



## Document de travail

---

# **Crise des subprimes et finances publiques locales : Le cas des « obligations municipales » américaines**

N° 2008-20  
juillet 2008

**Frédéric Marty**  
Chargé de Recherche CNRS

**Observatoire Français des Conjonctures Économiques**

69, Quai d'Orsay 75340 Paris Cedex 07

Tel : 01 44 18 54 00 Fax : 01 45 56 06 15

E-mail: [ofce@ofce.sciences-po.fr](mailto:ofce@ofce.sciences-po.fr) Web: <http://www.ofce.sciences-po.fr>

## Crise des subprimes et finances publiques locales : Le cas des « obligations municipales » américaines

Frédéric MARTY <sup>1</sup>

### Résumé

La crise des subprimes n'affecte pas seulement les collectivités locales américaines au travers de la réduction de leurs rentrées fiscales. La crise financière, que cette dernière a déclenchée, a aussi pour effet de conduire à un net renchérissement du coût de leur dette. Ce phénomène s'explique par le recours de celles-ci aux *Auction-Rate Bonds* comme outil privilégié de financement. La défiance des marchés vis-à-vis des réhausseurs de crédits, déstabilisés par la crise des subprimes, qui traditionnellement garantissaient les obligations émises se traduit par de nombreuses défaillances dans les enchères périodiques servant à définir le taux de ces dernières. Il s'agit donc d'analyser les mécanismes par lesquels la crise financière déstabilise les finances publiques locales américaines et d'en évaluer les éventuels effets.

### Abstract

The subprime crisis does not just affect US local governments through reduced tax receipts. The financial crisis also induces an increasing cost of the debt service. Such phenomenon could be explained by their privileged recourse to auction-rate bonds, as funding tool. The investors' mistrust to monoline insurers is one of the main reasons. If these ones used to guarantee the "municipal" bonds, they are also very exposed to the subprime crisis. The lack of confidence in their ability to honour their commitments induces numerous failures in the periodical auctions. The purpose of this paper is to analyse the mechanisms by which the financial crisis destabilises the US local public finances and to assess its potential effects.

---

1. Chargé de Recherche CNRS - UMR CNRS 6227 GREDEG - Université de Nice Sophia-Antipolis - Chercheur affilié OFCE - Département Innovation et Concurrence - 250, rue Albert Einstein - 06560 Valbonne [frederic.marty@ofce.sciences-po.fr](mailto:frederic.marty@ofce.sciences-po.fr)

La crise financière actuelle a été déclenchée par la défaillance d'emprunteurs américains dans le cadre de prêts immobiliers à taux variables, les désormais célèbres subprimes. Celle-ci a des répercussions sur les finances des collectivités locales américaines non seulement au travers du risque imminent de récession<sup>2</sup>, de la réduction des ressources fiscales locales liées au foncier mais aussi par l'intermédiaire de spectaculaires hausses du coût de leur dette. Par exemple, la Port Authority of New York and New Jersey, en charge de la gestion des infrastructures de transports des deux états a vu le taux de sa dette passer de 4,20 % fin janvier 2008 à 20 % mi-février. Une telle évolution peut apparaître comme quelque peu paradoxale alors que la Réserve Fédérale (FED) a abaissé le 18 mars dernier le taux cible des fonds fédéraux à 2,25 %. Elle s'explique en fait par la sophistication des instruments financiers d'endettement des collectivités locales américaines. Celles-ci émettent depuis les années quatre-vingt des obligations à taux variables (*ARS – Auction Rate Securities ou ARB – Auction Rate Bonds*). Il s'agit d'obligations de long terme dont le taux d'intérêt est régulièrement redéfini à partir d'enchères périodiques (tous les 7, 28 ou 35 jours). Ceci permet aux investisseurs de disposer de titres sûrs et très liquides et aux collectivités de bénéficier de taux en principe attractifs. Plus la demande de tels titres est forte, plus le taux acquitté par la collectivité est faible.

La crise financière actuelle a cependant grippé cette belle mécanique. Depuis le milieu du mois de février, la demande des investisseurs financiers s'est brusquement tarie. Or, si une enchère s'avère infructueuse, les détenteurs des titres sont contraints de les conserver jusqu'à la suivante. En guise de compensation, il est contractuellement prévu que le taux servi s'établira alors pour la période concernée à un niveau significativement plus élevé que les standards du marché... ce qui explique la mésaventure de la société publique gestionnaire des aéroports de New York. Deux facteurs sont susceptibles d'expliquer cette brusque désaffection. Tout d'abord, la crise financière actuelle ne se limite pas à une crise de solvabilité dans un segment bien spécifique du marché hypothécaire (les subprimes). Elle a suscité une défiance généralisée sur l'ensemble des marchés de produits dérivés et ce quelle que soit la qualité des actifs sous-jacents. En d'autres termes, le marché est devenu illiquide alors que les collectivités locales américaines n'ont pas vu leur capacité de faire face au service de leur dette réduite en quelques jours ! Ensuite, la brusque fuite devant les titres des collectivités locales s'explique, en grande partie, par la déconfiture des réhausseurs de crédits (les *monoline*).

Il s'agit en l'occurrence d'institutions financières garantissant aux investisseurs le paiement des coupons même en cas de défaillance de l'émetteur. Dans la mesure où la qualité de signature de ces dernières est théoriquement très élevée, la prime de risque exigée par les investisseurs est moindre. Le risque de défaut n'est plus celui de l'émetteur mais celui de l'assureur. Le coût du financement est donc moindre pour une obligation réhaussée. Or, ces institutions, dont le risque de défaillance était

---

2. Destruction de 80 000 emplois au mois de mars 2008 et prévision d'une contraction de l'activité au premier semestre 2008 par la Réserve Fédérale lors de sa réunion du 8 avril

jusqu'à présent mineur, ce qui justifiait une notation AAA, sont particulièrement exposées à la crise des subprimes dans la mesure où elles ont apporté leur garantie à de très (trop) nombreux titres financiers émis à partir de ces créances, dans le cadre d'opérations de titrisation (CDO – Collateralized Debt Obligations). Comme les agences de notation financières (Fitch Ratings, Standard & Poor's et Moody's) dégradent depuis la fin de l'année 2007 les différents réhausseurs (Ambac, MBIA, CIFG ou SCA), les investisseurs doutent de leur capacité à se substituer aux collectivités locales en cas de défaut de paiement de celles-ci. Ce faisant, la défiance des investisseurs s'est étendue à ce compartiment du marché obligataire alors que le taux de défaut est sans commune mesure avec celui des crédits de type subprimes.

Notre propos dans cet article sera d'analyser les déterminants de la crise des Auction Rate Bonds, en la resituant dans le contexte de la crise financière actuelle. Il conviendra d'en dégager les implications pour la gestion financière des collectivités locales américaines. Il s'agira ensuite d'évaluer si la situation américaine risque à terme de concerner les collectivités territoriales françaises, dont les finances sont soumises à des tensions croissantes du fait de la montée des charges (notamment du fait des transferts de compétences liés à l'Acte II de la Décentralisation de 2004) et d'un faible dynamisme des ressources propres, lié à une autonomie fiscale de plus en plus limitée et d'une croissance économique chancelante<sup>3</sup>.

## **I – Les collectivités locales américaines, victimes collatérales de la crise des subprimes**

A - Comprendre les difficultés des collectivités américaines suppose de faire un retour sur les conséquences de la crise des subprimes

Les difficultés rencontrées par les collectivités territoriales américaines sont inséparables de la crise financière actuelle inaugurée par des défaillances dans les remboursements de crédits immobiliers à taux variables appartenant à la catégorie des subprimes. Il s'agit en l'occurrence de prêts à taux variable accordés à des ménages sans les soumettre aux exigences bancaires standards (à l'instar des prêts relevant de la catégorie primes). Si le taux de défaut pour l'ensemble des prêts immobiliers accordés aux Etats-Unis reste relativement stable, autour de 5 %, de fortes divergences sont apparues entre les différentes catégories courant 2007. Si le taux de défaut sur les crédits « normaux » de type primes reste stable à 2 %, le taux de défaut sur les crédits subprimes est passé de 10 % à 15 % entre 2005 et 2007. Le relèvement progressif des taux par la FED s'est traduit par la multiplication des défaillances d'emprunteurs. La nette baisse des prix de l'immobilier aux Etats-Unis (10,71 % entre

---

3. Entre 1,5 et 2 % selon le Gouverneur de la Banque de France pour l'année 2008.

janvier 2007 et janvier 2008<sup>4</sup>) constitue à la fois une conséquence et l'un des facteurs de perpétuation et d'aggravation de la crise.

