

# Communication

## **Titre de la communication**

La construction politique de la gestion de l'endettement local au travers des dispositifs de gestion de la crise des emprunts toxiques des collectivités territoriales : vers une nouvelle régulation financiarisée de la gestion de la dette locale

## **Coordonnées professionnelles**

FERLAZZO Edoardo, Première année de doctorat EHESS

[edoardo.ferlazzo@gmail.com](mailto:edoardo.ferlazzo@gmail.com)

06 33 82 11 89

## Résumé

La crise des emprunts « toxiques » des collectivités territoriales de 2008 a mis en évidence des pratiques d'emprunt éminemment risquées, ainsi que des défaillances multiples du contrôle les encadrant. En cela, elle permet de questionner la frontière entre gestion active et gestion spéculative de la dette. Elle engage les acteurs à déterminer quels sont les risques qu'une collectivité peut légitimement prendre lorsqu'il s'agit de mettre en jeu des deniers publics par des contrats d'emprunt. La frontière entre spéculatif et actif demeure donc éminemment politique et résulte des représentations associées au rôle des collectivités territoriales. Elle soulève également la question de l'alignement d'acteurs publics, comme les collectivités, sur des logiques financières privées, cherchant à optimiser le rapport entre rendement et risque. Dans cette optique, il est ainsi possible d'interroger une éventuelle « financiarisation » des logiques publiques locales.

**Mots clés :** endettement « toxique » des collectivités territoriales - dispositifs de gestion de la crise - gestion active de la dette - gestion spéculative de la dette – financiarisation

## Summary

The 2008 “toxic” loans crisis of local authorities has highlighted highly risky loan practices, as well as multiple failures of the control framing. In this, it allows to question the boundary between active and speculative debt management. It urges stakeholders to determine what are the risks that a community may legitimately take when it comes to game of public funds by borrowing contracts. Therefore, the border between speculative and active remains eminently political and is the result of the representations associated to the role of local and regional authorities. It also raises the issue of the alignment of public actors, including communities, on private financial logics, attempting to optimize the relationship between performance and risk. In this context, it is thus possible to examine a possible “financialization” of local public logics.

**Key words :** « toxic » loans of local authorities– crisis management devices – debt active management – debt speculative management - financialization

## Introduction

Après les élections municipales de mars 2008, Maurice Vincent, nouveau maire de la commune de Saint Etienne, et Claude Bartolone, nouveau président du Conseil Général de Seine Saint Denis, arrivent en poste. Chacun lance un audit financier qui démontre une présence massive d'emprunts toxiques dans l'encours de leur dette, notamment de plus de 92% pour le département francilien. Maurice Vincent alerte, dès juin 2008, les ministères de tutelle et Claude Bartolone, en octobre 2008, aborde le sujet à l'Assemblée Nationale lors de la discussion du projet de lois de finances de 2009. L'explosion des taux d'intérêts de nombreux emprunts entre 2008 et 2010, incite plusieurs collectivités à se manifester pour que l'Etat s'implique dans la résolution de crise.

Des dispositifs de gestion de crise sont alors envisagés. En novembre 2009, le gouvernement nomme un médiateur, Eric Gissler, Inspecteur Général des Finances, afin de rédiger une charte de bonne conduite entre établissements bancaires et collectivités locales, mais échoue à créer un terrain d'entente satisfaisant. Plusieurs élus décident alors de monter une association, dénommée Acteurs Publics Contre les Emprunts Toxiques (APCET), pour organiser leur défense et demander une enquête parlementaire sur le dossier. Le 6 décembre 2011, la Commission d'Enquête Parlementaire sur les produits financiers à risque souscrit par les acteurs publics locaux, présidée par Claude Bartolone, rend son rapport. A partir de données confidentielles fournies par les principaux établissements bancaires distributeurs de prêts toxiques, elle chiffre le montant des emprunts à risque à 13.648 milliards d'euros, soit 14.5% de l'encours total de dette. Le rapport montre également que le nombre de collectivités touchées est important, plus de 1500, et que tous les types de collectivités sont concernés, y compris celles de moins de 10 000 habitants. Si le risque n'est pas jugé comme systémique, il est suffisamment important pour que les mesures de résolution de crise déjà envisagées soient étoffées, notamment à travers le décret d'application du 28 aout 2014 qui régleme l'usage futur des emprunts structurés.

Des dispositifs de gestion des stocks et des flux présents et futurs d'emprunts structurés ont ainsi été engagés et nécessitent d'être étudiés pour comprendre la nouvelle régulation et les nouvelles normes de l'endettement local en cours de réalisation. Pierre Lascoumes et Patrick Le Galès ont ouvert la voie à une approche des politiques publiques par l'instrumentation afin de comprendre dans quelle mesure les instruments permettent de comprendre les modes de gouvernement et leurs changements. Dans cette optique, il est nécessaire d'interroger autant les facteurs qui incitent à retenir un instrument plutôt qu'un autre que les effets induits par le choix de l'instrument (Lemoine, 2011).

Après un rappel des caractéristiques des emprunts structurés, de leurs mécanismes servant dès l'origine les intérêts bancaires et financiers et de la crise qu'ils ont engendré pour les finances de nombreuses collectivités (1), nous revenons sur deux dispositifs particuliers de gestion de la crise. Le premier correspond à la cotation Gissler. En établissant une catégorisation des emprunts structurés selon leur degré de risque, celle-ci est rapidement devenue un outil de traduction utilisé par l'ensemble des acteurs de la place. Toutefois, sa conventionnalisation<sup>1</sup> n'est pas neutre et interroge sur les conséquences de l'évaluation en partie financiarisée du risque qu'elle véhicule sur les logiques publiques locales traditionnelles (2). Le second concerne le décret d'application du 28 aout 2014 encadrant les pratiques futures d'emprunt des collectivités locales. Légitimant certains types d'emprunts structurés et en interdisant d'autres, cette législation trace les frontières futures de la gestion active de la dette locale et participe, à l'instar de la cotation Gissler, à valider une financiarisation *a minima* des logiques d'endettement local (3).

---

<sup>1</sup> Le terme de « conventionnalisation » est utilisé de manière différente de l'acceptation courante, selon laquelle elle consisterait en un processus vers ce qui est « conventionnel ». Il sera utilisé ici pour traduire l'idée d'une convention en cours de formation.

