

MARCHÉS

L'avenir du financement des collectivités locales

A court terme, l'euro n'aura qu'un impact limité sur le financement des collectivités locales.

Cependant, la généralisation des Pfandbriefe pourrait accélérer la création d'un véritable marché européen.

L'AVÈNEMENT DE L'EURO aura des effets différenciés sur la variété des métiers qu'exercent les établissements de crédit. Ainsi, si les activités de marché seront immédiatement et fortement affectées par le bouleversement de leur cadre d'activité, les effets de l'Union monétaire sur le métier de banque de détail n'apparaîtront que beaucoup plus progressivement.

Au sein du spectre des métiers bancaires, qu'en est-il du financement des collectivités locales ? Quelles réponses les établissements prêteurs doivent-ils apporter aux évolutions prévisibles de leurs marchés ?

DES CARACTÉRISTIQUES COMMUNES...

Le financement des caractéristiques des collectivités présente partout en Europe certaines caractéristiques communes, propres à cette activité :

■ **Des crédits à long, voire à très long terme.** Selon les pays, la maturité typique d'un crédit à une collectivité locale s'échelonne entre 5 et 20 ans, voire parfois 30 ans ou davantage.

■ **Un niveau de risque globalement très limité.** Dans tous les pays européens, le risque de contre-

partie des crédits aux collectivités locales est très faible, quand il n'est pas totalement nul (Belgique, Allemagne, par exemple). En France, les situations de défaut de paiement qui se sont matérialisées au début des années 1990, ont été en définitive peu nombreuses. Depuis lors, la situation financière des collectivités locales s'est notablement améliorée au plan macro-économique, et les collectivités dont l'équilibre financier était le plus compromis ont en général pris des mesures de redressement adéquates.

■ **Une faible consommation de fonds propres.** Pour le calcul du ratio européen de solvabilité, les crédits aux collectivités locales font l'objet d'une pondération de 20 % (France, Italie, Espagne, Belgique, Royaume-Uni) ou de 0 % (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Suède). Le financement des collectivités locales constitue donc pour les établissements de crédit une activité faiblement consommatrice de fonds propres.

■ **Des marges réduites.** En conséquence des deux éléments précédents, ces crédits comportent dans tous les pays d'Europe des marges peu élevées. L'accroissement de la concurrence, la perception par les établissements prê-

teurs du faible degré de risque ont conduit, au cours des dernières années, à une certaine harmonisation des marges au sein des groupes des pays appliquant la même pondération à ces crédits.

Cette quadruple spécificité fait que ce marché ne peut intéresser que des établissements capables de se procurer des ressources aux meilleures conditions.

... ET DES SPÉCIFICITÉS NATIONALES

Si les caractéristiques communes sont nombreuses, les spécificités nationales ne le sont pas moins. Celles-ci tiennent soit à un cadre juridique particulier, soit à l'existence d'organismes qui financent le secteur public local dans des conditions qui dérogent au droit commun.

Dans la première catégorie, on peut ranger la France, seul pays où les collectivités locales ne sont pas libres de disposer de leur trésorerie courante, ou de constituer une épargne financière en raison de l'obligation de dépôt des fonds libres au Trésor. Cette spécificité fait de ce marché le seul dans lequel l'activité de crédit ne génère pas de



REMBERT VON
LOWIS

Directeur général

Dexia

dépôts dans le système bancaire, ce qui interdit toute péréquation entre la rentabilité dégagée par les métiers de prêteur et de dépositaire.

Il y a également lieu de mentionner les particularités du marché allemand, où les collectivités locales sont financées au moyen de *Schuldscheine*, instruments de financements intermédiaires entre

Cassa Depositi e Prestiti dans le recyclage de l'épargne postale, ou encore les Pays-Bas où la *Bank Voor Nederlandse Gemeenten* n'est pas assujettie à l'impôt sur les sociétés.

