

Note de synthèse : L'instabilité de la finance globale : son impact sur les finances publiques nationales et locales.

«L'argent liquide, qui coule, qui pénètre partout» (E. Zola), caractérise la période qui s'écoule des années 1980 à nos jours. Période d'expérimentation de dérégulation et d'essor de l'ingénierie financière, elle connaît une accélération et un accroissement significatifs du volume des échanges internationaux, ponctués d'une succession de bulles spéculatives. Si elle constitue le levier d'une économie plus dynamique, l'ingénierie financière s'est développée au détriment de la stabilité de la finance globale.

La finance globale est constituée de l'ensemble des supports de financement des échanges internationaux. Elle est dite stable lorsque son évolution est anticipable et ses variables connues. Les canaux classiques de la politique monétaire fonctionnent (taux d'intérêt masse monétaire). Les marchés sont liquides. La valeur des actifs et leur risque font l'objet d'un consensus sur les modalités de leur évaluation. Lorsque ces conditions ne sont pas réunies, la finance globale peut être qualifiée d'instable. Crise de confiance, illiquidité, bulles spéculatives et retraits brutaux de capitaux, forte variabilité des taux et des cours sont le signe d'une telle instabilité.

Amorcée en 2007 et se diffusant à l'ensemble de l'économie, la crise des subprimes signe l'effondrement d'une économie assise sur des mécanismes de crédit sans contrepartie et le retour brutal aux fondamentaux de l'économie réelle. Les finances des acteurs publics, à savoir ici les charges, les produits et le bilan des acteurs nationaux (Etats et organismes divers d'administration centrale) et locaux (collectivités locales et leurs établissements et par extension, hôpitaux et OPHLM) sont lourdement impactées. Il convient de déterminer par quels canaux ainsi que les modalités de sortie de la crise.

La crise économique initiée en 2007 traduit une évolution de long terme de la finance globale (I). L'impact massif de cette crise sur les finances nationales et locales a conduit à la définition de politiques prudentielles budgétaires rénovées.

I - La crise économique initiée en 2007 traduit une évolution de long terme de la finance globale.

1- Depuis les années 1980, l'essor de l'ingénierie financière dans un contexte de déréglementation et d'accroissement de l'endettement a accru le volume de liquidités disponibles.

a – La déréglementation des marchés financiers s'accroît, les innovations financières se multiplient, l'accès au crédit s'assouplit.

Une liberté accrue d'accès aux marchés et au crédit se traduit par l'accélération des échanges. L'informatisation facilite les retraits accélérés de capitaux. L'accès à l'information est facilité au risque d'un développement plus rapide des rumeurs. L'accès au crédit est facilité en France pour les collectivités qui disposent désormais d'un libre choix de leurs modalités de financement. Dexia Crédit local est créé durant cette période et devient un financeur privilégié du secteur local.

L'accélération et la multiplication des échanges donnent lieu à une demande accrue de couverture des risques d'une part, au développement de mécanismes de titrisation d'autre part pour favoriser une meilleure liquidité, et l'échange de certaines créances. Le marché des produits dérivés non régulé et composé de contrats conclus de gré à gré connaît une explosion du volume des transactions.

Cette innovation se produit dans un contexte peu porteur d'économie réelle atone. La diffusion des contrats de couverture devient la principale source de profits pour les banques. Durant les années 2000, des emprunts structurés à risque sont proposés au secteur local. Leur évolution assise sur l'évolution d'indices sous-jacents est scindée entre une période de taux bonifié et une période prenant en compte ces indices (rapport entre devises, entre taux long et taux court).

b – Ces innovations profitent à une économie d'endettement assise sur le déséquilibre des balances commerciale et une politique monétaire accommodante.

Les taux d'intérêt durablement bas, sont favorables au maintien de l'endettement public. Dès 2006, le ratio dette/PIB s'élève à 106 % en Italie, 107 % en Grèce et plus de 68 % en zone euro, s'éloignant durablement des critères de convergence. En 2005, le rapport Pébereau alerte sur le caractère non soutenable de la dette publique française en cas de remontée des taux.

Les politiques prudentielles favorisent un endettement non maîtrisé des banques. Le ratio dette/fonds propres tend à évoluer de manière procyclique et à s'améliorer artificiellement en cas de survalorisation d'un actif par les marchés.

Ces facilités d'endettement sont diffusées aux particuliers, via des mécanismes de prêts hypothécaires rechargeables, dont la contrepartie est constituée de la valeur du bien immobilier, par essence soumise aux aléas du marché.

2- Les mécanismes déstabilisateurs sont classiques et conduisent à trois crises : crise des subprimes et crise bancaire, crise de la dette souveraine, crise de la dette locale.

a – Si les facteurs sont nouveaux, les mécanismes de la crise relèvent d'un fonctionnement classique des marchés financiers.

La crise immobilière est issue d'un retournement des cours et traduit l'éclatement d'une bulle spéculative. Un phénomène de déport vers les valeurs refuges conduit à une nouvelle bulle, la bulle des dettes souveraines.

La titrisation, la multiplication des contrats de couverture conduisent à une diffraction des risques. Le caractère procyclique des politiques prudentielles, la solvabilité artificielle des ménages liée aux cours de l'immobilier trouvent leurs limites. Le bilan des banques se dégrade, le hors bilan reste inconnu et soumis à un climat de suspicion.

La valeur des actifs est inconnue, le risque délicat à évaluer : le marché interbancaire devient illiquide. Un cercle vicieux s'enclenche conduisant à des phénomènes de prophéties autoréalisatrices et d'anticipations mimétiques proches du modèle keynésien.

b – Trois crises se succèdent.