## 1. La crise des emprunts toxiques : l'ingénierie financière au secours des banques

### ***Concurrence exacerbée sur le marché du crédit local et baisse des marges bancaires dans les années 1990***

Dans les années 1990, cinq tendances de fond vont générer une concurrence exacerbée et vont forcer les établissements bancaires à modifier leur politique d'emprunt (Klopper, 2009) :

- La conjoncture économique défavorable participe à dégrader la demande de crédit des entreprises solvables. Les établissements bancaires vont alors se tourner de plus en plus vers le crédit local car celui-ci est relativement épargné par la crise.
- Bien qu'il soit réservé aux moyennes et grandes collectivités pouvant lever des montants suffisamment importants, l'emprunt obligataire se développe et devient une nouvelle alternative créant plus de compétition entre les banques.
- La baisse des taux a poussé les établissements bancaires à augmenter leur agressivité commerciale.
- Apeurées par des cas très médiatisés de surendettement, tel que celui d'Angoulême en 1989, les collectivités locales adoptent des stratégies de désendettement pendant les années 1990. La solvabilité des collectivités locales s'en trouve renforcée, les rendant plus attractives pour les prêteurs. Ces derniers doivent amplifier leurs parts de marché pour maintenir leur chiffre d'affaire.
- Début 1999, les marchés financiers de la zone euro fusionnent, alignant ainsi les coûts de financement des banques européennes et leur ouvrant les portes du marché du crédit local français.

Toutes ces tendances ont généré un marché du crédit local plus étroit où la position du Crédit Local de France (CLF), devenu Dexia à la suite de la privatisation du CLF et de sa fusion avec le Crédit Communal de Belgique en 1996, reste dominante mais contestée par des acteurs historiques comme la Banque Populaire Caisses d'Épargne ou le Crédit Agricole et de nouveaux venus comme CIC, BNP Paribas ou des filiales de groupes étrangers. Les marges bancaires fondent en une dizaine d'années passant, par exemple, de 0.35% à 0.03% pour les produits indexés sur l'EURIBOR (Klopper, 2009). Les établissements bancaires décident alors de développer de nouvelles stratégies fondées sur l'innovation financière et l'agressivité commerciale.

### ***Une ingénierie financière décomplexée pour rétablir les marges bancaires***

Dans ce contexte très concurrentiel, les prêteurs ne vont plus attendre que la demande vienne à eux mais vont contacter directement les collectivités. Ils vont leur proposer des réaménagements censés alléger le coût de l'encours existant (Klopper, 2009). Ces renégociations, qualifiées ainsi par les banques, étaient présentées aux élus et aux fonctionnaires comme leur permettant en théorie de diminuer la charge des annuités de la dette. La stratégie consistait à mettre en valeur des taux initiaux artificiellement faibles, mais qui, en réalité, pouvaient potentiellement « exploser » au bout d'une certaine période du fait de montages complexes. Les produits offerts ont intégré progressivement des formules de plus en plus risquées au cours des années 2000 et ont été distribués à une échelle sans cesse plus importante jusqu'à l'éclatement de la crise en 2008, qui en révéla leur toxicité. Si de telles renégociations ne sont en soit pas nouvelles, puisqu'elles existent déjà dans les années 1980 (Guengant, 1991), certaines différences majeures peuvent être notées :

- Les produits offerts par les banques, lors des renégociations, incorporent un degré de risque croissant jusqu'à l'éclatement de la crise. Ils vont leur permettre de dégager une marge de plus en plus forte, toutefois invisible pour les collectivités car cachée dans les formules des produits.
- Pour rétablir leurs marges, les établissements bancaires ont décidé de développer une stratégie commerciale systématique centrée sur les produits structurés. Il a été demandé aux commerciaux de déployer un démarchage massif et insistant auprès des collectivités pour les convaincre d'accepter des renégociations, y compris auprès de petites collectivités, *a priori* démunies pour saisir la complexité des produits offerts.

La présentation biaisée des emprunts structurés insistant sur les périodes initiales à taux d'intérêt faible a exercé un attrait certain auprès de nombreuses collectivités, notamment dans la perspective des élections municipales de 2008. En 2007, la commune de Saint Etienne a, par exemple, souscrit un emprunt de 22 millions d'euros, auprès de Defpa Bank, remboursable sur trente cinq ans avec une première période de bonification à taux d'intérêt nul jusqu'en 2020 et avec un différé de dix huit mois pour le paiement de la première échéance. Les prêts structurés cherchaient ainsi à optimiser l'ensemble des modalités de l'emprunt (taux, amortissement...), donnant la possibilité de financer des investissements sans peser sur la fiscalité locale, en contrepartie d'une prise de risque importante et souvent inconsciente sur le plus long terme.

### **Les produits structurés : sophistication financière et démultiplication des risques**

Conçus grâce à l'expertise technique des services de salles de marché des établissements bancaires, les produits structurés peuvent être définis comme le mélange d'un financement initial s'apparentant à un prêt bancaire classique et d'une ou plusieurs opérations sur produits financiers dérivés. Les emprunts structurés ont associé trois catégories de produits dérivés :

- Les *swaps* qui correspondent à des échanges de flux financiers entre deux parties pour une certaine période de temps et dont les plus connus concernent des échanges de taux d'intérêt, de devises, de risque de crédit et de matière première. Les produits structurés qui en intègrent s'identifient par une phase de bonification de taux précédée ou suivie d'une période où le taux d'intérêt dépend de l'évolution d'un ou plusieurs indices sous jacents, comme, par exemple, des taux interbancaires ou des taux de changes. Dexia a proposé, par exemple, un produit nommé TOFIX OVERTEC qui se décomposait en deux phases : une première avec un taux fixe de 3.2% l'année pendant une période courte, généralement de quelques mois, et une seconde, beaucoup plus longue, de quelques années, avec un taux donné par la formule  $2 \times \text{Euribor12M}^2 - \text{TEC10}^3 + \text{constante}$  (Commission d'Enquête Parlementaire, 2011).
- Les options qui correspondent à des contrats où une des parties, en contrepartie d'une prime, délivre la possibilité à l'autre de lui acheter ou de lui vendre un actif, pendant une certaine période de temps ou à une échéance fixée lors de la signature du contrat. Les produits structurés déterminés à partir d'options sont facilement reconnaissables par la présence de la conjonction « si ». Un des contrats proposés par les caisses d'épargne, intitulé HELVETIX, prenait, par exemple, la forme suivante : une première phase bonifiée avec un taux d'intérêt

<sup>2</sup> EURIBOR12M correspond au taux EURIBOR à échéance 12 mois. Le taux EURIBOR correspond au *Euro interbank offered rate*. Il est l'un des principaux taux de référence du marché interbancaire européen.

