

Les orientations

L'analyse, menée dans les précédents chapitres, des caractéristiques du financement de l'économie française, des conséquences de la crise financière et des leviers d'action de l'Etat, fournit, en elle-même, matière à un ensemble de réflexions. Le présent chapitre ne vise pas à formuler des recommandations répondant à chacun des constats formulés mais à dégager les grands choix structurants.

Un enjeu essentiel pour l'économie française est le redressement de son potentiel de croissance. Celui-ci ne dépend pas uniquement des conditions de financement puisqu'il relève aussi d'une amélioration de la compétitivité globale de l'économie nationale. Une allocation efficace des flux financiers constitue cependant l'une des composantes d'un tel redressement.

Les préconisations du présent chapitre s'inscrivent dans un cadre global qui comporte des certitudes, mais aussi de nombreuses incertitudes.

Au rang des certitudes, figure, en premier lieu, le constat d'une économie globalement trop endettée, avec un endettement public mais aussi privé qui n'a cessé de progresser au cours des dernières années. Même si les déficits publics amorcent une décrue dans les années à venir, ils continueront à faire peser des risques de ponction sur les financements disponibles, avec de possibles effets d'éviction sur le financement des entreprises. Les contraintes budgétaires empêcheront, en outre, durablement l'Etat d'intervenir de manière directe et massive dans le financement de l'économie. L'Etat n'en conserve pas moins des moyens d'agir, à travers, par exemple, les possibilités de redéploiement des

dépenses fiscales en faveur du financement de l'investissement productif. Le secteur financier public dispose également encore de marges de manœuvre. Celles-ci devront néanmoins être utilisées afin de pallier des défaillances de marché caractérisées et peu susceptibles d'être réglées à bref délai par d'autres moyens.

La deuxième certitude est que la mise en œuvre, à la suite de la crise, de nouvelles règles prudentielles, en l'état de leur contenu et des délais annoncés, pourrait conduire les établissements de crédit à restreindre leur offre de crédit et à augmenter leurs taux. Or, le présent rapport a souligné que les banques françaises jouaient, davantage encore que dans d'autres pays, un rôle décisif dans le financement des entreprises.

Le contexte actuel est aussi marqué par de nombreuses incertitudes. Ces dernières portent sur les perspectives de croissance à court et moyen terme de la zone euro, dans un contexte de fragilité persistante de cette dernière en matière de dette souveraine, et plus globalement sur celles de l'économie internationale, et notamment sur l'évolution des taux d'intérêt. Elles concernent aussi les mesures qui pourraient être prises à l'échelon européen³²⁰.

³²⁰ Ces mesures pourraient consister en de nouvelles opérations de refinancement de la Banque centrale européenne. L'Union européenne a, par ailleurs, décidé, lors du sommet des 28 et 29 juin 2012, de mettre en place de nouveaux financements (augmentation de la capacité de prêt de la Banque européenne d'investissement ; réaffectation de 55 Md€ de fonds structurels non utilisés ; emprunts européens orientés vers des projets ou « *project bonds* » à hauteur de 4,5 Md€). Ces mesures ne sont ni de même nature, ni du même ordre.

Financements par la Banque européenne d'investissement (BEI)

A la suite du sommet européen des 28 et 29 juin, le capital de la Banque européenne d'investissement (BEI) va être augmenté, d'ici au 31 décembre 2012, de 10 Md€, ce qui accroît sa capacité de prêt de 60 Md€.

Les financements accordés par la BEI permettent de provoquer un effet de levier notamment grâce aux co-investissements en provenance du secteur privé. Les nouveaux financements de la BEI devraient bénéficier en partie aux projets et aux entreprises françaises, mais sans doute principalement aux projets et entreprises des pays périphériques dont l'accès aux marchés de capitaux est actuellement contraint.

Pour s'acquitter de sa quote-part, la France devrait, en raison de son déficit budgétaire, émettre sur les marchés financiers. Pour que ce mécanisme soit bénéfique au financement de l'économie française, il faudrait que la Banque européenne d'investissement emprunte à un niveau de taux d'intérêt inférieur à celui de la France ou, au moins, à un taux d'intérêt très proche si l'on escompte un effet positif des prêts consentis sur les pays périphériques et donc sur les exportations françaises.

Dans cet environnement instable, il appartient à l'Etat de mettre en place une stratégie d'ensemble qui tienne compte à la fois des certitudes et des incertitudes évoquées ci-dessus. Sans méconnaître les limites de son action, l'Etat doit être en mesure d'organiser et faciliter les relations entre les différents acteurs du financement de l'économie.

Les principaux objectifs fondant cette stratégie pourraient être les suivants.

Il importe, en premier lieu, de sortir progressivement d'une « économie d'endettement », qui touche à la fois les acteurs publics et privés, pour favoriser une « économie de fonds propres », et pour ce qui concerne plus particulièrement la sphère publique, d'autofinancement.

Dans le même temps, 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, est indispensable. Dans une situation où le risque de contraction du crédit n'est pas négligeable, l'action de l'Etat doit permettre de pallier d'éventuelles défaillances du marché ou inadaptations de la régulation.

Assurer la stabilité du système financier est un enjeu majeur pour permettre une bonne allocation des ressources. L'Etat est concerné dans son rôle de régulateur. Il doit aussi veiller aux conséquences de ses décisions en matière de fiscalité de l'épargne sur les différents produits et

sur les acteurs financiers concernés en raison des multiples interconnexions qui existent entre eux.

Il est enfin essentiel de ne pas accroître encore les risques financiers supportés par l'Etat et la sphère financière publique, qui portent de nombreux engagements. La Caisse des dépôts et consignations contribue déjà au financement du logement social, de la sécurité sociale ainsi que des collectivités territoriales et des entreprises. En outre, l'Etat ne doit pas favoriser une déresponsabilisation des acteurs privés et cette préoccupation doit être présente dans le maniement des circuits publics de financements spécialisés. En tout état de cause, le désengagement des banques consécutif à la crise financière, mais aussi à la mise en place de nouvelles règles prudentielles, ne doit plus conduire à un transfert des risques vers l'Etat, qui viendrait se substituer au système financier, mais à l'établissement des conditions permettant à ce dernier de jouer efficacement son rôle.

Ces quatre objectifs illustrent l'ampleur des enjeux et la nécessité d'un pilotage resserré.

Les orientations et recommandations formulées visent à contribuer à la réflexion sur la stratégie à mettre en place par l'Etat. Elles portent d'abord sur les ressources de financement, et notamment sur la nécessité d'encourager les financements de long terme. Elles concernent ensuite le financement des acteurs économiques qui sont susceptibles de rencontrer les difficultés les plus importantes, les entreprises et les collectivités territoriales. Est enfin soulignée la nécessité de mettre en place les moyens d'une stratégie d'ensemble, diversifiée et réactive.

I - Favoriser les financements de long terme

La révision du cadre prudentiel applicable aux établissements financiers soulève deux difficultés, qui sont en partie liées :

- elle risque de pénaliser les financements de long terme ainsi que le financement des entreprises, et plus particulièrement des PME. Des évolutions en ce sens sont déjà à l'œuvre ;
- les nouveaux ratios prudentiels de liquidité, dont la mise en œuvre est attendue à partir de 2015, devraient, par ailleurs, exiger des efforts d'ajustement importants de la part des banques

françaises, susceptibles d'entraîner à moyen terme une contraction du financement bancaire de l'économie³²¹.

Assurer le financement de l'économie à long terme revêt ainsi un haut degré de priorité. Cet objectif suppose d'orienter l'épargne financière vers le long terme et de mieux utiliser les ressources du Fonds d'épargne.

A - Orienter l'épargne financière vers le long terme

Comme souligné au chapitre I, la composition du patrimoine du secteur privé est révélatrice d'un financement sous-optimal de l'économie française : une part prépondérante de l'immobilier, et une faible part de l'épargne longue dans le patrimoine financier des ménages. Implicitement ou explicitement, l'Etat, au travers notamment de sa politique fiscale, a favorisé la détention d'actifs immobiliers et d'actifs liquides, au détriment notamment du financement de l'épargne productive.

Dans ce contexte, un redéploiement des mécanismes d'incitation financière en faveur de l'épargne de long terme doit être engagé afin de remplir deux objectifs : fournir une source de financement pérenne pour l'économie ; permettre aux ménages de se constituer une épargne à même de contribuer à répondre à leurs besoins de long terme, notamment la préparation de la retraite et une assurance contre les risques liés au vieillissement, en particulier la dépendance.

Ces réaménagements en faveur de l'épargne financière de long terme dans le cadre notamment de l'assurance-vie impliquent, pour être efficaces, de maintenir une hiérarchie des rémunérations entre les livrets d'épargne réglementée, qui représentent une épargne liquide de court terme, et l'épargne longue. Encourager l'épargne financière longue implique également de reconsidérer et redéployer les incitations publiques résiduelles dont bénéficie l'immobilier, hors logement social et zones de forte pénurie de logements.

Comme la Cour l'a indiqué³²², des mesures *ad hoc* visant à orienter de manière artificielle une partie de l'épargne constituée en assurance-vie vers le capital investissement, dans des conditions qui ne seraient pas nécessairement conformes à l'intérêt des assurés, doivent être écartées.

³²¹ Le rapport sur la stabilité financière du Fonds monétaire international d'avril 2012 souligne les risques élevés engendrés par la tendance des banques à alléger leur bilan, qui pourrait prendre la forme d'une réduction des crédits, avec des conséquences négatives pour la croissance de la zone euro.

³²² Cf. Cour des comptes, *La politique en faveur de l'assurance-vie*, janvier 2012.

L'expérience tentée au milieu des années 2000 est d'ailleurs restée temporaire et de portée limitée³²³.

Ces réaménagements en faveur de l'épargne financière de long terme, dans le cadre notamment de l'assurance-vie, supposent surtout que le financement de l'Etat n'évince pas les financements privés dans les portefeuilles des agents économiques. L'une des conditions préalables à l'efficacité de ces propositions est donc de réduire la ponction exercée sur l'économie par le besoin de financement des administrations publiques, ce qui implique de réduire l'endettement de toutes les administrations publiques, y compris la dette de la sécurité sociale mais aussi celle des collectivités territoriales.

Dans un contexte de déficit public élevé et d'endettement excessif, la tentation pourrait en effet être grande pour les pouvoirs publics de capter l'épargne des ménages et de la canaliser vers les propres besoins de la sphère publique³²⁴. Le développement d'un marché de capitaux longs finançant le secteur productif suppose donc que le marché de la dette publique, alors même que les règles prudentielles avantagent l'Etat par rapport aux autres emprunteurs, n'absorbe pas une part excessive de l'épargne privée. La réduction de l'offre de dette publique permise par la réduction du déficit public tendrait à orienter les investisseurs institutionnels vers l'acquisition d'actifs privés. Néanmoins, le développement de cette nouvelle demande d'actifs privés sûrs exigera un cadre réglementaire et une supervision appropriés ainsi qu'une transparence renforcée des actifs offerts.

1 - Renforcer les mécanismes d'incitation financière en faveur de l'épargne de long terme

Parmi les différents produits d'épargne, la Cour a, plus particulièrement, évalué l'assurance-vie compte tenu de sa place centrale dans le paysage de l'épargne en France (encours de 1 375,6 Md€ à la fin avril 2012, soit environ un tiers de l'épargne financière des ménages).

Poursuivant des finalités multiples axées sur le développement de l'épargne financière longue dans l'intérêt des ménages et du financement

³²³ Un engagement avait été pris par la profession des assureurs, sous l'impulsion des pouvoirs publics, en septembre 2004, d'intensifier ses efforts en faveur des PME à fort potentiel de croissance, notamment les PME innovantes, non cotées ou cotées sur un marché réglementé.

³²⁴ Ce que la littérature économique qualifie de politique de « répression financière » (cf. C. Reinhart & B. Sbrancia, *The liquidation of Government Debt*, NBER 2011 et *Retour de la répression financière*, Finances et développement 2011).

de l'économie, la politique publique en faveur de l'assurance-vie s'accompagne de l'engagement par l'Etat de moyens significatifs.

