



L'ETAT ET LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

Rapport public thématique

Juillet 2012

Sommaire

Sommaire	3
Délibéré	9
Introduction	11
Chapitre I Des fragilités sous-jacentes dès avant la crise.....	15
I - Les caractéristiques essentielles du financement de l'économie française	17
A - Un besoin de financement croissant	17
B - Une contribution importante des banques au financement de l'économie.....	26
C - Un rôle majeur de l'Etat.....	35
II - Des fragilités structurelles	41
A - L'impact de la situation des finances publiques	41
B - Des entreprises dépendantes du crédit	50
C - Les problèmes d'orientation de l'épargne.....	62
D - Des dispositions fiscales aggravant les fragilités	78
Chapitre II Les conséquences de la crise financière.....	87
I - Des impacts durables sur le financement de l'économie	90
A - Un environnement profondément déstabilisé	90
B - Les conséquences du resserrement des contraintes prudentielles.....	100
II - Un nouveau modèle de financement	109
A - Le renouvellement du modèle d'affaires bancaire	109
B - Des tensions spécifiques sur le financement de certains acteurs économiques	113
C - Les enjeux de la nouvelle donne pour l'Etat.....	121

Chapitre III Les leviers d'action de l'Etat	131
I - L'érosion des interventions directes	132
A - L'effacement des aides directes de l'Etat à l'investissement des entreprises et des ménages.....	132
B - L'Etat actionnaire et ses difficultés financières	141
II - Les limites et les risques des nouvelles formes d'intervention	147
A - Les dépenses fiscales face au butoir des déficits publics.....	148
B - Le cofinancement de programmes et de projets d'investissements	154
C - L'accroissement des garanties consenties par l'Etat.....	162
III - La recherche de relais dans la sphère financière publique	169
A - La sollicitation croissante du groupe Caisse des dépôts	171
B - Les autres acteurs du secteur financier public : des actions plus spécifiques.....	186
C - Des relais précieux mais non sans limites	194
IV - Les relations de l'Etat avec le secteur financier.....	201
A - La supervision financière et ses limites	202
B - La conciliation entre offreurs et demandeurs de financement : un enjeu encore actuel.....	210
Chapitre IV Les orientations.....	217
I - Favoriser les financements de long terme.....	220
A - Orienter l'épargne financière vers le long terme.....	221
B - Mieux utiliser les ressources du Fonds d'épargne	227
II - Financement des entreprises et des collectivités territoriales : tirer les conséquences du nouveau contexte	230
A - Améliorer les conditions de financement des entreprises par un redéploiement de leur fiscalité	231
B - Cibler les défaillances de marché pour le financement des PME	233

C - Faire évoluer le modèle de financement des collectivités territoriales	236
III - Mettre en place les moyens d'une stratégie d'ensemble, diversifiée et réactive.....	239
A - Renforcer le pilotage exercé par l'Etat	240
B - Adapter la Caisse des dépôts et consignations à la nouvelle donne.....	245
C - Adapter la surveillance financière au nouveau contexte	251
Conclusion générale	259
Principales orientations et recommandations	263
Annexes	267
Annexe 1 : Liste des personnalités consultées	269
Annexe 2 : Eléments de méthodologie relatifs au calcul des dépenses fiscales en faveur du financement de l'économie	272
Annexe 3 : Principaux instruments publics mobilisés pour le financement de l'économie : montants et effets de levier (flux annuels 2010).....	274
Annexe 4 : Sigles	276
Annexe 5 : Glossaire	280
Réponses des administrations et des organismes concernés	289

Les rapports publics de la Cour des comptes

- élaboration et publication -

La Cour publie, chaque année, un rapport public annuel et des rapports publics thématiques.

Le présent rapport est un rapport public thématique.

Les rapports publics de la Cour s'appuient sur les contrôles et les enquêtes conduits par la Cour des comptes ou les chambres régionales des comptes et, pour certains, conjointement entre la Cour et les chambres régionales ou entre les chambres. En tant que de besoin, il est fait appel au concours d'experts extérieurs, et des consultations et des auditions sont organisées pour bénéficier d'éclairages larges et variés.

Ces travaux et leurs suites, notamment la préparation des projets de texte destinés à un rapport public, sont réalisés par l'une des sept chambres que comprend la Cour des comptes, ou par une formation associant plusieurs chambres et les chambres régionales des comptes.

Trois principes fondamentaux gouvernent l'organisation et l'activité de la Cour des comptes, ainsi que des chambres régionales des comptes, et donc aussi bien l'exécution de leurs contrôles et enquêtes que l'élaboration des rapports publics : l'indépendance, la contradiction et la collégialité.

L'indépendance institutionnelle des juridictions financières et statutaire de leurs membres garantit que les contrôles effectués et les conclusions tirées le sont en toute liberté d'appréciation.

La **contradiction** implique que toutes les constatations et appréciations ressortant d'un contrôle ou d'une enquête, de même que toutes les observations et recommandations formulées ensuite, sont systématiquement soumises aux responsables des administrations ou organismes concernés ; elles ne peuvent être rendues définitives qu'après prise en compte des réponses reçues et, s'il y a lieu, après audition des responsables concernés.

La publication dans un rapport public est nécessairement précédée par la communication du projet de texte que la Cour se propose de publier aux ministres et aux responsables des organismes concernés, ainsi qu'aux autres personnes morales ou physiques directement intéressées. Dans le rapport publié, leurs réponses accompagnent toujours le texte de la Cour.

La **collégialité** intervient pour conclure les principales étapes des procédures de contrôle et de publication.

Tout contrôle ou enquête est confié à un ou plusieurs rapporteurs. Leur rapport d'instruction, comme leurs projets ultérieurs d'observations et de recommandations, provisoires et définitives, sont examinés et délibérés de façon collégiale, par une chambre ou une autre formation comprenant au moins trois magistrats, dont l'un assure le rôle de contre-rapporteur, chargé notamment de veiller à la qualité des contrôles. Il en va de même pour les projets de rapport public.

Le contenu des projets de rapport public est défini, et leur élaboration est suivie, par le comité du rapport public et des programmes, constitué du Premier président, du Procureur général et des présidents de chambre de la Cour, dont l'un exerce la fonction de rapporteur général.

Enfin, les projets de rapport public sont soumis, pour adoption, à la chambre du Conseil où siègent en formation plénière ou ordinaire, sous la présidence du premier président et en présence du procureur général, les présidents de chambre de la Cour, les conseillers maîtres et les conseillers maîtres en service extraordinaire.

Ne prennent pas part aux délibérations des formations collégiales, quelles qu'elles soient, les magistrats tenus de s'abstenir en raison des fonctions qu'ils exercent ou ont exercées, ou pour tout autre motif déontologique.

Les rapports publics de la Cour des comptes sont accessibles en ligne sur le site Internet de la Cour des comptes et des chambres régionales et territoriales des comptes : www.ccomptes.fr. Ils sont diffusés par ***La documentation Française***.

Délibéré

La Cour des comptes, délibérant en chambre du Conseil (formation plénière), a adopté le présent rapport sur « L'Etat et le financement de l'économie ».

Le rapport a été arrêté au vu du projet communiqué au préalable aux administrations et organismes, concernés, et des réponses adressées en retour à la Cour.

Les réponses sont publiées à la suite du rapport. Elles engagent la seule responsabilité de leurs auteurs.