<sup>3</sup> TEC10 est l'abréviation du Taux de l'échéance Constante à 10 ans. Il correspond à un indice quotidien des rendements des emprunts d'Etat correspondant au taux de rendement actuariel d'une obligation du Trésor fictive dont la durée serait de 10 ans.

à 2.74%, puis une seconde où le taux d'intérêt était soit égal à  $2,74 \% + 0,6 \times (\text{EUR}/\text{CHF}^4)$  au jour de souscription –  $\text{EUR}/\text{CHF}/(\text{EUR}/\text{CHF})$  si la parité entre l'euro et le franc suisse était égale ou supérieure à 1.44 soit égal à 2.74% si la même parité était inférieure à 1.44 (Commission d'Enquête Parlementaire, 2011).

- Les contrats à terme (*forwards* et *futures*) qui consistent en des engagements irrévocables à acheter ou vendre une quantité donnée d'un actif à un prix et à une date future convenus. De nombreux produits contractés incorporaient, par exemple, une formule où l'indice sous jacent dépendait du *spread* entre deux points de la courbe des taux. Le produit TOFIX FIXMS, commercialisé par Dexia, comportait, par exemple trois phases : une phase initiale au cours de laquelle le taux était de 3.84%, une phase intermédiaire où le taux était égal à  $5,21 \% - 5x$  ( $\text{CMS EUR}^5 30 \text{ ans} - \text{CMS EUR } 2 \text{ ans}$ ) si  $\text{CMS EUR } 30 \text{ ans} - \text{CMS EUR } 2 \text{ ans} < 0$  ou 3.84% sinon, et une période finale où les taux revenaient à leur niveau initial de 3.84% (Commission d'Enquête Parlementaire, 2011).

La variété des produits dérivés a permis de tendre vers une sophistication et une multiplication infinies des formules d'emprunts, cachant des effets permettant de rétablir les marges bancaires :

- Des effets de leviers, atteignant parfois des valeurs de 7 à 10, qui permettent un taux démultiplié à la condition que le sous jacent atteigne un niveau donné.
- Des effets de change qui correspondent à la subordination du taux à l'évolution de la parité entre deux monnaies ou à celle de l'écart entre la parité de plusieurs monnaies.
- Des effets de pente qui font dépendre le taux d'intérêt de l'écart entre deux points plus ou moins distants de la courbe des taux.
- Des effets de barrière qui peuvent se décomposer en plusieurs types. Par exemple, une barrière activante implique que si la condition avalisée par le contrat se réalise, le taux est majoré irrévocablement sans qu'il ne soit possible de le modifier *ex post*. A l'inverse, la barrière désactivante induit une baisse du taux irréversible quand la clause contractuelle survient.
- Des effets de courbe où le niveau de taux d'intérêt est influencé par les différentiels d'évolution entre deux taux d'intérêts n'appartenant pas aux mêmes pays.
- Des effets « boule de neige » (en anglais, *snowball*) où le taux augmente à chaque échéance par la reprise du taux de l'échéance précédente auquel une marge, dépendant de l'évolution de l'indice sous jacent, est ajoutée. Le taux peut alors croître à chaque échéance et sans limite, selon les conditions de marché.

Si certains produits structurés ne faisaient intervenir qu'un seul effet, d'autres pouvaient en conjuguer plusieurs, en compliquant la transparence et en démultipliant les risques. C'est ce que les répercussions de la crise des *subprimes* de 2007 sur les taux d'intérêt des produits structurés mettront en évidence. Cette crise se traduit notamment par la brusque augmentation de la volatilité de certains

---

<sup>4</sup> EUR/CHF correspond au taux de change de l'euro contre le franc suisse.

<sup>5</sup> CMS EUR est l'abréviation de *Constant Maturity Swap* pour des produits européens. Le CMS est un type de swap de taux d'intérêt qui permet d'échanger un taux variable indexé sur des taux d'intérêt à court terme contre un autre taux variable indexé sur un taux d'intérêt à moyen ou long terme. Le nombre d'années qui suit l'abréviation porte sur la durée du swap.

indices, ce qui favorise l'activation des scénarii les plus défavorables des emprunts structurés. Croyant pouvoir obtenir des taux bonifiés, certaines collectivités ont alors accepté les renégociations que leur proposaient les banques. La plupart d'entre elles ont décidé de souscrire des produits de change fondés sur la parité euro-franc suisse et par rapport à une référence de cette dernière située à 1.44, qui semblait indépassable au vue de l'historique des parités sur les vingt dernières années (Commission d'Enquête Parlementaire, 2011). Pourtant, entre 2008 et 2011, le franc suisse, valeur refuge notamment lors de la crise des dettes souveraines européennes, s'apprécie et atteint, en aout 2011, le niveau record de 1.026, faisant exploser les taux d'intérêt des emprunts contractés.

Les produits structurés naissent d'une ingénierie financière innovante, moyen trouvé par les établissements bancaires pour rétablir des marges en repli lors des années 1990. Ils ont donc, dès l'origine, été inventés dans le but de satisfaire des intérêts financiers, avant éventuellement de correspondre aux besoins des collectivités. Les mécanismes financiers sur lesquels ils reposent ont participé à une financiarisation des logiques d'endettement local qui s'est avérée dangereuse à partir de 2008. Pourtant, les dispositifs de gestion mis en place ne l'ont que partiellement remise en cause.

## 2. La cotation Gissler : mise en convention de certaines normes financiarisées

Le premier mouvement opéré par le gouvernement, en novembre 2009, est celui de missionner l'Inspecteur Général des Finances, Eric Gissler, pour mener à bien la rédaction d'un rapport sur « *le recours par les collectivités locales aux produits structurés* » et rédiger une charte de bonne conduite entre les différents acteurs concernés par le dossier. Ces deux documents intégreront une classification des produits structurés, appelée cotation Gissler, qui, rapidement, deviendra une référence pour l'ensemble des acteurs.

### ***La cotation Gissler : le risque comme critère fondamental des emprunts structurés***

La cotation Gissler met en œuvre une typologie des produits structurés en fonction des risques en termes d'indices sous jacents et en termes de structures. Elle est construite à partir d'une double échelle de cotation qui attribue des numéros aux risques des indices sous jacents et des lettres aux risques des structures, respectivement de 1 à 5 et de A à E selon un degré de risque croissant. Les produits classés 1A seront considérés comme les moins risqués et ceux classés 5E comme les plus dangereux.

