

LE POINT DE VUE DE **CLAIRE DREYFUSS-CLOAREC**

Collectivités locales et innovation financière

De nombreux journaux mettent en lumière l'exposition d'un certain nombre de collectivités publiques à des risques de taux ou de change hors de proportion avec leurs anticipations et aussi parfois hors de proportion avec leurs capacités contributives. Jointe au renchérissement général du crédit et à la difficulté de trouver de nouveaux financements, cette situation va devenir explosive.

Responsables : des produits dérivés que ces collectivités ont achetés pour gérer leur dette et en réduire, un temps, le coût, mais qui s'avèrent coûteux quand les courbes de taux s'infléchissent ou quand les rapports de change évoluent. On évalue à plus de 5 milliards d'euros la dette exposée en France et ce phénomène touche aussi les collectivités d'autres pays comme en Allemagne et en Italie. On n'est donc pas dans un accident localisé de mauvaise gestion.

Certains ont déjà évoqué une dette « pourrie » faisant une analogie avec les

la charge annuelle est, ou devient, significative. Les responsables financiers de ces entités recherchent activement les moyens d'en alléger le coût. Or ils connaissent la comptabilité, notamment publique, et la gestion, mais ils sont confrontés à des questions de finance qui relèvent d'une autre langue, d'autres réflexes, et d'autres modèles. Le balance-risk-rentabilité, la quantification de l'un et de l'autre, la prise en compte des effets temps, ne sont pas des démarches innées : on est ici dans une question de formation.

La seconde cause vient de la commercialisation de l'innovation financière. Tout ou presque a été dit sur l'innovation financière et le rôle des traders, beaucoup moins sur la vente. Les banques ont des services de marketing imaginatifs, soucieux de ne pas rater une mode.

Dans quelle mesure les commerciaux qui portent ces produits auprès des clients sont-ils toujours conscients des limites de ce qu'ils promeuvent et savent-

faire autre chose que des emprunts dans leur devise à taux fixe et échéances fixes, privant, par des définitions trop strictes de la « spéculation » les collectivités publiques, et donc les contribuables, des économies permises par l'inventivité des marchés.

Pas de progrès non plus à attendre de l'utilisation d'une comptabilité d'entreprise : les normes IFRS et leur recours systématique au calcul de la « fair value » ne trouvent (et encore...) leur sens que pour un actionnaire soucieux de connaître la valeur de marché de son patrimoine.

Alors ? Bien sûr, il faut recommander que les financiers des collectivités publiques aient une formation plus complète. Bien sûr, il faut prôner en la matière comme en d'autres le retour de l'éthique dans les affaires. Bien sûr, il faut recommander la renégociation des dettes gérées avec insuffisamment de prudence, tout en sachant que certaines situations conduiraient nécessairement à un contrôle de l'Etat plus proche qu'il n'a été et à une majoration conséquente de la pression fiscale. Il faut enfin recommander la mise en place d'une vraie gouvernance sur deux plans : d'une part pour promouvoir une démarche prospective sur la dette et ses enjeux pour nourrir le nécessaire questionnement sur les perspectives financières de la collectivité et aider à quantifier le risque acceptable, et d'autre part pour formaliser la discussion avec les élus qui, in fine, portent la responsabilité de la décision vis-à-vis de leurs mandats.

Bref, il y a urgence à passer d'une logique de vente de produits à une organisation de la gouvernance. Et chacun des acteurs doit assumer que l'innovation existe et que, par conséquent, il faut en connaître les risques pour en tirer avantage plutôt que chercher à les esquiver. Y compris en matière financière.

Claire Dreyfus-Cloarec, ancienne présidente de SNCF Participations, est associée-gérante de CD-JC Conseils.

Il faut passer d'une logique de vente à l'organisation d'une véritable gouvernance.