Dans son rapport public sur la politique en faveur de l'assurance-vie, la Cour a proposé des réaménagements pour renouveler la politique de l'épargne en assurance-vie afin d'encourager les épargnants à détenir leur épargne plus longtemps sur ces produits. Le détail de ces propositions est rappelé dans l'encadré ci-dessous. Stabiliser les passifs des assureurs en allongeant la durée de l'épargne, notamment dans le cadre des produits d'assurance-vie, faciliterait les investissements de ces derniers en titres risqués et contribuerait à atténuer l'impact négatif de Solvabilité II en la matière.

Principales recommandations de la Cour dans le domaine de l'assurance-vie pour inciter à la détention dans la durée

- redéfinir la durée fiscale des contrats en fonction de l'historique des versements ;
- moderniser le régime fiscal des rentes viagères constituées à titre onéreux ;
- 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 ;
- améliorer la lisibilité des produits d'épargne retraite ;
- aménager le régime fiscal du plan d'épargne retraite populaire (PERP) en redéployant l'incitation fiscale vers les ménages moyens et modestes ;
- privilégier financièrement la sortie en rente des produits d'épargne destinés à la retraite, par rapport à la sortie en capital, tout en laissant le choix entre les deux modes de sortie.

2 - Maintenir une hiérarchie de rémunération entre épargne liquide et épargne longue

Le livret A et le livret de développement durable (LDD) constituent une épargne courte, qui remplit des fonctions très diverses. Les catégories les plus modestes se servent du livret A comme d'un quasi-compte courant. Ces deux livrets constituent une épargne de précaution totalement liquide pour les autres catégories³²⁵. Leur succès provient de leur taux de rémunération, aujourd'hui plus favorable que le taux de rendement après fiscalité d'autres produits d'épargne, notamment parce qu'ils ne sont soumis ni à prélèvement social, ni à prélèvement fiscal. L'augmentation des encours du livret A et du livret de développement durable a été favorisée par la banalisation de la distribution du livret A et par le déclenchement de la crise financière qui a conduit les ménages à privilégier l'épargne liquide. Cette tendance est à l'origine de l'abondante liquidité dont dispose le Fonds d'épargne.

Dans un contexte où existe une forte pénurie de logements sociaux dans certaines zones, d'une part, et où le cadre prudentiel applicable aux établissements financiers risque de pénaliser les financements de long terme, d'autre part, le doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable envisagé par le gouvernement, qui confère des possibilités d'intervention rapide aux pouvoirs publics à travers le Fonds d'épargne, présente des avantages.

Néanmoins, cette mesure n'est pas sans inconvénient. Un relèvement du plafond du livret A et du livret de développement durable pourrait entraîner des transferts depuis l'assurance-vie qui mobilise théoriquement une épargne plus longue³²⁶. Il pourrait aussi provoquer des mouvements à partir des livrets bancaires fiscalisés et avoir un impact sur la liquidité bancaire alors que le système bancaire français se caractérise déjà par un déséquilibre entre l'encours des prêts et les dépôts collectés et doit faire face à de nouvelles exigences prudentielles. En outre, un tel relèvement se traduirait par une augmentation des ressources centralisées au Fonds d'épargne³²⁷, qui impliquerait un renforcement de ses fonds propres dans un contexte où ceux-ci sont déjà insuffisants (cf. *supra*

³²⁵ Bien que ces deux livrets soient de l'épargne à vue, donc très liquide pour l'épargnant, la stabilité dans le temps de l'encours total de ces dépôts autorise à les utiliser pour des emplois de long terme.

³²⁶ L'ensemble des acteurs et experts consultés par la Cour ont estimé que l'ampleur des transferts était difficile à évaluer.

³²⁷ Selon les projections des services de la Caisse des dépôts et consignations, la collecte supplémentaire centralisée pourrait être de l'ordre de 30 Md€.

chapitre III). Il augmenterait le niveau de la garantie accordée par l'Etat au Fonds d'épargne³²⁸ au titre des sommes déposées par les épargnants sur les livrets d'épargne réglementée³²⁹. Enfin, seuls 9 % des livrets A atteignant le plafond³³⁰, ce relèvement du plafond du livret A et de celui du livret de développement durable ne profiterait pas, aux catégories les moins aisées de la population, ou seulement indirectement dans la mesure où les sommes centralisées au Fonds d'épargne sont employées en priorité au financement du logement social.

En tout état de cause, le doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable devrait, dans le souci de préserver le financement de la protection sociale, conduire à soumettre aux prélèvements sociaux tous les revenus tirés des dépôts pour leur partie supérieure aux plafonds actuels des livrets.

Pour limiter les contre-effets de ce doublement sur l'assurance-vie et sur l'équilibre du système bancaire, une solution serait, sans modifier le taux de centralisation des ressources supplémentaires collectées, de répartir par paliers, sur plusieurs années, ce relèvement, *a fortiori* dans un contexte où le Fonds d'épargne dispose, aujourd'hui du moins, d'une liquidité abondante.

³²⁸ Un relèvement du plafond du livret A et du livret de développement durable (LDD) augmenterait le niveau de la garantie accordée par l'Etat puisque le montant de l'encours, qu'il soit centralisé ou pas, progresserait. L'Etat garantit, en effet, les sommes déposées par les épargnants sur les livrets A et les livrets de développement durable dont les dépôts sont centralisés en tout ou en partie dans le Fonds d'épargne (cf. le III du chapitre III).

³²⁹ Il aurait, par ailleurs, une incidence sur le dimensionnement du Fonds de garantie des dépôts, dont l'effet est incertain. Une partie des ressources qui transiteraient de l'épargne bancaire non réglementée à des produits d'épargne réglementée est, en pratique, déjà couverte par le Fonds de garantie des dépôts. En revanche, le transfert de placements d'assurance-vie vers des livrets A ou de développement durable est susceptible d'accroître les besoins du Fonds de garantie des dépôts, compte tenu de la part non-centralisée des ressources collectées sur ces livrets.

³³⁰ Les livrets dont l'encours dépassait le plafond légal de 15 300 € (la croissance au-delà de ce plafond étant exclusivement alimentée par le versement des intérêts) représentaient, au 31 décembre 2010, 9 % des comptes et 40 % des encours. Les livrets de développement durable (LDD) ayant un encours supérieur à 6 000 € représentaient, à la même date, 25 % des comptes (cf. Observatoire de l'épargne réglementée, *rapport annuel 2010*).

Il pourrait également être envisagé, tout en préservant le pouvoir d'achat des détenteurs de livrets, de revoir la formule du taux du livret A afin d'éviter que le niveau de ce taux ne vienne à jouer un rôle de désincitation vis-à-vis de l'épargne longue. Plus que la notion de circonstances exceptionnelles³³¹, c'est la référence à la rémunération de l'épargne longue qui serait pertinente. En revanche, le taux ne devrait pas pouvoir tomber en dessous de celui de l'inflation.

Le doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable qui apportera un surcroît de liquidité au Fonds d'épargne pourrait conduire à poser la question du taux de centralisation du livret d'épargne populaire. Les titulaires de ce type de livret bénéficient d'un niveau de rémunération élevé³³² qui, en renchérissant le coût de la ressource, ne permet pas d'utiliser ces fonds à des fins de prêts au logement social. Pour dégager un rendement supérieur à ce coût, l'essentiel des ressources centralisées du livret d'épargne populaire est donc nécessairement placé sur des produits financiers à forte rémunération, et donc à risque. Cette situation pourrait conduire à étudier la possibilité de revoir les règles de centralisation de cette ressource spécifique, *a fortiori* dans le double contexte des problèmes de liquidité bancaire et d'insuffisance des fonds propres du Fonds d'épargne.

3 - Redéployer les incitations publiques dont bénéficie l'immobilier (hors problématique du logement social)

Les financements dont bénéficie l'immobilier (hors logement social) sont très importants. Les seules dépenses fiscales rattachées aux programmes de la politique du logement ont augmenté de 49 % entre 2007 et 2011, atteignant 13 Md€ en 2011³³³.

³³¹ Depuis l'arrêté du 29 janvier 2008, les taux du livret A et du livret de développement durable sont fixés, deux fois dans l'année, au plus élevé des deux taux suivants : d'une part, la moyenne entre certains taux d'intérêt à court terme et l'inflation ; d'autre part, l'inflation majorée d'un quart de point. Toutefois, il peut être dérogé à cette règle en cas de circonstances exceptionnelles.

³³² Le taux du livret d'épargne populaire (LEP) servi aux déposants est égal au taux du livret A + 50 points de base. A cela s'ajoute la rémunération des réseaux collecteurs qui est de 50 points de base. Le coût pour le Fonds d'épargne est donc de 3,25 % actuellement (ce qui est très supérieur au taux moyen pondéré 2012 des émissions de l'Agence France Trésor égal, au 25 juin 2012, à 2,14 %).

³³³ Cf. Cour des comptes, *La situation et les perspectives des finances publiques*, Juillet 2012. Certains dispositifs déjà fermés (par exemple, crédit d'impôt sur le revenu au titre des intérêts d'emprunt supportés à raison de l'acquisition de la résidence principale ; dispositifs de soutien à l'investissement locatif) ou recentrés

Ces financements doivent certes être mis en regard d'une part de l'ampleur des besoins, quantitatifs et qualitatifs, en matière de logement, et d'autre part des prélèvements fiscaux également considérables sur le secteur. Ils comportent néanmoins des effets inflationnistes sur le marché de l'immobilier, mobilisant une part d'autant plus importante de l'épargne disponible³³⁴. Ils constituent donc un enjeu majeur pour le rôle de l'Etat dans le financement de l'économie.

Dans ce contexte, et dans celui de la nécessaire maîtrise des finances publiques, les dépenses fiscales en faveur de l'immobilier doivent continuer à être réduites et recentrées. En particulier, la suppression d'ores et déjà annoncée des dispositifs de soutien à l'investissement locatif est particulièrement fondée, compte tenu des effets pervers de ces dispositifs (effets d'aubaine, constructions peu adaptées aux besoins, dispositif profitant surtout aux contribuables aisés).

L'insuffisance du nombre de logements et la hausse du prix de l'immobilier ne s'expliquent pas principalement par des problèmes de financement mais renvoient notamment à la faible disponibilité du foncier. Toutefois, dans un contexte de raréfaction de la ressource publique, l'action publique devrait être réservée aux zones qui connaissent une pénurie de logements. Une piste pourrait être d'accentuer la modulation des avantages fiscaux en fonction du caractère tendu de l'offre de logements.

B - Mieux utiliser les ressources du Fonds d'épargne

L'importance des ressources centralisées au Fonds d'épargne (222,5 Md€ à fin 2011) lui confère un rôle central au sein de la sphère financière publique. Il est essentiel de bien calibrer ses ressources et d'en viser une allocation optimale, tout en veillant à l'équilibre financier à terme des prêts au logement social.

1 - Renforcer l'efficiencia du Fonds d'épargne

Le logement social représente le cœur de métier du Fonds d'épargne. 89 % des encours de prêts du Fonds d'épargne sont aujourd'hui consacrés au logement social et à la politique de la ville (118 Md€ sur un encours total de prêts de 133 Md€ à fin 2011).

(prêts à taux zéro) continueront à produire des effets budgétaires dans les années à venir.

³³⁴ Sous l'effet de la hausse des prix de l'immobilier, celui-ci représente en stock 67 % du patrimoine net des ménages.

Les sommes centralisées au Fonds d'épargne doivent, en tout état de cause, être employées « *en priorité au financement du logement social* », conformément aux dispositions du code monétaire et financier³³⁵. La distribution des prêts au logement social devrait être résolument ciblée au profit des zones qui connaissent une situation tendue et où les opérations de construction coûtent plus cher, notamment en raison du coût du foncier.