Ont participé au délibéré : M. Migaud, Premier président, MM. Descheemaeker, Bayle, Bertrand, Mme Froment-Meurice, MM. Durrleman, Lévy, Lefas, Briet, présidents de chambre, MM. Pichon, Picq, Babusiaux, Hespel, présidents de chambre maintenus en activité, MM. Richard, Devaux, Rémond, Duret, Ganser, Camoin, Monier, Troesch, Lebuy, Mme Pappalardo, MM. Brun-Buisson, Frangialli, Mme Morell, MM. Gautier (Louis), Braunstein, Mme Ullmann, MM. Barbé, Vermeulen, Bonin, Vachia, Vivet, Mme Moati, MM. Cossin, Charpy, Davy de Virville, Mme Aubin-Saulière, MM. Petel, Ténier, Mmes Trupin, Froment-Védrine, MM. Rigaudiat, Ravier, de Gaulle, Mme Saliou (Monique), MM. Piolé, Prat, Guédon, Mme Gadriot-Renard, MM. Bourlanges, Baccou, Sépulchre, Arnauld d'Andilly, Antoine, Mousson, Mmes Malgorn, Bouygard, MM. Chouvet, Viola, Clément, Migus, Mme Esparre, M. Lambert, Mme Latare, M. de la Guéronnière, Mme Pittet, MM. Aulin, Vallernaud, d'Aubert, Ecale, Dors, Ortiz, conseillers maîtres, MM. Schott, Cazenave, Klinger, Schmitt, Jouanneau, Sarrazin, conseillers maîtres en service extraordinaire.

A assisté et participé aux débats, sans prendre part au délibéré, M. Maistre, Premier avocat général, remplaçant le Procureur général, accompagné de M. Feller, avocat général.

A été entendu en son rapport, M. Bertrand, rapporteur général, assisté de M. Babusiaux, président de chambre maintenu, et de M. Ferriol, auditeur.

M. Terrien, secrétaire général, assurait le secrétariat de la chambre du conseil.

Fait à la Cour, le 9 juillet 2012.

Le projet de rapport soumis à la chambre du conseil avait été préparé par une formation interchambres présidée par M. Babusiaux, président de chambre maintenu et composée de MM. de Mourgues, Duret, Camoin, Monier, Troesch, Mme Morell, M. Morin, Mme Ullmann, MM. Vermeulen, Ravier, Mmes (Monique) Saliou, Malgorn, MM. Chouvet, Lambert, Cotis, conseillers maîtres et Schmitt, conseiller maître en service extraordinaire.

Le rapporteur général était M. Ferriol, auditeur.

Ont participé, en tant que rapporteurs de synthèse, à la préparation du projet de rapport : M. Bichot, Mme Julien-Hiebel, M. Helwaser, conseillers référendaires, Mme Baillion, M. Tiphine, rapporteurs et M. Beysson, rapporteur à temps partiel.

Ont également contribué à l'instruction : MM. Troesch et Ecalle, conseillers maîtres, MM. Hervio, Ravalet et Dussoubs, conseillers référendaires, M. Teboul, auditeur, Mmes Buresi, Philbert, M. Pelé, rapporteurs, M. Bodin, rapporteur à temps partiel ainsi que MM. Guillabert et Cazes, rapporteurs extérieurs.

Les contre-rapporteurs étaient MM. Lefas (jusqu'au 16 novembre 2011), Briet (jusqu'au 22 mars 2012), présidents de chambre et Mme Monique Saliou (à compter du 23 mars 2012), conseillère maître.

Le projet de rapport a été examiné et approuvé, le 14 mai 2012, par le comité du rapport public et des programmes de la Cour des comptes, composé de MM. Migaud, Premier président, Bénard, Procureur général, Descheemaeker, Bayle, Bertrand, rapporteur général du comité, Mme Froment-Meurice, MM. Durrleman, Levy, Lefas et Briet, présidents de chambre.

Introduction

La situation du financement de l'économie française peut paraître paradoxale : alors que le taux d'épargne des ménages se situe depuis plusieurs années à un niveau élevé, de nombreux acteurs économiques mettent en avant leur difficulté à se financer.

Or, les conditions de financement ne sont pas sans influence sur le rythme de la croissance économique. Elles sont essentielles à la réussite des projets des Français, qu'il s'agisse pour eux d'acquérir un bien immobilier, de fonder une entreprise, de développer un nouveau produit ou d'investir une épargne.

La fin progressive de l'encadrement du crédit à partir des années 1970, l'instauration de la libre circulation des capitaux à l'échelle communautaire, puis, le transfert de la politique monétaire à la Banque Centrale Européenne ont pu laisser penser que l'Etat s'était progressivement désengagé de son rôle dans le financement de l'économie.

Toutefois, malgré l'internationalisation croissante des flux financiers, l'Etat continue d'occuper une place majeure dans le financement de l'économie française par les dépenses budgétaires qu'il engage, par les dépenses fiscales qu'il accorde pour orienter l'allocation de l'épargne, par les instruments financiers qu'il mobilise et par la responsabilité qui lui incombe dans la régulation du secteur financier. Dans le même temps, son propre besoin de financement, qu'il couvre par une dette croissante, impacte directement la capacité de financement de l'économie dans son ensemble.

Dans ce contexte à bien des égards nouveau, la Cour a souhaité dresser un diagnostic global des instruments utilisés par l'Etat et de leur place dans l'ensemble des processus permettant aux agents économiques de couvrir les besoins de financement liés à leurs activités.

Travaux antérieurs de la Cour

Le présent rapport s'inscrit dans le prolongement de travaux antérieurs de la Cour¹ dont il complète et met en perspective les conclusions.

Dressant un bilan des concours publics aux établissements de crédit dans ses rapports publiés en juin 2009 et mai 2010, la Cour a examiné l'efficacité des mesures prises par la puissance publique en vue de soutenir la distribution du crédit, au plus fort de la crise financière.

A la demande du Parlement, elle a conduit, en 2009 et en 2010, des travaux sur le plan de relance de l'économie² et sur les moyens extra-budgétaires mobilisés au service de l'économie³. Répondant au souhait exprimé par le Président de la République, elle a en outre comparé en mars 2011 les prélèvements obligatoires en France et en Allemagne⁴, mettant notamment en évidence un fort différentiel d'autofinancement entre entreprises françaises et allemandes ainsi que des stratégies fiscales contrastées. Dans un rapport de janvier 2012 où elle a évalué la politique publique de l'assurance-vie, elle a notamment analysé la contribution de celle-ci au financement de l'économie.

Dans le cadre de sa mission de contrôle de la gestion publique, la Cour a analysé la gestion d'institutions qui contribuent, à titre exclusif ou subsidiaire, à l'efficacité du financement de l'économie. C'est le cas de la Banque de France, qui a fait l'objet d'une insertion au rapport public annuel 2012, du Fonds d'Epargne qui l'avait fait en 2010, de la Banque Postale, examinée en 2010 dans un rapport public sur La Poste ainsi que du groupe Caisse des dépôts et de ses filiales, en particulier CNP Assurances et le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI). Ces contrôles se sont doublés d'investigations sur les autorités de supervision et de régulation financière, à l'initiative de la Cour ou à la demande du Parlement⁵.

¹ Au cours de ses investigations, la Cour a constaté l'absence de tout document de synthèse sur ce thème depuis le *Livre blanc sur le financement de l'économie* publié en 1986.

² Cour des comptes, *La mise en œuvre du plan de relance de l'économie française*, communication à la commission des finances de l'Assemblée nationale, juillet 2010.

³ Cour des comptes, *Les interventions de l'Etat dans l'économie par des moyens extra-budgétaires*, communication à la commission des finances de l'Assemblée nationale, septembre 2009.

⁴ Cour des comptes, *Les prélèvements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne*, mars 2011.

⁵ en particulier : Cour des comptes, *les autorités de contrôle et de régulation du secteur financier*, rapport public annuel 2009 ; Cour des comptes, *Les modalités de mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel*, communication à la commission des finances de l'Assemblée nationale, octobre 2011.