L'une des origines de la crise financière actuelle réside dans un excès initial de liquidités, favorisé, notamment, par la politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine. Le paradoxe tient alors au fait que la politique actuelle de la FED ne parvient pas à contrecarrer les conséquences du resserrement du crédit opéré en 2006. Celui-ci fut en effet à l'origine du déclenchement de la crise des subprimes. La hausse des taux a conduit à un très net accroissement de la charge financière pesant sur les emprunteurs à taux variables. Du fait de l'incapacité de ces derniers de refinancer leur crédit ou de céder dans de bonnes conditions leur bien du fait des baisses de prix, les saisies de biens se multiplient (les saisies bancaires ont doublé entre février 2007 et février 2008). Ce faisant, les collectivités territoriales américaines sont pénalisées une première fois du fait de la baisse des rentrées fiscales liées au foncier. En outre, les saisies induisent un autre manque à gagner pour les collectivités, dans la mesure où, selon la législation américaine, les banques ne sont plus tenues de verser les taxes locales. Ceci a suscité des actions en justice de certaines municipalités telles Cleveland, en janvier 2008, ou Baltimore contre des établissements financiers.

Si la crise actuelle n'est pas réductible aux seuls crédits subprimes, les crédits de type Alt-A risquant de connaître le même sort<sup>5</sup>, elle dépasse aussi le seul domaine des prêts immobiliers. Il s'agit, en fait, d'une crise de confiance et de liquidité s'étendant progressivement à l'ensemble des marchés financiers. La crise des subprimes n'a que cristallisé une défiance généralisée entre investisseurs, laquelle provient de la convergence de plusieurs faiblesses alimentées par des tendances de fond caractérisant le fonctionnement des marchés financiers. Il s'agit d'un recours excessif à la titrisation, d'incertitudes liées à la qualité des évaluations du risque des obligations apportées par les principales agences de notations financières et de stratégies de levier (i.e. de recours à la dette) trop importantes<sup>6</sup>.

Parmi, ces différents problèmes, l'un occupe une place déterminante dans la crise de confiance frappant la dette des collectivités locales américaines. Il s'agit du recours excessif à la technique financière de la titrisation. Classiquement, lorsqu'elles exercent leur activité d'octroi de prêts, les banques présentent un

---

4. L'indice S&P's / Case Shiller Composite 20, qui mesure l'évolution des prix de l'immobilier dans les vingt plus grandes métropoles américaines, a chuté de 10,71 % entre janvier 2007 et janvier 2008 ; baisse dépassant 19 % à Las Vegas et à Miami.

5. De nouveaux compartiments du marché hypothécaire connaissent des difficultés, notamment les prêts immobiliers de type Alt-A. Il s'agit de prêts accordés par les banques à la seule condition que le ménage emprunteur n'ait pas connu d'incidents de remboursements de ses dettes passées (condition absente pour les crédits subprimes). Dans le cadre de ces crédits, les mensualités, modérées à l'origine, croissent dès lors que la différence entre le montant restant dû et la valeur vénale du bien passe certains seuils. Du fait du fort repli des prix de l'immobilier aux Etats-Unis. La crise des subprimes risque donc d'être aggravée par la crise des prêts de type Alt-A dont 600 milliards de dollars ont été émis entre 2005 et 2007. Standard & Poor's a d'ailleurs révélé que le taux de défaut des créances Alt-A titrisées était passé de 10 % en janvier 2008 à 14 % en février 2008.

6. Buitter W.H., (2007), "Lessons from the 2007 Financial Crisis", CEPR Discussion Paper, n° 6596, December, 34 p.

bilan déséquilibré. Elles tirent leurs ressources de dépôts à court terme et elles prêtent à long terme. Apparue dans les années soixante-dix, la titrisation permet de transformer les crédits accordés par les banques en titres négociables sur le marché<sup>7</sup>. La banque cède alors ces derniers à des investisseurs soucieux de disposer d'actifs générateurs de flux de ressources (au fur et à mesure des remboursements des prêts). En fait, les titres sont acquis par une société *ad hoc* (une *SPE* – *Special Purpose Entity*, en l'occurrence une *SIV* – *Special Investment Vehicle*), créée par la banque. Cette *SIV* se finance en émettant des obligations pour lesquelles le paiement des coupons (l'intérêt annuel) est adossé sur le remboursement des prêts. La titrisation permet donc à la banque de rendre liquides des créances initialement illiquides, de les rendre négociables sur les marchés financiers et donc, *a priori*, de couvrir les risques.

Un recours massif à la titrisation ne saurait pour autant constituer une panacée. Tout d'abord, transférer le risque à un tiers ne signifie pas que le risque disparaît pour l'ensemble de l'économie. Le risque est théoriquement pris en charge par celui qui peut le gérer au moindre coût, si ce n'est par un agent insuffisamment informé quant à ce dernier... La titrisation pose en effet un problème d'information. Le modèle bancaire initial répondait à une logique « *originate and hold* ». Les banques accordaient les prêts et les conservaient ensuite dans leur bilan jusqu'au terme de leur amortissement. Ce faisant la banque (le principal dans le cadre d'un modèle de théorie des incitations) avait tout intérêt à acquérir de l'information quant à la solvabilité de l'emprunteur (l'agent). Or, la titrisation induit un changement de logique. La banque s'inscrit dans un modèle « *originate and distribute* ». Vis-à-vis de la *SIV* qui va porter le risque, la banque devient un agent. Le nouveau principal, la *SIV*, fait face à une plus forte asymétrie informationnelle et ne peut mettre en place une surveillance (*monitoring*) que de façon beaucoup plus coûteuse. Ainsi celle-ci a non seulement une moindre capacité à évaluer les risques mais elle a en outre de moindres incitations pour le faire, dans la mesure où elle les transfère vers les investisseurs financiers qui acquièrent ses titres.

A ces faiblesses en termes de valorisation des risques vont se greffer un ensemble de facteurs aggravants. Le premier d'entre eux tient en une crise de confiance dans les évaluations réalisées par les agences de notation financière. Il est tout d'abord reproché à celles-ci de faire reposer leur notation sur des modèles financiers dont le calibrage se fait essentiellement sur la base de données historiques. Celles-ci traduisent donc dans leur grande majorité des phases de fonctionnement normal des marchés et ne permettent pas aux modèles de s'adapter aux phases de crise. En outre, seule la probabilité de défaut fait l'objet de la notation financière. Cette dernière ne traduit donc pas le risque d'évolution du cours des titres sur le marché. En d'autres termes, tant qu'un risque de liquidité ne se traduit pas par un risque de solvabilité, la notation ne change pas. Or, la crise actuelle est en premier lieu un risque de liquidité.

---

7. De Boissieu C., (2000), « La tritrisation : une mise en perspective », *Revue d'Economie Financière*, n° 59-4.

La crise actuelle est aussi liée à un endettement excessif des agents économiques, endettement favorisé par le faible niveau initial des d'intérêts réels, notamment aux Etats-Unis. Il apparaît en effet que les stratégies de levier financier, en d'autres termes d'accroissement du montant de la dette par rapport aux fonds propres, s'avèrent pro-cycliques. Cet effet est peut-être accentué par l'adoption des normes comptables IFRS par les entreprises, lesquelles conduisent ces dernières à valoriser leurs actifs immobilisés à leur valeur de marché et non plus à leur coût historique<sup>8</sup>. Ce faisant, la bulle immobilière en augmentant la valeur des actifs des entreprises a accru leur capacité d'endettement. Cependant, dès lors que la valeur de marché des actifs est orientée à la baisse, les ratios entre dette et capitaux propres se dégradent significativement.

La crise est désormais une crise de confiance et de liquidité (*credit crunch*). Ainsi, l'assouplissement de la politique monétaire de la FED ne se traduit pas par une détente sur les taux et n'est pas en mesure d'enrayer la baisse des prix sur le marché immobilier. Par exemple, le 18 mars 2008, la FED a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de  $\frac{3}{4}$  de point pour atteindre un niveau de 2,25 %. Or, l'inflation s'établissant à 4 % en glissement annuel, le taux d'intérêt réel est négatif de quelques 175 points de base. Cependant, la crise de confiance perdurant, les banques ne traduisent pas ces baisses de taux dans leurs politiques de crédit immobilier. Le *spread* (prime de risque) par rapport au taux des fonds fédéraux, qui était de 50 points de base avant la crise, s'établit désormais à 300 points de base (soit 3 %). Cette situation a notamment conduit la FED à se porter acquéreuse de titres adossés à des crédits immobiliers pour injecter des liquidités dans le marché. L'une des origines du revirement des banques tient à la défiance dans laquelle tiennent les investisseurs les dérivés de crédits (CDO) qui leur permettaient initialement de se défaire des créances liées aux prêts immobiliers. Obligées de conserver ceux-ci dans leur bilan, faute de contrepartie potentielle sur les marchés, celles-ci resserrent donc drastiquement leur politique de crédit.