Par ailleurs, se pose la question de l'utilisation du surplus de liquidité du Fonds d'épargne, qui, comme il a été indiqué au chapitre III, serait de l'ordre de 52 Md€. Ce chiffrage fait débat entre la Caisse des dépôts et consignations et l'Etat³³⁶, 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 du Fonds d'épargne.

Les ressources centralisées au Fonds d'épargne qui ne sont pas employées pour consentir des prêts sont placées dans un portefeuille d'actifs financiers³³⁷. Compte tenu de l'incertitude du contexte financier actuel, 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.

Dans ce cadre, une utilisation raisonnée des capacités actuelles du Fonds d'épargne pourrait emprunter plusieurs voies.

Les nouvelles exigences prudentielles en termes de liquidité des banques pourraient justifier d'abaisser le taux de centralisation à la Caisse des dépôts et consignations des ressources collectées par les réseaux bancaires, pour mieux le faire correspondre aux besoins de financement du logement social par le Fonds d'épargne. Les ressources non centralisées resteraient ou reviendraient au bilan des banques, avec une obligation d'emploi en faveur du financement des PME. La Cour a néanmoins déjà souligné la difficulté de vérifier le respect par les banques de ces obligations d'emploi. Cette solution supposerait, par ailleurs, de liquider une partie du portefeuille du Fonds d'épargne, avec des impacts éventuels sur le marché actions ou le marché obligataire.

Une autre piste consisterait à augmenter les nouveaux emplois du Fonds d'épargne en faveur du financement de l'économie productive. La

³³⁵ Article L. 221-7 III du code monétaire et financier.

³³⁶ Comme l'ont confirmé les auditions réalisées par la Cour.

³³⁷ Les placements investis dans des titres étrangers réduisent les dépôts collectés par le système bancaire, ce qui renvoie à la question de la liquidité du système bancaire français.

croissance des nouveaux emplois nécessiterait alors d'être maîtrisée³³⁸. L'abondance de la liquidité qui peut faciliter la décision d'ouverture de nouvelles enveloppes de prêts, *a fortiori* en cas de doublement des plafonds du livret A et du livret de développement durable, ne doit pas conduire à manquer de vigilance sur l'intérêt socio-économique des opérations et sur l'existence d'une réelle carence de marché pour leur financement. L'Etat doit, par ailleurs, être attentif, dans les décisions qu'il prend en matière de nouveaux emplois, au respect des règles de concurrence. S'ils assurent le financement de services d'intérêt économique général (SIEG), ces prêts sont en principe conformes au droit communautaire, pour autant que la compensation financière qu'ils apportent reste proportionnée aux sujétions de service public imposées aux emprunteurs.

2 - Garantir l'équilibre économique propre de l'activité de prêts au logement social

La défaillance du marché pour le financement du logement social justifie une intervention publique à travers le Fonds d'épargne, qui permet de flécher une partie de l'épargne vers ce secteur.

Le Fonds d'épargne est cependant confronté à un problème d'équilibre de son activité de prêts au logement social. En effet, comme le souligne le chapitre III, la marge sur l'essentiel des nouveaux prêts au logement est aujourd'hui négative et ne devrait revenir à l'équilibre qu'à l'horizon 2014, avec un taux de marge nul. Cette situation n'est pas financièrement saine, *a fortiori* dans un contexte où le Fonds d'épargne, avant même tout relèvement du plafond du livret A et du livret de développement durable, doit renforcer ses fonds propres de 700 M€ (fonds propres qui s'élevaient à environ 8 Md€ fin 2010). Il serait, en effet, risqué de faire reposer la rentabilité du Fonds d'épargne sur son seul portefeuille d'actifs financiers compte tenu de la volatilité de la valorisation de ces actifs et de la baisse de rentabilité des actifs de qualité. L'équilibre financier à terme de l'activité de prêts au logement social doit donc être globalement assuré.

Le principe d'octroi des prêts repose, depuis la création du Fonds d'épargne, sur la neutralité totale de ce dernier à l'égard de l'emprunteur. Les taux des prêts varient seulement en fonction de la nature des opérations financières, mais ne prennent en compte ni la localisation de l'organisme, ni sa situation financière.

³³⁸ Sur le plan stratégique de la Caisse des dépôts et consignations et sur la gouvernance du Fonds d'épargne, cf. chapitre III.

Dans le contexte actuel où les tensions immobilières sont inégales selon les zones géographiques, la pratique devrait être modifiée sur ce point. En particulier, les taux des prêts aux organismes de logements sociaux doivent être modulés en fonction du caractère tendu de l'offre de logement. Cette modulation conduirait à octroyer des prêts à taux plus faibles dans les zones connaissant des tensions immobilières et où le coût du foncier est donc plus élevé.

Enfin, il convient de maintenir le mécanisme des adjudications de place pour certains types de prêts bien identifiés, notamment les prêts locatifs sociaux, qui permettent d'associer le secteur bancaire au financement du logement social.

Au total, le Fonds d'épargne dispose, aujourd'hui du moins, d'une liquidité abondante. Ses ressources devraient néanmoins faire l'objet d'une utilisation raisonnée, préservant une marge de manœuvre pour le Fonds et visant leur allocation optimale au service du financement de l'économie. S'agissant du logement social, la distribution des prêts devrait désormais être résolument ciblée, y compris avec une modulation des taux, au profit des zones qui connaissent une situation tendue. S'agissant des « nouveaux emplois », leur croissance nécessiterait d'être maîtrisée et justifiée par l'intérêt socio-économique des opérations menées et l'existence d'une réelle carence de marché pour leur financement. Compte tenu du surplus de liquidité du Fonds d'épargne, le relèvement envisagé par le gouvernement des plafonds du livret A et du livret de développement durable pourrait être réparti sur plusieurs années, ce qui permettrait d'en limiter les contre-effets sur l'assurance-vie et la liquidité bancaire.

II - Financement des entreprises et des collectivités territoriales : tirer les conséquences du nouveau contexte

L'amélioration de la compétitivité des entreprises mobilise de nombreux leviers d'action de l'Etat, en particulier le crédit impôt recherche, ainsi que des collectivités territoriales. Elle dépend aussi de facteurs macroéconomiques et de l'environnement réglementaire : fonctionnement du marché du travail, disponibilité d'une main-d'œuvre formée, capacité d'adaptation, d'innovation, d'exportation, etc. En matière de financement des entreprises, la fiscalité joue également un rôle clé. Des redéploiements sont justifiés afin d'améliorer la capacité des entreprises à se financer en fonds propres et afin de soutenir davantage les

PME, les principaux dispositifs actuels s'adressant en pratique surtout aux grandes entreprises.

Au-delà de ces problèmes globaux, les acteurs particuliers que sont les PME, les entreprises de taille intermédiaire et les collectivités territoriales pourraient avoir des difficultés à se financer, notamment en raison de nouvelles règles prudentielles (cf. chapitre II). Cette situation impose de mettre en œuvre des modalités particulières afin de préserver leur accès aux financements.

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

1 - Redéployer la fiscalité des entreprises dans un sens plus favorable à l'investissement et aux petites entreprises

La fiscalité des entreprises est marquée à la fois par son poids plus élevé que dans les autres pays de l'OCDE, et par les biais qu'elle introduit dans le financement des entreprises : elle favorise le financement par l'endettement par rapport au financement par fonds propres ; elle a favorisé les grandes entreprises par rapport aux petites entreprises.

Face à ce constat, la comparaison entre la France et l'Allemagne³⁴⁰ peut inspirer trois grandes inflexions de la fiscalité, qui toutes contribueraient à un meilleur financement et à une meilleure compétitivité des entreprises : réduire les impôts et taxes pesant sur les coûts de production (et non sur les résultats) ; réduire la place de la fiscalité dérogatoire et rétablir des assiettes larges ; mener une politique fiscale continue et stabiliser les incitations fiscales.

Les travaux de la Cour, du Conseil des prélèvements obligatoires ainsi que les travaux bilatéraux³⁴¹ permettent, à cet égard, d'envisager des pistes d'évolution de la fiscalité des entreprises et permettant des redéploiements en faveur du financement des PME. Une illustration en est donnée ci-après.

³⁴⁰ Cf. Cour des comptes, *Les prélèvements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne*, mars 2011

³⁴¹ Cf. Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, *Livre vert sur la coopération franco-allemande – Points de convergence sur la fiscalité des entreprises*, février 2012.

2 - Plafonner la déductibilité des intérêts d'emprunt pour redéployer la fiscalité des entreprises en faveur des PME

En autorisant la déductibilité sans plafonnement des intérêts d'emprunts, alors que les dividendes versés ne sont, eux, pas déductibles, la fiscalité française crée un biais en faveur du financement par dette plutôt que par fonds propres.

L'Allemagne a plafonné la déductibilité des intérêts d'emprunt à 30 % de l'EBITDA³⁴² au-delà de 1 M€ (seuil porté à 3 M€ en 2009 dans le cadre des mesures de relance). L'Italie a également adopté un régime comparable en 2008.

Un tel plafonnement permettrait une économie substantielle pour l'Etat. La déductibilité étant structurellement davantage utilisée par les grandes entreprises que les PME et les entreprises de taille intermédiaire, il permettrait un redéploiement de la fiscalité des entreprises en faveur des PME, par des mesures qui leur seraient favorables, 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.

La dernière loi de finances rectificative pour 2011 comporte déjà une mesure anti-abus ciblée³⁴³. La poursuite d'une plus grande neutralité de traitement fiscal des dividendes et des intérêts d'emprunt peut justifier le passage du régime français de lutte contre la sous-capitalisation à un plafonnement de la déductibilité des intérêts d'emprunt.

Un tel plafonnement pourrait être mis en œuvre sur deux ans, afin de ne pas pénaliser brutalement les entreprises dont l'endettement est aujourd'hui très élevé.

³⁴² Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (cf. glossaire).

³⁴³ Elle est destinée à lutter contre des schémas abusifs visant à rattacher artificiellement de la dette en France et consistant à acquérir des titres de sociétés situées hors de France par l'intermédiaire d'entités françaises s'endettant afin de financer cette acquisition et bénéficiant de la déductibilité intégrale de leurs charges financières. L'entreprise doit rapporter au résultat imposable les charges financières afférentes à l'acquisition de titres de participation lorsqu'elle n'est notamment pas en mesure de démontrer qu'elle dispose effectivement du contrôle de l'entreprise qu'elle détient au moyen de ces titres.

B - Cibler les défaillances de marché pour le financement des PME

1 - Soutenir la capitalisation des entreprises en phase d'amorçage et de premiers développements

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'investissement³⁴⁴. 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. En effet, les difficultés d'accompagnement en fonds propres se concentrent sur les stades les plus amonts du développement des entreprises (très petites entreprises et PME), en phase d'amorçage et de premiers développements, où les montants en jeu sont de quelques centaines, voire de quelques dizaines, de milliers d'euros. En deçà d'une certaine taille, l'intervention des professionnels du capital-investissement est difficile, en raison notamment du coût élevé d'examen et de montage des petits dossiers et du risque plus élevé. Deux pistes pourraient être explorées, sans méconnaître leurs limites : l'amélioration des véhicules fiscaux existant (FCPI, FIP, FCPR³⁴⁵), qui manquent de lisibilité et d'efficacité car ils sont à la fois trop nombreux et régis par des règles de fonctionnement disparates et peu justifiées économiquement³⁴⁶ ; le redéploiement d'une partie des moyens de CDC Entreprises, consacrés au capital investissement, au profit de la capitalisation des entreprises en phase d'amorçage et de premiers développements.

³⁴⁴ Cf. Communication du ministre de l'économie et des finances relative à une nouvelle politique de financement de l'économie au service de la croissance (conseil des ministres du 6 juin 2012).