Enfin, à l'occasion de la publication de son rapport public annuel ou de son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques, la Cour analyse les risques pesant sur l'évolution des finances publiques et le financement de la dette. Elle a examiné les modalités de gestion de la trésorerie de l'Etat dans son rapport public annuel de 2009. Dans celui de 2010, elle a mis en évidence la multiplication des dépenses fiscales et souligné les limites à leur efficacité. La gestion de la dette publique locale a fait l'objet d'un rapport public thématique publié en juillet 2011 après que les prêts indexés ont été examinés à l'occasion du rapport annuel de 2009.

Pour conduire ses analyses, la Cour a associé à ses travaux un large éventail d'économistes, d'universitaires, de responsables des statistiques publiques, d'experts et de personnalités qualifiées, émanant du secteur financier et notamment des banques et des assurances, de l'administration, des autorités de régulation et de supervision, d'organisations professionnelles ainsi que des sociétés non-financières. (cf. liste en annexe n°1). Elle a également analysé les nombreux rapports rédigés ces dernières années sur diverses problématiques de financement⁶, et plus particulièrement ceux d'entre eux consacrés au tissu productif national et à l'investissement.

La réflexion de la Cour s'inscrit dans un contexte où, après une brève accalmie début 2011, de nouveaux développements de la crise ont particulièrement touché les établissements financiers, les Etats et plus généralement les économies de la zone euro. Elle s'appuie sur les données disponibles et les événements intervenus avant la fin du premier semestre 2012, y compris les conclusions de la réunion du Conseil européen des 28 et 29 juin.

⁶ notamment : Conseil d'analyse économique, *Investissements et investisseurs de long terme*, 2010 ; B. Retailleau, *Les entreprises de taille intermédiaire au cœur d'une nouvelle dynamique de croissance*, février 2010 ; G. Rameix et Th. Gianni, *Le financement des PME-ETI sur le marché financier*, novembre 2011 ; Caisse des dépôts et consignations, *Assises nationales du financement du long terme*, novembre 2011 ; Paris Europlace, *20 propositions pour relancer le financement de l'économie et la croissance durable*, mars 2012 ; Fédération française des sociétés d'assurances, *Développer l'épargne de long terme en France pour répondre aux attentes des ménages et satisfaire les besoins de l'économie*, avril 2012 ; Institut Montaigne, *Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle*, mars 2012.

Tout en tenant compte de ces incertitudes qui pèsent sur les perspectives de croissance à court et moyen terme et plus globalement sur l'environnement financier international, la Cour a inscrit ses réflexions dans une perspective structurelle, soulignant à la fois les évolutions longues et les changements à l'œuvre.

Ses constats s'insèrent dans un cadre d'analyse caractérisé par la double préoccupation de remédier à la perte de compétitivité de l'économie française et de résoudre les difficultés soulevées par l'accroissement persistant de l'endettement public du pays. Il ne peut certes être attendu qu'une amélioration des conditions de financement redresse, à elle seule, la performance de l'économie française. La Cour a eu l'occasion de souligner d'autres facteurs à même d'y contribuer, notamment la structure et le niveau des prélèvements obligatoires. Les conditions de financement n'en demeurent pas moins un élément majeur.

Si les politiques publiques mobilisées en direction de secteurs spécifiques comme le logement, l'industrie, les services ou le tourisme, ont été intégrées à la réflexion, l'objectif essentiel est de mettre en évidence les enjeux fondamentaux du financement global de l'économie française, d'en apprécier la cohérence et de dégager des orientations sur les choix de financement susceptibles de favoriser la croissance future.

Le chapitre I rappelle les caractéristiques du financement de l'économie française et souligne les fragilités structurelles qui l'affectent.

Le chapitre II analyse l'aggravation de ces fragilités sous l'effet de la crise financière internationale et la situation qui en résulte pour les acteurs ou les secteurs les plus concernés.

Le chapitre III présente les leviers d'action de l'Etat et examine les marges de manœuvre, les contraintes et les risques qui s'y attachent désormais.

Enfin, le chapitre IV dessine, à la lumière des constats opérés et dans le prolongement de conclusions antérieures, les orientations autour desquelles la Cour estimerait utile que s'élabore une réflexion partagée sur le financement de l'économie française.

Chapitre I

Des fragilités sous-jacentes

dès avant la crise

Le financement de l'économie se définit comme l'ensemble des processus permettant aux agents économiques (entreprises, ménages, administrations, etc) de couvrir les besoins financiers liés à leur activité.

Il relève principalement de mécanismes de marché : la rencontre, autour d'un prix ou d'un taux d'intérêt, des capacités et des besoins de financement des entreprises, des ménages, des investisseurs non-résidents, des administrations publiques ou du secteur financier.

Dans les limites que lui imposent la soutenabilité de son propre financement et l'internationalisation des flux financiers, il est attendu de l'Etat qu'il en organise le bon fonctionnement tout en veillant à ce que son équilibre satisfasse au mieux les priorités de la collectivité nationale.

Objectifs et modalités du financement de l'économie

Le financement de l'économie répond à des besoins distincts, se situant à divers horizons temporels :

- le **financement à court terme** vise à couvrir le décalage dans le temps entre le paiement des dépenses et la perception des revenus ou des recettes, tant pour les entreprises que pour les administrations ou les ménages.

- le **financement à moyen terme** concerne l'acquisition d'actifs matériels ou immatériels amortissables : véhicules pour les ménages, investissements de recherche et développement ou achats d'équipement courant pour les entreprises⁷.

- le **financement à long terme** peut avoir pour objectif la réalisation d'investissements industriels ou la construction d'infrastructures : réseaux de transport, de communication ou d'énergie, logements ou équipements collectifs (hôpitaux, infrastructures de recherche).

Généralement, les modalités de financement sont regroupées en deux ensembles dont le poids respectif varie d'un pays à l'autre et qui se distinguent par leurs modalités de répartition du risque :

- le **financement par fonds propres** (épargne, autofinancement ou émission d'actions ou de parts sociales⁸), où l'intégralité du risque est portée par l'investisseur ;

- le **financement par endettement** (émission de titres de dettes et recours au crédit externe), où le risque peut être réparti entre l'investisseur et un intermédiaire en contrepartie d'une rémunération permettant à ce dernier de mutualiser ou de couvrir ses risques.

⁷ Par extension, le financement à moyen terme recouvre également les coûts de prospection et de développement commercial.

⁸ Une part sociale est un titre de propriété sur le capital d'une entreprise. A la différence d'une action, elle ne s'échange pas librement sur le marché boursier.

I - Les caractéristiques essentielles du financement de l'économie française

A - Un besoin de financement croissant

La comptabilité nationale distingue cinq secteurs institutionnels : les administrations publiques (Etat, organismes de sécurité sociale, collectivités territoriales, etc.), les sociétés non-financières (industrie, commerce, services), les sociétés financières, les ménages⁹ et le reste du monde, c'est-à-dire les autres pays.

En comptabilisant les revenus, les dépenses et les investissements des quatre premiers, les comptes nationaux retracent l'épargne, l'investissement, la situation de besoin ou de capacité de financement. Le cumul de ces flux de financement alimente le total des actifs et des passifs qui déterminent la position financière nette de l'économie vis-à-vis du reste du monde.

L'analyse des flux d'épargne et d'investissement fait ressortir un accroissement du besoin de financement du pays depuis quinze ans. En longue période, la somme de ces flux révèle une dégradation de la position financière nette de l'économie française et son interdépendance de plus en plus forte avec le reste du monde.

1 - Un besoin de financement de l'économie principalement imputable aux administrations publiques

a) *Une épargne brute positive, sauf pour les administrations*

Dans la présentation des comptes nationaux, si le revenu disponible brut¹⁰ des agents économiques est supérieur à leurs dépenses de consommation finale, ces derniers sont réputés disposer d'une épargne « positive ». Dans le cas contraire, leur épargne est dite « négative ».