VERS UN MARCHÉ UNIFIÉ ?

L'entrée en vigueur de la monnaie unique ne fera pas disparaître comme par enchantement les spécificités nationales. La nature particulière du financement des collectivités locales, en

ce qui concerne, par exemple, les méthodes d'analyse de risque ou le profil financier des crédits, permet assurément de parler à ce propos d'un métier qu'il sera envisageable d'exercer à l'échelle européenne après l'introduction de l'euro. Mais il est certainement prématuré d'évoquer un véritable marché européen tant les différences qui subsistent entre les pays resteront marquées, tout au moins dans un premier temps.

Cependant, la tendance inéluctable qui résulte de l'intégration européenne, et plus généralement de la globalisation des marchés financiers à l'échelle mondiale, est à l'effacement progressif des particularités nationales. La banalisation des circuits financiers à l'œuvre depuis une quinzaine d'années a déjà

conduit à la suppression d'un grand nombre de circuits spécifiques de financement, et ce mouvement est loin d'être arrivé à son terme. Dans ces conditions, il n'est pas interdit de penser que les différents marchés nationaux pourront progressivement se fondre en un vaste marché européen, même s'il est téméraire d'évoquer à ce propos une échéance précise.

DES TECHNIQUES DE FINANCEMENT ÉVOLUTIVES

Ces évolutions auront un impact sur les différentes techniques de financement.

■ **La désintermédiation.** Il est aujourd'hui difficile de croiser un représentant d'une banque d'investissement américaine qui n'explique que l'euro entraînera l'émergence de vastes marchés de capitaux, liquides et efficaces et que, dans ces conditions, le financement des collectivités locales sera pour l'essentiel désintermédié, comme aux Etats-Unis.

Cette conception ne tient pas compte d'une caractéristique des *municipal bonds* propre à ce pays : l'exonération dont bénéficient les intérêts de ces obligations à l'égard de l'impôt fédéral sur le revenu, et le plus souvent à l'égard des différents impôts locaux sur le revenu. Cette exonération, qui repose sur des fondements constitutionnels, n'a d'équivalent dans aucun pays européens. Le moteur principal de la désintermédiation du marché américain de financement des collectivités est donc absent en Europe.

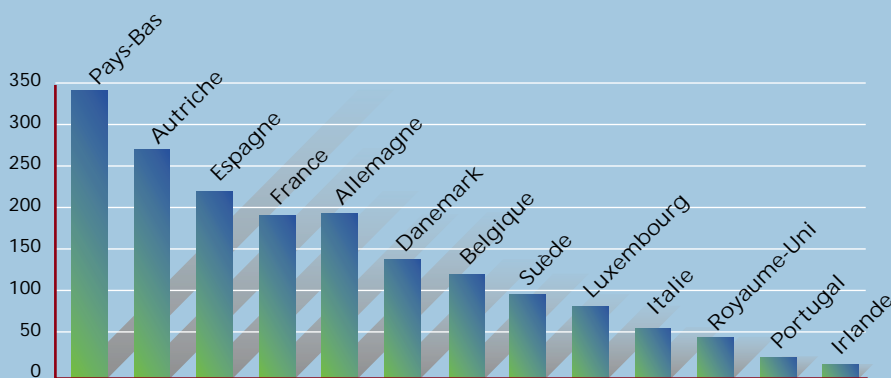
Par ailleurs, le morcellement du tissu local européen est plus marqué qu'aux Etats-Unis. La France compte 36 000 communes et 19 000 établissements publics de coopération intercommunale, soit 55 000 emprunteurs potentiels, dont la taille, et par conséquent les besoins de financement, sont en général des plus réduits. Sans aller à ce degré d'émiettement, l'Espagne et l'Italie comptent chacune environ 8 000 communes.