³⁴⁵ Les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), les Fonds d'investissement de proximité (FIP) et les Fonds commun de placement à risque (FCPR) sont des Fonds communs de placement (FCP), ouvrant droit, sous certaines conditions, à des avantages fiscaux. Les conditions à remplir sont les suivantes : 50 % d'investissement dans les sociétés non cotées pour le FCPR, 60 % dans les sociétés innovantes, cotées ou non, pour le FCPI. Le FIP est un FCPR dont l'actif doit être constitué à 60 % au moins par des titres de PME européennes exerçant leur activité principalement dans une zone géographique choisie par le fonds et limitée à au plus quatre régions limitrophes.

³⁴⁶ Cf. *Rapport du comité d'évaluation des dépenses fiscales et des niches sociales*, juin 2011.

Au-delà, l'Etat doit préparer l'avenir en renforçant l'orientation des interventions d'Oséo vers la compensation des défaillances de marché, notamment l'innovation et le développement.

L'entreprise a besoin d'être accompagnée, sans rupture, dans son processus de développement. Il faut éviter que le cloisonnement entre différents fonds d'investissement crée des effets de seuil qui puissent introduire une incertitude sur la croissance de l'entreprise quand elle franchit des seuils successifs³⁴⁷.

En outre, la réduction de l'impôt sur la fortune au titre des investissements dans les PME pourrait être maintenue. Toutefois, afin d'éviter que la dépense fiscale ne soit captée par les intermédiaires financiers, la possibilité pourrait être étudiée que le contribuable puisse choisir d'investir par l'intermédiaire, par exemple, de CDC Entreprises. Une solution alternative proposée par Oséo³⁴⁸ permet aux entreprises et aux investisseurs individuels de se rencontrer sur une plateforme internet afin de faciliter l'investissement direct des particuliers dans le capital des PME³⁴⁹.

2 - Prévenir un éventuel rationnement du crédit

Il appartient aux pouvoirs publics de continuer à suivre attentivement l'évolution de l'offre de crédit à destination des très petites entreprises et des PME. Les outils de suivi se sont, à cet égard, améliorés, avec des dispositifs de collecte statistique sur le financement des entreprises de plus en plus nombreux et étoffés.

La Médiation du crédit contribue également à ce suivi fin. Dans le contexte actuel, sa prolongation serait la solution la plus prudente, sans pour autant institutionnaliser le dispositif. Comme la Cour l'a souligné dans ses rapports sur les concours publics aux établissements de crédit³⁵⁰, l'action que la Médiation du crédit a menée a démontré son utilité : en fonctionnant comme un recours pour les litiges entre banques et

³⁴⁷ CDC Entreprises intervient par l'intermédiaire de fonds qui sont spécialisés dans l'apport de montants encadrés par des planchers et plafonds.

³⁴⁸ Cf. le site internet EuroQuity, anciennement Oséo Capital PME.

³⁴⁹ L'investissement direct présente toutefois certaines limites. En investissant directement plutôt qu'au travers d'un fonds, les particuliers ne peuvent répartir le risque de leurs investissements sur un nombre élevé d'entreprises. En outre, ils doivent assumer seuls le coût d'évaluation de leurs investissements potentiels, alors que celui-ci pourrait être partagé entre plusieurs investisseurs.

³⁵⁰ Cf. Cour des comptes, *Les concours publics aux établissements de crédit*, juin 2009 et mai 2010.

entreprises, elle contribue à rassurer les établissements prêteurs et à limiter les risques de contentieux futurs. Ce dispositif demeure aujourd'hui pertinent, même si les dossiers présentés à la médiation ont beaucoup diminué en nombre depuis fin 2008 et relèvent davantage de difficultés structurelles que conjoncturelles.

Si des tensions fortes se faisaient jour à l'avenir sur le financement des PME, et pour autant que les conditions de rentabilité des projets soient réunies, l'Etat disposerait de deux leviers pour compenser un fort ralentissement de l'offre de crédit bancaire : l'utilisation des ressources du Fonds d'épargne, via Oséo, dans les limites précédemment évoquées, et, de manière plus marginale, La Banque Postale, qui est désormais agréée pour distribuer des prêts aux personnes morales, mais dont l'activité sur ce segment ne devrait se développer que très progressivement dans les années qui viennent.

Une réflexion sur le droit des faillites pourrait également être engagée, notamment sur la nature du contrôle de l'entreprise pendant le processus précédant la liquidation. Certaines études ont en effet montré que les lois sur les faillites les plus performantes transféraient immédiatement le contrôle de l'entreprise en cessation de paiement à ses créanciers hypothécaires, ce qui avait pour conséquence de rassurer les prêteurs et de faciliter le financement des PME³⁵¹.

3 - Développer les financements externes non-bancaires

Les nouveaux ratios prudentiels applicables à la liquidité se traduiront vraisemblablement par une limitation de la transformation opérée par les établissements financiers.

Les PME seront conduites à rechercher une diversification de leurs sources de financement. Cette évolution pourrait passer par les financements de marché, même si cela ne peut concerner qu'une part limitée des besoins de financement.

Ce recours au financement de marché ne doit, en tout état de cause, pas engager la garantie de l'Etat. Même si les projets d'agences d'émissions de titres pour les entreprises qui ont vu le jour sollicitent une telle garantie, le développement de fonds investissant dans des émissions obligataires de PME suppose que les investisseurs finaux acceptent de détenir davantage de risques dans leurs portefeuilles de titres.

³⁵¹ Cf. Conseil d'analyse économique, *Le financement des PME*, novembre 2008.

En revanche, l'Etat doit faciliter la transition vers des modes de financement plus diversifiés, qu'il s'agisse de financement obligataire ou en fonds propres. Les réformes engagées à l'initiative des pouvoirs publics³⁵², qui visent à favoriser l'accès des PME aux financements de marché, doivent donc être poursuivies. A cet égard, il pourrait être envisagé, comme l'ont suggéré plusieurs rapports, 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 obligataire³⁵³. L'exemple du marché *Alternative Investment Market* (AIM) au Royaume-Uni en montre la possibilité. Une telle structure serait de nature à améliorer la fluidité pour les cessions de participations par les fonds de « *private equity* », dont le modèle requiert une rotation des entreprises en portefeuille tous les quatre à cinq ans en moyenne.

C - Faire évoluer le modèle de financement des collectivités territoriales

1 - Diversifier les sources de financement

Depuis 2000, les collectivités territoriales ont mobilisé chaque année entre 10 et 20 Md€ de produits d'emprunts pour financer leurs investissements, dont le montant est resté élevé jusqu'en 2010. Selon l'INSEE, cette dernière année, les dépenses d'investissement des collectivités territoriales et de leurs groupements se sont élevées à 52 Md€³⁵⁴, représentant 70 % de l'investissement public.

Cette situation est appelée à évoluer compte tenu de la réduction des transferts de l'Etat, de la réduction probable de l'offre de financements bancaires à destination des collectivités territoriales et de la nécessité pour ces dernières de participer à l'effort de désendettement du pays.

³⁵² Adaptation de la réglementation des marchés PME-ETI pour les rendre plus accessibles aux entreprises (loi du 19 octobre 2009 tendant à favoriser l'accès au crédit des PME et à améliorer le fonctionnement des marchés financiers, loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010) ; création en juillet 2010 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché ; mise en place d'un dispositif de financement mutualisé de l'analyse financière au profit des PME, etc.

³⁵³ Le comité d'orientation stratégique de Nyse Euronext dédié aux PME-ETI a établi un rapport, présenté, le 3 juillet 2012, sur la création d'une « bourse de l'entreprise » dont la cote initiale serait constituée des sociétés cotées sur les compartiments B et C d'Euronext et sur Nyse Alternext.

³⁵⁴ Cf. Observatoire des finances locales, *Rapport annuel*, 2011.

Plusieurs pistes, dont certaines sont complémentaires, peuvent être envisagées.

Un axe majeur est de renforcer l'autofinancement de l'investissement. Les nécessaires économies de gestion et les efforts de maîtrise de la dépense locale doivent pouvoir dégager des marges de manœuvre. Ils devraient être favorisés par la rationalisation des compétences des différents niveaux de collectivités territoriales³⁵⁵. 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 efforts de maîtrise de la dépense locale doivent aussi bénéficier d'une stabilisation de l'environnement juridique et fiscal, de manière à accroître la cohérence des stratégies pluriannuelles d'investissement.

En ce qui concerne le financement bancaire, La Banque Postale a récemment mis en place une offre de prêts³⁵⁶. La nécessité d'une mise en place rapide de la structure commune entre La Banque Postale et la Caisse des dépôts et consignations est relevée *infra*. Cette structure commune, qui aurait vocation, à terme, à couvrir entre 20 % et 25 % du marché, ne répondrait toutefois pas, à elle seule, aux besoins de financement des collectivités territoriales nés de la restructuration de Dexia.

Les collectivités territoriales doivent donc se préparer à diversifier davantage leurs sources de financement. Certes, le nombre particulièrement élevé de collectivités territoriales en France (un peu plus de 54 000 en 2011³⁵⁷) et leur extrême diversité constituent un handicap pour l'accès de certaines d'entre elles aux marchés financiers. Cependant, celles qui en ont la taille et la capacité financière devraient envisager d'émettre des obligations, comme l'ont déjà fait certaines d'entre elles, même si ce ne peut être que pour une part limitée des besoins de financement.

³⁵⁵ Cette démarche a été engagée par la loi du 16 décembre 2010 relative à la réforme des collectivités territoriales qui remet en cause, à partir du 1^{er} janvier 2015, la clause de compétence générale pour les régions et les départements, mais renvoie la question de la répartition des compétences entre collectivités territoriales à un texte de loi ultérieur.

³⁵⁶ La Banque Postale commercialise, depuis le 20 juin 2012, une nouvelle offre de crédit de court terme destinée aux collectivités locales. Cette offre a vocation à être complétée, dans le cadre de la structure commune avec la CDC, par des offres de financement à moyen/long terme.

³⁵⁷ En tenant compte également des groupements à fiscalité propre, des syndicats intercommunaux et des syndicats mixtes.

Le projet, porté par les associations de collectivités³⁵⁸, de créer une agence de financement des collectivités territoriales qui aurait vocation à se financer directement sur le marché obligataire, vise à fournir une solution supplémentaire pour diversifier l'offre de financement des collectivités territoriales. La Cour avait indiqué³⁵⁹ qu'il faudrait au préalable que soient respectées un certain nombre de conditions nécessaires à son bon fonctionnement : intervention limitée à la clientèle des collectivités territoriales françaises, offre de produits simples et non risqués, soumission à l'agrément de l'Autorité de contrôle prudentiel, niveau de garantie élevé du fait de la constitution d'un important niveau de fonds propres et de réserves de liquidités dépassant le strict respect des normes prudentielles, instances de gouvernance comprenant des personnalités reconnues dans le domaine financier, évaluation des risques fondée sur des critères transparents.

Dans un rapport au Parlement, de février 2012, sur les conséquences, pour le budget de l'Etat et des collectivités territoriales, de la création d'une agence publique de financement des investissements des collectivités territoriales, le Gouvernement avait relevé la complexité du dispositif envisagé et la nécessité d'approfondir la réflexion afin d'éviter que la responsabilité financière de l'Etat puisse être engagée. Il soulignait que la mise en place d'une garantie solidaire apportée par les membres de l'agence supposerait des modifications législatives, voire constitutionnelles. Le Gouvernement mentionnait, en outre, la nécessité de tirer les conséquences des difficultés financières intervenues en Europe et de l'évolution de la notation de la France. D'autres points restaient, selon lui, à approfondir, notamment le provisionnement des risques liés à l'emprunt dans les budgets des collectivités territoriales ou les conditions de sortie du dispositif.

En tout état de cause, 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. D'autre part, la garantie solidaire des risques par les collectivités locales devrait être assortie d'instruments de maîtrise appropriés de ces risques et être fidèlement reflétée dans leurs comptes, dans une présentation adaptée de ceux-ci.