Le recours à la titrisation induit le transfert le risque lié aux crédits immobiliers des banques à de très nombreux investisseurs. Ceci n'induit pas leur élimination au niveau collectif mais, en l'occurrence, débouche sur leur dissémination<sup>9</sup>. En d'autres termes, les doutes portant sur les produits dérivés ont conduit à transformer une crise du crédit bancaire en une crise financière globale. La crise est notamment liée à la difficulté d'évaluer les risques portés par les SIV<sup>10</sup>. Ces sociétés *ad hoc*, instruments privilégiés des banques pour la titrisation de leurs créances présentent plusieurs faiblesses, lesquelles sont susceptibles de renforcer la défiance des marchés en période de crise. Celles-ci recourent massivement à des stratégies de levier, et sont, de ce fait, faiblement capitalisées<sup>11</sup>. De plus,

---

8. Buiter W.H., (2007), *op. cit.*

9. Il s'agit d'une diversification en trompe l'œil. *In fine*, le risque repose sur les acteurs sans doute les moins informés et rarement sur ceux les plus à même à les gérer au moindre coût.

10. Parfois dénommées sous le nom générique d'OBSV – *Off-Balance Sheet Vehicles*.

11. Marty F. et Voisin A., (2006), « L'évolution des montages financiers des PFI britanniques : La montée des risques », *Revue Française de Finances Publiques*, n° 94, mai, pp. 107-120.

celles-ci présentent une gouvernance trop peu transparente pour rassurer les investisseurs. La crise financière a cependant montré que le transfert du risque des banques vers les SIV est souvent très théorique. En cas de défaillance, la banque demeure responsable du risque *de facto* si ce n'est *de jure*. Par contre, les sauvetages par les pouvoirs publics (ou du moins sous l'égide de ces derniers) des établissements frappés par la crise s'inscrit non plus dans une logique de type *too big to fail* mais dans une logique de type *too entangled to fail* (trop imbriqué pour faire faillite) dans la mesure où la disparition d'acteurs sur les marchés financiers accroîtrait significativement les conséquences de la crise en faisant disparaître une contrepartie de très nombreuses transactions sur le marché<sup>12</sup>.

De plus, la titrisation passe, comme nous l'avons vu, par l'émission d'obligations par la SIV. Celle-ci a alors recours à deux types d'institutions financières pour faciliter le placement de ses titres. Elle rémunère tout d'abord une agence de notation pour que celle-ci évalue le risque financier associé à ses titres. La note obtenue déterminera la prime de risque exigée par les investisseurs. La SIV peut ensuite pour faciliter le placement de ses titres, recourir aux services d'un réhausseur de crédit. Il s'agit d'institutions financières qui apportent leur garantie pour le remboursement des coupons. Ces assureurs (dits *monoline*, dans la mesure où ils sont spécialisés dans cette seule activité) présentent généralement une notation financière des plus favorables (AAA). Ce faisant, ils contribuent à réduire drastiquement le risque associé à l'acquisition des titres par les investisseurs.

La crise frappant actuellement les collectivités territoriales américaines au travers de la défaillance de certaines enchères ne peut se comprendre que dans le cadre d'une crise frappant chacun des trois pôles de cette relation triangulaire entre titrisation, notation financière et réhaussement de crédits. Si la défiance affecte l'ensemble des produits dérivés, elle concerne plus particulièrement les obligations garanties par les assureurs *monoline*. Celle-ci a été accélérée par la dégradation de la notation financière de ces derniers... du fait de leur trop forte exposition à la crise des *subprimes*. En effet, si le métier d'origine de ces derniers était de garantir les émissions des collectivités locales américaines, ils se sont progressivement diversifiés vers d'autres compartiments du marché hypothécaire, certes plus rémunérateurs mais significativement plus risqués<sup>13</sup>.

## **B- Les défaillances des enchères d'Auction-Rate Bonds et leurs conséquences sur les collectivités locales**

Si les collectivités territoriales américaines ont d'abord subi les conséquences de la dette des subprimes au travers de la réduction de leurs ressources fiscales, elles subissent les conséquences de la

---

12. Nijdam C. J., (2008), « ...aux quants », *Le Nouvel Economiste*, n° 1426, 3 avril, pp. 46-47.

13. Entre 2004 et 2007, au niveau mondial, les banques centrales sont passées d'un besoin de financement de 470 milliards de dollars à un excédent de 435 milliards. La baisse du taux des obligations publiques qui en a découlé a conduit de nombreux acteurs financiers à s'engager sur les marchés de produits dérivés et dans des opérations à fort effet de levier pour retrouver des taux de rentabilité satisfaisants.



crise de confiance au travers du placement de leur dette. Celui-ci passe notamment par le mécanisme des Auction-Rate Bonds, lequel constitue l'une des victimes collatérales de la crise des suprimés.

Il s'agit, comme nous l'avons vu, d'obligations de long terme (généralement 30 ans) à taux variable. Celui-ci est périodiquement redéfini via un mécanisme d'enchères. Avant chacune d'entre elles, les offres et les demandes de titres sont centralisées. Chaque intervenant indique les quantités souhaitées et son prix (en termes de rémunération exigée). Les titres sont attribués aux demandeurs en fonction du taux annoncé. Le taux d'intérêt qui équilibre l'offre et la demande (*clearing rate*) est alors servi à l'ensemble des détenteurs des titres à l'issue de l'enchère.

L'intérêt pour les porteurs est de pouvoir se défaire rapidement de leurs titres. Le mécanisme financier mis en place permet de garantir à l'émetteur un taux d'autant plus faible que la demande qui s'exprime dans l'enchère est forte. Les avantages du mécanisme tiennent principalement au caractère liquide des titres pour les investisseurs, lequel permet de rapprocher ces derniers de placements de nature monétaire. Ceci contribue à réduire le coût de la dette pour l'émetteur. Il s'agit donc pour de nombreux investisseurs financiers, parmi lesquels des fonds d'investissement contrôlés par des établissements ou des collectivités publiques, de placements de trésorerie attractifs car doté d'un bon couple risque / rendement, très liquides et, dans de nombreux cas, défiscalisés.

Cependant, de telles enchères peuvent conduire à des résultats bien plus défavorables en cas de défiance des investisseurs. Dans une telle situation, en effet, les détenteurs des titres sont contraints de les conserver. Il est cependant contractuellement prévu que ces derniers se voient servir un taux défini *ex ante*, s'établissant généralement bien au-delà des taux de marché, entre 12 et 20 %. Ce taux sera versé au détenteur du titre jusqu'à la prochaine enchère. Il devra cependant le conserver dans son portefeuille tant que les enchères s'avèreront infructueuses

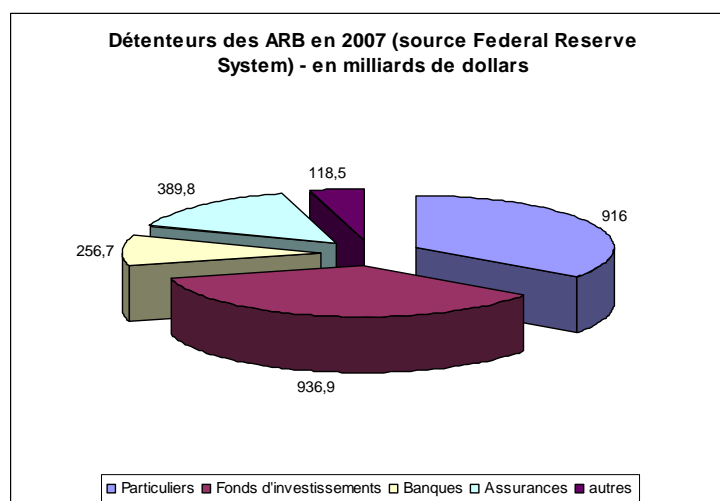
Or, entre mi février et mi mars 2008, quelques 80 milliards de dollars d'obligations n'ont pas trouvé preneur (Les Echos, 14 mars 2008). L'origine de la défiance des investisseurs vis-à-vis des titres émis par les collectivités ne tient pas tant à une augmentation du taux de défaut de paiement (lequel demeure à un très faible niveau) que dans la perte de confiance dans la qualité de signature des réhausseurs de crédits utilisés par les collectivités territoriales. En effet, celle-ci adossent leurs émissions depuis les années quatre-vingt sur des garanties apportées par les assureurs *monoline* de façon à bénéficier de leur notation AAA<sup>14</sup>. En outre, ces derniers pouvaient se porter acquéreur des titres éventuellement non placé

