

COUR DES COMPTES

Synthèse

du Rapport public thématique

Juillet 2012

L'Etat et le financement de l'économie

■ Avertissement

Cette synthèse est destinée à faciliter la lecture et l'utilisation du rapport de la Cour des comptes. Seul le rapport engage la Cour des comptes. Les réponses des administrations et des organismes concernés figurent à la suite du rapport.



Sommaire

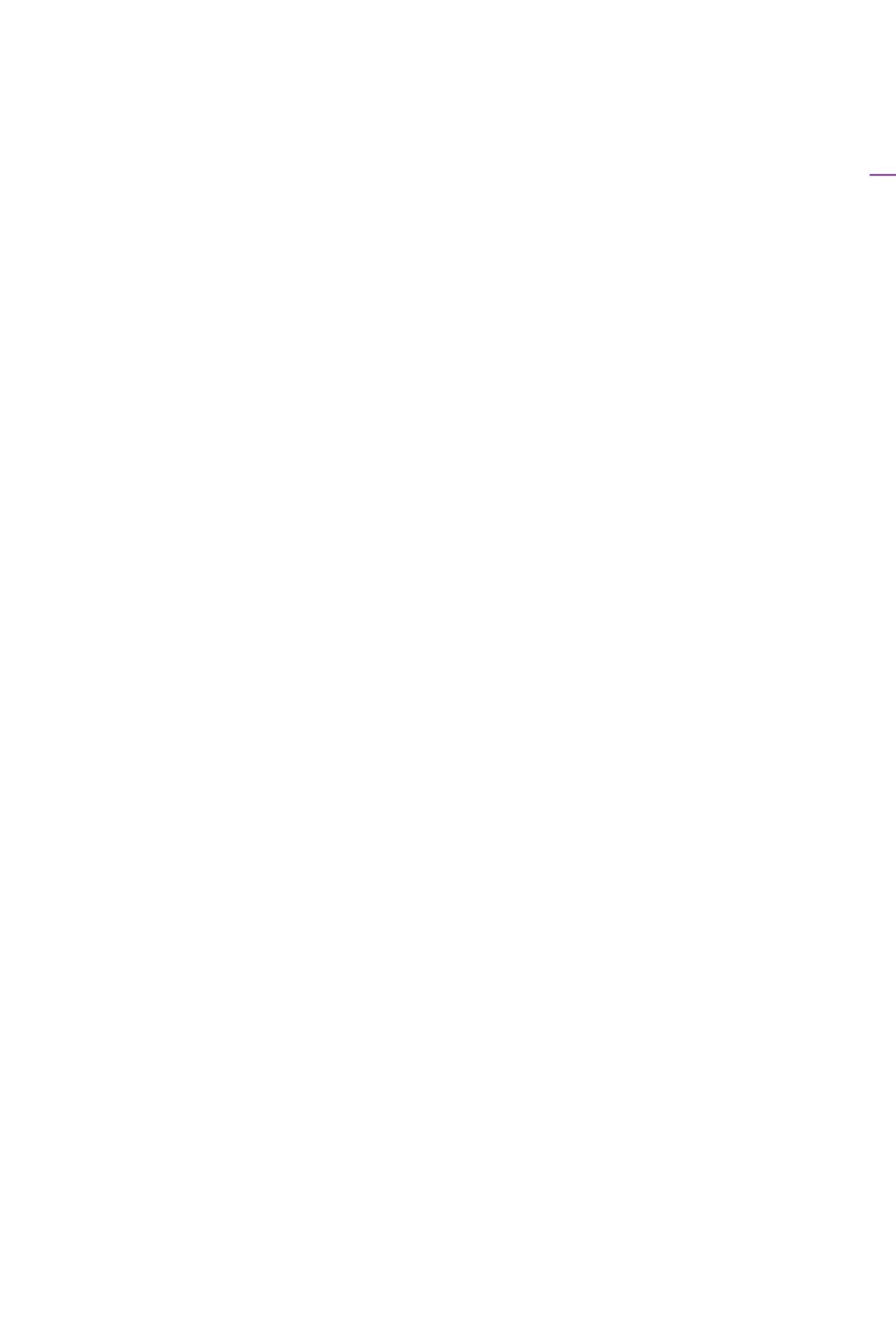
Introduction	5
1 Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise	7
2 Les conséquences de la crise financière	13
3 Les leviers d'action de l'Etat	19
4 Les orientations	77
Conclusion	34
Principales orientations et recommandations	35

Introduction

La situation du financement de l'économie française peut paraître paradoxale : alors que le taux d'épargne des ménages se situe depuis plusieurs années à un niveau élevé, de nombreux acteurs économiques (entreprises et collectivités territoriales) mettent en avant leur difficulté à se financer. Au-delà de ce paradoxe, les conditions de financement ne sont pas sans influence sur le rythme de la croissance économique. Elles sont essentielles à la réussite des projets des Français, qu'il s'agisse pour eux d'acquérir un bien immobilier, de fonder une entreprise, de développer un nouveau produit ou d'investir une épargne.

Malgré l'internationalisation croissante des flux financiers, l'Etat continue d'occuper une place majeure dans le financement de l'économie. La Cour a donc souhaité dresser un diagnostic global des instruments utilisés par l'Etat, tout en examinant les effets des déficits publics sur le financement de l'ensemble des agents économiques.

Cette réflexion s'inscrit dans un contexte où de nouveaux développements de la crise ont touché les établissements financiers, les Etats et plus généralement les économies de la zone euro, et qui se caractérise par de nombreuses incertitudes. Les constats effectués s'insèrent dans une analyse plus large, tenant compte d'une double préoccupation : la perte de compétitivité de l'économie française et les difficultés soulevées par l'accroissement persistant de l'endettement public du pays. ■



1 Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise

Les caractéristiques essentielles du financement de l'économie française

411,8 Md€. Ces investissements ont été financés grâce à l'épargne des agents économiques nationaux (360,8 Md€), mais aussi grâce à l'apport de financement par le reste du monde (51 Md€).

Un besoin de financement croissant

En 2011, l'investissement total de l'économie française (entreprises, ménages, administrations) s'est élevé à

Capacité ou besoin de financement des différents secteurs institutionnels en 2011

Md€	Revenu disponible brut	Consommation finale	Epargne brute	Investissements	Solde
Administrations publiques	457,0	489,3	-32,4	71,2	-103,6
Sociétés non-financières	136,0		136,0	201,2	-65,2
Société financières	42,6		42,6	13,9	28,7
Ménages	1365,9	1151,3	214,6	125,5	89,1
Economie nationale	2001,5	1640,6	360,8	411,8	-51,0

Source : INSEE – comptes nationaux

Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise

Depuis 2005, le recours récurrent et croissant à des financements extérieurs a placé l'économie française en position financière nette débitrice vis-à-vis du reste du monde. La différence entre ses actifs et ses passifs financiers, qui était positive en 2001, approchait en 2010 - 233 Md€, soit 12 % du PIB. Cette situation traduit sa perte de compétitivité mais aussi le besoin de financement massif des administrations publiques. A titre de comparaison, la position financière nette de l'Allemagne était en 2010 positive, avoisinant +518 Md€.

Les administrations publiques ne parviennent ni à épargner, ni même à renouveler le capital public dont elles ont la charge.

Un équilibre apparent reposant sur les banques et sur l'Etat

Les banques françaises, dont la structure est très concentrée et internationalisée, occupent une place prépondérante dans le financement de l'économie. Leurs concours à l'économie s'élevaient à 2 008 Md€ fin 2010. Elles opèrent l'essentiel de la transformation financière de passifs courts en actifs longs.

Les solutions alternatives au crédit bancaire sont faiblement développées et ne concernent souvent que les grandes entreprises. Le marché actions est très concentré sur les entreprises du CAC 40 qui totalisent l'essentiel de la capitalisation de NYSE Euronext Paris

(1 197 Md€ fin 2011). De même, le marché obligataire est essentiellement animé par les grandes entreprises. Les PME et les entreprises de taille intermédiaire ne rassemblent que 5,8 % de la capitalisation et recourent peu aux obligations. Le capital-investissement, c'est-à-dire l'apport de fonds propres à des sociétés non cotées, est également limité (9,4 Md€ en 2011) et concerne souvent les entreprises les plus matures. Les opérations de capital-risque et de capital-développement, qui interviennent en début de cycle de vie, restent très faibles (600 M€ en 2011 pour le capital-risque et 2,94 Md€ pour le capital-développement).