### COTATION GISSLER DES RISQUES

Indices sous-jacents		Structures	
1	Indices Zone euro	A	Taux fixe simple. Taux variable simple. Échange de taux fixe contre taux variable ou inversement. Échange de taux structuré contre taux variable ou taux fixe (sens unique). Taux variable simple plafonné (cap) ou encadré (tunnel)
2	Indices inflation française ou inflation zone euro ou écart entre ces indices	B	Barrière simple. Pas d'effet de levier
3	Écarts d'indices zone euro	C	Option d'échange ( <i>swaption</i> )
4	Indices hors zone euro. Écart d'indices dont l'un est un indice hors zone euro	D	Multiplicateur jusqu'à 3 ; multiplicateur jusqu'à 5 capé
5	Écart d'indices hors zone euro	E	Multiplicateur jusqu'à 5

Source : Charte de bonne conduite entre les établissements bancaires et les collectivités locales, p.3.

La cotation Gissler inclut également des produits d'emprunt classiques. Les taux fixes ou les taux variables simples sont ainsi inclus en 1A, alors qu'ils ne revêtent pas les caractéristiques d'un emprunt structuré. Leur insertion dans la cotation a été pensée de manière à donner une vue d'ensemble sur le niveau de risque global pris par la collectivité (Direction Générale des Collectivités Territoriales, 2013). Certains produits, les plus risqués (les prêts *snowball*, les emprunts libellés en devises, les produits de change ou les produits dont le sous-jacent est une matière première) ont été laissés « hors cotation », de manière à en empêcher la souscription future.

La cotation Gissler est donc une grille d'analyse dont le critère fondamental est le risque, répondant ainsi à la demande des collectivités d'avoir un outil leur permettant de saisir la gravité de leur situation.

### **La cotation Gissler : une « conventionnalisation » par la traduction**

Face à la sophistication technique des emprunts structurés, la plupart des collectivités n'avaient pas pris conscience des risques qui leur étaient associés. L'urgence dans laquelle elles se sont trouvées lorsque la crise éclata nécessitait donc un outil de compréhension rapide des modalités des emprunts structurés. La cotation Gissler, première grille d'analyse réalisée par un acteur majeur du dossier, s'est alors imposée.

L'un des maires d'une collectivité touchée par les emprunts toxiques résume ainsi le rôle joué par la cotation Gissler : *« Elle a eu un caractère d'information et d'alerte. Quand tous les magazines des collectivités locales disent que le gouvernement a nommé quelqu'un qui a fait une grille des risques, je pense qu'elle s'est diffusée assez rapidement auprès des directions financières et des élus, et tous ceux qui n'avaient pas vu, je pense, à ce moment là, ont été mieux informés, tout le monde a compris qu'il ne fallait plus en prendre ».*

L'adoption en sociologie des outils de gestion de la sociologie de la traduction, développée par Michel Callon et Bruno Latour à partir des années 1980, permet de saisir les arrangements sociotechniques qui ont permis la diffusion de la cotation Gissler comme matrice de référence. Cette approche redéfinit les outils de gestion comme des dispositifs sociotechniques, résultant de l'action d'acteurs hétérogènes formant un réseau et mettant en interaction des entités humaines et non humaines (Callon *et al*, 2007). Leur diffusion dépend alors de la réalisation plus ou moins aboutie d'un processus de traduction qui permet de mobiliser les actants du réseau derrière l'outil. Leur concrétisation et leur diffusion dépendent d'opérations de persuasion, d'alignement d'intérêts divergents, de création d'alliances et de mobilisation d'acteurs variés. Les étapes du processus peuvent être résumées ainsi : problématisation, intéressement, enrôlement, mobilisation des alliés (Callon, 1986).

Le problème de l'endettement toxique des collectivités a été rapidement pensé de telle manière à ce que soit stoppée la distribution des produits les plus risqués et à ce que des négociations entre collectivités et établissements bancaires soient entamées pour traiter l'encours existant. En ce sens, la réunion qui s'est tenue le 3 novembre 2008 entre les représentants d'élus, les principales banques du marché du crédit local et les ministères de tutelle marque un pas important. Elle permet de mettre en exergue l'ampleur du problème, de déterminer quels sont les acteurs concernés et de définir un programme commun. Les rôles sont ainsi définis. Chacun a pour mission d'arrêter de recourir aux produits structurés que ce soit pour en demander ou en offrir et d'engager des négociations pour sortir de la crise. La problématisation du dossier est spécifiée de telle manière qu'elle parait convergente avec les intérêts spécifiques de chaque acteur. Les collectivités cherchent des solutions pour éviter le paiement de taux explosifs, les établissements bancaires veulent éviter les contentieux judiciaires coûteux d'un point de vue financier et d'image et l'Etat aspire à régler la crise. L'enrôlement des acteurs procède ainsi de la réussite de l'intéressement. Pourtant, un élément manque pour le rendre effectif : un langage commun pour évaluer les produits. La cotation Gissler va jouer ce rôle de traducteur.

Quand Eric Gissler se voit confier la rédaction de la Charte de bonne conduite, il obtient de fait le pouvoir et la responsabilité de trouver des solutions adéquates pour résoudre la crise. Son pouvoir est légitimé par sa position *a priori* impartiale, située entre les collectivités et les établissements bancaires. En établissant la cotation Gissler, il crée un ensemble de connaissances sur les produits structurés qui aura ainsi pour mérite de donner un dispositif commun d'évaluation des risques à l'ensemble de la place. Le pouvoir qu'il obtient fait émerger des savoirs qui, à leur tour, créent de nouvelles sources de pouvoir. La cotation Gissler rééquilibre la relation asymétrique entre les deux parties précédemment caractérisée par une meilleure maîtrise des produits par les banques. Elle consent aux collectivités le pouvoir de mieux évaluer la structure de leurs risques et aux établissements bancaires d'éviter le refus de négocier des collectivités. Elle transcende ainsi le pouvoir de négociation des parties. La cotation Gissler permet ainsi de continuer le processus de traduction.

Pourtant, la survie d'un dispositif n'est jamais acquise définitivement. Des opérations de renforcement restent à mettre en œuvre pour en assurer la pérennité. C'est, notamment, le rôle de la mobilisation des alliés, c'est à dire la capacité du réseau à se développer en enrôlant toujours plus d'acteurs autour de l'outil de gestion. Pour ce faire, le réseau doit recourir à des porte-paroles capables de convaincre de nouveaux acteurs de se rallier au réseau et permettant l'adoption et la diffusion de l'outil.

