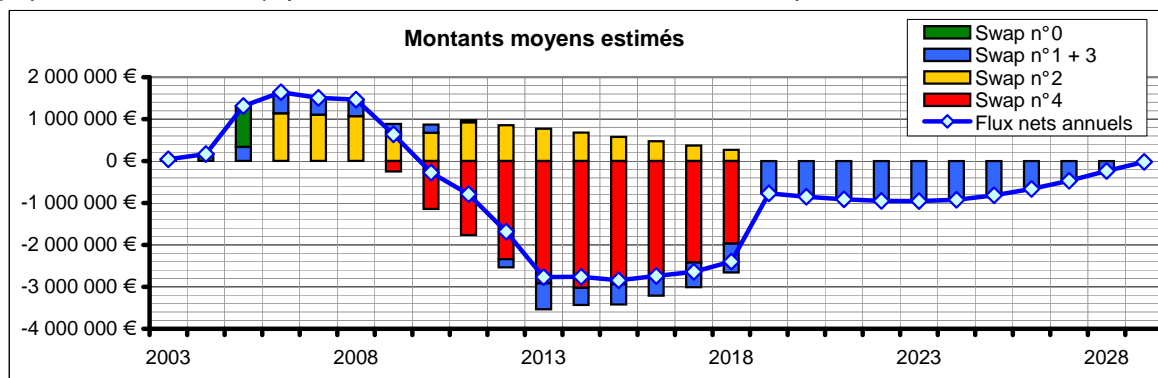
**5. Risques futurs**

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 juin 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

Annexe IV : Données de marché utilisées pour la valorisation des swaps

Notre dossier complet sur le Sidru est toujours disponible à : <http://ps.saintgermain.over-blog.org/categorie-10223679.html>

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

Date d'évaluation : 30-Jun-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	
<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 30-Jun-09)		
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 (remplacé en janvier 2007 par le swap n°3)</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)		
Perte maximale : 12,42% - 5,10% = 7,32% / an			
Flux reçus + intérêts :	900 000 €		
Valeur liquidative :	- 4 100 000 € (estimation)		
Gain / perte net :	- 3 200 000 € (estimation)		
<b>Phase III : Positions sur taux de change initiées en 2007</b>			
<b>Swap n°3 (en fait, un avenant au swap n°1)</b>			
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		
Perte maximale : illimitée			
Flux reçus + intérêts :	900 000 €		
Valeur liquidative :	-2 600 000 € (estimation)		
Gain / perte net :	-1 700 000 € (estimation)		
<b>Swap n°4 (conclu sur un notionnel égal aux 2/3 du swap n°2)</b>			
Sidru reçoit :	Sidru paie :		
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			
Flux reçus + intérêts :	0 €		
Valeur liquidative :	- 18 100 000 € (estimation)		
Gain / perte net :	- 18 100 000 € (estimation)		

Gain / perte net depuis 2003	
Flux reçus + intérêts :	7 000 000 €
Valeur liquidative (= coût d'annulation) :	- 19 500 000 € (estimation)
Perte nette :	- 12 500 000 € (estimation)

## 2. Analyse des gains / pertes depuis fin mars 2009

## Décomposition des facteurs de gain / perte depuis l'évaluation précédente (fin mars 2009) :

<b>Gain / perte net précédent :</b>	<b>- 6 100 000 €</b> Evaluation fin mars 2009
Passage du temps :	1 200 000 € Gain lié à la vente d'options
Mise à jour du taux de change euro / dollar :	-4 800 000 € <b>Baisse du dollar US contre euro</b>
Mise à jour du taux de change euro / franc suisse :	1 800 000 € Petite baisse du franc suisse contre euro
Mise à jour de la courbe des taux euro :	-1 800 000 € Rotation de la courbe des taux euro
Mise à jour de la courbe des taux dollar :	-2 900 000 € <b>Rotation de la courbe des taux dollar</b>
Mise à jour de la courbe des taux franc suisse :	2 000 000 € Rotation de la courbe des taux suisse
Mise à jour des volatilités de change :	-1 900 000 € Hausse des volatilités
<b>Gain / perte total depuis l'évaluation précédente :</b>	<b>- 6 400 000 €</b> soit -32 € par habitant
<b>Gain / perte net courant :</b>	<b>-12 500 000 €</b> soit une perte de 63 € par habitant

## Remarques :

- "estimation" : Notre estimation, ordre de grandeur à confirmer avec les contreparties
- Notre estimation de perte nette de toutes les opérations, -12,5 millions d'euros, est mieux décrite par un intervalle : entre -10 et -15 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 30/06/2009
- Swap n°1 : Evalué au 31 janvier 2007, date de renégociation totale, et capitalisé jusqu'à la date de valorisation, le 30/06/2009
- Swap n°2 : Evalué en date courante (compensation partielle par le swap n°4)
- 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
- 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