L'Etat, par les garanties qu'il accorde, porte dans son bilan des risques qu'il est le mieux à même de couvrir. Il assure également des fonctions structurelles d'incitation à l'épargne, de collecte, de gestion de trésorerie, de redistribution des financements et de garantie. Enfin, les divers instruments dont il dispose lui confèrent une capacité à intervenir conjoncturellement ou ponctuellement, s'il le juge utile, dans le financement de l'économie.

Des fragilités structurelles

L'impact de la situation des finances publiques

La dette publique française – essentiellement portée par l'Etat – a considérablement augmenté en trente ans. De

Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise

20,7 % du PIB en 1980, elle était passée à 35,2 % en 1990, 57,5 % en 2000, 82,3 % en 2010. En 2011, elle s'élevait à 1 717 Md€ soit 86 % du PIB, dont 205,2 Md€ de dette sociale, figurant principalement au bilan de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES).

La baisse des taux d'intérêt et l'ingénierie financière publique ont permis que la charge de la dette n'augmente pas aussi rapidement que son volume. Ces évolutions, ainsi que la profondeur du marché financier en zone euro, qui a évité les effets d'éviction sur le financement privé, n'ont pas incité les pouvoirs publics à ralentir la croissance des dépenses, y compris de fonctionnement.

Le niveau de la dette publique expose l'Etat à un risque de retournement des taux, qui alourdirait considérablement la charge des intérêts. Une hausse de taux de cent points de base l'aggraverait de 1,9 Md€ la première année et de 12,9 Md€ la dixième, selon l'Agence France Trésor. En outre, la dégradation se répercuterait sur l'ensemble des acteurs de l'économie, y compris les bénéficiaires de la garantie de l'Etat.

Une hausse de la prime de risque sur les emprunts à long terme français pourrait entraîner une baisse de l'investissement et de la croissance : d'après le modèle INSEE-direction générale du Trésor, une hausse de 50 points de base entraînerait une baisse de 0,3 % de l'investissement et de 0,1 % du PIB au bout de deux ans. En outre, anticipant des besoins de financement futurs plus éle-

vés, les ménages et les entreprises pourraient spontanément accroître leur épargne. Cette augmentation se traduirait alors par un repli de la demande globale de biens et de services.

La détention à hauteur de 65,4 % fin décembre 2011 de la dette négociable de l'Etat par des non-résidents constitue une source d'incertitudes supplémentaires. Cette part – qui a triplé en 13 ans, mais qui se stabilise depuis 2008 – est le signe de la confiance des investisseurs étrangers. Toutefois, dans une période de tension sur les marchés des emprunts publics, elle pourrait être interprétée comme une vulnérabilité.

Des entreprises dépendantes du crédit

Contrairement à celles des entreprises d'autres pays européens, les marges des entreprises françaises n'ont pas augmenté plus vite que leurs charges entre 2000 et 2009. La France présente la part de profits dans la valeur ajoutée des sociétés non financières la plus faible de l'Union européenne en 2010.

Le plus souvent, les entreprises françaises ont mobilisé leurs résultats pour renforcer leurs fonds propres : la part de ceux-ci dans leur passif est passée de 30 à 35 % entre 1997 et 2010. Même si les situations individuelles sont hétérogènes, l'autofinancement des entreprises françaises – c'est-à-dire le ratio de l'épargne sur les investissements – s'est dégradé depuis la fin des années 1990 : de 100 % en 1998 et 1999, il est tombé

Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise

à 70 % en 2008 et 2011. En 2011, le besoin de financement des sociétés non financières s'est creusé, atteignant 65,2 Md€, sous l'effet de la hausse des investissements (+14,5 Md€) et de la réduction de l'épargne (-17,7 Md€).

Dans ces conditions, les entreprises françaises ont eu recours au crédit bancaire pour réaliser leurs investissements. L'endettement des sociétés non financières approche 60 % du PIB. Les PME sont les principales consommatrices de crédit bancaire (72 % des lignes de crédit entre janvier 2009 et juillet 2010, représentant 27 % du volume des prêts accordés sur cette période) mais elles y accèdent à des conditions moins favorables que les grands groupes (150 à 200 points de base de plus). Cet écart s'est creusé depuis 2008. Par ailleurs, si le financement des investissements s'est maintenu, les crédits de court terme se sont raréfiés avec une part dans l'endettement des entreprises de 4,2 % en 2010 contre 6,1 % en 2008.

Les stratégies mises en place par les entreprises pour réduire leur dépendance au secteur bancaire ne sont pas sans effets défavorables. L'adossement à un groupe, qui permet d'accéder à un financement interne, réduit la part des PME indépendantes dans le tissu entrepreneurial français. Le recours au crédit interentreprises est souvent non-collaboratif : le besoin de fonds de roulement s'établit à trente-cinq jours de chiffre d'affaires en moyenne pour les PME, contre un seul pour les grands groupes,

malgré les dispositions prises par les pouvoirs publics.

L'investissement des entreprises est très corrélé aux conditions de refinancement des établissements de crédits sur les marchés financiers et au fonctionnement du marché bancaire. Un cercle vicieux de sous-investissement est à craindre où, faute de rentabilité, les entreprises présentent un autofinancement insuffisant et sont dépendantes du système bancaire ; faute de financement, elles rencontrent des difficultés à investir dans les projets de modernisation et de développement qui leur seraient nécessaires ; faute de ces investissements, elles demeurent peu rentables. Le ratio entre endettement et valeur ajoutée des sociétés non financières se situait ainsi fin 2010 à 131,5 %, en deçà des valeurs anglaise, italienne ou espagnole, mais bien au-delà du ratio allemand (82,7 %) après avoir augmenté de 20 points depuis juin 2007.

Les problèmes d'orientation de l'épargne

L'épargne des ménages est traditionnellement forte en France, de l'ordre de 15 à 17 % de leur revenu disponible brut. Depuis le déclenchement de la crise, son allocation reflète des motifs de précaution. Les supports non risqués ont représenté 87,4 % du total des flux d'épargne de 2011. Parmi ces flux, 32,5 Md€ ont été placés en assurance-vie – dont les encours sont de 1 375,6 Md€ fin 2011 – et 36,5 Md€ en

Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise

livrets et comptes épargne logement – les encours cumulés du livret A et du livret de développement durable s'établissant à 276,4 Md€ fin septembre 2011.

La comparaison des flux avec le stock, c'est-à-dire la structure du patrimoine financier des ménages, montre une tendance à des placements moins risqués et plus liquides qu'antérieurement. Dans le contexte de 2010, seuls 14,5 % des flux d'épargne s'orientaient vers des supports risqués alors que 32,2 % des stocks d'actifs financiers des ménages demeuraient placés sur de tels supports. En outre, l'épargne des ménages est principalement confiée à des gestionnaires financiers (notamment les assureurs-vie) qui ont internationalisé son allocation : 44 % des actifs financiers détenus par les ménages sont investis dans le reste du monde ; 9 % du portefeuille des ménages sont destinés aux administrations publiques résidentes, contre encore 20 % en 1995.

La détention d'OPCVM est en recul, avec un encours total qui a diminué entre 2007 et fin 2010 de 286 Md€ à 265 Md€. Il n'existe pas d'objectif général d'orientation de l'épargne réglementée vers les entreprises, même si la banalisation de la distribution du livret A s'est accompagnée de la fixation, pour les banques, d'une cible en termes de distribution de crédits aux PME et si les ressources centralisées au Fonds d'épargne financent des prêts à Oséo (5 Md€ entre 2009 et 2011) et au Fonds stratégique d'investissement, (1,5 Md€

d'ici 2015) ainsi qu'un portefeuille de titres de grandes entreprises françaises (38,2 Md€). En définitive, l'épargne des ménages finance de moins en moins les entreprises.

Les évolutions du patrimoine financier des ménages ont été fortement influencées par la hausse des prix de l'immobilier. Il représente 60 % du patrimoine des ménages en 2010. Alors que, de 1965 à 2000, les prix immobiliers avaient suivi le revenu des ménages, ils ont augmenté de 70 % de plus entre 2000 et 2010. L'immobilier, notamment en raison d'importantes incitations fiscales, a progressivement absorbé une part croissante de l'épargne et de la distribution de crédit. Entre 1997 et 2010, la part des actifs immobiliers dans l'actif net total des ménages est passée de 46 % à 60 %. Si leur valorisation est demeurée quasiment stable de 2007 à 2010, elle avait triplé au cours des 10 ans précédents (2 020,8 Md€ en 1997 contre 6 347,2 Md€ en 2007).