³⁵⁸ 7 associations : Association des maires de France (AMF), Association des communautés urbaines de France (Acuf), Assemblée des départements de France (ADF), Association des régions de France (ARF), Assemblée des communautés de France (AdCF), Association des maires de grandes villes de France (AMGVF) et Association finances gestion évaluation des collectivités territoriales (Afigese).

³⁵⁹ Cf. Cour des comptes, *La gestion de la dette publique locale*, juillet 2011

2 - Renforcer la maîtrise des risques

La diversification des modes de financement des collectivités territoriales soulève des enjeux d'encadrement, y compris de normalisation comptable³⁶⁰, et de supervision.

Après la crise financière, le Gouvernement a fait le choix d'intervenir dans les relations entre les collectivités territoriales et leurs prêteurs par des moyens incitatifs plutôt que contraignants. En décembre 2009, une « charte de bonne conduite » a ainsi été conclue entre certains établissements bancaires et des associations d'élus. En complément, une circulaire interministérielle a formulé en juin 2010 diverses recommandations, dont certaines reprenaient celles émises par la Cour dans ses rapports publics. Désormais, il convient d'aller plus loin et de faire, dans un premier temps, le bilan de l'application de la charte de bonne conduite, qui valide le recours à des emprunts comportant de forts risques de volatilité et légitime des durées de bonification qui n'apparaissent pas justifiées. La Cour a estimé, dans son rapport sur la gestion de la dette publique locale, que le principe de la bonification temporaire et provisoire des taux d'intérêt devrait être reconsidéré. Elle a également recommandé d'interdire l'offre aux collectivités territoriales de produits financiers complexes ou structurés, tels les emprunts dont le taux d'intérêt était basé sur des écarts d'indices hors zone euro ou comportant des effets de levier. Au besoin, le principe de la libre administration des collectivités territoriales s'appliquant dans les conditions prévues par la loi, les insuffisances de la Charte pourraient être compensées par des mesures de nature législative.

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

Dans un contexte de profondes mutations, l'Etat doit mettre en place une stratégie d'ensemble intégrant de manière cohérente les différents leviers d'action qu'il peut mobiliser. Il doit être en mesure de

³⁶⁰ A cet égard, l'avis rendu par le conseil de normalisation des comptes publics dans sa séance du 3 juillet 2012 sur les passifs financiers des collectivités et établissements publics locaux devrait avoir pour conséquence la création d'une obligation de provisionnement en cas de bonification temporaire et provisoire des taux d'intérêt, ainsi que chaque fois qu'un risque de perte est constaté lors de l'évaluation des instruments financiers complexes à la clôture des comptes.

s'adapter rapidement et efficacement aux brusques évolutions qui marqueront vraisemblablement les mois mais aussi les années à venir.

A - 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 du financement de l'économie. Cette vue d'ensemble doit permettre aux pouvoirs publics de choisir les instruments les plus adaptés mais aussi d'intervenir de manière réactive. Le nouveau contexte implique également de renforcer la cohérence de l'action de la sphère financière publique au service du financement de l'économie.

1 - Aller plus loin dans le pilotage global

Les précédents chapitres ont illustré les évolutions profondes des modes de distribution des aides publiques et parapubliques et de la place de l'Etat dans le financement de l'économie. Ainsi, s'agissant des subventions d'investissement, l'Etat contribue désormais beaucoup moins à leur distribution que par le passé, les aides versées par les organismes divers d'administration centrale (ODAC) ou les collectivités territoriales compensant, en partie, le recul de celles octroyées directement par l'Etat.

Or, les dispositifs d'aide à la décision n'ont pas été adaptés au nouveau contexte d'intervention accrue des collectivités territoriales et de multiplication des dispositifs de diverse nature (mécanismes d'incitation fiscale, etc.) : il n'y a pas d'outil ou de procédure permettant de disposer d'une vue d'ensemble exhaustive et de fonder les décisions de politique publique. Il n'existe ainsi pas de données agrégées sur la distribution sectorielle des aides des collectivités territoriales aux entreprises.

Dans un contexte de nécessaire maîtrise des finances publiques, il est d'autant plus essentiel d'améliorer la connaissance des bénéficiaires et des effets des divers mécanismes publics existants et de renforcer les procédures d'évaluation³⁶¹. Cette connaissance plus fine des besoins de financement de l'économie doit favoriser une allocation plus adaptée et réactive de la ressource publique dans une perspective d'intérêt général, et une meilleure hiérarchisation des projets. Les autorités publiques seront

³⁶¹ Le conseil de modernisation des politiques publiques a ainsi confié au commissariat général à l'investissement le pilotage d'une structure veillant à la cohérence de la politique d'investissement de l'Etat et à l'évaluation des projets et de leur rentabilité.

ainsi en mesure d'identifier non seulement les situations d'insuffisance de financement mais aussi les cas de sur-investissement. Ces progrès dans la connaissance des besoins réels de financement faciliteront la conduite par l'Etat de sa politique économique, et notamment d'une politique industrielle.

Dans ce contexte, un document de politique transversale³⁶² devrait, chaque année, présenter, en annexe au projet de loi de finances, une vue cohérente et homogène de l'ensemble des instruments concourant à une même politique, en faisant apparaître les effets respectifs de chaque aide, y compris les éventuels effets de levier.

Ce document budgétaire devrait être complété par un rapport plus global sur le financement de l'économie, dont la fréquence pourrait être annuelle et qui s'appuierait sur les données statistiques disponibles mais aussi sur la consultation des professionnels concernés, et intégrerait l'ensemble des mécanismes concourant au financement de l'économie (fiscalité, aides des administrations publiques, etc.), y compris les aides des collectivités territoriales aux entreprises. Le souci de ne pas créer une nouvelle structure pourrait conduire à confier au conseil de régulation financière et du risque systémique (COREFRIS) la responsabilité d'établir ce rapport. Le caractère global et transversal des enjeux, qui excèdent largement la compétence actuelle du COREFRIS³⁶³, pourrait cependant justifier de créer une instance *ad hoc*.

Au sein des administrations centrales, il appartient à la direction générale du Trésor³⁶⁴ d'assurer, en lien avec les différents acteurs concernés, une telle surveillance d'ensemble du financement de l'économie.

³⁶² Selon l'article 128 de la loi de finances rectificative pour 2005 n°2005-1720 du 30 décembre 2005, des documents de politique transversale sont présentés sous forme d'annexe générale au projet de loi de finances de l'année. Ces documents développent, pour chaque politique concernée, la stratégie mise en œuvre, les crédits, les objectifs et indicateurs y concourant. Ils comportent également une présentation détaillée de l'effort financier consacré par l'État à ces politiques, ainsi que des dispositifs mis en place, pour l'année à venir, l'année en cours et l'année précédente.

³⁶³ Le COREFRIS doit déjà établir un rapport public annuel remis au Parlement. Ce rapport, élaboré par la direction générale du Trésor, qui assure le secrétariat du comité, est cependant uniquement centré sur les problématiques du secteur financier.

³⁶⁴ Direction du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, en charge notamment de la régulation du financement de l'économie et des institutions intervenant en matière d'assurance, de banque et d'investissement sur les marchés financiers. Elle comporte notamment un « Service du financement de l'économie ».

En région, les préfets et les services déconcentrés de l'Etat concernés doivent continuer de jouer un rôle actif en matière d'action économique. Ils n'ont pas vocation à animer en permanence les différents canaux de financement publics relevant d'Oséo ou du groupe Caisse des dépôts. En revanche, ils peuvent, en lien avec les responsables des régions, assurer une coordination entre tous les acteurs concernés notamment en cas de difficultés de financement d'une entreprise³⁶⁵ et, de manière plus générale, faire remonter au niveau central les problèmes rencontrés dans la mise en œuvre des outils et dispositifs publics de financement.

2 - Mieux assurer la cohérence de la sphère financière publique

La sollicitation croissante de la sphère financière publique par l'Etat implique un renforcement de la maîtrise des risques d'une part, et la rationalisation de certains dispositifs, d'autre part.

a) Renforcer la maîtrise des risques

Au cours des années 1990, l'État a dû apporter son soutien financier à plusieurs banques publiques ou parapubliques, telles que le Crédit Lyonnais, le Crédit foncier de France (CFF), le Comptoir des entrepreneurs (CDE) et le Groupe des assurances nationales (GAN).

Ces exemples du passé et les restructurations successives du groupe Dexia, très coûteuses pour la sphère publique, illustrent la nécessité d'un pilotage resserré et d'une maîtrise des risques renforcée de la part de l'Etat et de la sphère financière publique.

Ces exigences sont d'autant plus fortes que le nombre de participations conjointes dans le secteur financier détenues, indirectement ou directement, par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations ne cesse de croître avec trois banques publiques (Oséo et sa filiale Oséo

³⁶⁵ Le 22 novembre 2011, le Gouvernement a lancé une opération d'aide aux entreprises qui reposait sur un dispositif de coordination des services de l'Etat dans les territoires. Ce dispositif avait vocation à s'appuyer sur les structures d'aide aux entreprises afin de rendre plus efficaces les procédures d'alerte, mais aussi afin de favoriser l'investissement et la compétitivité des entreprises. Il s'est traduit par la création, dans les régions, d'un comité exécutif placé sous l'autorité du préfet, chargé de veiller à la bonne coordination et au partage de l'information entre les acteurs du financement et de l'appui aux entreprises. Le Gouvernement a annoncé, le 22 juin 2012, la mise en place, début juillet, de 22 commissaires au redressement productif qui ont vocation à accompagner les entreprises de moins de 400 salariés et à animer des cellules régionales de « veille et d'alerte précoce ».

Industrie, La Banque Postale, Dexma) ainsi qu'une société de portefeuille (le Fonds stratégique d'investissement) et une société d'assurances (CNP Assurances).

b) Rationaliser certains dispositifs

Les modalités de mise en place de la future banque publique d'investissement restent à déterminer.

L'existence de nombreux canaux de financement des entreprises (Oséo, Fonds stratégique d'investissement, CDC Entreprises, etc.) intervenant sur des segments souvent très proches, voire identiques, soulève la question de leur rationalisation. Cette organisation complexe, à laquelle il faut ajouter les directions régionales de la Caisse des dépôts et consignations compétentes pour les très petites entreprises³⁶⁶, pose un problème de lisibilité pour les PME sur les territoires. Des mesures ont certes été mises en place pour accroître les synergies. Parmi celles-ci figure, par exemple, la création en 2011 de FSI Régions, qui vise à renforcer la présence du Fonds stratégique d'Investissement en régions mais aussi la complémentarité avec Oséo, avec des équipes de FSI Régions regroupées physiquement avec celles d'Oséo. Même si elles constituent un progrès, ces mesures, qui se heurtent aux pesanteurs du passé, demeurent insuffisantes.

La tentation peut être grande face à cette multiplicité des canaux de financement de les rassembler au sein d'une même entité. Une piste évoquée par certains acteurs serait qu'Oséo devienne une filiale de la Caisse des dépôts et consignations, aux côtés du Fonds stratégique d'investissement et de CDC Entreprises. Une autre solution consisterait à regrouper, autour d'Oséo, CDC Entreprises et les activités du Fonds stratégique d'investissement en direction des entreprises de taille intermédiaire.

Ces deux schémas présenteraient, certes, l'avantage, pour les entreprises, de pouvoir disposer d'une gamme complète d'interventions (participations au capital et prêts) auprès d'un interlocuteur unique.

³⁶⁶ La Caisse des dépôts et consignations est décentralisée en 25 directions régionales qui mettent en œuvre, au plan local, ses missions d'intérêt général sur l'ensemble du territoire : prêteur sur fonds d'épargne pour le financement du logement social, de la politique de la ville et des infrastructures ; investisseur, notamment en accompagnement des politiques publiques pour le développement des territoires ; gestionnaire de fonds privés requérant une protection particulière, en particulier les dépôts réglementés des professions juridiques.