« subprimes ». Cette qualification permet de se raccrocher à l'air du temps, le cas échéant elle permet aussi d'égratigner la gestion de prédécesseurs qu'on a battu lors d'élections récentes. Mais cette qualification est inexacte : les produits vendus aux collectivités locales sont peut-être inadaptables à leurs besoins mais ils ne sont pas intrinsèquement « pourris ».

De plus, les collectivités locales sont solvables puisqu'elles ne peuvent pas être mises en faillite et leurs créances ne sauraient donner lieu à des provisions massives dans les bilans des banques.

Comme toujours, la crise relève de la confluence de plusieurs causes.

La première est le développement par les collectivités publiques de dettes, dont

ils les énoncer ? On est ici dans la question de l'éthique de vente, et de la responsabilité des boutiques financières.

En troisième lieu, le dialogue entre les responsables financiers de collectivités publiques souvent insuffisamment formés et les commerciaux bancaires optimistes par fonction est trop singulier. De plus en plus, au sein des entreprises, le dialogue financier se noue, d'une part avec la comptabilité et le commissaire aux comptes à qui le financier doit expliquer le produit, et d'autre part avec le comité d'audit du conseil d'administration ou à tout le moins, avec le dirigeant qui aura à en rendre compte à son conseil.

Dès lors, il n'est pas de remède simple. Il faut certainement refuser la tentation d'interdire aux collectivités locales de

pour quelques cents seulement.

Or ce ne fut pas le cas des détenteurs d'obligations et de contreparties sur les marchés, qui furent payés en intégralité. La Fed et le Trésor ont craint que la leçon à tirer du deuxième semestre 2007 et du premier semestre 2008 fut que le gouvernement américain garantissait toutes les dettes et transactions de chaque banque et entité de type bancaire jugées trop importantes pour déposer son bilan. Pour la Fed et le Trésor, cette situation ne pouvait être saine.

Les prêteurs aux institutions fortement endettées devaient avoir quelque motivation pour évaluer les risques. Mais cela exigeait, à un certain point, de permettre aux banques de faire faillite et de persuader certains titulaires de dettes et de contreparties que la garantie de soutien du gouvernement aux

La Fed et le Trésor américain ont perdu la partie. D'autres acteurs publics vont devoir intervenir.

institutions trop grandes pour faire faillite était incertaine.

Rétrospectivement, ce fut une immense erreur. Le vaste réseau de financement tel qu'il existait à l'été 2008 était le résultat de millions de calculs selon lesquels le gouvernement américain garantissait en fait les dettes sans garantie de chaque grande banque et entité de type bancaire du pays. L'effondrement de Lehman Brothers ayant mis un terme à cela, les établissements financiers ont immédiatement cherché à accroître leur marge de manœuvre pour éviter de recourir au gouvernement, mais se sont rendu compte que c'était impossible. La faillite de Lehman Brothers a créé une extraordinaire demande immédiate de capital bancaire supplémentaire, que le secteur privé n'a pu fournir.

C'est à ce moment-là que le Trésor a commis sa deuxième erreur. En voulant préserver la nature privée de l'économie, il cherchait à éviter la nationalisation partielle ou totale des composantes du système bancaire jugées trop importantes pour sombrer. Avec du recul, il semble que le Trésor aurait dû identifier toutes ces entités et commencer à acquiescer des actions chez elles – ce que leur plaisir ou non – jusqu'à ce que la crise passe.

C'est effectivement ce que l'on pourrait qualifier de « lemon socialism » (la socialisation des pertes, NDLR), qui laisse planer une menace de corruption à grande échelle et établit un précédent d'intervention pouvant au bout du compte s'avérer très dangereuse.

Mais cette situation aurait-elle été pire que celle d'aujourd'hui ? L'incapa-

cité de sacrifier l'objectif secondaire de préservation du secteur privé laisse entendre que la Fed et le Trésor ont manqué l'occasion d'atteindre leur objectif principal : éviter la récession.

Certes, les choses semblent toujours plus simples a posteriori. Pour éviter la récession, il faudra passer par une politique budgétaire keynésienne à l'américaine : le gouvernement doit prendre directement le contrôle pour stimuler les dépenses et décider quels biens et services seront demandés.