Des dispositions fiscales aggravant les fragilités et les déséquilibres

L'épargne des ménages fait l'objet de nombreuses dispositions fiscales privilégiant l'épargne sans risque et l'immobilier. L'épargne non risquée profite de 9 Md€ de dépenses fiscales, contre 2,4 Md€ pour les placements risqués (plan d'épargne en actions ou investissements en fonds propres). De même, les placements les plus liquides se trouvent

Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise

avantagés alors que les ménages tendent spontanément à y souscrire. Les prélèvements obligatoires sur les revenus financiers ont rapidement augmenté alors même que l'investissement immobilier restait encouragé.

Le système fiscal influence aussi les stratégies de financement des entreprises : la déductibilité des intérêts d'emprunt, alors que les dividendes sont imposables, introduit un biais en faveur du financement par endettement au détriment d'un modèle de fonds propres. Les PME sont, dans les faits, plus lourdement imposées que les grandes entreprises, avec un taux explicite d'im-

pôt sur les sociétés de 39 % pour les PME comptant entre 10 et 249 salariés, et 19 % pour les entreprises de plus de 5 000 salariés. Ces dispositions fiscales contribuent à maintenir un autofinancement faible.

Accumulés sur une période longue, ces éléments ont, insensiblement, infléchi le financement de l'économie et ont contribué à le rendre vulnérable à un choc externe, tel celui provoqué par la crise financière internationale.

Cour des comptes

2 Les conséquences de la crise financière

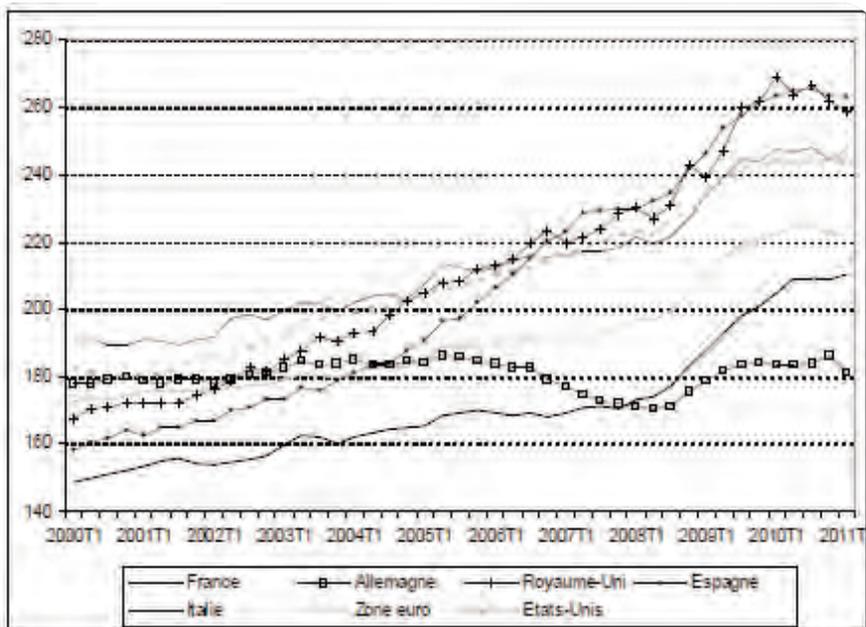
Des impacts durables sur le financement de l'économie

Un environnement profondément déstabilisé

Au long de ses différentes étapes, la crise a mis en évidence des faiblesses dans le système de financement : risques de la titrisation, ineffectivité des produits de couverture, interdépendance

entre stabilité de la sphère financière et situation budgétaire de la sphère publique et insuffisance des mécanismes de supervision et de régulation. Plus généralement, elle est venue sanctionner les limites d'un modèle de financement excessivement fondé sur l'endettement.

Entre 2000 et 2011, l'endettement des acteurs privés est passé en France de 150 % à près de 210 % du PIB. Dans le même temps, il est demeuré stable, autour de 180 % du PIB, en Allemagne.



Endettement des agents non financiers (en % du PIB)

Source : Cour des comptes à partir de données Banque de France

Les conséquences de la crise financière

Face à la crise, les Etats ont été amenés à intervenir pour soutenir aussi bien le secteur financier – en France, par des prêts au secteur bancaire, des prises de participation, l’octroi de garanties ou des dispositifs de rehaussement de crédits – que l’économie réelle. En France, la relance de la commande publique, la hausse des crédits d’intervention et celle de la dépense fiscale ont atteint 34 Md€ en 2009 et 2010, dont 17,5 Md€ de mesures fiscales. Ces apports au financement de l’économie ont soutenu la croissance mais dégradé l’état des finances publiques.

Progressivement, l’accumulation de dettes publiques et privées de nombreux pays, et notamment des pays européens, a favorisé l’émergence d’une crise de la dette souveraine. Dans un contexte de méfiance des investisseurs, les écarts de taux se sont accrus et les notes attribuées aux dettes souveraines de pays européens ont été abaissées, y compris, début 2012, celle de la France par une des agences de notation. Des dégradations en cascade ont suivi : entreprises publiques, Caisse des dépôts et consignations, organismes sociaux, collectivités territoriales, grandes banques.

La dégradation des finances publiques a eu des conséquences en retour sur le secteur financier du fait de la détention de dettes souveraines devenues risquées par les établissements financiers. L’exposition aux dettes souveraines de la zone périphérique des quatre plus grandes banques françaises s’élevait au 30 septembre 2011 à

63,3 Md€, dont 7,7 Md€ de dette grecque.

Malgré les opérations exceptionnelles de la Banque centrale européenne, la distribution du crédit à l’économie pourrait être menacée. En outre, un mouvement de renationalisation des marchés de capitaux s’est engagé, dans le contexte duquel l’emprunt public pourrait désormais exercer un effet d’éviction sur le financement privé.

Le resserrement des contraintes prudentielles

La crise financière a montré la nécessité d’un nouveau cadre international de régulation. La volonté du G20 d’encadrer mieux l’activité bancaire s’est traduite par « l’accord de Bâle III » visant à renforcer la solvabilité bancaire. La liquidité et l’effet de levier des banques – ratio minimal exigé entre fonds propres et expositions de bilan ou hors bilan – sont également réglés. Alors que la pleine entrée en vigueur des normes n’était prévue qu’à l’horizon 2019, un accord européen d’octobre 2011 prévoit que les banques doivent respecter un niveau de 9 % de fonds propres dès le 30 juin 2012. Cette accélération du calendrier pourrait néanmoins renchérir le coût de mise en œuvre des normes prudentielles et accroître les risques de déstabilisation qu’elles induisent, notamment en incitant les banques à détenir des titres de dette souveraine, considérés dans les normes comme sans risque et liquides.

Les conséquences de la crise financière

La directive Solvabilité II impose aux assureurs de nouvelles exigences en matière de gestion des risques. Elle prévoit en outre que certains risques, jusqu'alors couverts par les provisions techniques des assureurs, doivent l'être par leurs fonds propres. Deux ratios de solvabilité sont instaurés à cette fin. Enfin, Solvabilité II généralise l'évaluation dite à la « juste valeur » pour l'ensemble des éléments du bilan.

Ces évolutions sont accélérées par les normes comptables (IFRS) qui, depuis le début de la crise financière, amplifient les mouvements de déstabilisation financière. En effet, la valorisation dite à la « juste valeur » qui prescrit aux établissements financiers de comptabiliser leurs actifs suivant le montant des transactions de marché, soumet leurs bilans à une forte volatilité, notamment à la baisse en cas de crise systémique.

Le cumul de cette prescription avec les normes prudentielles pourrait inciter les établissements à sur-respecter les ratios prudentiels pour se prémunir contre les variations de la valorisation de leurs actifs et passifs. L'injonction de transparence pourrait les inciter à se couvrir encore davantage pour éviter des perturbations potentielles.

En définitive, les nouvelles normes prudentielles pourraient avoir pour effet de renchérir le coût du crédit, de dissuader l'investissement long et d'inciter les entreprises à se reporter sur les marchés.

Un nouveau modèle de financement

Le renouvellement du modèle d'affaires des banques et des assurances

En France, les crédits consentis par les banques sont très supérieurs aux dépôts, notamment en raison de la part importante des dépôts longs réalisés auprès des compagnies d'assurance-vie (1 375 Md€) ou des gestionnaires de fonds (265 Md€), de la centralisation des dépôts des livrets réglementés auprès de la Caisse des dépôts et consignations (260 Md€) et de l'obligation pour de nombreuses entités publiques de déposer leur fonds au Trésor (123 Md€).