---

14. La prime de risque exigée par l'acquéreur de l'obligation n'est plus alors dépendante de la qualité de la signature de la collectivité locale émettrice des titres mais de celle de l'institution financière qui en garantit le remboursement en cas de défaillance. Par exemple, une municipalité très endettée qui présenterait une notation financière défavorable de type BB- devrait verser un taux de 10 % pour placer ses titres quand le recours à un

en cas d'échec de la souscription, jouant ainsi le rôle d'*under-writer*. Quelques 2 500 milliards de dollars d'obligations émises par les collectivités locales américaines disposent de ces garanties<sup>15</sup>. Or, les *monoline* se sont progressivement diversifiés pour garantir de nombreuses émissions de titres adossés sur des créances, activités plus rémunératrices mais plus risquées.

Le risque lié aux titres émis par les collectivités locales américaines est donc évalué à partir de la notation financière des réhausseurs de crédit. Si la qualité de signature de ces derniers se dégrade, les détenteurs de titres voient leur probabilité de remboursement décroître et doivent donc enregistrer des dépréciations dans leurs comptes. Si ces titres ont été acquis par des banques (ce qui est souvent le cas), ces provisions vont obérer leur capacité à accroître de nouveaux crédits, ce qui en retour va aggraver la crise de liquidité. Pour les collectivités américaines, la crise se solde par des difficultés de placement de la dette mais aussi en cas d'échec des enchères pour les ARB, par l'augmentation des taux.



**Figure 1 : Les détenteurs d'Auction Rate Bonds en 2007**

Les nombreuses défaillances d'enchères, depuis le milieu du mois de février, sont donc liées à la perte de confiance des investisseurs dans la capacité des assureurs *monoline* à se substituer aux collectivités en cas d'incapacité de celles-ci à faire face au service de leur dette, dans la défiance des marchés vis-à-vis des produits dérivés et dans l'abandon par les banques de leur rôle de *market-maker*, du fait des pertes déjà enregistrées sur le marché des titres adossés aux *subprimes* (environ 160 milliards de dollars à la fin du mois de mars 2008).

---

réhausseur de crédit lui permettrait de placer sa dette à un taux inférieur à 5 % dans la mesure où la prime de risque est désormais calculée sur la base d'une notation AAA.

<sup>15</sup> Par exemple, l'Etat de New York a financé sa dette au travers de l'émission de 302 milliards de dollars d'obligation, dont 40 % sont réhaussées.

L'année 2007 et le premier trimestre 2008 ont été marqués par de très nettes dégradations de la note financière des assureurs *monoline*, accélérées par l'effondrement de leurs cours de bourses dans la mesure où une notation AAA est indispensable à l'exercice de leur activité. Par exemple, Fitch Ratings a retiré à AMBAC, dont le cours de bourse s'était déjà replié de 67 % en 2007, son AAA en janvier 2008. Au final, le titre qui avait atteint 96 \$ à la bourse de New York le 18 mai 2007, s'est effondré à 4,5 \$ le 18 janvier 2008. Son cours était de 5,2 \$ au 16 avril 2008. La tendance est la même pour MBIA. Le cours du titre a baissé de 70 % sur l'année 2007. Le titre qui avait dépassé les 72 \$ le 26 avril 2007 a décroché à 6,75 \$, le 18 janvier dernier (avant de se redresser à 11,74 \$ au 16 avril 2008). La situation est aussi particulièrement tendue pour FGIC, filiale commune de la Caisse d'Épargne et des Banques Populaires, dont la perte au dernier trimestre 2007 s'est élevée à 1,89 milliard de dollars (sur l'année 2007, la firme a enregistré une perte de 1,82 milliards, contre un bénéfice de 226 millions en 2006). Malgré l'injection de 1,5 milliard d'euros par les deux maisons mères fin 2007, Moody's a dégradé FGIC début 2008 de 6 crans, la faisant passer de la note AAA à A3. Pis, les titres de la société sont désormais considérés comme « titres spéculatifs » par S&P's. La poursuite de l'activité des réhausseurs passant par un retour à une notation de type AAA, plusieurs types de réponses sont actuellement apportés. Les plus immédiates sont des recapitalisations. Par exemple, Ambac va émettre quelque 1,5 milliard de dollars d'actions et de titres convertibles en capital. Une seconde réponse tient à la séparation dans deux entités juridiquement distinctes des activités relatives aux collectivités locales et aux projets d'infrastructure (notamment les partenariats public-privé) et de celles portant sur les opérations de titrisation. L'exposition des réhausseurs aux subprimes a donc conduit à une crise de défiance vis-à-vis de ces derniers, crise qui s'est donc progressivement étendue au secteur des ARB. Bien que les fondamentaux de ce marché ne soient pas dégradés, les doutes relatifs à la capacité des réhausseurs à faire face à d'éventuels appels de garantie a suscité la crise de liquidité de février 2008.

Si seulement 44 enchères s'étaient révélées infructueuses entre 1984 et février 2008, pour la seule journée du 22 février 2008, 258 enchères sur 386 n'ont pas permis aux détenteurs d'ARB de se défaire de leurs titres. Le taux de défaillance a atteint 60 % entre février et mars 2008. Dès lors que les enchères sont infructueuses, les collectivités sont contraintes de verser les taux d'intérêts contractuellement fixés, ce qui provoque de ce fait un renchérissement très sensible du coût de leur financement. Par exemple, la société publique gestionnaire des infrastructures aéroportuaires de New York et du New Jersey a vu le coût de 100 millions de dollars de dette obligataire passer de 4,3 % à 20 % dans la première quinzaine de février 2008, avant de se stabiliser autour de 8 %. L'Etat du Wisconsin a vu le coût de sa dette croître de 4,75 à 10 % entre le 7 et le 12 février. Pour le Valley Medical Center (Etat de Washington), le taux est passé de 3,75 à 15 %. Même si les enchères

n'échouent pas les taux exigés par les investisseurs s'inscrivent à la hausse<sup>16</sup>. Le taux d'intérêt moyen pour l'ensemble des ARB est passé de 3,63 % au 16 janvier à 6,56 % au 19 mars et enfin à 6,72 % au 26 mars, avant d'entamer une légère décrue.

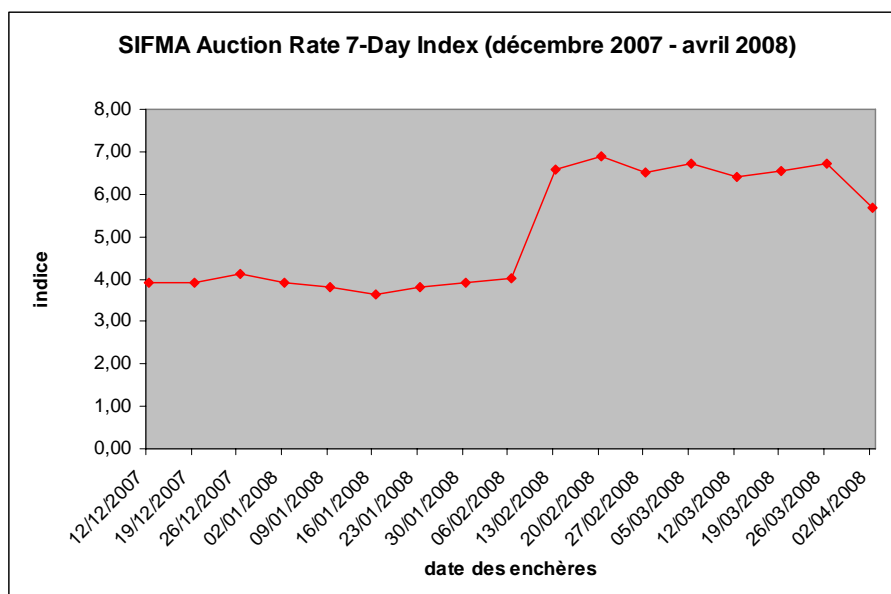


Figure 2 : Taux à 7 jours des ARB (source SIFMA)

Si l'accroissement du service de la dette place les collectivités américaines dans une situation financière critique, la hausse du taux servi ne satisfait pas pour autant les intérêts des détenteurs des titres. Une partie significative de ces derniers ont acquis les obligations du fait de leur liquidité. En effet, s'ils ne peuvent céder leurs titres, ils risquent à leur tour de connaître des problèmes de liquidité ce qui dans le contexte actuel ne saurait être compensé par une augmentation du taux versé...