⁹ Pour des raisons de lisibilité, le présent rapport agrège, sauf mention contraire, les données concernant les ménages et celles concernant les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

¹⁰ Le revenu disponible brut agrège les revenus issus de la production (salaires, excédent brut d'exploitation, revenus mixtes pour les entrepreneurs individuels), les revenus du patrimoine et les impôts nets des subventions et des transferts nets, notamment les prestations sociales nettes des cotisations sociales. Il est dit brut car il n'intègre pas la consommation de capital fixe. Il a progressé sans discontinuer, passant de 1 221,8 Md€ en 1996 à 2001,5 Md€ en 2011 en euros courants.

Globalement, l'économie française dégage un flux d'épargne positif, l'écart entre revenu disponible brut et dépenses de consommation finale s'élevant au total à 360,8 Md€ en 2011, soit un peu plus de 18 % du PIB (1 996,6 Md€). Parmi les secteurs institutionnels, seules les administrations publiques ne parviennent pas, avec les ressources propres dont elles disposent, à couvrir leurs dépenses de consommation courante, hors investissements. Leur épargne est négative, à hauteur de -32,4 Md€.

Tableau n°1 : Revenu disponible brut et dépenses de consommation finale en 2011

Md€	Revenu disponible brut	Consommation finale	Epargne brute
Administrations publiques	457,0	489,3	-32,4
Sociétés non-financières	136,0	-	136,0
Société financières	42,6	-	42,6
Ménages	1365,9	1151,3	214,6
Economie nationale	2001,5	1640,6	360,8

Source : INSEE – comptes nationaux

b) Une épargne insuffisante pour couvrir le financement des investissements

Lorsque des agents disposent d'une épargne supérieure à leurs dépenses d'investissements (non financiers), c'est-à-dire quand leur revenu finance plus que leur consommation finale et leurs investissements, ils se trouvent en « capacité de financement ». Dans le cas contraire, ils présentent un « besoin de financement ».

En 2011, les soldes entre épargne brute et investissements des secteurs institutionnels se présentent comme suit :

Tableau n°2 : Epargne brute et investissements en 2011

Md€	Epargne brute	Investissements	Solde
Administrations publiques	-32,4	71,2	-103,6
Sociétés non-financières	136,0	201,2	-65,2
Société financières	42,6	13,9	28,7
Ménages	214,6	125,5	89,1
Economie nationale	360,8	411,8	-51,0

Source : INSEE – comptes nationaux

Au total, le pays présentait en 2011 un besoin de financement de 51 Md€, soit 12,3% de ses investissements totaux. En progression de 8,5 Md€ entre 2010 et 2011, ce besoin n'a pu être couvert que par des flux financiers en provenance du reste du monde.

2 - Une économie qui, globalement, s'endette

a) Une capacité de financement en dégradation depuis 2001

Onze ans après un point bas historique atteint en 1982, la capacité de financement de l'économie nationale a retrouvé un solde positif à compter de 1993. Après avoir progressé jusqu'en 2000, elle s'est érodée à compter de 2001, redevenant négative en 2005.

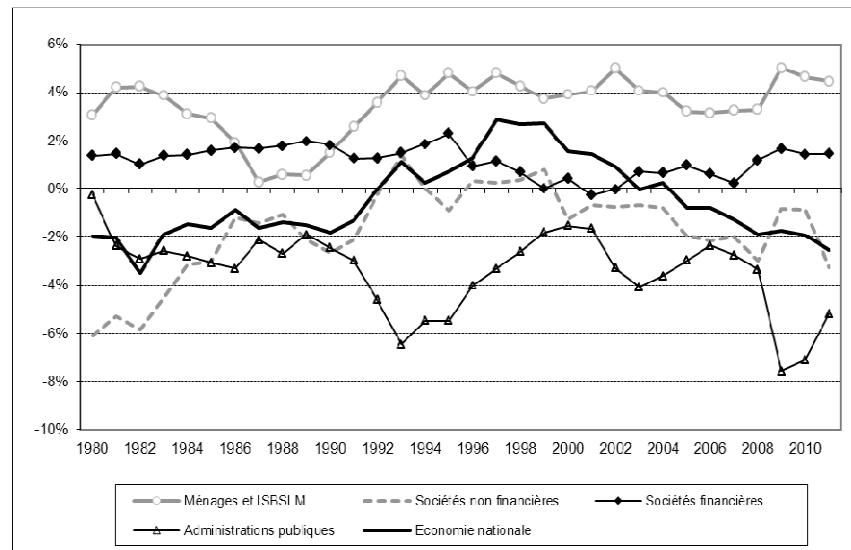
Cette situation peut être rapprochée de l'évolution qu'ont connue les administrations publiques dont le besoin de financement, permanent depuis 1980, s'est fortement accru entre 1988 et 1993, entre 2001 et 2004 puis encore plus entre 2006 et 2009.

A l'inverse, les ménages et les sociétés financières sont, de façon constante, pourvoyeurs de ressources à l'économie : la capacité de financement des ménages s'établit au voisinage de 4 % du PIB¹¹ depuis 1990, celle des sociétés financières fluctue entre 0 % et 2 % du PIB.

Les sociétés non financières, dont la situation s'était améliorée entre 1980 et 1993, puis maintenue à l'équilibre de 1994 à 2000, présentent depuis lors un besoin de financement. Celui-ci a eu tendance à se réduire en 2009 et 2010 mais s'est à nouveau aggravé en 2011.

¹¹ La capacité de financement des ménages ne doit pas être confondue avec leur taux d'épargne, qui est le ratio de leur épargne sur leur revenu disponible brut et qui s'est établi à 15,1 % en moyenne entre 1990 et 2011.

Graphique n° 1 : Capacité ou besoin de financement des secteurs institutionnels (en % du PIB)

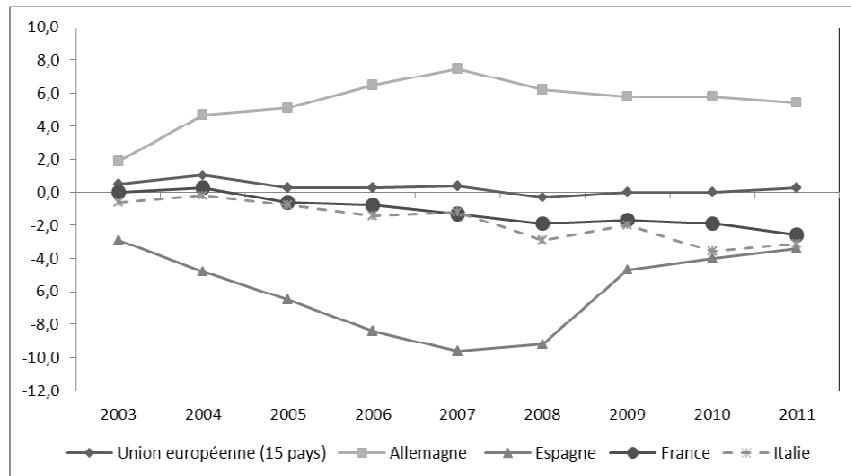


Source : INSEE - *comptes nationaux*

Prise dans son ensemble, l'économie française présente en 2011 un besoin de financement de l'ordre de 2,6 % de son PIB. Sa situation est plus dégradée que la moyenne de la zone euro dont le besoin de financement global était pratiquement nul¹².

Ce solde masque cependant une situation variée au sein de laquelle deux pays se distinguent : l'Allemagne dont la capacité de financement est passée de 2 % en 2003 à 5,4 % du PIB en 2011 et l'Espagne dont le besoin de financement est passé de 3 % du PIB en 2003 à presque 10 % en 2007, avant de se rétablir à 3,4 % en 2011.