J. Bradford DeLong est professeur d'économie à l'université de Californie (Berkeley).

Cet article est publié en collaboration avec Project Syndicate.

LE POINT DE VUE DE **JULIEN DAMON**

« Zéro SDF », un objectif sensé

A nouveau, les SDF ponctuent l'actualité. La compassion, réveillée de manière plus ou moins spectaculaire chaque hiver, a permis la constitution d'un système de prise en charge dont l'objectif, flou, est de lutter contre l'exclusion. Il y a là une sorte d'obligation, morale, de moyens que se donne la collectivité. Une tout autre perspective est de se donner un objectif de résultat. Ce pourrait être « zéro SDF ».

L'objectif « zéro SDF d'ici à 2007 », évoqué par le candidat Lionel Jospin en 2002, a donné lieu à des vives réserves et à une polémique qu'on peut juger insolite. L'idée avait pourtant déjà été exprimée en 1997 par Laurent Fabius alors président de l'Assemblée nationale. Elle s'inspirait d'une proposition « un toit pour tous » du Premier ministre anglais Tony Blair. Le candidat Nicolas Sarkozy l'a, plus tard, évoqué pendant la campagne présidentielle de 2007.

Cette idée a été parfois dissociée par certaines associations comme un « slogan provocateur », une « formule démagogique ». Il y a là quelque chose d'étrange. Bien entendu, il est probable qu'il restera, comme dans tout pays développé non totalitaire, des gens à la rue. Mais il est préférable pour les finances publiques et pour le débat public de se donner des objectifs évaluable. C'est la logique même de la réforme récente des lois de Finances, obligeant désormais l'action publique à fonctionner sur une logique objectifs-résultats.

Il est à cet égard bien certain que l'objectif « zéro SDF », avec sa dose d'ambiguïté – mais n'est-ce pas là le lot de toute politique publique ? – est plus clair et plus évaluable que le seul affichage de moyens supplémentaires pour l'objectif moralement généreux mais concrètement ténébreux de lutte contre les exclusions. Les associations en particulier, dépendant de plus en plus des fonds publics, ont une curieuse réaction quand il ne s'agit plus de gérer mais de régler (ou de tenter de régler) un problème sur lequel elles interviennent.

Chacun à leur manière, des pays aussi différents que la Finlande, les Pays-Bas ou le Royaume-Uni se sont récemment fixé l'objectif d'éradication du phénomène. A une échelle plus large, c'est le Parlement européen qui a adopté, début avril 2008, une déclaration écrite en vue de « mettre fin au sans-abrisme » d'ici à 2015. 438 si-

gnatures de députés européens provenant de tous les partis politiques et de tous les Etats membres ont été recueillies. Cette déclaration est loin de la directive obligatoire. Elle est cependant une incitation à prendre avec le plus grand sérieux une question qui n'est plus seulement nationale dans un espace européen ouvert.

L'ambition « zéro SDF » est en France comme ailleurs une visée politique judicieuse et sensée. C'est un véritable objectif à l'aune duquel évaluer, puis réformer, les politiques en place.

Mais comment atteindre un objectif aussi ambitieux ? Ce n'est pas par l'étalage larmoyant de bons sentiments. Ce n'est certainement pas en augmentant aveuglément les moyens des dispositifs, mais en évaluant l'efficacité et en les redéployant. C'est en revisitant les politiques de logement social pour que ceux qui

La Finlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni se sont récemment fixé l'objectif d'éradiquer le phénomène des sans-abri.

n'ont rien à y faire soit paient effectivement des loyers plus élevés, soit changent de logement. C'est encore en interdisant que quiconque puisse dormir dehors, au risque d'y mourir de froid en hiver ou d'agression toute l'année. Appeler à un rien de contrainte pour ceux qui risquent de décéder n'est pas réinventer – comme le pensent les bonnes âmes – un délit liberticide de vagabondage. C'est aussi en simplifiant, singulièrement à Paris, un système de prise en charge devenu ubuesque de complexité. Pourquoi en effet disposer de plusieurs opérateurs publics différents effectuant des « maraudes » auprès des sans-abri ? Une unification du système s'impose. C'est, enfin, en faisant de l'objectif « zéro SDF » une orientation concrète des politiques de l'Union européenne, par exemple avec une agence spécialisée responsable des ressortissants intra-communautaires se trouvant en errance dans les rues de pays dont ils ne sont pas originaires.