De plus, les conséquences de la crise des *subprimes* pour les collectivités et les établissements publics américains ne se limitent pas au renchérissement du coût du crédit. Certaines d'entre eux ont placé leurs trésorerie dans des titres émis par des SIV, basés sur des obligations municipales, voire sur des crédits hypothécaires ... Par exemple, l'Etat de Floride dispose d'un fonds d'investissement de 27 milliards de dollars, dont 2 sont investis dans des SIV. Début janvier 2008, quelques 725 millions étaient adossés à des crédits immobiliers pour lesquels les emprunteurs n'étaient plus en mesure de faire face à leurs remboursements<sup>17</sup>. Les collectivités publiques se sont donc à l'instar de nombreux acteurs financiers trop exposés aux risques au travers de l'acquisition de titres émis par des SIV. Il s'agissait, en effet, de structures dotées de très bonnes notations financières et proposant des produits financiers de court terme, rémunérateurs et considérés comme aussi sûrs que des bons du Trésor, il

16. Source : SIFMA Auction Rate 7-Day Index (Securities Industry and Financial Markets Association).

17. Rappelons que Moody's avait évalué en juillet 2007 à 42 % le taux des CDO vendus aux Etats-Unis en 2006 comprenant des crédits subprimes.

n'en demeure pas moins que les SIV demeurent des structures *off-shore*, non soumises à des obligations de reddition et de certification des comptes et échappant en grande partie au contrôle de la SEC. Or, la dégradation de la notation de certaines SIV induit des difficultés additionnelles pour certains Etats américains, dont la Floride, dont la législation prohibe les investissements d'excédents de trésorerie dans fonds spéculatifs.

La crise des subprimes compromet donc la situation financière des collectivités locales américaines par plusieurs canaux. Le premier se traduit par le net tassement des ressources fiscales liées au foncier. Le deuxième effet tient au renchérissement de la dette obligataire émise au travers des obligations à taux variable. Le troisième enfin tient aux pertes enregistrées au travers du placement de la trésorerie dans des SIV exposées aux défaillances de créances de type subprimes titrisées. Les réactions à la crise se sont initialement traduites par une contestation des critères de notation financière utilisées par les agences pour la dette des collectivités locales, lesquels apparaîtraient comme plus sévères que ceux appliqués aux entreprises. Ensuite, la Chambre des Représentants a procédé, au début du mois de mars 2008, à des auditions sur le thème de l'impact de la crise du crédit sur la situation des collectivités territoriales. Le comportement des banques dans la crise fait en effet l'objet de nombreuses suspicions. Il est notamment reproché d'avoir brusquement abandonné le rôle de *market maker* qu'elles assumaient depuis plus de 24 ans dans les enchères. Les banques qui jusqu'à présent « organisaient » le marché ne sont plus en mesure, du fait de la dégradation de leur bilan, de se porter acquéreuses des titres mis aux enchères en cas d'insuffisance de la demande. Ce brusque changement d'attitude expliquerait la nette augmentation du nombre d'enchères infructueuses. En outre, des interrogations quant à d'éventuelles manipulations des enchères sont aussi à relever. En mai 2006, la SEC avait prononcé une sanction financière de 15 millions de dollars contre 19 établissements bancaires s'étant rendus coupables de manipulation des enchères. L'opacité du processus d'enchères constitue en effet l'un des principaux points de faiblesse des ARB.

Pour trouver une réponse rapide à la crise, la SEC a accepté que les collectivités locales émettrices puissent enchérir sur leurs propres titres. Ceci est susceptible de répondre au problème de liquidité sur le marché des ARB et de réduire le coût de la dette de ses dernières (en évitant de devoir régler le taux d'intérêt contractuellement fixé en cas de défaillance de l'enchère). Au travers d'une directive du 14 mars 2008, la SEC a donc donné son autorisation, à titre transitoire<sup>18</sup>, pour une telle intervention des collectivités sur le marché, quand bien même un telle possibilité n'était pas contractuellement prévue *ex ante*. Les exigences de la SEC quant aux rachats des titres par les municipalités visent principalement à garantir la transparence des interventions et à assurer un traitement équitable entre les différents

---

18. "This position is based solely on the circumstances described above, and any different circumstances might require a different conclusion (...) The staff intends to continue to monitor conditions in the market for municipal auction rate securities, and, if warranted, may modify or withdraw the position taken herein". SEC, 14 mars 2008.

détenteurs des titres. La participation de la collectivité émettrice aux enchères doit être notifiée deux jours ouvrables avant la date de l'enchère. Si la collectivité enchérit sur une partie significative des titres proposés (90 % ou plus), elle doit de la même façon s'engager auprès des détenteurs « résiduels » à reprendre les titres restant en leur possession. De la même façon la SEC renforce ses exigences en matière de transparence et de diffusion d'information quant au nombre de titres mis aux enchères, au montant des offres, au nombre d'intervenants ou au *clearing rate* (taux soldant les offres et les demandes). Cette possibilité de rachat de la dette émise à taux variable permet aux collectivités de refinancer leur dette et de substituer aux ARB de la dette à long terme à taux fixe (lequel est relativement attractif du fait de la politique monétaire de la FED). A titre d'exemple, la société gestionnaire de l'aéroport de Dallas Fort Worth (DFWA) s'est par exemple engagée dans cette voie fin mars 2008. Elle a converti 337 millions de dollars d'ARB en obligations à taux fixe de 6,25 %. Il en a été de même pour l'Université de Standford qui a racheté pour 188 millions de dollars d'ARB.

Il s'agira d'analyser, dans notre seconde partie, dans quelle mesure ces difficultés peuvent affecter l'équilibre des finances publiques des collectivités locales américaines et de s'interroger sur les possibles répercussions d'une pareille crise sur les collectivités territoriales françaises.

## **II – Quelles conséquences potentielles sur les collectivités françaises ?**

### **A – Les similitudes entre les situations budgétaires des collectivités territoriales françaises et américaines**

Si les répercussions de la crise des subprimes sur les finances des collectivités territoriales américaines ne sont pas encore susceptibles de mettre en cause leur solvabilité, il n'en demeure pas moins que la concomitance de la réduction des ressources fiscales et du renchérissement du coût de la dette réduit les marges de manœuvres budgétaires et devrait se traduire soit par des réductions dans les dépenses locales soit par une élévation des prélèvements fiscaux.

En effet, si la situation budgétaire des états, comtés et municipalités américaines est moins tendue que celle de l'Etat Fédéral, ces derniers sont cependant confrontés à un fort taux de croissance des dépenses contrastant avec des ressources très peu dynamiques. La crainte du Government Accountability Office (GAO), la Cour des Comptes américaine, est que cette tendance ne se traduise par une forte croissance du niveau de la dette<sup>19</sup>. Si les engagements budgétaires des collectivités

---

<sup>19</sup> US GAO, (2008), "State and Local Governments: Growing Fiscal Challenges will Emerge during the 10 Next Years", *Report to Congressional Committees*, GAO-08-317, January, 70p.

territoriales (50 états et 87 525 autres collectivités dont 19 429 communes) ne placent pas encore celles-ci dans une situation de stress budgétaire, à l'inverse du budget fédéral, dont la situation est jugée « imprudent and unsustainable », le GAO considère qu'à terme la soutenabilité de ces derniers posera problème.

Les collectivités américaines tirent principalement leurs ressources de leur fiscalité, de l'émission de dette et de subventions venant du budget fédéral. Ces derniers se sont élevés à 1900 milliards de dollars en 2006. Ils représentent 22 % des ressources des collectivités locales américaines. 400 d'entre eux sont spécifiquement destinés au financement du programme Medicaid. Il apparaît que les dépenses d'éducation (691 milliards), de transport (263 milliards) et de sécurité et secours (242 milliards) représentent avec la prise en charge du programme Medicaid une part prépondérante du budget des collectivités. Il s'agit de postes de dépenses peu maîtrisables et promis à une inexorable croissance. Or, la majeure partie des collectivités locales américaines ont adopté des règles de discipline budgétaire qui leur impose de présenter des budgets équilibrés<sup>20</sup>. La dette des collectivités locales américaines est pour l'instant très modérée. L'endettement net n'a que rarement dépassé 1 % du PIB. Il vise, de plus, principalement à financer les dépenses d'investissement. Dans le même temps, les dépenses d'exploitation sont en règle générale couvertes par des ressources propres.