La diffusion de la cotation Gissler est renforcée par l'extension de son utilisation aux collectivités vierges d'emprunts toxiques. La circulaire du 25 juin 2010 sur les produits financiers offerts aux collectivités territoriales et à leurs établissements publics s'y réfère explicitement et conseille d'y faire référence dans le modèle de délibération déléguant à l'exécutif la décision de recourir à l'emprunt et dans les annexes, associées aux maquettes des instructions budgétaires et comptables, présentant l'endettement de la collectivité. Par ailleurs, le rapport de la Commission d'Enquête Parlementaire, bien que critiquant la cotation, l'utilise amplement pour traiter notamment des exemples de contrats souscrits par les collectivités. Il y est d'ailleurs mentionné que « *le Président et le Rapporteur de la commission d'enquête ont convenu de l'utiliser afin de permettre la comparaison sur des critères communs* ».

Du côté des établissements bancaires, bien que la charte de bonne conduite n'ait été signée que par quatre groupes bancaires, par ricochet, l'ensemble des établissements bancaires y ont désormais recours. Notamment, les filiales françaises des banques étrangères telles que la Deutsche Bank, la Royal Bank of Scotland ou Defpa se sont converties à la notation de la cotation Gissler. De l'avis d'un des acteurs interrogés lors des entretiens, co-directeur d'un des cabinets de conseil financier aux collectivités locales, l'ensemble des cabinets participe également au mouvement. Ils utilisent désormais la cotation Gissler dans les relations avec leurs clients dans la mesure où ces derniers s'y réfèrent. La cotation Gissler s'est donc diffusée rapidement et à l'ensemble des acteurs en présence.

Le courant conventionnaliste supporte l'idée selon laquelle les conventions permettent, particulièrement en situation d'incertitude, de coordonner les comportements et/ou les représentations. Elles répondent généralement à quatre caractéristiques fondamentales: l'arbitraire, l'absence de sanction juridique, l'origine oubliée ou mal connue et l'absence de formulation précise ou officielle (Bessis, 2006). Au fil des travaux conventionnalistes, une seule des caractéristiques est restée décisive, celle d'arbitraire (Bessis, 2006). Les autres déterminants peuvent être relâchés sans que la dimension conventionnelle ne soit remise en cause.

La cotation Gissler revêt un caractère arbitraire dans la mesure où elle fait émerger une catégorisation des risques qui peut être critiquée. Son non respect dans les documents comptables et budgétaires ou dans les modalités d'emprunt au sein des contrats n'entraîne pas de sanction juridique, mais simplement un risque pour les collectivités de ne pas saisir les spécificités de leur endettement et de ne pas réussir à mener à bout les négociations avec les établissements bancaires.

Par contre, si l'origine de la cotation est connue des acteurs, rien ne dit que, le temps passant, elle ne soit pas oubliée. Quoiqu'il advienne, l'oubli de ses origines ne remettrait pas en cause son effectivité. Pour ce qui est de la formulation explicite de la convention, elle ne semble pas respectée puisque la cotation expose clairement une évaluation propre du risque des produits structurés mais ne porte pas de jugements explicites sur la nécessité d'un recours plus ou moins important aux produits structurés.

Pourtant, comme toute convention, elle incorpore des représentations et des jugements qui « disent le vrai ». Il devient ainsi nécessaire d'examiner les conventions socio-politiques qui y sont déposées et de s'intéresser aux phénomènes de véridiction à propos d'éventuelles nouvelles normes de gestion de l'endettement qu'elle véhiculerait.

### ***La cotation Gissler : une évaluation du risque en partie financiarisée***

Cette classification a essuyé de nombreuses critiques. Selon de nombreux observateurs, elles sous évaluent certains risques. Lors de la table ronde sur les produits financiers à risque organisée par la Commission d'Enquête Parlementaire du 16 novembre 2011, M. Michel Klopfer, directeur d'un cabinet de conseil financier en finances locales, se fera porte parole de cette critique : « *La charte Gissler est à revoir, comme la circulaire du 25 juin 2010, car elles reposent sur un immense malentendu : les banques ont réussi à faire croire qu'il était question d'instruments de couverture, terme très valorisant dans notre langue – chacun se souvient de la publicité d'une compagnie d'assurance suisse qui représentait un enfant bien au chaud dans une couverture en laine. On a donc l'impression de bien faire quand on souscrit ces produits dérivés. Or, il en existe de deux sortes : les uns constituent un simple échange, sans couverture, les deux parties prenant un risque opposé ; les autres sont des opérations unilatérales par lesquelles une des parties couvre l'autre. Qu'est-ce qu'un cap ? Par ce terme, on désigne le plafonnement d'un taux variable auquel on est exposé. Ce mécanisme entraîne un coût supplémentaire, correspondant au paiement d'une somme limitée pour couvrir un risque illimité. C'est donc une couverture. Or on est parvenu à faire passer, aux yeux des concepteurs de la charte Gissler et de la circulaire de 2010, pour de tels produits des produits qui ont exactement l'effet contraire, car ils conduisent à recevoir une somme limitée pour couvrir un risque illimité* ».

Un autre enjeu est la différence de temporalité existant entre la durée des prêts et la volatilité parfois importante des indices sous jacents. La cotation Gissler valide des produits dont la durée de vie peut s'étaler sur plusieurs dizaines d'années alors que le sous jacent peut connaître une évolution au jour le jour très variable et spéculative. Il est tout à fait possible qu'un produit classé moins risqué dans la cotation se révèle être plus dangereux du fait d'une durée de vie plus élevée. Lors du procès verbal de la table ronde organisée le 18 octobre 2011, sur le sujet de l'obligation de conseil des établissements de crédit, M. Gilles Sébé, président de Seldon Finance, cabinet d'expertise financière pour le secteur public, s'exprimait ainsi : « *Le problème est qu'un produit classé peu dangereux dans la charte Gissler peut se révéler explosif. Si, demain, la Grèce fait défaut, il y aura flambée de taux courts et tous les produits de pente qui paraissaient peu risqués peuvent présenter un risque très grave. La cotation Gissler ne donne pas une vision correcte du risque dans le temps* ».

La cotation Gissler ne se prononce pas non plus sur le niveau des barrières. Même si elle classe les effets de levier inclus dans les formules des prêts, elle ne mentionne pas que les risques varient en fonction du montant des indices cités dans les conditions du prêt. Les chiffres inclus dans les contrats comptent et non pas uniquement la structure, comme en témoignent les contrats qui incluaient une parité euro/franc suisse à hauteur de 1.44.