¹² Au sein de l'Union européenne, la France, l'Italie, le Royaume-Uni, l'Espagne, la Grèce, le Portugal, la République tchèque, Chypre, la Roumanie, la Slovénie et l'Irlande présentaient un besoin de financement. L'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche, la Bulgarie, la Slovaquie, la Belgique, les pays scandinaves et baltes se trouvaient en capacité de financement.

Graphique n° 2 : Capacité et besoin de financement (en % du PIB)

Source : Eurostat

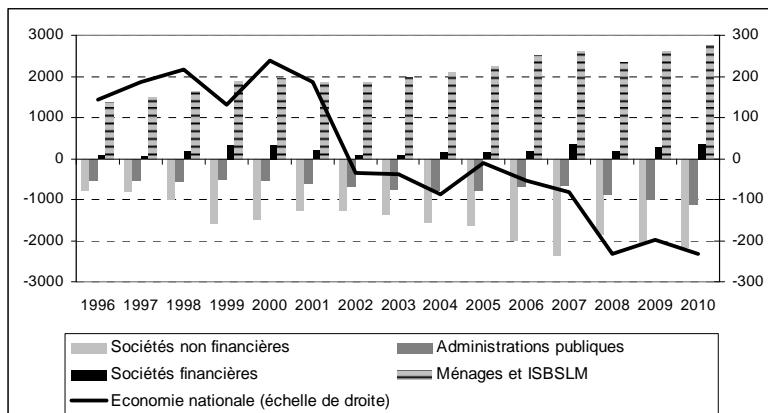
b) Une position financière nette qui se dégrade

Par sommation des évolutions annuelles des flux d'épargne et d'investissement, les stocks d'actifs et de passifs financiers des secteurs institutionnels peuvent être reconstitués. La comptabilité nationale permet ainsi d'établir la position financière nette de l'économie du pays, c'est-à-dire la différence entre le total des actifs et passifs financiers¹³. Son évolution rend compte, en longue période, de la situation de producteur ou de consommateur de financement de l'économie française.

Le besoin de financement de celle-ci, récurrent depuis 2005, a eu pour effet que sa position financière nette s'est progressivement dégradée : demeurée positive jusqu'en 2001, elle est ensuite devenue de plus en plus négative, passant de -81 Md€ en 2007 à - 233 Md€ fin 2010.

Selon les données d'Eurostat, la position financière nette de l'économie française est comparable à celle du Royaume-Uni (-229 Md€). Celle de l'Allemagne est en revanche positive, à 518 Md€.

¹³ Un actif financier est un élément de patrimoine positif (avoirs) correspondant à des titres de valeurs mobilières (actions, obligations), à un placement auprès d'agents économiques dits institutions financières ou à des disponibilités monétaires (monnaie, devises). La notion de passif financier correspond à l'ensemble des dettes financières contractées par un agent économique.

Graphique n° 3 : Position financière nette de l'économie (en Md€)

Source : INSEE, Banque de France - comptes nationaux

Pris individuellement, les secteurs institutionnels ont conservé une situation financière nette constamment créditrice pour les ménages et les sociétés financières, et constamment débitrice pour les sociétés non financières et les administrations publiques.

Tableau n° 3 : Valeurs financières nettes à fin 2010

Md€	Actif financier	Passif financier	Position financière nette
Administrations publiques	888	2 025	-1 137
Sociétés non-financières	4 984	7 159	- 2 175
Société financières	11 446	11 107	339
Ménages	3 994	1 255	2 740
Economie nationale	21 313	21 545	-233

Source : INSEE – comptes nationaux – derniers chiffres disponibles

La situation débitrice de l'économie nationale signifie qu'elle est, dans son ensemble, endettée à hauteur de 233 Md€ vis-à-vis du reste du monde, soit environ 12 % de son PIB. Si cet endettement demeure limité en montant, il révèle néanmoins une tendance préoccupante.

3 - Une interdépendance croissante avec le reste du monde

Les échanges financiers avec le reste du monde se sont intensifiés au cours des quinze dernières années. La dégradation de la position

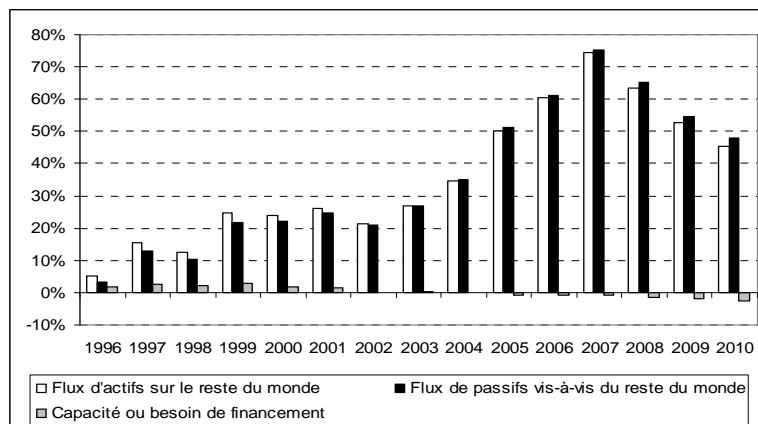
financière nette de l'économie est concomitante à une dégradation continue de la balance des paiements française. Elle doit cependant être mise en regard du volume total des passifs détenus par des non-résidents dans l'économie, mais également des actifs détenus par les résidents dans le reste du monde.

a) Des échanges de plus en plus intenses

Les flux financiers entre l'économie française et le reste du monde ont augmenté de façon structurelle depuis 1996. Cette tendance s'explique en partie par la croissance des échanges de produits dérivés¹⁴, mais également par celle des flux financiers hors produits dérivés qui sont passés de moins de 3 % du PIB en 1996, à près de 30 % en 2007.

Depuis lors, les flux financiers avec le reste du monde se sont contractés, en particulier sous l'effet de la diminution des échanges de produits dérivés. En 2010, les flux financiers représentaient moins de 50 % du PIB, les échanges hors produits dérivés se réduisant à moins de 10 % du PIB. Bien que plus faible, ce niveau demeure nettement supérieur à celui de 1996, même dans un contexte de crise où les marchés tendaient à se renationaliser.

Graphique n° 4 : Flux d'actifs et de passifs vis-à-vis du reste du monde (en % du PIB)



Source : INSEE, Banque de France - comptes nationaux – derniers chiffres disponibles

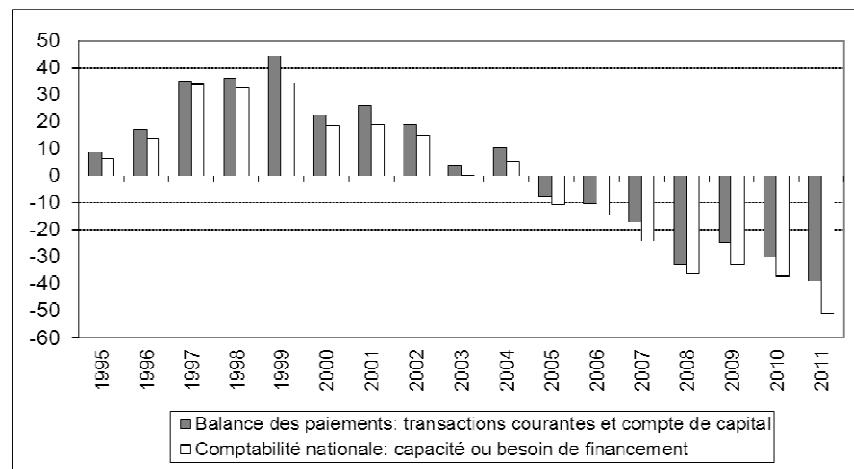
¹⁴ Les produits dérivés sont des contrats financiers portant sur la valeur anticipée d'un support donné qui peut être des matières premières, une devise, une action, un taux d'intérêt, un indice boursier. Ils ont pu représenter jusqu'à 80 % du total des échanges.

b) Une balance des paiements courants en dégradation continue

La balance des paiements courants¹⁵ de la France retrace les échanges monétaires intervenus avec le reste du monde. Elle évolue donc conjointement à son besoin de financement¹⁶. Elle connaît depuis 1999 une dégradation continue.