En conséquence, les banques françaises font face à un besoin structurel de refinancement. Leur situation nette était, fin 2010, emprunteuse à hauteur de 914 Md€. Les exigences des prêteurs sur le marché interbancaire les contraignent de plus à plus à rechercher des actifs gageables en garantie de leur refinancement (collatéralisation).

Afin de satisfaire les futures exigences prudentielles de liquidité, les banques cherchent à collecter désormais plus de dépôts afin de diminuer leur ratio crédits sur dépôts. Celui-ci s'est réduit de 129 % à 112 % entre 2007 et 2010. Dans le même temps, elles sont contraintes de mobiliser leur résultat d'exploitation pour augmenter le niveau

Les conséquences de la crise financière

de leur fonds propres sans recourir aux aides de l'Etat et pour ne pas restreindre leur offre de crédit.

Ces exigences nouvelles modifient les stratégies financières et commerciales des banques, qui ne reprendront vraisemblablement pas une activité de financement comparable à celle des années 2000.

Sur le plan financier, les banques cherchent à limiter leur consommation de fonds propres. A cette fin, certains établissements ont commencé à réduire la taille de leur bilan pour augmenter leur ratio de fonds propres par diminution du dénominateur. Par ailleurs, le mouvement de titrisation est vraisemblablement appelé à reprendre, pour limiter les couvertures en fonds propres exigées.

Sur le plan commercial, les établissements tendront vraisemblablement à accroître leurs marges opérationnelles, à raccourcir l'horizon des prêts accordés et à rechercher de la liquidité en intensifiant leur concurrence en termes de rémunération de l'épargne, au bénéfice de l'épargnant et au détriment de l'emprunteur.

Les assureurs-vie, premiers concernés en France par la directive Solvabilité II, vont devoir adapter leur stratégie de placement en vue d'optimiser le rendement de leurs actifs sous contrainte de fonds propres assortis. Les produits jugés sûrs par les normes prudentielles, d'horizon court ou offrant des gains réguliers, seront favorisés dans le bilan des assureurs, y compris les titres de

dettes souveraines. En revanche, les actions, les interventions en capital-investissement ou via des fonds de gestion alternative continueront à diminuer.

Des acteurs économiques dont l'accès au financement pourrait se réduire

Les PME indépendantes ont peu de solution alternative à l'emprunt bancaire. Elles sont donc exposées au renchérissement du coût du crédit tout comme à une contraction de son volume ou de sa durée. Depuis janvier 2012, elles font face à un repli des crédits mobilisés qui leur sont accordés. Malgré la volonté des pouvoirs publics de les y inciter, les assureurs ne devraient pas augmenter leur contribution au financement des PME.

Les exportateurs, en particulier les PME exportatrices, sont également affectés par la difficulté des banques européennes à se refinancer en dollar. Malgré les interventions des banques centrales, l'accès aux liquidités dans cette devise s'annonce plus rare et plus coûteux.

L'horizon des financements de projet s'est raccourci à une durée n'excédant pas 10 ans, en particulier du fait de la disparition des rehausseurs de crédit et de l'effet des nouvelles normes prudentielles. La rentabilité dégradée des projets décourage les partenaires privés. Compte tenu des contraintes budgétaires, la sphère publique rencontre des difficultés à augmenter le montant de

Les conséquences de la crise financière

ses subventions initiales, à octroyer de façon plus large sa garantie à ses partenaires et à solliciter de nouveaux intervenants en cofinancement.

Les collectivités territoriales, premiers acteurs de l'investissement public, pourraient rencontrer des problèmes du même ordre, leur financement reposant à 97 % sur les banques. Les nouvelles règles prudentielles, les effets de la restructuration de Dexia et plus généralement de la crise financière pourraient en effet conduire à un renchérissement, voire à une contraction des volumes des prêts qui leur sont accordés. En réponse, les collectivités territoriales tendent à réexaminer leurs besoins (15-16 Md€ en 2011 contre 18-20 Md€ antérieurement), notamment en rationalisant et en hiérarchisant leurs projets d'investissements. Parallèlement, elles cherchent à diversifier leurs ressources, en levant directement des fonds sur les marchés ou auprès des épargnants.

Les enjeux de la nouvelle donne pour l'Etat

Durant la crise, l'Etat a cherché à n'intervenir que de manière temporaire. Les mesures de soutien qu'il a adoptées ont reposé sur l'hypothèse que le financement de l'économie retrouverait, à longue échéance, les conditions qui étaient les siennes avant la crise.

Cette hypothèse semble désormais contredite par la nature structurelle des évolutions en cours. L'Etat est de plus en plus amené à agir pour renforcer la stabilité du secteur financier comme pour répondre aux besoins de financement d'acteurs qui dépendaient précédemment presque exclusivement des banques. Il dispose, pour y parvenir, de nombreux leviers d'action, mais il doit composer avec les contraintes nouvelles auxquelles ils sont désormais soumis.

3 Les leviers d'action de l'Etat

L'érosion des instruments directs

L'effacement de l'Etat dans les aides directes à l'investissement

Depuis une dizaine d'années, le montant global des subventions d'investissement versées par les administrations publiques aux entreprises et aux ménages s'est maintenu. En revanche, leurs modalités de distribution ont profondément changé.

L'Etat lui-même distribue moins d'aides directes que par le passé. Il s'appuie sur les organismes divers d'administration centrale (ODAC) dont la contribution, si on la rapporte à l'ensemble des aides versées par les administrations centrales (Etat et ODAC), est passée entre 2000 et 2010 de 23 % à 91,8 % pour les ménages et de 5,3 % à 47 % pour les entreprises.

Dans le même temps, il a augmenté ses concours aux collectivités territoriales : ceux-ci ont progressé de 5,7 Md€ à 8,7 Md€, via le fonds de compensation de la TVA, la dotation globale d'équipement et les dotations aux régions et départements pour l'équipement scolaire. Alors que les collectivités territoriales versaient cinq fois moins d'aides

que les administrations centrales en 2000, l'écart a été pratiquement effacé en 2010, avec 3,0 Md€ d'aides provenant des premières et 3,1 Md€ des secondes.

En définitive, si les aides à l'investissement versées par l'Etat se sont maintenues autour de 0,75 point de PIB, elles ne bénéficient aux entreprises et aux ménages que de façon indirecte, si bien que l'Etat en a progressivement perdu la maîtrise, tant en termes de pilotage que de délai d'octroi.

L'Etat actionnaire et ses difficultés financières

L'intervention directe de l'Etat dans le capital d'entreprises publiques ou privées s'est raréfiée sous l'effet conjoint de la dégradation des conditions de marché, qui décourage les cessions, et du resserrement des contraintes budgétaires, qui limite les possibilités d'opérer des dotations en capital ou de nouveaux investissements.

Dans ce contexte, l'Etat a été amené à faire appel à des co-investisseurs externes, la Caisse des dépôts et consignations pour le renforcement des fonds propres de La Poste, mais aussi, par exemple, le fonds souverain koweïtien pour ceux d'Areva. En outre, l'Etat a dû recourir à l'endettement, dans le cadre du plan de relance ou des investissements d'avenir, pour financer des opé-

Les leviers d'action de l'Etat

rations, dont certaines, comme le « plan Campus », ne relevaient pas du champ d'intervention normal de l'Etat actionnaire.

Les entreprises dont l'Etat est actionnaire ont dû de façon croissante se financer par le crédit, pour maintenir le niveau de leur investissement. Certaines ont même dû s'endetter pour satisfaire les exigences élevées de l'Etat en matière de dividendes. Le taux de distribution moyen des entreprises relevant de l'Agence des participations de l'Etat s'élevait à 55,7 % au titre de l'exercice 2010 (et même 59,5 % pour l'exercice 2009), au-delà du taux moyen du CAC 40 qui se situe autour de 50 %.

De nouvelles formes d'intervention

Les dépenses fiscales face au butoir des déficits publics

Le souci de respecter la norme de dépenses budgétaires, celui d'alléger les prélèvements obligatoires et celui d'obtenir des effets de levier ont entraîné à partir de 2005 un recours croissant aux dépenses fiscales. Celles en faveur du financement de l'économie ont vu leur coût total presque doubler entre 2005 et 2010, s'établissant à plus de 20 Md€ par an, dont un quart en faveur de l'épargne financière, un quart en faveur de l'investissement immobilier et une moitié en

faveur de l'autofinancement des entreprises.