Par ailleurs, mettre certains produits très risqués dans la classification atteste à la fois qu'un calcul rendement/risque est légitime et que celui-ci peut être opéré en toute liberté par les collectivités, participant ainsi à la réaffirmation du principe politique de libre administration des collectivités. La tension entre ce dernier et la possibilité d'utiliser une partie de l'argent public pour contracter des

produits relativement spéculatifs fut bien résumée par les propos tenus par l'avocat d'un cabinet en droit privé et public investi dans la défense des collectivités locales contre les établissements bancaires : *« C'est le problème que pose, non seulement la cotation Gissler, mais toutes les dispositions légales qui ont été adoptées avant et après, et même les circulaires de 2010 qui intègrent un peu Gissler. C'est qu'il y a une ouverture quand même très large au principe, ils ne veulent pas dire spéculatif parce qu'ils ne veulent pas mettre spéculatif. Les contrats plus ou moins franchement très spéculatifs posent un problème vis-à-vis de l'objet de l'activité, de la mission de la collectivité, ou des hôpitaux. Et là, on est en pleine bagarre politique, il y a évidemment une constitution qui nous dit que les collectivités font ce qu'elles veulent. Elles se gèrent comme elles veulent, elles se gèrent notamment avec des recours à l'emprunt et aucun type d'emprunt n'est interdit ».*

La légitimation de produits pouvant apparaître comme spéculatifs fait entrer la logique publique locale dans une nouvelle ère. L'enjeu peut être résumé à partir de l'intervention de Monsieur Michel Routier, professeur de droit à l'université de Strasbourg, lors de la table ronde sur l'obligation de conseil des établissements de crédit, tenue le 8 novembre 2011 dans le cadre de la Commission d'Enquête Parlementaire : *« La cotation Gissler a le mérite d'exister, mais elle ne règle pas le problème : les produits classés « D » et « E » sont encore très nocifs et continuer de proposer ces classes de produits paraît déraisonnable. Les collectivités locales et les hôpitaux veulent préserver leur liberté de gestion et expliquent qu'ils se sont maintenant dotés de gestionnaires de dette compétents. Mais, d'une part, la science des marchés n'est pas une science exacte et les personnes les plus compétentes ont déjà pu accumuler des pertes considérables ; d'autre part, la liberté contractuelle connaît des limites dans bien des pans de notre droit. Cette affaire est l'occasion de revenir à un principe simple : l'argent public ne doit pas permettre la spéculation de ceux qui le manipulent. Or les prêts structurés sont des produits spéculatifs. Votre commission doit s'interroger sur le fait que la cotation Gissler pérennise ces pratiques ».* La cotation Gissler redimensionne, donc, les contours des pratiques d'endettement des collectivités, en validant des principes qui lui étaient jusqu'alors étrangers.

Cette dernière assertion trouve également écho dans la remise en cause, induite par les produits structurés à effet de change, du principe de territorialité selon lequel l'activité principale des collectivités a vocation à se déployer dans les limites de leur territoire. La relation entre des emprunts fondés sur des devises étrangères et les investissements à visée locale qu'ils financent réexamine dès lors ce principe.

La cotation Gissler a eu un rôle structurant pour l'ensemble des acteurs de la place, l'apparentant à une convention sociotechnique. Bien que dans les faits elle n'ait que partiellement participé à réduire le stock d'emprunts toxiques, aujourd'hui le problème central des collectivités locales, elle contribue à redessiner les modalités des flux futurs de dette locale. C'est également le cas du décret d'application du 28 août 2014.

### **3. Vers une nouvelle régulation financiarisée de la gestion de la dette locale**

La nécessité d'une gestion active de la dette, portant autant sur le stock que sur les flux, semble être devenue un créneau revendiqué par de nombreux acteurs liés au dossier. Pourtant, ses contours sont flous et sa définition imprécise. L'acception qui lui est donnée diverge largement selon les acteurs qui la défendent ou la dénoncent. Le débat qui entoure cette notion révèle les différents positionnements par rapport à l'immixtion d'une logique spéculative dans les principes qui gouvernent la gestion locale, symptomatique d'une financiarisation potentielle plus ou moins accrue. Les discours tenus et les dispositifs mis en place révèlent une relative convergence de points de vue entre les collectivités territoriales et l'Etat.

## ***Le discours ambigu des collectivités territoriales***

Bien que les collectivités territoriales en aient désormais compris les risques, les emprunts structurés restent envisagés comme un moyen, s'il est bien maîtrisé, de bénéficier de taux d'intérêt plus faibles. Elles revendiquent donc de nouveau leur liberté d'endettement. Cette attitude est résumée dans la fiche technique, présentant le thème de la gestion active de la dette, mise à la disposition des collectivités territoriales sur le site de l'APCET.

Présentée comme « un ensemble de techniques afin de rationaliser la gestion de la dette dans le secteur des collectivités locales », elle répond à trois grands objectifs : minimiser pour toutes les périodes les charges financières de l'endettement, rendre le mode de gestion de la dette plus aisé par un contrôle accru de l'encours et diminuer le risque pesant sur l'encours. La fiche retrace également un ensemble d'impératifs préalables à la mise en place d'une gestion active de la dette. Elle précise qu'il est nécessaire d'avoir une bonne connaissance et une maîtrise de l'encours, des techniques de réaménagement, des rapports avec les prêteurs et du cadre réglementaire, juridique et budgétaire. Elle évoque également qu'il est indispensable de connaître les outils et les procédés de la gestion active de la dette, notamment ceux portant sur les opérations de couverture de taux.

Si la fiche mentionne les risques afférents aux produits classés en bas de la cotation Gissler, elle ne nie pas pour autant l'intérêt de recourir à ceux apparaissant comme les moins risqués. En cela, elle participe à la promotion d'une financiarisation de la gestion de la dette, mais qui se veut éclairée par rapport à la période précédant la crise, où les particularités des emprunts structurés étaient largement méconnues.

Certaines conventions sociotechniques financiarisées transparaissent ainsi dans la présentation de la fiche, tant dans le discours que dans les pratiques qu'il supporte. La gestion active de la dette telle qu'elle est décrite construit un monde articulé autour du double critère du rendement et du risque. Les produits structurés permettraient ainsi d'optimiser l'arbitrage entre ces deux variables et de rationaliser les politiques locales d'endettement. Il est possible de voir dans cette analyse une convergence entre deux discours, celui des collectivités territoriales agissant dans un environnement financier de plus en plus contraint et cherchant des marges de manœuvre pour continuer à assumer leurs prérogatives et celui de la théorie financière selon laquelle toute décision peut être optimisée dans le temps par le biais de calculs statistiques adéquats. La gestion active de la dette valorise ainsi la richesse en tant que minimisation des coûts du capital et trouve donc écho dans la volonté des collectivités de s'endetter à moindre coût, quitte à ce que cela mène à une prise de risque accrue.