Cependant, du fait de la très nette différence de dynamisme entre les ressources et les dépenses, le GAO prévoit une très nette dégradation de la situation budgétaire des collectivités publiques américaines dans les prochaines années, qu'il s'agisse de l'Etat Fédéral ou des collectivités territoriales.

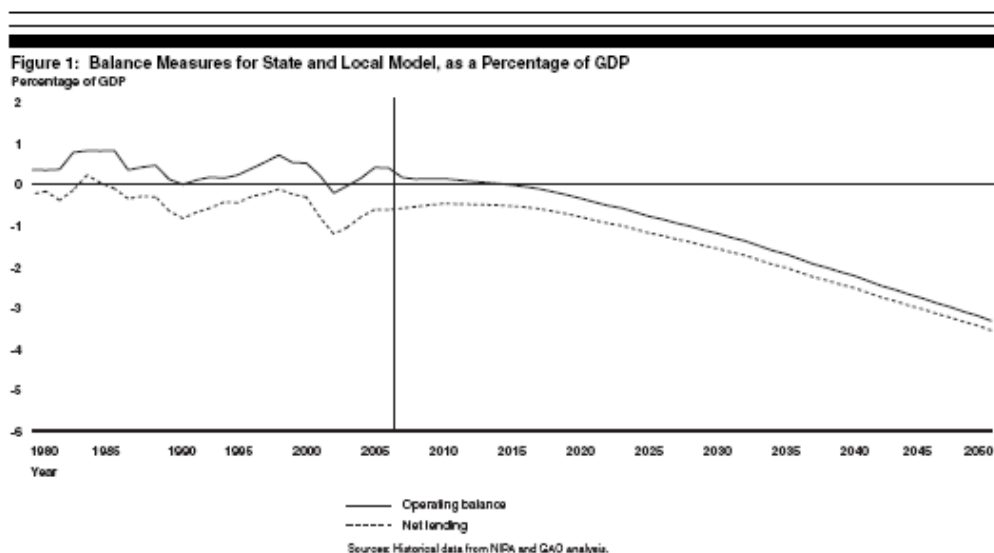


Figure 3 : Projections du GAO sur les soldes budgétaires publics

20. Dans certains cas cependant, l'équilibre s'apprécie sur l'ensemble de la mandature et des déficits de court terme sont tolérés.

Le *gap budgétaire*, défini par le GAO comme le montant de réduction des dépenses ou la hausse des impôts nécessaire pour maintenir le ratio dette sur PIB au niveau qui est aujourd'hui le sien, est, en effet, appelé à se creuser significativement. Il apparaît, selon les projections du GAO, qu'il faudrait pour maintenir constant le niveau d'endettement réduire les dépenses de 12,9 % ou augmenter les prélèvements fiscaux de 15,2 %. La principale variable explicative de cette dégradation financière tient à la croissance des dépenses de santé. Il apparaît, en outre, que les collectivités territoriales américaines ne disposent pas d'une autonomie fiscale suffisante pour faire face à la hausse des dépenses. Elles dépendent donc de façon croissante des transferts de l'Etat fédéral.

Si les projections quant à l'évolution à long terme de la situation des finances publiques locales françaises conduisent à un moindre pessimisme, il n'en demeure pas moins que de nombreux points communs peuvent être dégagés. Tout d'abord, de mêmes interrogations existent quant à la capacité des collectivités d'user de leur autonomie fiscale pour accroître leurs ressources propres. L'Acte II de la décentralisation de 2004 a contribué à réduire encore celle-ci et à accroître la part des transferts étatiques dans leurs ressources<sup>21</sup>. Les collectivités françaises tirent leurs ressources de la fiscalité (*les quatre vieilles*), des taxes indirectes et donc des transferts étatiques, lesquels s'élèvent à 72,7 milliards d'euros en 2008. Les collectivités doivent respecter une règle d'or en matière budgétaire pour leurs sections exploitation et investissement. Il est nécessaire que le service annuel de la dette soit couvert par des ressources propres et non par de nouvelles dettes. Une nouvelle dette ne peut financer que des dépenses en capital. Enfin, les annuités de dette, lesquelles constituent des dépenses obligatoires, doivent figurer dans les états financiers.

Les collectivités françaises peuvent recourir librement à l'endettement. Depuis 1982, elles sont exonérées du contrôle préalable de l'Etat (principe de libre administration) et sont libres de recourir, à la différence de leurs homologues britanniques (dans le cadre du *Local Government Act* de 2003), à certains types de financements tels la titrisation ou les montages de type *mezzanine*<sup>22</sup>. Les collectivités territoriales françaises peuvent donc, à l'instar de leurs homologues d'outre Atlantique, utiliser des financements structurés ou des *swaps*<sup>23</sup>. De la même façon, les collectivités peuvent garantir une dette émise par un agent privé. Cependant, les règles applicables varient selon le type de dette (loi Galland du 5 janvier 1988 – loi n°88-336). La dette annuelle garantie ne doit pas dépasser 50 % des ressources de la collectivité. Aucun agent économique ne peut bénéficier individuellement de plus de 10 % de

---

21. Marty F., (2007), « Collectivités territoriales et entreprises : Nouvelles compétences ou nouvelles politiques ? », in *La décentralisation en mouvement*, Les travaux du Centre d'Etudes et de Prospective du ministère de l'Intérieur et de l'Aménagement du Territoire, La Documentation Française, pp. 181-195, janvier.

22. Fender, J. and Watt, P.A., (2002), "Should central government seek to control the level of local authority expenditures?", *Fiscal Studies*, June, Vol. 23, No. 2, pp. 265-285.

23. Parisot C. and Fadli M.A., (2008), "Institutional Framework for French Subnationals", *Fitch Ratings International Public Finance*, February, 17 p.



cette garantie. Enfin, la garantie ne peut porter que sur 50 % du principal de l'emprunt. Ces règles visent à prévenir d'éventuels engagements qui ne s'avèreraient pas soutenables en cas de difficultés. Si au point de vue juridique, une collectivité ne peut faire faillite, il n'en demeure pas moins que l'Etat n'est pas tenu de la soutenir financièrement. Cependant, les défaillances financières que connurent les villes d'Angoulême en 1991 et de Briançon en 1992 s'étaient traduites par un soutien ne serait-ce que sous forme d'avances fiscales<sup>24</sup>.

La notation financière des collectivités françaises demeure favorable avec des notes allant du AAA (ville de Paris, département des Hauts-de-Seine, région-Ile-de France) au BBB+ (Réunion ou Polynésie française) en passant par le A<sup>-</sup> (ville d'Aubagne, par exemple). Cependant, les effets conjugués de la crise financière et des tendances lourdes en matière de situation budgétaire des collectivités territoriales pourraient venir compromettre ces qualités de signature.

## **B – quelles conséquences de la crise sur les investissements des collectivités françaises ?**

Il convient en effet de s'interroger à la fois sur l'exposition de la France à la crise financière des subprimes et sur les facteurs de fragilité qui caractérisent les collectivités territoriales françaises.

Au niveau étatique, tout d'abord, la crise ne devrait pas se traduire par une dégradation de la notation de la dette souveraine. La solvabilité des Etats, i.e. leur capacité à faire face au service de leur dette ne saurait en effet être remise en question. Ce faisant, ces derniers sont en mesure de se porter au secours de banques en difficultés, en s'en portant acquéreur (comme la Northern Rock au Royaume-Uni), en soutenant des projets de reprise (comme la Bear Sterns aux Etats-Unis) ou en leur rachetant des créances immobilières pour améliorer la structure de leur bilan. De plus, bien que les prix immobiliers semblent être orientés à la baisse au premier trimestre 2008, le marché français ne devrait pas connaître des difficultés comparables à celles rencontrées aux Etats-Unis et même à celles qu'il est possible de craindre dans d'autres pays européens<sup>25</sup>.

---

24. Les difficultés financières rencontrées par la commune d'Angoulême dans les années quatre-vingt-dix illustrent les risques liés au recours à des instruments financiers trop sophistiqués et à l'exposition indirecte à des risques pris par des sociétés d'économie mixte (SEM) bénéficiant de garanties communales. Si ces errements ne furent pas les seules origines des difficultés financières de la commune, ils contribuèrent à porter la dette à 287 % du revenu courant. En effet, pour un budget annuel de 82 millions d'euros, le déficit annuel s'établissait à 25 millions... La dette de 183 millions d'euros fut en partie remboursée grâce à des transferts étatiques annuels de 10,7 millions d'euros pendant 7 ans...