La situation française est comparable à celle de l'Italie ou du Royaume-Uni, dont les soldes des balances des paiements courants au deuxième trimestre 2011 s'élevaient respectivement à -13,8 Md€ et -6,2 Md€ et contraste avec celle de l'Allemagne qui affiche sur la même période un excédent de 27,2 Md€.

Graphique n° 5 : Echanges avec le reste du monde (en Md€)



Source : INSEE, Banque de France – comptes nationaux

La dégradation de la balance des paiements courants résulte pour l'essentiel du déficit des échanges de biens qui s'est creusé de -3,8 Md€ en 2004 à -73 Md€ en 2011 soit 3,7 % du PIB¹⁷, notamment vis-à-vis de la zone euro, de la Chine et des pays producteurs de pétrole. Elle

¹⁵ La balance des paiements courants (ou balance des opérations courantes) comprend la balance commerciale (importations / exportations de biens) ; la balance des services ; la balance des revenus et la balance des transferts courants.

¹⁶ En théorie égaux, la balance des paiements et le besoin de financement mesuré par la comptabilité nationale divergent légèrement en pratique du fait de différences de méthodes de calcul.

¹⁷ Selon la Commission européenne, il se stabilisera à 2,9 % du PIB en 2012.

s'explique également, dans une moindre mesure, par une dégradation de la balance des services¹⁸.

c) Des détentions croisées d'actifs considérables

La position financière nette de l'économie française (- 233 Md€) reflète la somme des besoins de financement que le pays a couverts, année après année, par des flux en provenance du reste du monde.

Son montant est faible en regard de l'ensemble des passifs financiers que le reste du monde a, ces dernières années, acquis en France. Sur 15 ans en effet, la part des passifs détenus par des non-résidents a progressé de 12,7 % à 25,4 % du total des passifs financiers de l'économie française. Fin 2010, les non-résidents possédaient en France 5 470 Md€ de passifs financiers sur un total de 21 545 Md€, dont une part importante de titres de dette publique¹⁹.

L'explication en est que, pendant que le reste du monde acquérait des passifs financiers en France, les agents résidents français, et au premier chef les ménages, augmentaient leur détention d'actifs dans le reste du monde. Fin 2010, 44 % des actifs des ménages français, soit 1 716 Md€, étaient investis à l'extérieur, une progression de 20 points par rapport à 1995. A la même date, sur un total d'actifs financiers détenus par l'ensemble des secteurs institutionnels français de 21 313 Md€, 5 240 Md€ d'actifs l'étaient dans le reste du monde.

Certes, la situation française demeure sans rapport avec celles de certains Etats de la zone euro, tels la Grèce et le Portugal, dont les dettes nettes extérieures atteignent plus de 125% du PIB. Il n'en reste pas moins que les financements apportés à l'économie française par le reste du monde ont été supérieurs aux investissements réalisés à l'extérieur par les acteurs résidents. Il en résulte une position financière nette débitrice pour l'ensemble de l'économie nationale vis-à-vis du reste du monde, qui traduit une perte de compétitivité²⁰ dans la période récente ainsi qu'un besoin de financement excessif des administrations publiques.

¹⁸ Au sein de la balance des services, c'est principalement le solde des voyages, c'est-à-dire le solde des flux de financement apportés par le voyage des étrangers en France, qui se dégrade. Son excédent structurel se réduit de 10 Md€ par an à 8 Md€ en 2009 puis 6,1 Md€ en 2010, en particulier du fait de la hausse des dépenses des Français à l'étranger (+6 % en 2010).

¹⁹ La part des titres d'Etat dans les investissements en portefeuille des non-résidents a fortement augmenté en 2007, atteignant 36% en 2010.

²⁰ Selon la Commission européenne, la part de marché des exportations françaises a diminué de 19,4 % entre 2005 et 2010.

B - Une contribution importante des banques au financement de l'économie

De plus en plus concentrés et internationalisés, les établissements de crédit fournissent une contribution majeure au financement de l'économie française tant par le volume des crédits qu'ils distribuent que par la transformation²¹ qu'ils assurent. En comparaison, les financements externes non-bancaires apparaissent peu développés en France.

1 - Un secteur de plus en plus concentré et internationalisé

a) Un mouvement de concentration constant

Le marché bancaire français se caractérise par un petit nombre d'établissements de crédits²² qualifiés de banques « universelles », c'est-à-dire regroupant des activités de détail, de crédit et d'investissement.

Cette structure résulte d'un mouvement continu de concentration dont la dernière étape fut le rapprochement des groupes Caisse d'Epargne et Banque Populaire en juin 2009. Les 15 plus grands groupes bancaires français existant en 1996 étaient regroupés en 2011 en cinq ensembles.

Si les grands établissements ont été les plus visiblement concernés²³, ce mouvement a aussi touché les plus modestes, le nombre total d'établissements de crédit passant de 1445 en 1995 à 656 en 2011²⁴.

b) Une forte internationalisation

Tirant parti de la libéralisation des mouvements de capitaux et de la constitution de la zone euro, le système bancaire français s'est fortement internationalisé : l'implantation de groupes bancaires étrangers

²¹ On appelle transformation l'opération qui consiste à mobiliser des ressources à court terme en vue de financer des emplois de long terme.

²² La plupart des pays européens définissent les établissements de crédit comme ceux qui à la fois distribuent des crédits et gèrent des dépôts. La définition française est plus large, recouvrant soit l'octroi de crédit, soit la gestion de dépôts.

²³ Rapprochement entre le Crédit communal de Belgique et le Crédit local de France donnant naissance à Dexia (1996), prise de contrôle d'Indosuez par le Crédit agricole (1996), du Crédit du Nord par la Société générale (1997), de Natexis par les Banques populaires et du CIC par le Crédit mutuel (1998), de Paribas par la BNP et du Crédit foncier par les Caisses d'épargne (1999), du CCF par HSBC (2000), du Crédit lyonnais par le Crédit agricole (2003), transfert d'activités de la Caisse des dépôts aux Caisses d'épargne (2005).

²⁴ chiffres du CECEI pour 1995 et de l'Autorité de contrôle prudentiel pour 2010.

en France s'est accrue, avec 204 établissements de crédit sous contrôle étranger²⁵ à fin 2010 ; la présence des grands groupes bancaires français à l'étranger²⁶ s'est renforcée sur la plupart des places financières et via des activités de banque commerciale, notamment en zone euro.

2 - Un rôle majeur des établissements bancaires dans la distribution du crédit et la transformation financière

Principaux relais de la création monétaire, les banques assurent en France un rôle dans le financement de l'économie comparativement plus important que dans d'autres pays, par exemple le Royaume-Uni ou les Etats-Unis²⁷, notamment par la distribution d'un volume croissant de crédits. En outre, elles opèrent une part essentielle de la transformation financière des passifs courts en actifs longs.

a) Une distribution de crédit à l'économie en progression

Selon l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), les concours du secteur bancaire à l'économie représentaient 2 008 Md€ fin 2010, en progression de 6,5 % par rapport au 31 décembre 2009 (1 885 Md€).