Ils présentent toutefois plusieurs risques. En premier lieu, 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'intérêt³⁶⁷. En outre, le schéma regroupant l'ensemble des dispositifs au sein de la Caisse, en plaçant un établissement bancaire au sein de cette dernière, ne sera possible que si elle dispose de fonds propres suffisants, alors qu'elle risque de devoir en mobiliser une part importante dans le cadre de la restructuration de Dexia. Il tendrait à rapprocher la Caisse d'une situation de conglomérat, avec les conséquences prudentielles qui y seraient associées.

Il convient, en tout état de cause, de procéder à la rationalisation de chacun des métiers au sein du groupe Caisse des dépôts et d'Oséo. A cet égard, les relations entre le Fonds stratégique d'investissement et CDC Entreprises doivent être clarifiées afin de garantir une plus grande coopération entre ces deux entités. Le regroupement de CDC Entreprises et du Fonds stratégique d'investissement au sein d'une structure intermédiaire commune rattachée au groupe Caisse des dépôts peut constituer une solution.

Il convient, par ailleurs, d'améliorer, en région, la lisibilité des dispositifs vis-à-vis des entreprises. S'il paraît difficile de créer un guichet unique qui délivrerait toutes les interventions (participations au capital, prêts, etc.), il est, en revanche, nécessaire de créer un point d'entrée unique, la formule la plus adaptée aux réalités actuelles pouvant être un portail internet commun.

D'autres pistes sont envisageables pour rationaliser l'organisation de la sphère financière publique.

Ainsi s'agissant du Fonds de réserve des retraites (FRR), il convient d'adapter sa stratégie de placement qui était majoritairement orientée, à l'origine, vers les actions. Si les pouvoirs publics continuent de lui assigner la mission de financer la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), la cohérence financière devrait conduire le Fonds de réserve des retraites à choisir très majoritairement des placements en obligations. Cette réorientation ne rend plus nécessaire de recourir à une gestion sophistiquée et coûteuse par l'intermédiaire de nombreuses sociétés mandataires. Aujourd'hui, la Caisse des dépôts et consignations assure la gestion administrative du Fonds de réserve des retraites et son

³⁶⁷ Lorsque les deux fonctions ne sont pas suffisamment distinguées, un établissement peut en théorie être conduit à accepter de prêter à un organisme dans lequel il investit par ailleurs en fonds propres, ce qui peut conduire à biaiser l'analyse des risques.

directeur général en préside le directoire. Une solution pourrait consister à confier à la Caisse la gestion financière des titres du FRR.

S'agissant des investissements d'avenir, leur mise en œuvre s'effectue de manière très progressive, ce qui ouvre la possibilité aux pouvoirs publics d'engager une réflexion sur d'éventuels redéploiements. En tout état de cause, il paraît opportun de prévoir le retour dès que possible à des modes de gestion de droit commun. Si la mise en œuvre de manière autonome peut se justifier dans une première phase dans laquelle la capacité d'impulsion et la rapidité sont indispensables, il sera ensuite nécessaire de faire prévaloir la cohérence des instruments et les économies possibles de gestion, tout en conservant une traçabilité des financements.

La Banque Postale est dans une situation particulière : à la suite des élargissements successifs de son agrément (au crédit à la consommation puis aux prêts aux personnes morales), elle est devenue une banque de plein exercice. Filiale à 100 % du groupe La Poste, ses résultats représentent une composante majeure de l'activité de celui-ci et un relais de croissance compensant le déclin de l'activité courrier. Elle fait aujourd'hui l'objet de sollicitations croissantes de la part des pouvoirs publics pour étendre ses interventions de soutien du financement de l'économie. Toute extension en ce sens devra être compatible avec deux exigences : une montée en charge maîtrisée des risques et une réduction du coefficient d'exploitation.

La Banque Postale a récemment choisi de s'orienter vers le financement des collectivités territoriales, secteur où la Caisse des dépôts et consignations est traditionnellement présente. Dès lors, toutes les synergies possibles entre la Caisse et La Banque Postale doivent être mises en œuvre dans ce domaine et l'entreprise commune projetée entre les deux établissements doit être mise en place dès que possible³⁶⁸.

B - Adapter la Caisse des dépôts et consignations à la nouvelle donne

La Caisse des dépôts et consignations a été au cœur des politiques économiques depuis le début de la crise financière dans ses diverses composantes et en tout premier lieu, le Fonds d'épargne (cf. chapitre III). Dans un contexte où les contraintes budgétaires ont progressivement réduit l'intervention directe de l'Etat et continueront à le faire pour une

³⁶⁸ Cela suppose notamment des arbitrages sur les modalités de distribution au plan local des prêts aux collectivités territoriales.

période vraisemblablement longue, elle représente le principal relais financier public de l'intervention de l'Etat au service du financement de l'économie. Les liens capitalistiques, organiques et financiers qu'entretiennent l'Etat et la Caisse des dépôts se sont resserrés au fur et à mesure que les interventions dans le financement de l'économie se diversifiaient. Le groupe Caisse des dépôts a donc un rôle stratégique, compte tenu de sa position pivot au sein de la sphère financière publique et des politiques publiques, et une dimension systémique. La gouvernance et la surveillance de la Caisse doivent être à la hauteur de ce double enjeu.

La loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008 a modernisé la gouvernance de la Caisse qui repose désormais sur trois piliers : la commission de surveillance, dont les pouvoirs ont été renforcés ; la direction générale ; l'Autorité de contrôle prudentiel, désormais chargée du contrôle des activités bancaires et financières de la Caisse³⁶⁹. Il importe de tirer pleinement les conséquences de ce nouvel équilibre.

Les enquêtes qu'elle a menées en 2010 et 2011 sur de nombreuses entités du groupe Caisse des dépôts amènent la Cour à formuler plusieurs recommandations à cet égard.

1 - Renforcer la gouvernance

Le renforcement des interventions de la Caisse des dépôts et consignations au cours des dernières années dans des domaines de plus en plus divers ainsi que la rentabilité variable de ses différentes activités s'accompagnent d'un accroissement des risques portés par le groupe. En outre, la pluralité des guichets et des structures intervenant dans le financement des entreprises crée des risques de redondance. Enfin, dans le contexte d'abondance de ses ressources, la Caisse peut apparaître à l'Etat comme une solution de facilité pour faire face aux différentes attentes auxquelles il est confronté. La Cour a ainsi déjà souligné le caractère critiquable du recours au Fonds d'épargne pour contribuer au sauvetage de la banque Dexia, en raison à la fois de sa finalité – très éloignée de la vocation première du Fonds – et de l'impact financier déjà très défavorable constaté alors (moins-values latentes très élevées).

Ce nouveau contexte rend indispensable un renforcement de la gouvernance interne de la Caisse.

³⁶⁹ En application de la loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008, la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations confie à l'Autorité de contrôle prudentiel l'examen du respect par la Caisse de la réglementation bancaire et financière.

En premier lieu, le plan stratégique du groupe Caisse des dépôts « Elan 2020 » a été élaboré avant la crise. La Caisse doit donc redéfinir un plan stratégique qui précise son rôle dans le nouveau contexte.

La Caisse des dépôts et consignations est un établissement public doté depuis la loi du 28 avril 1816 d'une gouvernance originale, restée pratiquement inchangée depuis sa création. Aux termes de l'article L. 518 du code monétaire et financier, elle est « *placée, de la manière la plus spéciale, sous la surveillance et la garantie de l'autorité législative* », par l'intermédiaire de la commission de surveillance³⁷⁰ composée de parlementaires et de personnalités qualifiées. Elle est dirigée et administrée par un directeur général, nommé par décret du Président de la République pour un mandat de cinq ans. Son action s'exerce en appui des politiques publiques conduites par l'Etat et les collectivités territoriales. Le législateur, à travers le statut très particulier donné à la Caisse, a entendu lui conférer une certaine indépendance vis-à-vis de l'exécutif. Celle-ci est d'autant plus nécessaire que la Caisse assure la protection de l'épargne des particuliers et intervient dans le domaine sensible du financement des entreprises.

Il convient de rendre encore plus claire la séparation entre l'autorité de supervision et les instances internes de la Caisse. Cette clarification supposerait notamment de renoncer à la présence, au sein de la commission de surveillance, du gouverneur de la Banque de France, celui-ci présidant l'Autorité de contrôle prudentiel. Le président de la commission de surveillance et le directeur général faisant fonction de la Caisse des dépôts et consignations ayant souligné, dans leurs réponses, l'intérêt représenté par l'expertise du gouverneur ou de son représentant, une solution alternative pourrait consister à insérer dans le règlement intérieur de la commission de surveillance une disposition leur interdisant de prendre part aux débats et décisions dès lors que les sujets en cause entrent dans le champ du rôle ou des avis de l'Autorité de contrôle prudentiel. Dans le même esprit de séparation des fonctions, la présence nécessaire du directeur général du Trésor serait plus claire s'il siégeait

³⁷⁰ La commission de surveillance est saisie de tous les sujets déterminants pour l'avenir de la Caisse : orientations stratégiques, mise en œuvre des missions, stratégie d'investissement, situation financière, comptes sociaux et consolidés, contrôle prudentiel (délégué par la loi à l'Autorité de contrôle prudentiel). Elle comprend trois comités permanents. Son président est élu parmi les parlementaires qui en sont membres.

non plus comme membre, mais en qualité de commissaire du Gouvernement³⁷².

Pour la gouvernance du Fonds d'épargne, une instance spécialisée, le comité des Fonds d'épargne, émanation de la commission de surveillance, assiste cette dernière. Créé en 2003, il est spécifiquement dédié à la surveillance de la gestion du fonds et à l'examen de ses comptes. La création du comité des Fonds d'épargne a représenté un réel progrès. Celui-ci apparaît cependant à l'usage davantage comme une instance de préparation des dossiers que comme un lieu de débat stratégique, alors que la commission de surveillance devrait pouvoir davantage s'appuyer sur lui. Le contrôle de la commission de surveillance sur l'utilisation du Fonds d'épargne doit être renforcé. Une modification législative pourrait prévoir un avis de la commission de surveillance avant les principales décisions du ministre de l'économie concernant les emplois du Fonds, ces derniers demeurant *in fine* « fixés par le ministre »³⁷³, compte tenu de la garantie apportée par l'Etat, conformément à la loi, au Fonds d'épargne.

Par ailleurs, les ressources du Fonds d'épargne ne doivent pas venir abonder des actions menées par la Caisse, et n'ayant pas de rapport direct avec les finalités du Fonds.

En ce qui concerne le Fonds stratégique d'investissement, trois améliorations devraient être apportées pour garantir la pertinence et la transparence des décisions d'investissement : étendre la règle de la majorité qualifiée des deux tiers à toutes les décisions d'investissement relevant de la compétence du conseil d'administration ; informer systématiquement le conseil d'administration sur l'origine des dossiers et la nature des sollicitations éventuelles par les pouvoirs publics ; mieux insérer le comité d'orientation stratégique (COS), instance consultative originale associant notamment les partenaires sociaux, dans la gouvernance du Fonds stratégique d'investissement.

2 - Assurer une maîtrise d'ensemble des risques

La diversité des activités de la Caisse et leur niveau très inégal de rentabilité justifient un pilotage très resserré de la maîtrise des risques.

Le contrôle, dans les conditions prévues par la loi de modernisation de l'économie (LME), des activités bancaires et

³⁷² Le commissaire du gouvernement devrait pouvoir intervenir sur tout sujet évoqué par la commission de surveillance.

³⁷³ Selon les termes de l'article L. 221-7 du code monétaire et financier.

financières de la Caisse par l'Autorité de contrôle prudentiel et la validation fin 2011 par la commission de surveillance des modèles prudentiels³⁷⁴ de la section générale³⁷⁵ et du Fonds d'épargne, ainsi que la fixation de leurs niveaux de fonds propres, ont représenté d'importants progrès.

La réflexion sur l'adaptation du modèle prudentiel de la Caisse, au regard notamment des nouvelles normes prudentielles applicables aux établissements de crédit (Bâle III), doit être poursuivie. Cette adaptation devra tenir compte des spécificités de la Caisse des dépôts et consignations, dans la mesure où le modèle prudentiel de la Caisse doit lui permettre de garantir un niveau très élevé de stabilité financière³⁷⁶ tout en étant compatible avec sa mission d'investisseur de long terme.