25. Les trois pays européens les plus exposés à la crise sont le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Irlande. Pour le premier le ratio entre le prix moyen des logements et les revenus des ménages se dégrade de façon très significative depuis 2000. Il est en effet passé de 2,4 en 2000 à 3,4 au dernier trimestre 2007. La charge d'intérêt représente déjà quelques 20 % des revenus des ménages emprunteurs. L'évolution des taux est en outre défavorable. La Royal Bank of Scotland (RBS) a par exemple augmenté ses taux pour les crédits à taux variables

Cependant, la qualité de signature des collectivités territoriales françaises s'avèrera sans doute plus sensible que celle de l'Etat à la crise financière, à une éventuelle crise immobilière ou du moins à ses contrecoups sur la croissance. Quoiqu'il en soit les collectivités françaises, à l'inverse de leurs homologues américaines, n'ont pas recouru à des instruments d'endettement aussi sophistiqués mais aussi risqués que les ARB. La crise de liquidité et de défiance vis-à-vis des produits structurés ne peut donc les affecter aussi directement. La crise peut cependant avoir un certain nombre d'effets indirects. Tout d'abord, les turbulences sur le marché immobilier peuvent menacer les rentrées fiscales des collectivités. Ensuite, d'éventuelles difficultés des banques peuvent induire un resserrement de la politique de crédit d'autant plus dommageable que l'endettement des collectivités, encore très modéré, est susceptible de croître dans les prochaines années du fait de l'accroissement très net des dépenses d'exploitation et d'investissement face à des flux de ressources nettement moins dynamiques. Enfin, les aléas financiers peuvent aussi affecter les conditions de recours aux contrats de partenariats public-privé, notamment pour les opérations très intensives en capital, lesquelles induisent souvent un financement de type obligataire dont le coût est traditionnellement contenu au travers du recours à des assureurs de type ...*monoline*<sup>26</sup>.

Il apparaît donc tout d'abord qu'à l'instar de leurs homologues américains, mais dans une bien moindre mesure, les collectivités territoriales françaises sont appelées à connaître un stress budgétaire croissant. Tout d'abord, le poids des dépenses est appelé à s'accroître significativement qu'il s'agisse des dépenses courantes ou des dépenses d'investissements. En effet, l'Acte II de la Décentralisation de 2004 s'est traduit par le transfert de nombreuses compétences aux collectivités. Ces dernières induisent des charges très significatives. Les collectivités doivent faire face à des dépenses très importantes, peu compressibles et qui plus est très dynamiques, notamment en matière de santé, d'aide sociale et d'éducation. Par exemple, l'aide sociale représente 64 % des charges des départements et mobilise 80 % des personnels. L'Acte II s'est en outre traduit par le transfert de 25 000 fonctionnaires d'Etat à ces derniers (personnels TOS de l'Education Nationale et agents des DDE). Ce faisant les charges de personnel ont cru de 8,1 % (51,5 milliards d'euros au total). Les dépenses de gestion des collectivités ont donc augmenté de 5,1 % en 2007 (139,5 milliards d'euros). Or, ce dynamisme contraste avec l'évolution des recettes courantes, lesquelles voient au contraire leur progression se

---

de 25 points de base en mars 2008. En Espagne, la situation paraît encore plus tendue. Les prix pourraient baisser de 10 à 20 %. Or, le secteur de la construction résidentielle représente 10 % du PIB et 20 % des emplois créés depuis 2000. En Irlande, la baisse des prix est déjà effective (8 % au second semestre 2007). La croissance de ces dernières années (7,5 % en moyenne entre 1994 et 2006) était partiellement portée par le secteur immobilier (25 % du PIB et 13 % des emplois). Les prévisions de croissance pour 2008 ne sont d'ailleurs plus que de 2,3 %.

Standard and Poor's, (2008), « Perspectives sur l'évolution du marché immobilier en Europe », 2 avril.

26. Christophe J., Marty F. et Voisin A., (2007), « Le financement des contrats de partenariats public-privé », *Contrats Publics – L'actualité de la commande et des contrats publics*, avril, pp. 28-35.

ralentir. Après une croissance de 5,8 % en 2006 et de 5,2 % en 2007, le taux de croissance devrait se limiter à 4 % en 2008<sup>27</sup>. Les recettes fiscales apparaissent de plus comme les moins dynamiques, avec une hausse de 3,8 % prévue en 2008. En effet, les *quatre vieilles* (taxe d'habitation, taxes foncières sur les propriétés bâties et non bâties et taxe professionnelle) ne représentent plus que 59 % des flux de ressources des collectivités contre 16 % pour les autres recettes de fonctionnement et 25 % pour les transferts de l'Etat, dont le poids s'est accru depuis 2004 et dont le volume répond à des règles d'indexation relativement peu favorables<sup>28</sup>.

Parallèlement les dépenses d'investissements des collectivités territoriales représentent désormais 73 % de l'investissement public<sup>29</sup>. Ces dépenses, sensibles au cycle électoral, ont affiché une croissance significative ces dernières années et devraient encore croître de 1,5 % en 2008 après avoir augmenté de 6,7 % en 2007 et avoir connu une hausse moyenne de 8,3 % entre 2003 et 2006.

La forte hausse des dépenses des collectivités, tant en matière d'exploitation que d'investissements contraste avec une limitation progressive de l'autonomie fiscale des collectivités depuis 2004 et un faible dynamisme de la dotation étatique. L'épargne brute est donc orientée à la baisse (-0,5 % en 2007 avec 36,5 milliards d'euros). Ce faisant, la dette des collectivités, bien qu'actuellement limitée (6,5 % du PIB) est appelée à poursuivre sa croissance. Si seulement 12 % des nouveaux investissements sont financés par la dette, celle-ci devrait augmenter de 6,3 milliards en 2008. L'encours de la dette s'établirait donc à 125,3 milliards en 2008 (+ 5,3 %). L'élévation du stock de la dette et la remontée des taux vont se traduire par un accroissement de la charge d'intérêt pour les collectivités (6,8 % anticipés pour 2008 contre 12,7 % en 2007). La charge d'intérêt liée à la dette représente déjà 5,5 milliards d'euros, soit 3,8 % des dépenses de fonctionnement des collectivités. Cependant, si la dette s'est accrue de 25 % en 6 ans, il convient de relever que la charge financière est tout à fait soutenable. D'ailleurs, les charges d'intérêt représentaient encore 7,6 % des dépenses de fonctionnement en 1999.

Cependant, un éventuel resserrement du crédit pourrait d'autant plus fragiliser les collectivités que de nombreux facteurs de tension financière demeurent présents. Au niveau des ressources, la réduction progressive du degré d'autonomie fiscale rend les collectivités dépendantes des transferts de l'Etat. En outre, une part significative des ressources fiscales propres est liée au dynamisme du marché immobilier. D'ailleurs, les produits des droits de mutation qui avaient augmenté de 13 % en 2006 n'ont cru que de

---

27. Dexia, (2008), *Finances locales en France – Grandes tendances 2007-2008*, Note de Conjoncture, février, 20 p.

28. En 2008, un « contrat de stabilité » s'est substitué au « contrat de croissance et de solidarité », en place depuis 1999. Ce dernier recouvre une très grande partie des transferts de l'Etat aux collectivités mais modifie en grande partie la règle d'indexation de la dotation. Celle-ci évolue désormais en fonction de l'inflation prévisionnelle des prix hors tabac (1,6 % prévu en 2008...2,5 % anticipés en avril 2008). En outre, l'indexation ne prend plus en considération une fraction de 33 % de la croissance en volume du PIB.

29. Guéné C., (2008), *Avis de la Commission des Finances, du Contrôle Budgétaire et des Comptes Economiques de la Nation sur le projet de loi relatif aux contrats de partenariats*, Sénat, Rapport n° 243, mars, 77p.

6 % en 2007. Ensuite, les transferts de compétences se sont traduits de nouvelles dépenses à la fois rigides à la baisse et promises à une forte croissance peu maîtrisable. Confrontées en outre à des besoins d'investissements croissants pour répondre à la demande sociale, les collectivités sont contraintes, comme nous l'avons vu, à accroître leur recours à l'endettement. Or, une diffusion de la crise financière en France pourrait à la fois remettre en cause un financement direct par la dette (hausse des taux et éventuel *credit crunch*) mais aussi par l'intermédiaire de contrats de partenariats public-privé.