Toutefois, la dynamique de croissance des dépenses fiscales s'est révélée ni soutenable, ni maîtrisable. Leur coût important, la difficulté à les maîtriser dans le temps et à en assurer un suivi administratif aussi étroit que celui des crédits budgétaires ont amené les pouvoirs publics à commencer à en réduire l'usage.

De nouveaux outils : cofinancements, investissements d'avenir et octroi de garanties

La contrainte budgétaire, les limites de l'expansion des dépenses fiscales et la recherche d'effets de levier encore accrus ont entraîné la recherche d'autres moyens d'action.

Le cofinancement public-privé s'est nettement développé : entre 2004 et 2011, l'Etat a signé 24 contrats de partenariat pour un montant total de 9,2 Md€ et un investissement initial de 2,8 Md€. La défense, la santé, les transports et l'environnement sont les secteurs les plus concernés par ces investissements. Sous l'effet de la crise, toutefois, les financeurs privés se sont désengagés des partenariats public-privé. En conséquence, l'Etat a dû y intervenir plus intensément par des garanties, par l'octroi de prêts et par des subventions initiales.

Le programme des investissements d'avenir a mobilisé 34,7 Md€ en vue

Les leviers d'action de l'Etat

d'obtenir un effet de levier de 25 Md€. Il présente toutefois des limites spécifiques liées à son financement par l'emprunt, à la difficulté à identifier des projets rapidement finançables ou suffisamment rentables. Il pourrait en outre voir ses objectifs se dénaturer pour servir à une débudgétisation de dépenses de fonctionnement.

L'octroi de garanties est devenu un outil privilégié de l'Etat du fait de son effet de levier et de l'absence de sortie budgétaire associée. L'encours de la dette garantie a plus que doublé depuis 2006, s'établissant à 124 Md€ en 2011 après un maximum de 150 Md€ en 2009, sous l'effet de la participation de l'Etat au refinancement de la société de financement de l'économie française, du fonds européen de stabilité financière mais aussi au soutien apporté à la restructuration de Dexia.

Des risques nouveaux à gérer

Grâce à ces nouvelles formes d'intervention, l'Etat a pu partiellement contourner les contraintes que sa situation budgétaire faisait peser sur lui.

Cependant, en mobilisant une partie de ses recettes actuelles, de ses recettes futures, de sa capacité d'emprunt et jusqu'à sa garantie, l'Etat s'est, de fait, exposé à des risques nouveaux. Une large part d'entre eux s'inscrit hors-bilan et appelle une réflexion sur l'effet de levier global de l'Etat et l'identification des aléas auxquels il est soumis. En

effet, la surveillance de la soutenabilité de ses finances, qu'elle émane des organes communautaires ou des marchés, se fait de plus en plus exigeante.

La recherche de relais dans la sphère financière publique

Les acteurs du secteur financier public

Le groupe Caisse des dépôts est composé d'un établissement public et de filiales, associant des missions d'intérêt général et des activités concurrentielles. Il gère sous mandat le Fonds d'épargne, le Fonds de réserve des retraites et participe de fait au financement de la sécurité sociale. Ces dernières années, ses participations conjointes avec l'Etat, directes ou indirectes, se sont multipliées : Banque Postale, Oséo, Fonds stratégique d'investissement, CNP Assurances.

Le Fonds d'épargne centralise une partie des ressources de l'épargne réglementée (222,5 Md€ fin 2011) afin de financer, le logement social et la politique de la ville (118 Md€) mais aussi, de façon croissante, de « nouveaux emplois » (15 Md€) : collectivités territoriales, infrastructures de long terme, prêts à Oséo et au FSI. Le reste de ses ressources alimente un portefeuille de titres, dont le rendement est devenu indispensable à son équilibre financier,

Les leviers d'action de l'Etat

en raison de la marge négative sur l'essentiel des nouveaux prêts au logement social, situation qui n'est pas financièrement saine et présente des risques.

Le Fonds stratégique d'investissement est un investisseur en fonds propres doté de 20 Md€ de capital créé en 2008 par la Caisse des dépôts et l'Etat. Structure récente et initialement ambitieuse, il a repris certains engagements du groupe Caisse des dépôts (programme « FSI Investissement ») et s'emploie à augmenter sa visibilité locale, via le dispositif « FSI Régions ». L'indépendance de sa gouvernance et les synergies qu'il développe avec CDC Entreprises ou Oséo restent toutefois à consolider.

Oséo soutient l'innovation et apporte des crédits et des quasi-fonds propres aux PME, notamment dans les phases de création, de transmission ou de développement. Il est le principal intervenant en garantie (85 % des dossiers). En 2011, Oséo a soutenu 84 000 entreprises contre 55 000 en 2005. L'effet de levier de ses interventions est fort mais nécessite une vigilance sur sa structure financière, son modèle prudentiel et les conditions de son refinancement.

CNP Assurances domine le marché de l'assurance-vie avec 17,4 % des parts de marché en 2011. Malgré un bénéfice annuel stabilisé à 1 Md€, elle n'est pas exempte de fragilités pour la Caisse des dépôts (40 % du capital) en raison de sa très forte dépendance au marché de l'assurance-vie (85 % de sa collecte).

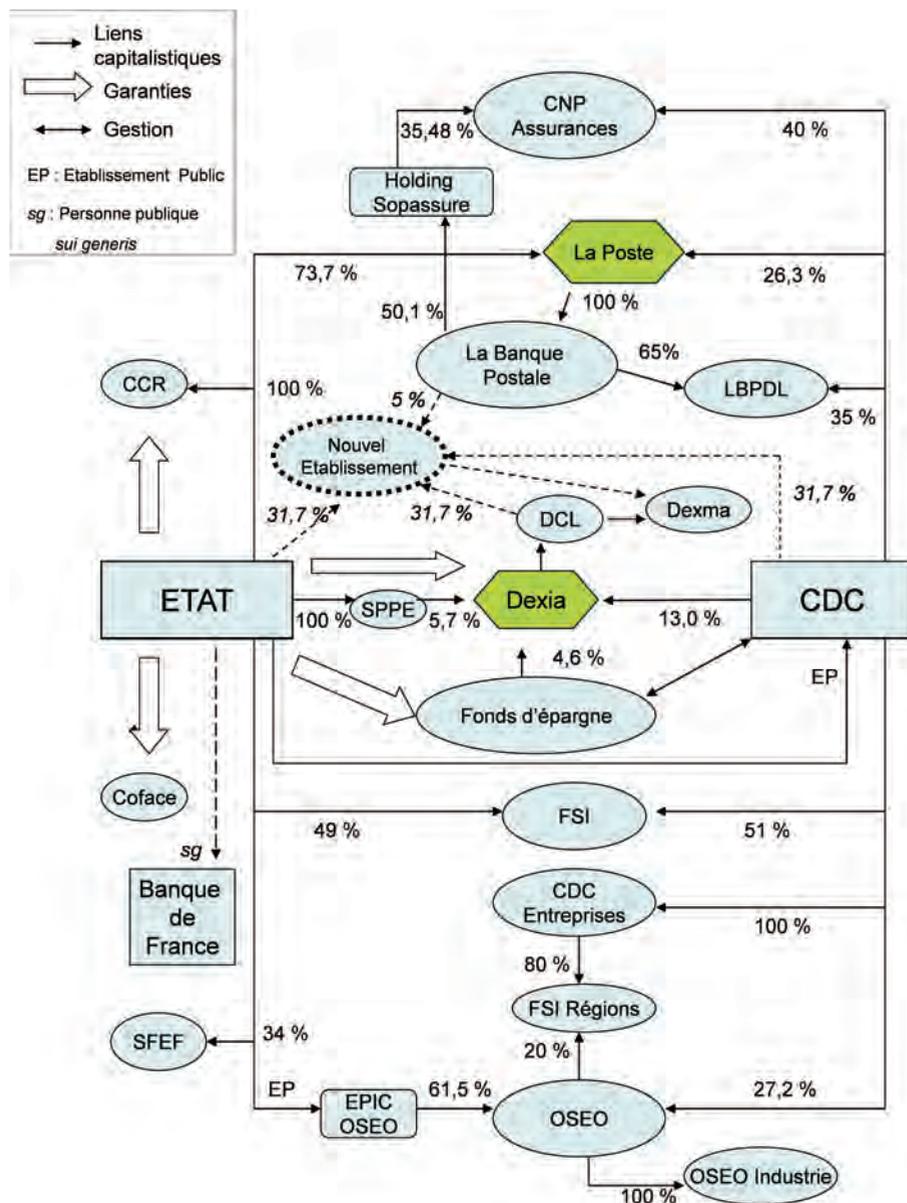
La Banque Postale est un établissement de crédit récent détenu par le

groupe La Poste. Disposant d'une liquidité importante, elle s'est adressée depuis 2005 à une clientèle de plus en plus diversifiée : ménages, entreprises et, plus récemment, collectivités territoriales, mais sa croissance demeure à juste titre prudente.