La commission de surveillance fixe le plafond d'endettement de la Caisse. Compte tenu du rôle particulier de cette dernière, tout relèvement de ce plafond devrait tenir compte du fait que son montant actuel est à peu près équivalent au niveau des fonds propres³⁷⁷, et qu'une adéquation doit exister entre ce dernier et le montant de la dette.

La Cour a, en outre, relevé que, dans certaines filiales de la Caisse, le comité d'audit³⁷⁸ ne jouait pas le rôle d'aiguillon et de surveillance qui devrait lui incomber en matière de contrôle des risques. Le rôle des comités d'audit devra donc être renforcé.

³⁷⁴ En application de la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (LME), le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations propose à la commission de surveillance un modèle prudentiel sur lequel l'Autorité de contrôle prudentiel donne un avis. Ce modèle prudentiel doit permettre d'identifier les risques, de les évaluer et de déterminer leur couverture adéquate par un niveau de fonds propres adapté et enfin, d'assurer le suivi de l'ensemble.

³⁷⁵ Le Groupe Caisse des dépôts réunit un établissement public et des filiales et participations intervenant dans le champ concurrentiel. L'établissement public est composé de deux sections comptables distinctes : la section générale, dont les comptes font l'objet d'une consolidation avec les entités qu'il contrôle, seul ou conjointement, pour former les comptes consolidés du Groupe Caisse des dépôts ; la section du Fonds d'épargne dotée d'un bilan et d'un compte de résultat spécifique.

³⁷⁶ Depuis 1816, la Caisse des dépôts a pour mission de gérer avec la plus grande prudence les dépôts dont le monopole de collecte lui a été confié : « *Les intérêts particuliers ne peuvent trouver une plus sûre garantie que dans un dépôt placé sous la foi publique et sous la surveillance de la Commission (...)* » (ordonnance du 3 juillet 1816 relative aux attributions de la Caisse des dépôts et consignations).

³⁷⁷ Il est de 18 Md€ pour l'année 2012.

³⁷⁸ Selon la directive européenne du 17 mai 2006, la mission du comité d'audit consiste à assurer un triple suivi du processus d'élaboration de l'information financière d'une part, de l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne et de gestion des risques d'autre part, et du contrôle légal annuel des comptes enfin.

3 - Mettre en place une politique active de gestion des participations et des filiales

La Caisse des dépôts et consignations détient de nombreuses filiales et participations qui se sont progressivement sédimentées. Ces filiales et participations mobilisent une part importante des fonds propres de la Caisse et peuvent, dans certains cas, présenter des risques et, dans d'autres cas, offrir des possibilités de plus-values en cas de cession.

Dans sa communication à la commission des finances du Sénat sur la participation de la Caisse dans l'économie mixte locale, la Cour avait relevé que celle-ci devait se retirer de certaines sociétés d'économie mixte locales (SEML). En effet, ce portefeuille de participations au capital des SEML³⁷⁹ avait été acquis au fil du temps. Il ne reflétait qu'imparfaitement les métiers de la Caisse liés au développement des territoires et sa rentabilité paraissait faible³⁸⁰.

Cette recommandation de la Cour vaut également pour les autres participations et filiales de la Caisse des dépôts et consignations. Cette dernière doit procéder à une évaluation de ses filiales et participations³⁸¹ afin de vendre, le cas échéant, celles d'entre elles qui ne sont pas stratégiques ou pas rentables³⁸².

Compte tenu des risques potentiels attachés à ces participations, l'action des administrateurs représentant la Caisse au sein des organes dirigeants de ces sociétés devrait, par ailleurs, faire l'objet d'un rapport annuel à la commission de surveillance.

³⁷⁹ Au 31 décembre 2009, portefeuille de 442 participations au capital de sociétés d'économie mixte locales, qui représentait une quote-part d'actif net comptable de 590 M€.

³⁸⁰ Ces recommandations ont d'ores et déjà partiellement été mises en œuvre via un plan de rationalisation visant 5 % du portefeuille des sociétés d'économie mixte détenues par la Caisse. Ce plan prévoit le rapprochement de structures d'économie mixte et d'opérateurs publics ayant le même objet et agissant sur le même territoire ainsi que l'arbitrage des participations prises sur des segments non stratégiques. La Caisse a opéré, en 2011, 34 opérations de cessions de titres.

³⁸¹ Le groupe a ainsi engagé récemment une réflexion stratégique sur les perspectives de sa filiale CDC Climat, créée en 2010.

³⁸² La Caisse des dépôts et consignations a dégagé, dans ce cadre, 534 M€ de plus-values en 2011 et 200 M€ sur le premier semestre 2012.

C - Adapter la surveillance financière au nouveau contexte

Cette adaptation de la surveillance financière au nouveau contexte passe d'abord par une meilleure prévention des risques systémiques liés au secteur financier³⁸³.

Par ailleurs, si les règles prudentielles qui s'imposent aux établissements financiers sont largement supranationales, 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 afin de garantir la confiance du public et des marchés dans les systèmes bancaires et financiers. Il est, en outre, décisif que la coopération entre les autorités nationales de supervision soit renforcée au niveau européen.

1 - Mieux prévenir le risque systémique

Les développements de la crise financière, y compris les plus récents, ont mis en évidence la nécessité de disposer d'une vision globale des risques systémiques liés au secteur financier.

Le maintien de l'adossement de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) à la Banque de France doit permettre à l'Autorité de bénéficier notamment de l'expertise économique et financière de la banque centrale et un tel lien doit favoriser l'efficacité et la rapidité du traitement des situations d'urgence qui pourraient affecter les entités bancaires ou d'assurance.

³⁸³ Les risques systémiques désignent des risques susceptibles d'avoir un impact sur l'ensemble du système financier.

Toutefois, comme la Cour l'a souligné dans le cadre de son enquête sur les modalités de mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel, ce parti ne peut trouver sa pleine signification que si toutes les synergies entre la Banque de France et l'Autorité sont utilisées. En effet, si l'Autorité de contrôle prudentiel a pour mission de veiller à la préservation de la stabilité financière par la supervision des établissements financiers, il appartient à la Banque d'exercer une surveillance macro-prudentielle³⁸⁴.

Une autre leçon de la crise financière est que la prévention du risque systémique exige une vue d'ensemble incluant la surveillance des marchés financiers et capable de repérer l'émergence de fragilités structurelles dans le système financier. Afin d'améliorer le dispositif français de prévention et de gestion de crise, le collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier (CACES)³⁸⁵, dont la Cour avait souligné les limites dans son rapport public annuel de 2009³⁸⁶, a été transformé par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 en Conseil de régulation financière et du risque systémique (COREFRIS), dont les missions et compétences ont été renforcées³⁸⁷. S'il est prématuré à ce stade de dresser un bilan de son action, la création du COREFRIS est positive³⁸⁸.

La prévention du risque systémique passe notamment par l'adaptation du secteur financier aux nouveaux défis actuels sous la surveillance des autorités de supervision. En France, comme indiqué au chapitre I, les encours de crédits ont souvent excédé, pour la plupart des

³⁸⁴ « L'objectif immédiat d'une approche macroprudentielle est de limiter le risque d'épisodes de crise financière affectant l'ensemble du système, afin de maîtriser leur coût au niveau macroéconomique. Celui de l'approche microprudentielle, en revanche, est de limiter le risque de défaillance au niveau des différents établissements, indépendamment de toute incidence sur l'ensemble du système. La finalité de l'approche macroprudentielle est le système financier dans son ensemble, tandis que l'approche microprudentielle s'intéresse à chaque établissement au niveau individuel. » Extrait de la revue de la stabilité financière, septembre 2009.

³⁸⁵ Présidé par le ministre chargé des finances ou son représentant, il réunissait au moins trois fois par an le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, le président de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) et le président de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

³⁸⁶ La mission qui avait été assignée au collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier se limitait à la facilitation des échanges d'information entre les autorités des groupes financiers ayant à la fois des activités de crédit, d'investissement ou d'assurance et à toute question d'intérêt commun relative à la coordination de ces mêmes groupes.

³⁸⁷ Pour la composition du COREFRIS, cf. chapitre II.

³⁸⁸ Au niveau européen, un comité du risque systémique a été créé en janvier 2011.

établissements, le montant des dépôts collectés. La mise en œuvre de nouveaux ratios prudentiels devrait significativement accroître les besoins de liquidité³⁸⁹. A court terme, les interventions exceptionnelles de la Banque centrale européenne et notamment les opérations de refinancement à trois ans au taux de 1 % (*Long-Term Refinancing Operation* ou LTRO) ont contribué à soutenir la liquidité du secteur financier mais elles ont été présentées à ce stade comme ayant vocation à être temporaires. Or, le besoin de liquidité du secteur financier est une tendance plus durable. Compte tenu du rôle central d'intermédiation des flux d'épargne qu'exerce le système bancaire français et 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.

Quels que soient les choix opérés en matière de réglementation bancaire (maintien de la situation actuelle ou séparation des activités de banque de dépôt et banque d'affaires), la défaillance de tout ou partie d'un établissement financier représenterait un risque systémique susceptible de provoquer une intervention de l'Etat³⁹⁰.

Enfin, la crise financière a mis en lumière la nécessité de disposer des outils de résolution indispensables à la bonne gestion des crises bancaires. Des réflexions ont été récemment engagées sur la possibilité d'instaurer une union bancaire qui viendrait compléter l'union monétaire. A terme, cette union bancaire, qui vise à détacher le risque souverain du risque bancaire, pourrait comprendre trois piliers : une garantie européenne des dépôts financée par les établissements de crédit, une supervision supranationale renforcée, un mécanisme commun de résolution des défaillances bancaires. Son objectif serait d'assurer une plus grande stabilité financière de la zone euro, en réduisant notamment le risque de fuite transfrontière des dépôts (« *bank run* ») en cas d'inquiétude sur la solvabilité d'un établissement de crédit d'un pays fragilisé par la crise.

³⁸⁹ Selon une étude du comité de Bâle publiée en 2010, l'application du nouveau ratio de liquidité devrait entraîner un besoin des banques européennes de près de 2 000 Md€. Dans le rapport sur la stabilité financière d'avril 2012, le Fonds monétaire international mentionne des risques élevés pour le financement de l'économie au cas où les banques réduiraient conjointement la taille de leurs bilans.

³⁹⁰ La Commission européenne a mis en place une commission de sages, présidée par le gouverneur de la Banque de Finlande, pour formuler des recommandations sur le sujet de la séparation des activités de banque de détail et d'investissement (propositions attendues pour l'automne 2012).

Une première étape a été franchie avec la proposition de directive de la Commission européenne établissant un cadre pour le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit, qui a été présentée le 6 juin 2012.

Principaux éléments de la proposition de directive de la Commission établissant un cadre pour le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement

Elle fournit un cadre européen pour la résolution bancaire. Ce cadre porte tout d'abord sur la prévention et la réduction du risque de défaut. Au titre de la prévention, le cadre exige ainsi des banques qu'elles élaborent des plans de redressement décrivant les mesures qu'elles prendront en cas de dégradation de leur situation financière, afin de rétablir leur viabilité. Les autorités de surveillance pourront, par ailleurs, intervenir de manière précoce en réagissant aux difficultés financières dès que celles-ci apparaissent. Enfin, si les mesures préventives et d'intervention précoce ne permettent pas d'éviter que la situation se détériore au point que la banque fasse défaut ou menace de faire défaut, les pouvoirs publics devraient prendre le contrôle de l'établissement et arrêter des mesures de résolution. Ces outils incluent notamment des mesures de « *bail in* » (le pouvoir de convertir ou de réévaluer la dette des banques en faillite).