Tableau n° 4 : Concours à l'économie par catégorie d'agent

Md€ courants	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Entreprises	577	630	718	786	761	781
Particuliers	537	629	700	743	764	829
Administrations	151	158	167	179	192	204
Non-résidents	104	120	157	174	168	194
Total des crédits	1 369	1 537	1 742	1 882	1 885	2 008

Source : Autorité de contrôle prudentiel – derniers chiffres disponibles

²⁵ dont 125 établissements d'origine communautaire et 34 américains.

²⁶ Les groupes Société générale, BNP Paribas et Crédit agricole détiennent plus de 80 % des implantations bancaires françaises à l'étranger.

²⁷ En 1995, les taux d'intermédiation des Etats-Unis (35,1 %), du Royaume-Uni (36,3 %) et de l'Espagne (46 %) étaient nettement inférieurs à celui de la France. En revanche, ils ont augmenté jusqu'en 2004, à l'inverse de l'évolution française, en raison d'une augmentation de la part des crédits aux ménages. En Allemagne, le taux d'intermédiation était plus élevé que celui de la France en 1995 (70 %) et s'est en moyenne maintenu jusqu'en 2004. (cf. M. Boutillier et J.-C. Bricongne, *Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés*, Revue d'économie politique vol. 121, avril 2011,).

Entre 2005 et 2010, les crédits aux particuliers ont augmenté nettement plus vite que ceux accordés aux entreprises et aux administrations (+ 54 % contre + 35 %), notamment sous l'effet de la forte progression des crédits à l'habitat (+ 65 %) corrélée à la hausse des prix de l'immobilier. Les crédits distribués se décomposent comme suit :

Tableau n° 5 : Concours à l'économie par type de crédit

Md€ courants	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Crédits à l'habitat	539	644	730	782	811	888
Crédits à l'équipement	341	372	413	461	485	508
Crédits de trésorerie	260	283	334	359	324	334
Crédit bail	60	62	66	71	71	72
Comptes ordinaires débiteurs	52	54	57	55	50	53
Crédits à l'exportation	18	18	19	23	27	34
Créances commerciales	27	27	27	25	23	24
Autres crédits	72	77	96	106	94	95
Total des crédits	1 369	1 537	1 742	1 882	1 885	2 008

Source : Autorité de contrôle prudentiel – derniers chiffres disponibles

Malgré cette progression du total des crédits distribués par les banques, l'intermédiation financière dans son ensemble a diminué.

L'intermédiation financière

L'intermédiation financière consiste à lever les fonds nécessaires pour couvrir un besoin de financement auprès d'un établissement spécialisé plutôt que de s'adresser directement aux détenteurs de patrimoine susceptibles d'apporter leurs capitaux propres (notamment par souscription d'actions ou d'obligations).

La définition du taux d'intermédiation retenue par la Banque de France est la part des financements provenant des institutions financières résidentes parmi l'ensemble des financements obtenus par les agents non financiers. Alors que le taux d'intermédiation au sens strict tient uniquement compte des crédits distribués par les institutions financières résidentes, le taux d'intermédiation dans son acceptation la plus large intègre également les fonds qu'elles apportent aux agents non financiers par l'achat de titres émis par ces derniers.

Entre 1995 et 2011, le taux d’intermédiation est passé, dans son acception la plus large, de 74 % à 53,7 %. Cette évolution s’explique pour l’essentiel par une diminution de la part des crédits consentis par les établissements français, corollaire de l’augmentation de la part des crédits distribués par les institutions financières non résidentes dans le financement des agents non financiers. Les financements accordés à des résidents par des banques non-résidentes réduisent en effet à due proportion le taux d’intermédiation mesuré par la Banque de France. Ce dernier n’est donc pas pleinement représentatif du rôle global des établissements de crédit dans le financement de l’économie²⁸.

b) Une contribution essentielle à la transformation financière

Les besoins de long terme excédant généralement les capacités de même horizon, le financement de l’économie est exposé à un déficit structurel de ressources de long terme. Les établissements financiers peuvent combler cet écart par la « transformation » des ressources de court terme qu’ils collectent, se trouvant de ce fait consommateurs de ressources de court terme et producteurs de ressources de long terme.

La transformation repose sur l’hypothèse que seule une partie des ressources de court terme est nécessaire à couvrir les besoins de liquidité des déposants, ce qui permet d’affaiblir le surplus à des emplois de long terme. Elle n’est donc pas sans risque car, si la demande de liquidités des déposants augmente, l’établissement de crédit doit se refinancer pour honorer ses dettes, ce qui pénalise sa rentabilité et peut le contraindre, en dernière extrémité, à faire défaut.

En 2010, l’analyse des comptes du secteur financier fait ressortir qu’en France, l’essentiel de la transformation est réalisé par les institutions financières monétaires, c’est-à-dire principalement les banques²⁹. En mobilisant une partie des 5 786 Md€ de passifs court terme (c’est-à-dire pour l’essentiel les dépôts) dont elles disposent, elles ont inscrit 3 622 Md€ d’actifs de long terme à leur bilan, soit pratiquement le double de leurs passifs de même durée (1 857 Md€). La transformation qu’elles opèrent augmente donc de 1 765 Md€ le volume de ressources de long terme disponibles dans l’économie.

²⁸ Il n’existe pas de statistiques agrégeant l’intermédiation résidente et non-résidente.

²⁹ Au sein du secteur financier, les comptes nationaux distinguent trois catégories : les institutions financières monétaires, c’est-à-dire principalement les banques mais également la Caisse des dépôts et consignations ; les assureurs et les fonds de pension, c’est-à-dire les sociétés d’assurances, les mutuelles, les institutions de prévoyance et la Coface ; enfin, les autres intermédiaires financiers.

Pour leur part, les assurances et les fonds de pension disposent de 312 Md€ de passifs de court terme qu'ils transforment également : leur actif de long terme (1 725 Md€) est ainsi supérieur de 220 Md€ à leur passif de même durée (1 505 Md€). La transformation qu'ils opèrent apparaît toutefois proportionnellement inférieure à celle assurée par les institutions financières monétaires³⁰.

Tableau n° 6 : Stock de financement court terme / long terme du secteur financier en 2010

Md€		Actif	Passif	Solde
Institutions financières monétaires	Total	7 754	7 643	111
	<i>court terme</i>	4 132	5 786	-1 654
	<i>long terme</i>	3 622	1 857	1 765
Assurances et fonds de pension	Total	1 860	1 817	43
	<i>court terme</i>	136	312	-176
	<i>long terme</i>	1 725	1 505	220
Autres intermédiaires financiers	Total	1 832	1 646	186
	<i>court terme</i>	313	349	-36
	<i>long terme</i>	1 518	1 297	221
Tous	Total	11 446	11 106	340
	<i>court terme</i>	4 581	6 447	-1 866
	<i>long terme</i>	6 865	4 659	2 206

Source : Cour des comptes à partir des comptes nationaux – derniers chiffres disponibles

Les comparaisons établies sur la base des données de la Banque centrale européenne font ressortir que la transformation opérée par les institutions financières monétaires françaises, bien que forte, s'établit à un niveau inférieur à celle opérée par l'ensemble des institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro³¹, en partie car elles disposent en proportion de moins de ressources courtes à transformer.

³⁰ Les ressources à long terme dégagées grâce à la transformation par les institutions financières monétaires, qui correspondent à la différence entre leur actif de long terme et leur passif de même durée, représentent 95 % de leur passif de long terme (1 765 Md€ sur 1 857 Md€). Dans le cas des assurances et fonds de pensions, ce ratio n'est que de 17 % (220 Md€ sur 1 505 Md€).