Créé en 2001, le Fonds de réserve pour les retraites a été doté de 87 Md€ en vue de soutenir, à compter de 2020, le financement des régimes obligatoires. Depuis 2010 toutefois, il doit liquider progressivement ses actifs (36,8 Md€) pour contribuer au remboursement de la dette sociale.

Filiale du groupe Natixis, la Coface gère des procédures publiques de garanties aux entreprises qui exportent ou souhaitent le faire. Ses assurances investissement et ses garanties ont fortement progressé depuis 2007 mais restent à orienter plus largement vers les PME. Contrairement à l'Eximbank américaine, elle ne contribue pas au financement même des exportations.

Les leviers d'action de l'Etat



Les leviers d'action de l'Etat

Des relais précieux mais non sans limites

En mobilisant de façon croissante le secteur financier public, l'Etat a pu conserver des moyens d'action, s'appuyer sur une expertise financière précieuse et développer des instruments à fort effet de levier. Il a significativement élargi l'éventail des dispositifs de soutien à l'offre de financement : opérations d'endettement, de capital-investissement, quasi fonds propres, garanties et assurances.

Toutefois, l'augmentation des risques portés par le secteur financier public ne s'est pas suffisamment accompagnée de progrès en matière de gouvernance, de niveau de fonds propres et de supervision prudentielle. A l'intersection des sphères financière, industrielle et immobilière, la Caisse des dépôts et consignations concentre une partie désormais centrale des enjeux. Le Fonds d'épargne, la Banque Postale et CNP Assurances connaissent des insuffisances de fonds propres, partiellement aggravées par les exigences de l'Etat en matière de versement de dividendes.

Tous les dispositifs auxquels l'Etat est, directement ou indirectement, partie, l'exposent à des risques financiers (faible rentabilité, projets plus risqués). Leur développement ne doit pas conduire à fausser les conditions de concurrence ou, s'ils devenaient permanents, à déresponsabiliser les acteurs privés, offreurs ou demandeurs de finance-

ments. Plus généralement, l'implication du secteur financier public ne peut à elle seule satisfaire l'ensemble des besoins de financement de l'économie.

Les relations de l'Etat avec le secteur financier

La supervision financière et ses limites

Si la réglementation applicable au secteur financier est pour l'essentiel élaborée au niveau européen, voire mondial, sa supervision, c'est-à-dire le contrôle de son niveau de risque, reste très largement exercée dans un cadre national.

Depuis 2010, le système français est dual : l'Autorité de contrôle prudentiel est chargée du secteur financier dans son ensemble (banques et assurances) ; l'Autorité des marchés financiers assure la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés.

L'une et l'autre disposent de prérogatives renforcées, notamment la capacité de formuler des recommandations, leur permettant d'apprécier la situation financière, les conditions d'exploitation, le respect des normes prudentielles et la correcte commercialisation des produits financiers. En période de crise systé-

Les leviers d'action de l'Etat

mique, elles peuvent faire usage de pouvoirs exceptionnels.

Leur action rencontre toutefois des limites : la gestion des ressources humaines et les modalités de contrôle se sont adaptées trop lentement à la sophistication des techniques d'ingénierie financière, telles que les chambres de compensation privées (dark pools), le trading haute fréquence, la titrisation ou l'intervention des fonds alternatifs (hedge funds). La coordination des superviseurs à l'échelle européenne reste largement à mettre en œuvre et la présence française dans les structures communautaires demeure insuffisante.

La conciliation entre offreurs et demandeurs de financement : un enjeu encore actuel

Les services de l'Etat, à l'échelon central ou dans les territoires, en particulier sous l'impulsion de l'autorité préfectorale, travaillent à rapprocher demandeurs et offreurs de financement. Au travers de structures comme le comité interministériel de restructuration industrielle ou les comités départementaux d'examen des difficultés de financement des entreprises, ils assurent notamment l'accompagnement des entreprises en difficultés.

Durant la crise, ce rôle traditionnel, souvent informel, a été institutionnalisé au sein d'un mécanisme original : la Médiation du crédit. En lien avec la Banque de France, Oséo, les services de l'Etat ainsi que certaines organisations socioprofessionnelles et consulaires, elle assiste les entreprises rencontrant des difficultés pour obtenir un crédit. Entre son lancement en novembre 2008 et la fin août 2011, près de 32 000 entreprises ont saisi la Médiation. Plus de 80 % d'entre elles ont été aidées, 3,6 Md€ d'encours de crédits ont ainsi été débloqués. Si le nombre de dossiers a décliné progressivement depuis 2009, les petites entreprises, souvent fragiles, continuent de solliciter la Médiation du crédit, dont le dispositif a, en conséquence, été maintenu jusqu'en décembre 2012.



4 Les orientations

Accroître les interventions financières publiques peut paraître, à court terme, une solution permettant de résoudre les difficultés de financement de certains acteurs économiques. Ce serait sans doute vain sur le moyen terme. L'action de l'Etat doit principalement viser à pallier les défaillances de marché caractérisées.

Certains instruments sont inopérants dans le contexte actuel, tels que le recours accru à la dépense fiscale, la recherche, à grande échelle, de partenariats public-privé ou bien l'apport de la garantie de l'Etat à une « agence » de financement des collectivités territoriales, et doivent donc être écartés.

L'Etat n'en conserve pas moins des moyens d'agir, par exemple en réduisant la dépense fiscale et en la ciblant mieux vers l'investissement productif ou par l'intermédiaire du secteur financier public, en particulier du groupe Caisse des dépôts, qui dispose encore de marges de manœuvre.

Il doit, dans un environnement économique, financier et réglementaire qui demeure très instable, mettre en place une stratégie d'ensemble dans le but d'assurer une allocation efficace des flux financiers. Les principaux objectifs de cette stratégie pourraient être les suivants.

Favoriser les financements de long terme

Alors que le cadre prudentiel applicable aux établissements financiers risque de les contraindre à réduire la durée des prêts qu'ils distribuent, il est indispensable de maintenir l'accès à des financements de long terme, nécessaires pour financer à la fois des projets d'infrastructures, les investissements des collectivités territoriales et des entreprises, et l'innovation.

Orienter l'épargne financière vers le long terme

L'épargne financière doit être réorientée vers le long terme afin de fournir une source de financement pérenne pour l'économie et de permettre aux ménages de se constituer une épargne à même de contribuer à répondre à leurs besoins de long terme (notamment la retraite et la dépendance).

Un redéploiement des mécanismes d'incitation financière en faveur de l'épargne de long terme doit donc être engagé, dans le cadre en particulier de l'assurance-vie, afin d'encourager les épargnants à détenir leur épargne plus longtemps sur ces produits.

Les orientations

Pour être efficaces, ces réaménagements impliquent de maintenir une hiérarchie des rémunérations entre les livrets d'épargne réglementée, qui représentent une épargne liquide de court terme, et l'épargne longue. Le doublement des plafonds du livret A et du livret de développement durable (LDD), envisagé par le gouvernement, pourrait entraîner des transferts depuis l'assurance-vie, dans un contexte où il est nécessaire d'encourager l'épargne longue, et des mouvements à partir des livrets bancaires fiscalisés, alors que le système bancaire français se caractérise déjà par un déséquilibre entre l'encours des prêts et les dépôts collectés. Pour limiter ces contre-effets, il pourrait être envisagé de répartir sur plusieurs années ce relèvement. En tout état de cause, le relèvement des plafonds devrait, dans le souci de préserver le financement de la protection sociale, conduire à soumettre aux prélèvements sociaux les revenus tirés des dépôts pour leur partie supérieure aux plafonds actuels des livrets.

L'encouragement à une épargne financière longue doit également conduire à reconsidérer et redéployer les incitations publiques résiduelles dont bénéficie l'immobilier (hors logement social). Dans un contexte de raréfaction de la ressource publique, l'action publique devrait être réservée aux zones qui connaissent une pénurie de logements.