Julien Damon est professeur associé à Sciences po.

LE COMMENTAIRE DE **J. BRADFORD DELONG**

L'inévitable récession

Depuis quinze mois, la Réserve fédérale et le Trésor américain s'efforcent de réduire au maximum les conséquences macroéconomiques de la crise des crédits « subprime » – avec comme objectif d'éviter une profonde récession. Mais elles ont eu aussi trois autres objectifs secondaires :

- conserver autant d'activités économiques que possible sous contrôle du secteur privé ;
- empêcher les rois de Wall Street de tirer profit des risques systémiques qu'ils ont créés ;
- s'assurer que les pertes des petits propriétaires et des épargnants ne soit pas trop lourdes à supporter pour leur seul « crime » d'avoir accepté de prendre des risques en empruntant.

Il est clair que la Fed et le Trésor ont perdu la partie. Pour éviter une récession, d'autres branches du gouvernement vont devoir maintenant intervenir avec d'autres outils et d'autres pouvoirs.

L'incapacité d'endiguer la crise est due à la préoccupation excessive accordée aux rois de Wall Street et au secteur privé. Si la Fed et le Trésor avaient accordé à ces deux objectifs l'importance – secondaire – qu'ils méritaient, la menace d'une récession mondiale serait bien loin.

La décision de la Fed et du Trésor de laisser Lehman Brothers sombrer dans une faillite incontrôlée sans supervision ni garanties témoigne de cette volonté d'empêcher les rois de Wall Street de profiter de la crise. La logique derrière cette décision était que les détenteurs d'actions avaient été déjà très sévèrement punis lorsque leurs sociétés avaient été jugées trop importantes pour déposer leurs bilans. Les actionnaires de Bear Stearns, d'AIG, de Fannie Mae et de Freddie Mac, qui avaient de simples positions dans ces entreprises, ont vu leurs économies vendues

LE LIVRE DU JOUR

L'économie piégée



L'objectif. Après son « Roman vrai de la crise financière » (Perrin) écrit avec l'économiste Olivier Pastré, paru au printemps, Jean-Marc Sylvestre s'était vu taxer d'angiogène par un des plus hauts dirigeants de l'Etat jugeant « prématurée » la certitude affichée par les auteurs de la gravité de la crise. Quelques mois plus tard, le journaliste de TF1 remet le couvert en solo et, s'il se fait un plaisir de raconter cette anecdote, il ne se prive pas non plus de rappeler le pronostic du patron de Citigroup énoncé il y a un peu plus d'un an : « Tant que l'orchestre joue on pourra danser... » Depuis un an la banque en question a perdu 80 % de sa valeur et ce sont ses actionnaires qui ont valsé. Montrer l'aveuglement des dirigeants et ce qui a pu y conduire est un point fort du livre de Sylvestre. Pour ce côté de l'Atlantique, il raconte comment Nicolas Sarkozy a pris conscience seulement l'été dernier de l'ampleur du problème : « Il sait alors que le piège est bel et bien refermé sur le pays et sur son projet politique », écrit Sylvestre.

L'intérêt. Le sous-titre de « La France piégée », « Comprendre la crise », montre bien l'objectif de son auteur, celui de la pédagogie. Et si les idées de ce libéral affiché font souvent débat, personne en tout cas ne lui conteste ce talent.

« La France piégée. Comprendre la crise », Jean-Marc Sylvestre, Buchet Chastel, 222 pages, 18 euros.

S. DE.