Mais cet apparent bon sens financier « dépolitise » en partie le problème de l'endettement. En insistant sur les seuls aspects financiers, la gestion active de la dette ensevelit les enjeux politiques inhérents à toute politique publique d'endettement. Historiquement, l'argent public a été construit pour être régi par des règles impersonnelles et rationnelles, qui en empêchaient notamment une utilisation patrimoniale (Gayon et Lemoine, 2010). Dans le cas de la gestion active de la dette locale, l'endettement est considéré comme ayant un rôle productif, comme en témoigne l'adjectif « active ». Dans ce cas, l'utilisation particulière de l'argent public est légitimée par l'utilité économique qu'elle pourrait engendrer, en termes de gains financiers susceptibles d'ouvrir de nouvelles voies, soit pour des baisses d'impôt local, soit pour relancer les investissements publics. En cela, l'alignement sur un discours financiarisé est justifié par des principes traditionnels tels que l'intérêt général ou le développement des missions publiques locales de dynamisation du tissu économique et social.

L'entretien réalisé avec un avocat proche du dossier illustre ce point : *« Il y a aussi peut être cette tendance chez les collectivités, c'est qu'elles souhaitent disposer de la plus grande marge de manœuvre, fusse-t-elle dangereuse. Il y a un raisonnement juridique, toute la question est de savoir si la disposition, dite financière, dont est assorti l'emprunt, voire même celle qui est au cœur du swap, du*

*pur swap, est une disposition qui a pour but essentiel le gain au prix de la perte de matière, d'un patrimoine. Ou bien c'est une manière de gagner dans l'intérêt de l'emprunt ou d'un changement de taux mais dans l'intérêt général quand même, un jeu d'une subtilité folle pour rendre compatible dans une certaine mesure. Enfin, moi, je trouve cela spéculatif, mais c'est un point de vue personnel ».*

Toutefois, le discours promet un arbitrage risque/rendement raisonné. La question est alors de savoir où les collectivités situent le curseur du passage entre une gestion active et spéculative de la dette. Il s'agit donc de définir quels types de produits semblent trop risqués pour ne pas être justifiés par l'intérêt public local. A supposer que les réflexions de la Commission d'Enquête Parlementaire reflètent en grande partie certains avis partagés par les collectivités territoriales touchées, il est possible d'extrapoler, à partir de ses préconisations, une délimitation entre gestion active et spéculative de la dette locale.

S'inscrivant en faux par rapport à la cotation Gissler et la circulaire du 25 juin 2010, la Commission d'Enquête Parlementaire propose une réglementation plus stricte consistant en l'interdiction des produits structurés avec multiplicateur et de certains instruments de couverture, dont elle met en cause le caractère spéculatif. Elle argue également en faveur d'un *capping* global, c'est-à-dire associer la charge d'intérêts à un taux d'intérêt maximal calculé, par exemple, selon un indice relativement stable, tel que l'Euribor, auquel seraient ajoutés quelques points de base. Cet aménagement représente la croyance en la vertu d'un arbitrage entre rendement et risque tant que le risque n'est pas trop volatil et imprévisible.

Les considérations de la Commission d'Enquête Parlementaire, si elles ne peuvent être retenues comme représentatives de l'ensemble des opinions des collectivités territoriales, témoignent néanmoins de réflexions partagées par certaines d'entre elles, dont l'écho était important au sein de l'APCET. La reprise d'un prisme de pensée inspiré en partie de conventions financières place la frontière entre gestion active et spéculative de la dette locale à un niveau qui, pour certains observateurs, est encore très spéculatif.

### ***La réglementation de l'Etat : vers une financiarisation a minima***

L'attitude de l'Etat eu égard au dossier des emprunts toxiques a fortement évolué au cours de la crise. D'un rôle relativement passif arguant pour des renégociations où il n'intervenait qu'en tant que médiateur entre les collectivités et les établissements bancaires, il s'est brusquement emparé du dossier à la suite de la nationalisation de Dexia, désormais SfiL, à la fin 2012. Cette évolution est concomitante à l'implémentation d'une normalisation changeante au cours du temps. Privilégiant les normes « douces » dans un premier temps, il a initialement laissé une marge de manœuvre assez large aux acteurs pour concevoir leur gestion future de la dette. Symbolisée par la charte Gissler ou la circulaire du 25 juin 2010, cette action se veut non coercitive et ne se limite qu'à la préconisation d'un ensemble de bonnes pratiques.

A partir de la nationalisation de Dexia, l'Etat va préférer une normalisation plus « dure » par voie législative, notamment au travers du décret d'application du 28 août 2014. Amendant la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, ce dernier vise à préciser les conditions de souscription d'emprunts structurés des collectivités territoriales et à les protéger contre les formules trop complexes ou imprévisibles. Elle établit que seuls sont autorisés les indices suivants :

- Un taux usuel du marché interbancaire de la zone euro, du marché monétaire de la zone euro ou des emprunts émis par un Etat membre ayant l'euro pour devise.
- L'indice du niveau général des prix ou l'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro.

- Un indice représentatif du prix d'un échange de taux entre des taux usuels de maturités différentes du marché interbancaire ou monétaire de la zone euro.
- Les taux d'intérêt associés aux livrets d'épargne.

A l'instar de la cotation Gissler, le décret d'application prend également en compte les risques liés à la structure des emprunts. En cela, les formules d'indexation des taux d'intérêt variables doivent répondre au moins à l'une des deux conditions suivantes :

- Le taux d'intérêt exigible est soit un taux fixe soit un taux variable sous la forme d'un des indices énoncés précédemment auquel est ajoutée une marge fixe spécifiée en points de pourcentage.
- Sur l'ensemble de la durée de l'emprunt, le taux d'intérêt ne peut dépasser le double du taux le plus bas atteint lors des trois premières années du prêt.

Le décret d'application interdit de même tout contrat dont l'échéance est augmentée ou dont l'amortissement est différé sur de nouvelles périodes où le taux d'intérêt deviendrait autre que fixe ou variable selon les conditions mentionnées ci-dessus. Il encadre également les modalités de renégociation. Dans le cas où une renégociation est organisée après une période de bonification, elle ne peut donner lieu à un montant exigible supérieur aux spécifications initiales du contrat pour les échéances qui lui sont postérieures. Il stipule également que les assemblées délibérantes ou, lorsqu'il existe des procédures de délégation, les exécutifs locaux devront vérifier à la fois la présence dans les contrats de l'ensemble des caractéristiques cardinales de l'emprunt et de la conformité du contrat aux conditions émises dans le décret.