“ Le crédit restera le moyen de financement le plus utilisé. ”

des crédits bancaires et des valeurs mobilières, puisqu'ils peuvent faire l'objet d'un nombre limité de cessions sans pour autant être négociables. Ces *Schuldscheine* sont éligibles au refinancement par des émissions obligataires d'un type particulier, les *Pfandbriefe*, ou lettres de gage, dont le remboursement est gagé par les actifs qu'ils refinancent, et qui, pour cette raison, bénéficient de notations de tout premier ordre.

Dans la deuxième catégorie, on peut citer, sans prétendre à l'exhaustivité, le Royaume-Uni où l'essentiel du financement des collectivités locales est assuré à des conditions préférentielles par une agence du Trésor, le *Public Works Loan Board (PWLB)*, l'Italie, en raison du rôle qu'y joue la

Emprunts des collectivités locales par habitant en 1996 (en écus)



Dans ces conditions, il est peu probable que les collectivités locales financent l'essentiel de leurs besoins d'emprunts par voie désintermédiée. Qu'une fraction plus importante qu'aujourd'hui (3 à 4 % en France) des besoins d'emprunts soient couverts par des emprunts obligataires n'est pas exclue, mais elle devrait demeurer fortement minoritaire.

■ **La titrisation.** Cette technique de gestion des bilans bancaires est fort répandue aux Etats-Unis, et d'utilisation croissante en Europe. La titrisation peut être utilisée à deux fins : comme moyen d'économiser des fonds propres, et comme source alternative de refinancement. Mais, dans les deux cas, elle est peu efficace s'agissant des créances sur le secteur public local. En effet, celles-ci sont peu ou pas consommatrices de fonds propres. Par ailleurs, compte tenu du niveau réduit des marges sur ce type de crédit, la titrisation apparaît comme un moyen de refinancement coûteux.

Le financement des collectivités locales via des crédits appelés à figurer durablement à l'actif des bilans bancaires paraît donc devoir rester le moyen de financement le plus couramment utilisé.

■ **Les Pfandbriefe.** Créées en Allemagne au XIX^e siècle sur le mo-

L'impact des Pfandbriefe

En cas de succès de ces nouveaux actifs de marché, le paysage concurrentiel pourrait être profondément modifié, puisque des établissements de crédit que leur niveau insuffisant de notation maintient aujourd'hui à l'écart du financement des collectivités locales, pourraient se découvrir une vocation de prêteurs à cette catégorie d'organisme. Il est vrai que, compte tenu du niveau réduit des marges, exercer cette activité dans des conditions rentables suppose une production annuelle importan-

te, ce qui limite le nombre des intervenants. Ajoutons à cela la dimension européenne : des Pfandbriefe de droit français ou allemand pourront servir à refinancer des crédits aux collectivités locales de pays tiers dans le nouvel espace européen, d'où le risque de change aura été banni. Les modifications les plus profondes affectant le métier de prêteur aux collectivités locales pourraient donc bien résulter de la combinaison de la mise en œuvre de l'Union monétaire européenne et de la généralisation des Pfandbriefe.

dèle des obligations foncières françaises, ces obligations destinées à refinancer des crédits hypothécaires et des crédits au secteur public local ont acquis une grande réputation de solvabilité. Ce marché s'est récemment internationalisé, les Jumbo Pfandbriefe ayant séduit des investisseurs bien au-delà de l'Allemagne, et jusqu'au Japon. La taille du marché est considérable, du même ordre de grandeur que celui des Bunds ou des OAT. Sur-

tout, les Pfandbriefe, qui sont gées par les créances qu'elles refinancent, présentent l'avantage de bénéficier d'une excellente notation (en général AAA/Aaa) indépendamment de la solidité financière de l'entité qui les émet.

C'est pourquoi d'autres pays ont introduit des instruments comparables sur leurs marchés domestiques. Après le Danemark et le Luxembourg, la France s'appête à instaurer un compartiment équivalent sur son marché obligataire. D'autres pays pourraient suivre. ■