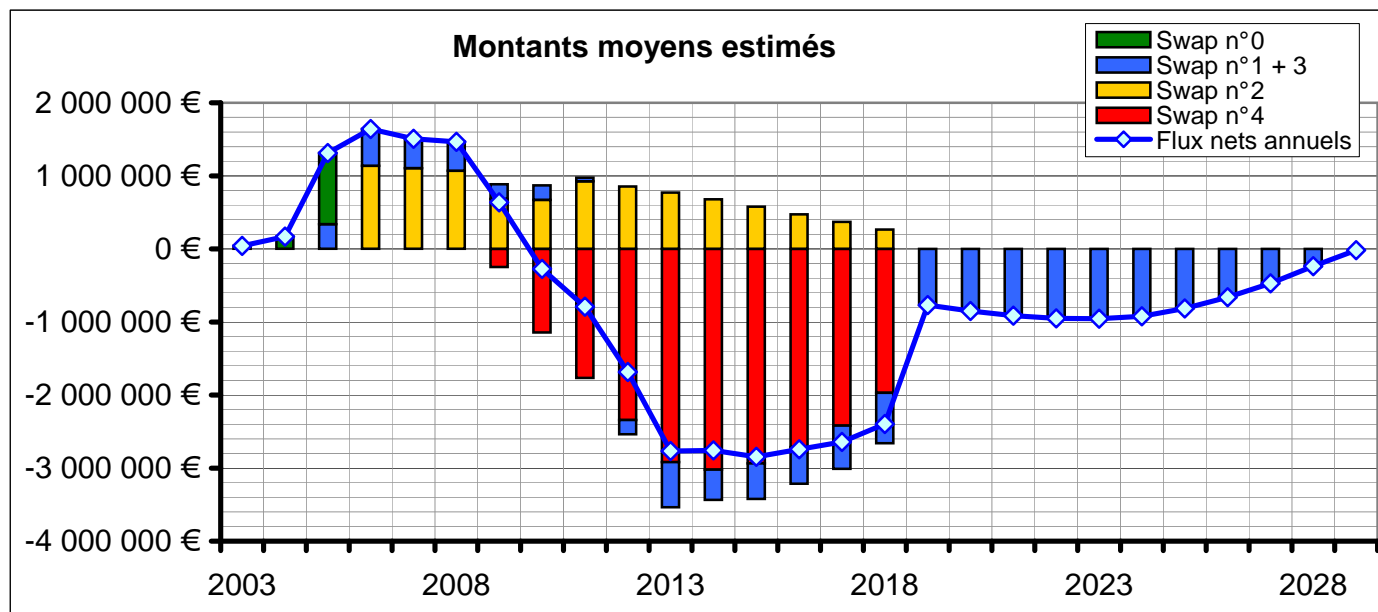
## Annexe II : Répartition des flux estimés de 2003 à 2029

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 €	683 000 €	-247 000 €	637 000 €
2010		198 000 €	671 000 €	-1 142 000 €	-273 000 €
2011		50 000 €	924 000 €	-1 765 000 €	-790 000 €
2012		-198 000 €	855 000 €	-2 341 000 €	-1 684 000 €
2013		-620 000 €	772 000 €	-2 918 000 €	-2 767 000 €
2014		-415 000 €	679 000 €	-3 022 000 €	-2 758 000 €
2015		-488 000 €	578 000 €	-2 935 000 €	-2 845 000 €
2016		-503 000 €	474 000 €	-2 713 000 €	-2 742 000 €
2017		-593 000 €	369 000 €	-2 419 000 €	-2 643 000 €
2018		-691 000 €	265 000 €	-1 970 000 €	-2 396 000 €
2019		-769 000 €			-769 000 €
2020		-849 000 €			-849 000 €
2021		-913 000 €			-913 000 €
2022		-950 000 €			-950 000 €
2023		-956 000 €			-956 000 €
2024		-922 000 €			-922 000 €
2025		-815 000 €			-815 000 €
2026		-662 000 €			-662 000 €
2027		-471 000 €			-471 000 €
2028		-238 000 €			-238 000 €
2029		-18 000 €			-18 000 €