La crise des subprimes se traduit par une crise bancaire. La diffusion des risques conduit à une crise systémique. Certaines banques font faillite (Lehman Brothers). D'autres sont recapitalisées avant d'être démantelées. Le modèle économique de Dexia Crédit local est mis à mal dans un contexte d'illiquidité et de surexposition, cet établissement étant assis sur la collecte de dépôts à long terme.

La crise de confiance s'étend à la dette souveraine suite à l'annonce en 2009 des chiffres réels de l'économie grecque (déficit à 10 % du PIB et ratio dette /PIB supérieur à 115 % du PIB) et face au soupçon d'une politique européenne bloquée par l'absence de policy-mix communautaire. La note de la Grèce chute.

Les CDS visant à couvrir le risque souverain voient leur valeur augmenter ce qui renforce les anticipations pessimistes. Les taux d'emprunts de la Grèce s'élèvent jusqu'à atteindre des niveaux insoutenables de 10 %.

Suite à la sortie de la phase bonifiée, les indices sous-jacents des emprunts structurés conduisent à une montée des taux jusqu'à 30 à 40 %.

Ces indices sont volatiles et particulièrement sensibles à une période de crise durant laquelle les taux de court terme peuvent être supérieures aux taux à long terme. La dette locale explose

II – L'impact massif de cette crise sur les finances nationales et locales a conduit à la définition de politiques prudentielles et budgétaires renouvelées.

1- L'impact sur les finances publiques locales et nationales est considérable.

a – Le bilan financier de la crise se compose de décaissements effectifs et de provisionnements.

Les acteurs nationaux ont été amenés à recapitaliser les banques afin d'éviter une faillite non maîtrisée et pour juguler un risque systématique. Plus de 6 milliards d'euros ont été injectés pour le traitement de Dexia Crédit Local.

Les collectivités locales sont confrontées à la gestion d'un encours d'emprunts très risqués à hauteur de plus de 15 milliards d'euros qui se traduit par la hausse des charges d'intérêt, et le cas échéant, le paiement d'une soulte de sortie du contrat structuré.

Acteurs locaux et nationaux sont en outre contraints de provisionner où à défaut d'afficher les risques pesant sur leur encours (acteurs locaux), leurs garanties (acteurs nationaux). L'Etat s'est portée garant à hauteur de 38 milliards d'euros dans le cadre du démantèlement de Dexia auxquels il convient d'ajouter le risque lié au non-paiement des charges d'intérêt liées aux emprunts toxiques qu'a fait peser la décision du Tribunal de grande instance de Nanterre relative à la mention des taux effectifs globaux sur les contrats de prêt.

b – Les acteurs publics sont confrontés à une menace constante de retournement des taux et à des difficultés d'accès au crédit.

L'absence de crédibilité des politiques menées en Europe et le resserrement des politiques monétaires pourraient conduire à un durcissement des conditions de financement des Etats.

L'accès aux crédits des acteurs locaux est rendu plus difficile du fait des craintes pesant sur les acteurs les plus exposés et de la modification du paysage bancaire après la disparition de Dexia et en dépit de la création de la SFIL et du positionnement de la Banque postale.

c – Les répercussions sur les finances publiques d'une économie réelle impactée par la crise se traduisant par un effet de ciseau : Les dépenses augmentent du fait des stabilisateurs automatiques ; les recettes se réduisent du fait d'une économie peu dynamique voire à l'arrêt.

2- Cette situation appelle des solutions nouvelles aux effets ambigus.

a – L'union bancaire vise à limiter l'impact sur les finances publiques d'une défaillance des établissements bancaires.

Les dépôts des particuliers seront garantis. Les établissements susceptibles de générer un risque systémique seront audités et surveillés via le mécanisme de surveillance unique. Le principe du " bail in " se substitue au " bail-out ". Des inquiétudes se seront manifestées quant à un risque de renchérissement du coût du crédit.

b – Une politique de désendettement généralisée s'observe notamment dans les pays européens.

Une telle politique vise à mettre fin à la dégradation du déficit structurel engagé depuis trente ans et ce en dépit de facteurs défavorables tel le vieillissement de la population. Le risque d'une dégradation des finances publiques lié à un multiplicateur sous-estimé est toutefois pointé.

c – Un mécanisme de sortie des emprunts toxiques est institué.

Un fonds de soutien de 100 millions d'euros par an sur 15 ans est mis en place. Les contrats d'emprunt, suite à un premier échec devant le conseil constitutionnel, ont pu être sécurisés a posteriori pour dégager l'Etat du risque de non-paiement ou de paiement au taux d'intérêt légal en lieu et place du taux contractuel.

Les préconisations de la commission Bartolone ont été largement suivies avec l'interdiction de vente des contrats les plus risqués (loi bancaire) afin de pallier les insuffisances des circulaires de 1992 et 2010 sur la notion d'activité spéculative. Les annexes budgétaires relatives à la dette ont été modifiées. Le principe "afficher mais pas provisionner" a été édité par la loi MAPTAM pour tous les contrats antérieurs à 2014. Le coût de sortie pour les collectivités pourrait malgré tout soulever des problématiques de financement au risque d'un étalement du risque dans le temps sur plusieurs dizaines d'années.

La finance globale est devenue plus instable. Les nouvelles mesures prises par les Etats devraient conduire à un ralentissement de l'économie au profit de son assainissement. L'impact sur les finances locales et nationales est massif et de long terme. Les outils de contrôle sont renforcés. La problématique du traitement des responsabilités individuelles dans la mise en œuvre d'opérations de spéculation sur fonds publics ou quasi-publics reste à ce jour sans réponse.