Mieux utiliser les ressources du Fonds d'épargne

Favoriser les financements de long terme suppose également de mieux utiliser les ressources du Fonds d'épargne (222,5 Md€ à fin 2011).

Ce dernier dispose aujourd'hui d'un surplus de liquidité qui serait de l'ordre de 52 Md€.

Ce chiffrage fait débat entre la Caisse des dépôts et consignations et l'Etat, ce qui montre la nécessité de préciser le modèle prudentiel du Fonds d'épargne sur la liquidité afin de bien calibrer les possibilités d'utilisation de cette ressource.

En tout état de cause, compte tenu de l'incertitude du contexte financier, il est opportun, à ce stade, de préserver une marge de manœuvre sur les ressources du Fonds d'épargne afin d'être en mesure de les mobiliser pour pallier des défaillances de marché constatées. Il est, par ailleurs, essentiel de viser une allocation optimale de ces ressources. En particulier, la distribution des prêts aux organismes de logements sociaux par le Fonds d'épargne devrait être résolument ciblée, y compris avec une modulation des taux, au profit des zones qui connaissent une situation tendue. L'équilibre financier à terme de l'activité de prêts au logement social doit être globalement assuré. S'agissant des nouveaux emplois, leur croissance nécessiterait d'être maîtrisée et justifiée par l'inté-

rêt socio-économique des opérations et l'existence d'une réelle carence de marché pour leur financement.

Tirer les conséquences du nouveau contexte pour le financement des entreprises et des collectivités territoriales

Améliorer les conditions de financement des entreprises par un redéploiement de leur fiscalité

Dans un contexte où il est exclu d'augmenter la dépense fiscale, des redéploiements devraient être opérés afin d'améliorer la capacité des entreprises à se financer en fonds propres et de soutenir davantage les PME. L'une des voies possibles serait de plafonner la déductibilité des intérêts d'emprunts, qui crée aujourd'hui un biais en faveur du financement par dette plutôt que par fonds propres. Un tel plafonnement permettrait, par les économies réalisées, la mise en place de mesures fiscales favorables aux PME, qu'il s'agisse du taux ou de l'assiette de l'impôt sur les sociétés, ou de l'allègement des charges qui pèsent sur les facteurs de production.

Cibler les défaillances de marché pour le financement des petites et moyennes entreprises

Les difficultés que pourraient rencontrer les PME à se financer ont conduit le gouvernement à prévoir la mise en place d'une banque publique d'investissement. Pour être utiles, les ressources de cette banque devront être ciblées sur les défaillances de marché avérées.

Le financement en fonds propres des entreprises en phase d'amorçage et de premiers développements constitue, aujourd'hui, un enjeu important. Deux pistes pourraient être explorées, sans méconnaître leurs limites : l'amélioration des véhicules fiscaux destinés à encourager l'investissement dans le capital des PME (notamment FCPI, FIP, FCPR), qui manquent de lisibilité et d'efficacité ; le redéploiement d'une partie des moyens de CDC Entreprises, aujourd'hui consacrés au capital investissement.

Au-delà, il appartient aux pouvoirs publics de continuer à suivre l'évolution de l'offre de crédit à destination des très petites entreprises et des PME. La Médiation du crédit contribuant à ce suivi, sa prolongation serait, dans le contexte actuel, la solution la plus prudente, sans pour autant institutionnaliser le dispositif.

En tout état de cause, les PME seront conduites à rechercher une diver-

Les orientations

sification de leurs sources de financement. Cette évolution pourrait passer par les financements de marché, même si cela ne peut concerner qu'une part limitée de leurs besoins et ne peut en aucun cas engager la garantie de l'Etat. Les réformes mises en œuvre à l'initiative des pouvoirs publics, qui visent à favoriser l'accès des PME aux financements de marché, doivent être poursuivies. Il pourrait être envisagé de créer une structure de marché dédiée aux PME et aux entreprises de taille intermédiaire (ETI), avec des équipes spécifiques, afin de permettre à ces entreprises de lever des fonds en capital ou sous forme obligatoire.

Faire évoluer le modèle de financement des collectivités territoriales

Compte tenu de la réduction des transferts de l'Etat, de la nécessité de participer à l'effort de désendettement du pays et de la diminution probable de l'offre de financement bancaire à destination des collectivités territoriales, le modèle de financement de ces dernières est appelé à évoluer.

Un axe majeur est de développer l'autofinancement de l'investissement. Les efforts de maîtrise de la dépense locale devront être favorisés par la rationalisation des compétences des différents niveaux de collectivités territoriales. A cet égard, la réforme des lois de décentralisation annoncée par le gouvernement devrait intégrer un objectif

explicite de recherche de l'efficacité de l'organisation territoriale.

Les collectivités territoriales doivent également se préparer à diversifier davantage leurs sources de financement. Plusieurs pistes, dont certaines sont complémentaires, peuvent être envisagées.

Une offre de prêts à court terme a été récemment mise en place par La Banque Postale. La structure commune projetée entre cette dernière et la Caisse des dépôts et consignations aurait vocation, à terme, à couvrir entre 20 % et 25 % du marché. Elle ne répondrait pas, à elle seule, aux besoins de financement des collectivités territoriales nés de la restructuration de Dexia.

La création d'une agence de financement des collectivités territoriales est évoquée comme une solution supplémentaire. Dans un rapport au Parlement, de février 2012, le Gouvernement a cependant relevé la complexité du dispositif envisagé et la nécessité d'approfondir la réflexion sur plusieurs points. Au-delà de l'ampleur et de la portée des sujets non encore réglés, la Cour souligne à nouveau la nécessité que cet organisme n'engage pas la garantie de l'Etat.

En tout état de cause, les collectivités territoriales doivent se préparer à recourir davantage au financement obligatoire, qui constitue un axe possible de diversification pour les plus grandes même s'il restera probablement limité par rapport aux besoins à satisfaire.

Mettre en place les moyens d'une stratégie d'ensemble, diversifiée et réactive

Pour mettre en œuvre efficacement une stratégie d'ensemble, plusieurs conditions sont nécessaires.

Passer d'une économie d'endettement à une économie de fonds propres

L'une des conditions est de réduire la ponction exercée sur l'économie par le besoin de financement des administrations publiques, ce qui suppose de réduire l'endettement de toutes les administrations publiques. Il n'est pas de bonne politique de financement de l'économie sans bonne politique des finances publiques. Ce n'est que dans ce cadre que les réaménagements proposés en faveur de l'épargne financière de long terme, notamment de l'assurance-vie, pourront trouver leur signification, car ils impliquent que le financement de l'Etat n'évince pas les financements privés dans les portefeuilles des agents économiques.

De manière plus générale, face à une « économie d'endettement » qui a atteint ses limites, la réflexion de l'Etat doit s'orienter vers la mise en place des fondements d'une « économie de fonds propres », et, pour ce qui concerne plus

particulièrement la sphère publique, d'autofinancement.

En outre, l'accroissement des interventions à opérer et la raréfaction des moyens disponibles exigent que l'Etat et le secteur public financier gagnent en efficacité, en gouvernance mais aussi en maîtrise des risques à tous niveaux.

Renforcer le pilotage exercé par l'Etat

La responsabilité globale qui incombe à l'Etat d'assurer que le financement de l'économie française s'effectue dans des conditions satisfaisantes suppose d'avoir en permanence une vue d'ensemble de ce financement. Celle-ci doit permettre aux pouvoirs publics de choisir les instruments les plus adaptés mais aussi d'intervenir de manière réactive. Afin d'atteindre cet objectif, l'Etat doit enrichir les documents budgétaires annexés au projet de loi de finances et produire un rapport annuel global sur l'ensemble des mécanismes concourant au financement de l'économie, qui s'appuierait sur les données statistiques disponibles ainsi que sur la consultation des professionnels concernés.

Mieux assurer la cohérence de la sphère financière publique

L'existence de nombreux canaux de financement des entreprises (Oséo, Fonds stratégique d'investissement, CDC Entreprises, etc.) intervenant sur

Les orientations

des segments souvent très proches, voire identiques, soulève la question de leur rationalisation. Si elle est nécessaire, celle-ci doit s'entourer de précautions. En particulier, le métier d'investisseur en fonds propres, pour lequel la Caisse des dépôts et consignations est aujourd'hui chef de file, et celui de prêteur, rôle que joue l'actuel groupe Oséo, sont distincts et doivent le rester afin d'éviter les conflits d'intérêts (qui se manifesteraient, par exemple, si un même intervenant était simultanément actionnaire et créancier d'une même entreprise).