Le décret d'application est donc une étape majeure dans l'encadrement des conditions d'emprunt des collectivités. Sans reconsidérer complètement la place des marchés financiers au sein des produits d'emprunt, il la redimensionne pour ne garder que ceux dont l'évolution est jugée comme prévisible. La notion de prévisibilité interroge dans la mesure où la plupart des taux autorisés par le décret ont varié de manière très sensible à la suite de la crise des *subprimes*, notamment les taux interbancaires. Le choix d'introduire des produits dépendant des écarts de taux d'inflation ou d'effet de courbe entre des taux courts et des taux longs, même s'il ne donne pas lieu à des effets multiplicateurs, pourrait tout de même faire varier fortement les charges financières de l'endettement local. Michel Klopfer s'exprimait en ces termes lors de son audition par la Commission d'Enquête Parlementaire : « *De quoi la catégorie 2 de la charte Gissler est-elle composée? D'indices portant sur l'inflation, française ou européenne et sur les écarts d'inflation. L'inflation française est un excellent indice, car les budgets y sont soumis, et l'on peut également admettre l'inflation européenne ; en revanche, il est dangereux de greffer une option, pouvant porter sur une période de trente ans, sur un écart d'inflation qui est de nature spéculative* ».

L'approche retenue souligne donc que la frontière entre une gestion active et spéculative se situe entre ce qui est relativement prévisible et ce qui ne semble plus l'être. La prévisibilité telle qu'elle est décrite dans le décret d'application répond aux normes qui sont celles de la finance puisqu'il qualifie un risque futur en fonction des estimations partagées par les acteurs financiers. Ces derniers considèrent généralement que les taux associés à la zone euro sont relativement stables, notamment en ce qui concerne les taux d'inflation, orientés par la politique monétaire réputée conservatrice de la Banque Centrale Européenne. Ils les évaluent, donc, comme des actifs peu risqués, au rendement faible mais constant dans le temps. Le décret d'application reprend cette convention financière selon laquelle l'état du marché, concernant les produits jugés comme les moins risqués, serait amené à perdurer.

La restriction aux seuls produits situés dans la phase haute de la cotation Gissler ne remet pas non plus en question le principe qui régit la construction des prêts structurés. Ces derniers fonctionnent comme une assurance à rebours pour les établissements bancaires. Les collectivités se voient attribuer une prime dans la première période du contrat qui n'est en fait que le paravent d'une couverture pour les établissements bancaires en cas d'évolutions futures défavorables des marchés financiers. Le principe qui fonde ces produits est donc paradoxal. Au lieu de rémunérer les établissements de crédit pour un risque de crédit supplémentaire qu'ils prendraient, ils leur apportent une rémunération issue d'un risque de taux plus élevé qu'ils font prendre à leurs clients. Loin d'avoir recherché une prétendue optimisation financière susceptible de générer des économies de charges financières pour les collectivités, dès l'origine, les établissements bancaires ont créé ces produits dans le seul objectif de rétablir leurs marges bancaires et de se couvrir contre les risques de retournement des marchés financiers. En ce sens, l'implémentation des produits structurés comme variable pertinente de la gestion active de l'endettement local, outre à promouvoir indirectement des techniques et des conventions financiarisées, favorise surtout les intérêts des acteurs financiers.

Ces produits intègrent également une convention financiarisée majeure. Ils s'appuient sur la juste valeur, et plus précisément sur le *mark to market*. En effet, le principe même de ces produits est de faire dépendre les taux d'intérêt payés par les collectivités des cours des marchés financiers évalués au jour le jour. Que ce soit pour les conditions d'évolution du taux d'intérêt tout au long de la durée de l'emprunt ou pour les éventuelles soultes négociées pour sortir du prêt, la référence systématique est le cours du marché financier. En somme, l'écart entre les taux initiaux et les taux réels payés par les collectivités devra nécessairement être absorbé par les collectivités.

## **Conclusion**

La « conduite des conduites » des collectivités, et au sein des collectivités, est donc complètement modifiée. Le décret d'application modifiera leurs pratiques futures d'endettement. Il participe, dans la lignée des préconisations développées par la Commission d'Enquête Parlementaire, à supporter à la fois des conventions financiarisées et des intérêts financiers, même s'il ne s'affiche pas en ces termes.

Semble ainsi se dégager un consensus sur la future régulation des flux d'emprunts. L'interdiction des produits jugés comme les plus risqués au regard de la cotation Gissler est actée par le décret d'application et répond aux attentes des collectivités. La frontière entre gestion active et spéculative de la dette a été tracée par voie législative. Les emprunts autorisés doivent contenir des formules d'indexation pouvant être « *considérées comme suffisamment simples ou prévisibles pour être conformes à la loi* ». Le décret laisse tout de même aux assemblées délibérantes et aux exécutifs locaux la possibilité de redéfinir leur propre gestion de la dette en recourant ou pas aux produits structurés désormais autorisés. La gestion active de la dette est donc fondamentalement subjective et à l'appréciation des collectivités. Bien qu'encadrée, la liberté d'endettement des collectivités reste ainsi assurée. La gestion active de l'endettement promue par l'ensemble des acteurs légitime tout de même un certain nombre de produits qui peuvent dépendre d'effets spéculatifs. Surtout, le décret d'application ne remet pas en cause les principes fondateurs des emprunts structurés. Fondés par les établissements bancaires pour reconstituer leurs marges, ils font peser sur les prêteurs la majeure partie du risque de taux et agissent comme une assurance à rebours pour les établissements bancaires. Leur rôle premier est donc essentiellement de servir les intérêts financiers bancaires, avant éventuellement de permettre aux collectivités de lisser leurs charges financières dans le temps. L'optimisation financière, invoquée par les collectivités ou l'Etat pour recourir à ces produits, n'est due qu'à l'évolution aléatoire plus ou moins favorable des cours financiers. La convergence entre intérêts bancaires et locaux n'est pas donnée *a priori*.

L'adoption d'un discours et de dispositifs de gestion financiarisés est bien réelle. Si elle ne se traduit pas par un calque pur et simple de l'ensemble des techniques et des objectifs financiers, elle redéfinit, tout de même, en grande partie les modalités de l'endettement local et, plus généralement, de l'action publique locale.