La proposition de la Commission met à la disposition des autorités nationales et de l'Autorité bancaire européenne (ABE) des outils de coordination pour garantir des procédures cohérentes. Ceci est particulièrement important dans le contexte des groupes bancaires transfrontaliers.

Enfin, la proposition de la Commission prévoit la mise en place de fonds de résolution nationaux pour financer les mesures de réorganisation et de résolution. Ces fonds seront financés par les banques au prorata de leurs passifs et en fonction de leurs profils de risque. La directive proposée prévoit également de recourir aux financements déjà disponibles dans le cadre des 27 systèmes de garantie des dépôts. Ces systèmes, associés aux fonds de résolution, protégeront les déposants de détail. Les Etats membres pourront même fusionner les systèmes de garantie des dépôts et les fonds de résolution, dès lors que l'ensemble du mécanisme reste en mesure de garantir le remboursement des déposants en cas de défaillance.

Les modalités précises de mise en œuvre d'une union bancaire restent encore à déterminer³⁹¹. L'union bancaire est susceptible d'avoir des implications majeures sur les finances publiques, et notamment sur les engagements hors bilan de l'Etat. En effet, un fonds européen de garantie des dépôts est censé, par son existence même, rassurer les déposants et constituer ainsi un moyen efficace pour lutter contre l'éventualité de paniques bancaires. Le dimensionnement nécessairement limité de ce fonds ne lui permettrait néanmoins pas de couvrir d'éventuels risques systémiques, pour lesquels les Etats resteraient les garants en dernier ressort et de manière désormais solidaire. Par ailleurs, une union bancaire limitée à la zone euro, et ne couvrant pas l'Union européenne à 27, pourrait faire apparaître un risque de concurrence déloyale au détriment des banques de la zone euro.

2 - Faire évoluer les pratiques de supervision

La supervision financière demeure, encore aujourd'hui, principalement exercée au niveau national. Aussi, il n'en est que plus important de continuer, au plan national, à adapter les pratiques et les moyens de la supervision aux risques financiers actuels.

Le resserrement des contraintes prudentielles pourrait s'accompagner de la recrudescence de stratégies de contournement de la norme, qu'elles soient légales (arbitrages réglementaires) ou illégales. La supervision financière devra donc adapter son dispositif de surveillance et d'intervention afin de prendre en compte une éventuelle progression des flux financiers gérés par le secteur non-régulé (*shadow banking*).

Dès lors que les conséquences de la crise auront un impact durable sur le comportement des établissements financiers, elles devraient appeler une évolution parallèle des pratiques de supervision financière. Le renouvellement du modèle économique des banques qui pourrait s'accompagner d'un recours accru à la titrisation représentera un enjeu clef pour les superviseurs concernés et au premier chef, l'Autorité de contrôle prudentiel. De même, l'inadaptation du modèle prudentiel, qui a pu laisser certaines compagnies d'assurance prendre des positions risquées dans la période récente, illustre la nécessité d'une vigilance permanente de la part du superviseur. Dans le cadre de son enquête sur les modalités de mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel, qui a

³⁹¹ Selon la déclaration du sommet de la zone euro du 29 juin 2012, la Commission européenne présentera prochainement des propositions concernant un mécanisme de surveillance unique, auquel sera associée la Banque centrale européenne, le Conseil devant examiner ces propositions d'ici la fin de 2012.

donné lieu à une communication au Parlement rendue publique en octobre 2011, la Cour a formulé des recommandations pour assurer l'adéquation entre les moyens développés par l'Autorité et le rôle élargi qui lui a été confié à sa création³⁹². Une synthèse de ces recommandations est rappelée dans l'encadré ci-dessous.

Recommandations formulées par la Cour à la suite de son enquête sur les modalités de mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel

La Cour a formulé plusieurs blocs de recommandations³⁹³. Certaines tendaient à l'intensification des contrôles pruden­tiels, notamment pour ce qui concerne les contrôles sur place. D'autres portaient sur la gestion des ressources humaines, nécessaire pour permettre cette intensification des contrôles et maintenir l'expertise de l'Autorité de contrôle prudentiel dans le domaine des assurances. Un troisième bloc de recommandations portait sur la politique de sanctions de l'Autorité de contrôle prudentiel, dans la mesure où pour être pleinement efficace et dissuasive, la supervision prudentielle nécessite une réelle application des pouvoirs de sanction. S'agissant de la nouvelle mission de l'Autorité de contrôle prudentiel de protection de la clientèle, les recommandations visaient à la mettre plus pleinement en œuvre. Un cinquième bloc de recommandations visait à mieux affirmer la présence de l'Autorité de contrôle prudentiel au sein des autorités européennes et internationales de régulation financière.

Le recours accru aux marchés financiers par des acteurs (PME, collectivités territoriales) qui avaient l'habitude de se reposer principalement sur le financement par crédits bancaires devra également conduire l'Etat à assumer pleinement son rôle de régulateur.

Enfin, dans un contexte où les règles s'imposant aux établissements financiers sont désormais largement supranationales, il est essentiel de faire en sorte que les décisions prises à ce niveau ne puissent pas aller à l'encontre des intérêts français ; l'enjeu est d'autant plus réel que le système financier français présente, comme ce rapport l'a montré, d'importantes particularités. Le constat de l'insuffisance de la présence française dans les institutions européennes et internationales a été fait

³⁹² La réforme a fixé trois objectifs pour l'institution : veiller à la préservation de la stabilité financière, protéger les clients et contrôler les pratiques commerciales, renforcer l'influence de la France sur la scène internationale et européenne.

³⁹³ Cf. Cour des comptes, *Les modalités de mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel*, octobre 2011.

depuis longtemps. Il revêt cependant une acuité particulière dans le domaine de la régulation financière, et dans la situation actuelle. Il est donc important que les autorités françaises soient en mesure de concourir activement à l'élaboration de la régulation des activités financières au niveau européen et international, *a fortiori* dans un contexte où la réalité de la mise en œuvre de ces réglementations est variable selon les pays concernés³⁹⁴.

La création récente de l'Autorité de contrôle prudentiel doit être l'occasion de renforcer cette présence française. En effet, la Cour a relevé que le déploiement de l'Autorité dans les enceintes européennes et internationales qui traitent de la régulation bancaire et financière a commencé en 2010-2011 à se renforcer pour le domaine des assurances, qui n'était pas suffisamment couvert du temps de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles. Ce renforcement doit néanmoins être poursuivi, tant au niveau européen qu'international (comité de Bâle, comité de stabilité financière, association internationale des contrôleurs d'assurance, commission européenne, etc.).

La création de trois nouvelles autorités européennes de surveillance³⁹⁵ nécessite, en particulier, un effort supplémentaire de la part des autorités de supervision françaises (Autorité des marchés financiers et Autorité de contrôle prudentiel) pour assurer la présence française³⁹⁶ dans des proportions significatives et comparables à la forte représentation des autres pays européens de poids identique. Il est, en outre, nécessaire de renforcer la coordination des autorités nationales de supervision entre elles et avec leurs homologues européennes.

³⁹⁴ Les normes de Bâle II n'ont toujours pas été mises en œuvre par les banques américaines et il demeure des incertitudes sur la mise en œuvre de Bâle III aux Etats-Unis dans un avenir proche.

³⁹⁵ L'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

³⁹⁶ Cette présence doit s'entendre à la fois en termes de présidence des groupes de travail, de présence dans les organes dirigeants de ces institutions et de présence d'agents d'origine française dans les services de ces institutions.

Conclusion générale

Depuis le début des années 2000, et plus encore depuis le début de la crise financière, les pouvoirs publics ont accru leurs interventions en faveur du financement de l'économie.

L'Etat a eu recours à des instruments divers, parfois nouveaux. Ils ont été mobilisés de manière croissante, pour agir en faveur du financement des entreprises, et notamment des PME, comme de celui des collectivités territoriales. Ils se sont ajoutés à des dispositifs destinés à favoriser et orienter l'épargne des ménages. Limité par son déficit budgétaire et par le niveau de sa dette, l'Etat a cherché, dans un premier temps, à contourner la contrainte budgétaire en utilisant activement des leviers d'action extrabudgétaires. Ses marges de manœuvre de plus en plus faibles l'ont conduit à faire davantage appel au secteur financier public, en particulier au groupe Caisse des dépôts et consignations, mais l'action de ce dernier rencontre à divers égards des limites.

Depuis le déclenchement de la crise financière, et plus encore aujourd'hui, l'action de l'Etat s'inscrit dans un contexte de profonde mutation des conditions de financement de l'économie.

En premier lieu, la crise des dettes souveraines se traduit par un fort mouvement de renationalisation des marchés de capitaux : des investisseurs, du moins dans les circonstances actuelles, se replient sur leur marché national, ce qui pourrait réduire la possibilité dont a largement usé l'économie française, ces dernières années, de recourir à des financements externes à taux réduit.

En second lieu, le système bancaire français ne pourra, dans les prochaines années, contribuer au financement de l'économie dans les mêmes conditions qu'avant la crise financière. Celle-ci a entraîné un resserrement des conditions de financement des banques que les nouvelles règles prudentielles en matière de liquidité devraient accentuer. A court terme, les interventions exceptionnelles de la Banque centrale européenne contribuent à soutenir la liquidité du secteur financier mais elles sont présentées, à ce stade, comme temporaires. Or le besoin de liquidité du secteur financier est une réalité plus durable.

Certes, l'économie française bénéficie d'un taux d'épargne des ménages élevé et demeure attractive pour les capitaux étrangers. Cependant, elle connaissait avant la crise des fragilités structurelles et des déséquilibres globaux.

Le recours croissant aux capitaux extérieurs pour financer la dette publique, s'il permet d'éviter les effets d'éviction, fragilise l'Etat et l'ensemble du financement de l'économie. La compétitivité dégradée des entreprises pèse sur leurs marges. Leur faible autofinancement les contraint structurellement à rechercher des financements externes, essentiellement auprès des banques. Leur investissement se trouve ainsi influencé par les conditions des marchés financiers, plaçant de fait l'économie réelle française dans la dépendance de la sphère financière. Dans le même temps, l'épargne des ménages s'oriente vers l'immobilier ou, du fait de l'intermédiation de sa gestion, vers l'étranger. Elle ne bénéficie plus autant aux entreprises résidentes. La fiscalité pérennise et aggrave certaines de ces fragilités.

Dans ce contexte, accroître les interventions financières publiques peut paraître, à court terme, une solution permettant de résoudre les difficultés de financement de certaines catégories d'acteurs économiques, comme les entreprises ou les collectivités territoriales. Ce serait, en réalité, vain sur le moyen terme. Pour assurer une allocation efficace des flux financiers, l'Etat doit mettre en place une stratégie d'ensemble.

L'une des premières responsabilités de l'Etat est de favoriser la sortie progressive de la logique d'endettement dans laquelle se trouve aujourd'hui la France. L'économie du pays est globalement trop endettée, la dette publique et privée ayant progressé de 150 % à 210 % du PIB entre 2000 et 2011. Cette hausse s'est doublée, dans la période récente, d'une dégradation de sa position financière nette vis-à-vis du reste du monde, qui atteignait, fin 2010, 233 Md€, soit environ 12 % du PIB. Dans le même temps, l'économie allemande présentait un solde excédentaire de 518 Md€. 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.

Cette évolution ne peut intervenir sans que soient maîtrisées les finances publiques. Alors même que les règles prudentielles l'avantagent par rapport aux autres emprunteurs, l'Etat doit éviter de prélever une part excessive des ressources disponibles pour la canaliser vers les besoins de la sphère publique. Il doit s'efforcer d'allouer les flux financiers vers les besoins de financement de long terme des différents acteurs de l'économie. Il n'est pas de bonne politique de financement de l'économie sans bonne politique des finances publiques.

Face aux évolutions que connaît l'environnement financier international, l'Etat doit rester attentif à ce que le système bancaire français continue d'exercer son rôle d'intermédiation et de transformation des flux d'épargne. Il lui appartiendra, en lien avec la Banque de France