Adapter la Caisse des dépôts et consignations à la nouvelle donne

La Caisse des dépôts et consignations représente aujourd'hui le principal relais financier public de l'intervention de l'Etat au service du financement de l'économie. Ce groupe a donc un rôle stratégique, compte tenu de sa position au sein de la sphère financière publique, et une dimension systémique. La gouvernance et la surveillance de la Caisse doivent être à la hauteur de ce double enjeu.

Le groupe doit, en premier lieu, définir une nouvelle stratégie adaptée au contexte, son plan stratégique actuel datant de 2007. Il est, par ailleurs, indispensable de tirer pleinement les conséquences du nouvel équilibre entre la commission de surveillance, la direction générale et l'Autorité de contrôle pru-

dentiel, établi par la loi de modernisation de l'économie. La Cour formule plusieurs recommandations afin de renforcer la gouvernance interne de la Caisse des dépôts et consignations et du Fonds d'épargne. La diversité accrue des activités de la Caisse et leur niveau très inégal de rentabilité justifient un pilotage très resserré de la maîtrise des risques. Enfin, la Caisse devrait procéder à une évaluation de ses filiales et participations afin de vendre, le cas échéant, celles d'entre elles qui ne sont pas stratégiques ou pas rentables. En effet, de nombreuses filiales et participations se sont progressivement sédimentées, mobilisent une part importante des fonds propres et peuvent, dans certains cas, présenter des risques et, dans d'autres cas, offrir des possibilités de plus-values en cas de cession.

Adapter la surveillance financière au nouveau contexte

L'adaptation de la surveillance financière au nouveau contexte passe d'abord par une meilleure prévention des risques systémiques liés au secteur financier.

En France, les encours de crédits excèdent le montant des dépôts collectés. La mise en œuvre de nouveaux ratios prudentiels devrait significativement, et de manière durable, accroître les besoins de liquidité. Compte tenu du rôle central d'intermédiation des flux d'épargne qu'exerce le système bancaire

français et de ses spécificités en matière de besoin de liquidité, il appartiendra à l'Etat, à la Banque de France et à l'Autorité de contrôle prudentiel de demeurer particulièrement vigilants sur le sujet de la liquidité bancaire afin qu'il n'ait aucun impact systémique.

Les développements de la crise financière, y compris les plus récents, ont mis en évidence la nécessité de disposer des outils de résolution indispensables à la bonne gestion des crises bancaires. Des réflexions ont été récemment engagées, au niveau européen, sur la possibilité d'instaurer une « union bancaire ». Les modalités précises de mise en œuvre de ce dispositif restent à déterminer. Elles pourraient avoir des implications majeures sur les finances publiques et sur les engagements hors bilan de l'Etat : en cas de crise systémique, les Etats resteraient en effet garants, en dernier ressort et de manière désormais solidaire, des dépôts au sein de la zone euro.

En tout état de cause, la supervision financière demeure, encore aujourd'hui, principalement exercée au niveau national. Aussi est-il nécessaire que les moyens conservés par les autorités françaises de supervision bancaire et financière soient à la hauteur des enjeux pour garantir la confiance du public et des marchés dans les systèmes bancaires et financiers. Il est notamment essentiel de continuer, au plan national, à adapter les pratiques et les moyens de la supervision aux risques financiers actuels et à l'éventuelle progression des flux financiers gérés par le secteur non-régulé. La coopération des autorités nationales de supervision entre elles et avec leurs homologues européennes doit, par ailleurs, être renforcée.

Conclusion

Au-delà de ses effets sur l'activité du pays, le financement de l'économie représente un enjeu collectif pour l'ensemble de la communauté nationale. Il intéresse tous les citoyens, que ce soit en tant que contribuables, épargnants, entrepreneurs ou investisseurs. Par bien des aspects, il concerne, en outre, les générations futures et engage l'avenir de notre société.

Principales orientations et recommandations

Asseoir le financement de l'économie sur une épargne financière de long terme

→ rationaliser la dépense fiscale dans le domaine de l'assurance-vie afin de mieux inciter à la détention dans la durée. En particulier :

- redéfinir la durée fiscale des contrats en fonction de l'historique des versements ;

- réaménager le profil des taux de prélèvements forfaitaires libératoires s'appliquant aux revenus de l'assurance-vie de façon à encourager plus efficacement la détention longue ;

- promouvoir une rémunération des contrats d'assurance-vie différenciée selon la durée de détention ;

→ réserver l'action publique dans le domaine de l'immobilier (hors logement social) aux zones qui connaissent une pénurie de logements ;

Mieux régler et orienter la liquidité du Fonds d'épargne

→ en cas de doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable, appliquer un prélèvement social sur les revenus tirés des dépôts pour leur partie supérieure aux plafonds actuels des livrets et répartir par paliers sur plusieurs années ce relèvement ;

→ préciser le modèle prudentiel du Fonds d'épargne sur le plan de la liquidité pour bien calibrer sa marge de manœuvre ;

→ assurer globalement l'équilibre financier à terme des prêts au logement social ;

→ moduler les taux des prêts du Fonds d'épargne aux organismes de logements sociaux en fonction du caractère tendu de l'offre de logement ;

Améliorer les conditions de financement des entreprises par un redéploiement de leur fiscalité

→ redéployer la fiscalité des entreprises dans un sens plus favorable à l'investissement et aux petites entreprises ;

→ plafonner la déductibilité des intérêts d'emprunt de l'impôt sur les sociétés ;

Cibler les défaillances de marché pour le financement des PME

→ soutenir la capitalisation des entreprises en phase de création, d'amorçage et de premiers développements :

- améliorer les véhicules fiscaux existants (FCPI, FIP, FCPR) ;

- redéployer une partie des moyens de CDC Entreprises ;

Principales orientations et recommandations

→ renforcer l'orientation des interventions d'Oséo vers la compensation des défaillances de marché, notamment l'innovation et le développement ;

→ maintenir une vigilance sur l'évolution de l'offre de crédit à destination des très petites entreprises et des PME et, à cette fin, prolonger la Médiation du crédit ;

→ engager une réflexion sur le droit des faillites, notamment sur la nature du contrôle de l'entreprise pendant le processus précédant la liquidation ;

Faire évoluer le modèle de financement des collectivités territoriales

→ mettre en place rapidement la structure commune entre La Banque Postale et la Caisse des dépôts et consignations ;

→ éviter que la responsabilité financière de l'Etat puisse être engagée par la création éventuelle d'une agence de financement des collectivités territoriales ;

→ interdire l'offre aux collectivités territoriales de produits financiers complexes ou structurés ;

Adapter la surveillance financière au nouveau contexte

→ continuer à adapter les pratiques et les moyens de la supervision aux risques financiers actuels, et à l'éventuelle progression des flux financiers gérés par le secteur non-régulé ;

→ renforcer la présence française au sein des autorités européennes et internationales de régulation financière ;

Renforcer le pilotage exercé par l'Etat

→ doter l'Etat des outils et procédures permettant une connaissance plus fine des besoins de financement de l'économie :

- élaborer un rapport annuel sur l'ensemble des problématiques du financement de l'économie ;

- présenter dans les documents budgétaires, et notamment sous forme d'un document de politique transversale, une vue cohérente et homogène de l'ensemble des instruments concourant à une même politique, en faisant apparaître les effets respectifs de chaque aide ;

- élaborer des données agrégées sur la distribution sectorielle des aides des collectivités territoriales aux entreprises ;

Principales orientations et recommandations

→ rationaliser les différents canaux de financement au sein du groupe Caisse des dépôts s'agissant du financement des entreprises, notamment en étudiant la possibilité de regrouper CDC Entreprises et le Fonds stratégique d'investissement au sein d'une structure intermédiaire commune ;

→ maintenir séparées, en cas de réorganisation de la sphère financière publique, les fonctions de prêteur et d'investisseur en fonds propres ;

Adapter la Caisse des dépôts et consignations à la nouvelle donne

→ élaborer un nouveau plan stratégique ;

→ améliorer la gouvernance du groupe Caisse des dépôts :

- élargir les avis de la commission de surveillance aux comptes du Fonds d'épargne et aux principales décisions du ministre de l'économie concernant les prêts du Fonds ;

- améliorer le processus de prise de décisions du Fonds stratégique d'investissement ;

- renforcer le rôle des comités d'audit des filiales de la Caisse ;

→ mettre en place une politique active de gestion des participations de la Caisse.