En effet, les collectivités locales sont appelées à être les principales utilisatrices des contrats de partenariat<sup>30</sup>, introduits en France par l'ordonnance du 17 juin 2004 et faisant l'objet d'un nouveau texte législatif présenté aux assemblées au printemps 2008. D'ailleurs, sur 27 contrats de partenariats signés en février 2008 en France, 20 l'étaient par des collectivités.

CONTRATS DE PARTENARIAT ATTRIBUES			
		Personne publique	Secteur
COLLECTIVITES TERRITORIALES	1	Ville d'Auvers-sur-Oise	Eclairage public
	2	SIDOM d'Antibes	Déchets
	3	Ville de Castelnau-le-Lez	Eclairage public
	4	CA Castelroussine	Voirie
	5	Ville de Thiers	Eclairage public
	6	CG du Loiret	Collèges
	7	CG d'Eure-et-Loir	Informatisation des collèges
	8	Ville de Rouen	Eclairage public
	9	Ville d'Agde	Eclairage public
	10	Ville de Saumur	Eclairage public
	11	Ville de Saint Fons	Eclairage public
	12	Ville de Bussy-Saint Georges	Eclairage public
	13	Ville de Châtillon sur Chalaronne	Eclairage public
	14	Ville de Saint Raphaël	Pôle multimodal
	15	Ville d'Hérouville Saint Clair	Eclairage public
	16	Ville de Sénart	Eclairage public
	17	Ville d'Autun	Eclairage public
	18	Région Auvergne	Internet HD
	19	SMRITOM de la zone Nord	Déchets
	20	Ville de Libourne	Eclairage public
	21		

Sources: CEFO - PPP et MAPPP

**Figure 4 : contrats de partenariats public-privé conclus par les collectivités territoriales françaises au 1<sup>er</sup> février 2008**

Or, le recours à la finance privée induit un surcoût par rapport à la dette souveraine. Celui-ci est d'autant plus significatif que les investisseurs estiment que la probabilité de défaut du porteur de la dette est élevée. Si classiquement, le surcoût vis-à-vis de la dette souveraine est évalué à 150 points de base, il est possible de le ramener à 70 points de base mais seulement en recourant à des financements structurés, aujourd'hui au cœur de la tourmente. En outre, pour être pleinement efficaces, les montages financiers mis en place par le contractant de la personne publique doivent présenter un fort effet de levier, en d'autres termes présenter un ratio dettes sur capitaux propres le plus élevé<sup>31</sup>. L'élévation de la prime de risque exigée par les investisseurs risque donc de compromettre l'équilibre économique de tels contrats ; dont le développement au niveau mondial est concomitante d'une période où des agents

30. Baumstark L. et alii., (2005), *Partenariats public-privé et actions locales*, Les Cahiers du Plan, n° 9, juillet, 85 p.

31. Marty F. et Voisin A., (2008), « Partenariat public-privé et risques financiers », in Huron D. et Spindler J., (s.d.), *Le management public en mutations*, L'Harmattan, Paris, janvier, pp. 239-253.

financiers, aux premiers rangs desquels des fonds de pension et des investisseurs institutionnels cherchaient à placer leurs liquidités disponibles dans des montages sûrs et financièrement attractifs. En d'autres termes, une élévation du coût du financement des opérations du fait d'une nette croissance des taux ou de l'accroissement de la prime de risque exigée par les investisseurs, dans le cadre d'une défiance généralisée sur le marché, peut mettre en question l'opportunité économique de ces contrats pour la personne publique<sup>32</sup>.

Un éventuel *credit crunch* pourrait donc compromettre le démarrage des contrats de partenariats souhaité par les pouvoirs publics. Deux canaux pourraient alors être mis en exergue. Pour les projets de taille modeste, tels ceux actuellement mis en œuvre par les collectivités françaises, le financement est principalement d'origine bancaire. Les projets des collectivités pourraient alors être affectés par un durcissement des conditions bancaires. Pour les projets de plus grande taille, les financements sont plus souvent de nature obligataire. Les contractants de la personne publique créent une SPE qui se finance au travers de l'émission de titres sur le marché. Or, pour faciliter le placement de ces derniers et réduire la prime de risque exigée par les investisseurs, celle-ci recourt souvent, après avoir fait évaluer la qualité de sa signature par des agences de notation financière, à des réhausseurs de crédits pour garantir le paiement des coupons et donc réduire le coût financier de l'opération. Ainsi, à l'instar des *Auction Rate Bonds* des collectivités territoriales, les contrats de partenariats de grande ampleur, reposant sur des financements obligataires, pourraient constituer une autre victime collatérale de la crise des subprimes à nouveau par l'intermédiaire des assureurs monolines.

Ainsi si une éventuelle extension de la crise frapperait principalement les collectivités françaises via la réduction des ressources fiscales assises sur l'immobilier et l'élévation du coût des nouvelles dettes souscrites, la crise de liquidité et de confiance pourrait aussi les affecter au travers du montage financier des contrats de partenariats. Il s'agit cependant de ne pas surestimer un tel risque. D'une part, les montages recourant à des financements obligataires et aux services d'un réhausseur de crédit ne concernent que les projets de très grande taille, encore très éloignés des réalisations actuelles des collectivités. D'autre part, les contrats de partenariat conservent toujours l'intérêt pour les investisseurs de présenter des flux de paiements des plus sûrs (car émanant d'une personne publique). Ainsi, si les assureurs *monoline* réalisent les restructurations annoncées, notamment la séparation des activités de garanties en faveur des émissions obligataires des collectivités américaines et des projets d'infrastructures en partenariat public-privé, le risque de contagion pourrait s'avérer limité.

---

32. Marty F., Trosa S. et Voisin A., (2006), *Les partenariats public-privé*, La Découverte, collection Repères, n° 441, Paris, 122 p., mai.

## Bibliographie

Baumstark L. et alii., (2005), *Partenariats public-privé et actions locales*, Les Cahiers du Plan, n° 9, juillet, 85 p.

Buiter W.H., (2007), “Lessons from the 2007 Financial Crisis”, CEPR Discussion Paper, n° 6596, December, 34p.

Christophe J., Marty F. et Voisin A., (2007), « Le financement des contrats de partenariats public-privé », *Contrats Publics – L’actualité de la commande et des contrats publics*, avril, pp. 28-35.

De Boissieu C., (2000), « La tritrisation : une mise en perspective », *Revue d’Economie Financière*, n° 59-4.

Dexia, (2008), *Finances locales en France – Grandes tendances 2007-2008*, Note de Conjoncture, février, 20p.

Fender, J. and Watt, P.A., (2002), “Should central government seek to control the level of local authority expenditures?”, *Fiscal Studies*, June, Vol. 23, No. 2, pp. 265-285.

Guéné C., (2008), *Avis de la Commission des Finances, du Contrôle Budgétaire et des Comptes Economiques de la Nation sur le projet de loi relatif aux contrats de partenariats*, Sénat, Rapport n° 243, mars, 77p.

Marty F., (2007), « Collectivités territoriales et entreprises : Nouvelles compétences ou nouvelles politiques ? », in *La décentralisation en mouvement*, Les travaux du Centre d’Etudes et de Prospective du ministère de l’Intérieur et de l’Aménagement du Territoire, La Documentation Française, pp. 181-195, janvier.

Marty F. et Voisin A., (2006), « L’évolution des montages financiers des PFI britanniques : La montée des risques », *Revue Française de Finances Publiques*, n° 94, mai, pp.107-120.

Marty F. et Voisin A., (2008), « Partenariat public-privé et risques financiers », in Huron D. et Spindler J., (s.d.), *Le management public en mutations*, L’Harmattan, Paris, janvier, pp.239-253.

Marty F., Trosa S. et Voisin A., (2006), *Les partenariats public-privé*, La Découverte, collection Repères, n° 441, Paris, 122p., mai.

Nijdam C. J., (2008), « ...aux quants », *Le Nouvel Economiste*, n° 1426, 3 avril, pp. 46-47.

Parisot C. and Fadli M.A., (2008), “Institutional Framework for French Subnationals”, *Fitch Ratings International Public Finance*, February, 17 p.

Standard and Poor’s, (2008), « Perspectives sur l’évolution du marché immobilier en Europe », 2 avril.

US GAO, (2008), “State and Local Governments: Growing Fiscal Challenges will Emerge during the 10 Next Years”, *Report to Congressional Committees*, GAO-08-317, January, 70 p.