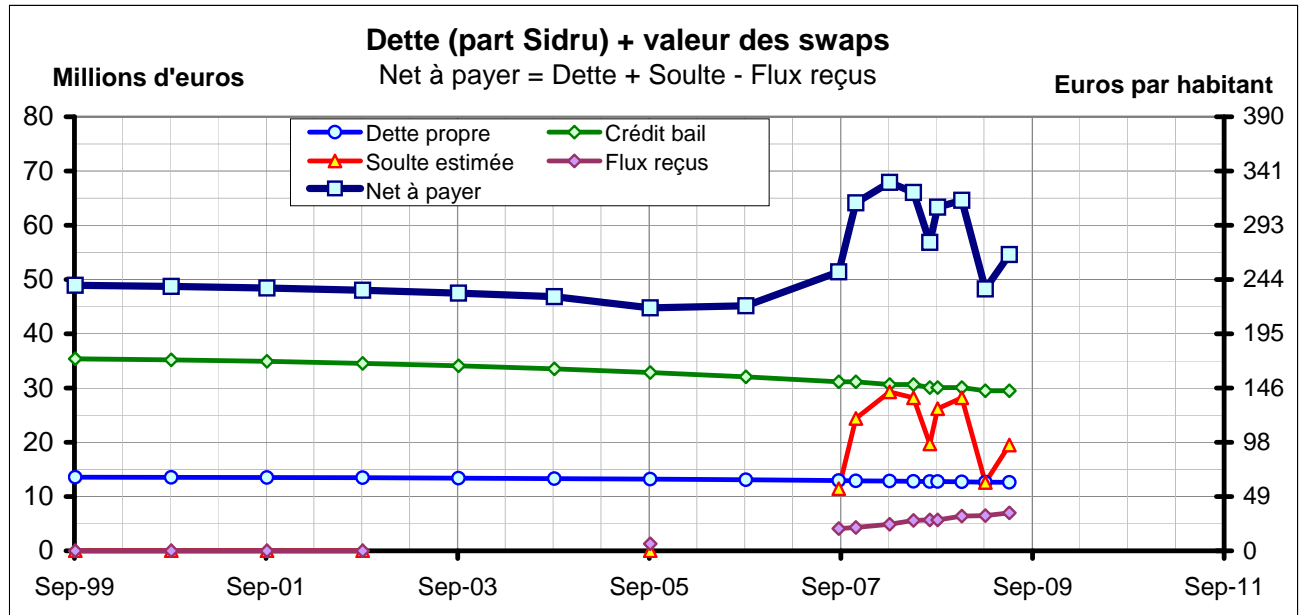
### Notes :

- **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 30/06/2009, 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 **bleue** 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 **verte** 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 **violette** représente les intérêts net reçus dans le cadre des swaps (cumul depuis 2003)
- La courbe **rouge** représente la somme des soultes à payer pour annuler les swaps
- La courbe **bleu marine** représente l'engagement total vis à vis des banques : Dettes + Soultes - Trésorerie accumulée

On voit que la courbe bleu marine fluctue beaucoup depuis 2007. Ces fluctuations reflètent l'ampleur de la position spéculative prise sur la dette. Des cas défavorables, mais réalistes, conduiraient la dette à plus que doubler.

**Annexe IV : Données de marché utilisées pour valoriser les swaps**

	fin mars 2009		fin juin 2009	
<b>Date</b>	31-Mar-09		30-Jun-09	
<b>Taux de change</b>				
EUR/USD	1.3300	USD	1.4134	USD
EUR/CHF	1.5135	CHF	1.5265	CHF
<b>Volatilités</b>				
	9.00%		10.00%	
	3.00%		3.00%	

**Taux d'intérêt**

	EUR	USD	CHF	EUR	USD	CHF
1D	1.0000%	0.5100%	0.1700%	0.4970%	0.2800%	0.1000%
1D+1D	1.0000%	0.5100%	0.1700%	0.4970%	0.2800%	0.1000%
1 M	1.1200%	0.5000%	0.2300%	0.7510%	0.3100%	0.2000%
3 M	1.5100%	1.2000%	0.4000%	1.0990%	0.6000%	0.4000%
6 M	1.6700%	1.7000%	0.5400%	1.3130%	1.1100%	0.5100%
1 Y	1.670%	1.230%	0.960%	1.410%	0.880%	0.920%
2 Y	1.900%	1.430%	1.100%	1.830%	1.490%	1.050%
3 Y	2.190%	1.740%	1.280%	2.290%	2.090%	1.360%
5 Y	2.700%	2.270%	1.900%	2.900%	2.900%	1.720%
7 Y	3.060%	2.620%	2.300%	3.300%	3.360%	2.490%
10 Y	3.400%	2.920%	2.670%	3.660%	3.700%	2.870%
15 Y	3.780%	3.210%	2.900%	4.050%	4.000%	3.170%
20 Y	3.870%	3.270%	2.850%	4.200%	4.070%	3.370%
30 Y	3.660%			4.130%		