³¹ Elles disposent de 24 056 Md€ de passifs court terme et de 8 751 Md€ de passifs long terme. Après transformation de leurs passifs court terme, leur actif long terme s'établit à 19 511 Md€, présentant donc, grâce à la transformation, un excédent de 10 760 Md€ de ressources long terme.

3 - Des financements externes non bancaires inégalement développés selon la taille des entreprises

Les financements externes non-bancaires apparaissent encore inégalement développés en France. Le marché actions et le marché obligataire sont le plus généralement utilisés par les grandes entreprises. Le capital-investissement est centré sur les entreprises matures.

a) Un marché actions peu orienté vers les PME et les ETI

Réorganisé en 2005, le marché boursier français comprend un marché réglementé destiné aux entreprises de taille intermédiaire (ETI) et aux grands groupes divisé en trois compartiments dénommés A, B et C³² ainsi qu'un marché organisé, dénommé « Alternext », destiné aux PME, à partir de 2,5 M€ de levée de capitaux.

Fin 2011, NYSE Euronext Paris assurait la cotation de 586 entreprises (hors fonds d'investissement), dont 58 étrangères, pour une capitalisation totale de 1 197 Md€. L'essentiel de cet agrégat était composé d'entreprises du CAC40.

Les PME et les entreprises de taille intermédiaire représentaient en 2010 les trois quarts des cotations, mais leur capitalisation n'excédait alors pas 5,8 % du total (83 Md€). Malgré la progression du nombre de sociétés cotées sur Alternext³³, le marché des PME cotées restait marginal en volume : les 438 PME du compartiment C et d'Alternext étaient capitalisées à 21 Md€, soit 1,5 % du total.

L'accès des PME et entreprises de taille intermédiaire aux financements de marché apparaît plus restreint en France que dans d'autres pays européens. Le LSE-AIM de Londres et le Deutsche Börse-Entry Standard représentent respectivement 82 % et 11,5 % de la capitalisation des marchés européens des PME cotées contre 3,8 % pour Alternext. Malgré des critères de cotation moins restrictifs³⁴, les entreprises cotées sur ces marchés ont une valeur unitaire de 2,5 à 3 fois supérieure aux entreprises cotées sur Alternext.

³² Le compartiment A rassemble les 114 entreprises dont la capitalisation excède 1 Md€. Le compartiment B rassemble les autres capitalisations supérieures à 150 M€ et le compartiment C celles qui sont inférieures à ce montant.

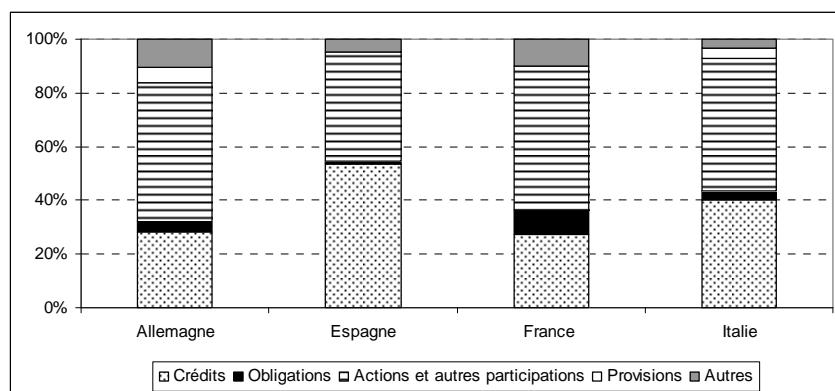
³³ En 2010, Alternext a accueilli 31 cotations supplémentaires portant l'effectif à 145 entreprises, dont 133 françaises. (20 introductions, 15 transferts et 4 retraits).

³⁴ Les segments « Mittelstand » des bourses allemandes n'imposent pas de critère de taille à l'entrée, à l'exception de l'Entry Standard pour lequel le montant requis est dix fois inférieur à celui d'Alternext.

b) Un marché obligataire essentiellement mobilisé par les grandes entreprises et les administrations publiques centrales

La part en obligations du passif des sociétés non financières, tout en étant plus importante pour les entreprises françaises que pour leurs voisines européennes³⁵, demeure faible au regard des autres sources de financement disponibles, s'élevant à 9 % en 2010.

Graphique n° 6 : Structure des passifs des sociétés non financières en 2010 (données consolidées, en % total)



Source : Eurostat - comptes nationaux – derniers chiffres disponibles

Les grands groupes sont les principaux acteurs du marché obligataire, où ils ont levé, notamment de fin 2008 à mi-2009, des fonds palliant la chute des marchés actions et la raréfaction des crédits. A l'inverse, les financements obligataires s'avèrent peu mobilisés par les PME, leurs émissions d'obligations ne représentant que 3 % (16 M€) des capitaux levés sur Alternext et le compartiment C d'Euronext³⁶ en 2010. Ce constat se retrouve en Allemagne même si certaines bourses y ont récemment créé un segment de marché destiné aux obligations de PME³⁷.

³⁵ Les encours de titres de dette représentent 30 % de l'endettement financier des entreprises françaises contre 15 % en moyenne en zone euro.

³⁶ Observatoire du financement des entreprises par le marché, mai 2011.

³⁷ La bourse de Stuttgart, première à l'instituer en 2010, comptait déjà 12 obligations et un volume mensuel d'environ 1 Md€ après six mois de fonctionnement.

c) Un capital-investissement centré sur les entreprises matures

Le capital-investissement désigne l'apport de fonds propres à des sociétés non cotées par des investisseurs spécialisés. Il se décline en quatre activités : le capital-risque, où l'investisseur finance une entreprise avant qu'elle ne s'autofinance ; le capital-développement où l'entreprise financée est déjà rentable ; le capital-transmission, visant à stabiliser l'actionnariat lors d'une succession entrepreneuriale ; les opérations à effet de levier, communément appelées LBO (pour *leverage buy-out*).

Le marché du capital-investissement a connu un essor significatif en France depuis une dizaine d'années. En 2011, les montants investis atteignaient 9,7 Md€, dans 1 694 entreprises. Selon l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), le montant des sorties³⁸ s'est élevé à 6,3 Md€, pour 1 026 opérations. En Europe, la France se classe deuxième sur le marché du capital-investissement, derrière le Royaume-Uni qui concentre 60 % du total des investissements et devant l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne.

Le marché français du capital-investissement est dynamique, même s'il ne touche qu'une part limitée des entreprises, estimée à 0,06 % en 2011. Par nature, ce type de financement spécifique n'a vocation à toucher qu'un nombre très faible d'entreprises, sa visée étant précisément de sélectionner et d'accompagner celles à haut potentiel de croissance.

Cependant, il concerne en grande partie des entreprises matures, 70 % de son volume étant constitué entre 2006 et 2011 d'opérations à effet de levier et de capital-transmission (6 Md€ investis en 2011 dans 292 entreprises). Malgré la contribution importante qu'y apportent les pouvoirs publics notamment via la Caisse des dépôts et ses filiales (Fonds stratégique d'investissement et CDC Entreprises), les opérations de capital-risque et de capital-développement restent peu développées.

Tableau n° 7 : Contribution au financement des PME-ETI

Md€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Capital-développement	0,89	1,06	1,31	1,65	1,8	2,31	2,94
Capital-risque	0,48	0,54	0,68	0,76	0,59	0,61	0,60

Source : Observatoire du financement des entreprises, Association française des investisseurs en capital (AFIC)

³⁸ La sortie correspond au moment où l'investisseur quitte le capital de l'entreprise en cédant ses parts, soit de gré à gré, soit par une introduction en bourse.

En 2011, le capital-développement a mobilisé 2,9 Md€ dans 960 entreprises. Cette même année, le capital-risque s'est stabilisé à 597 M€ pour 371 entreprises, un niveau faible illustrant les difficultés de développement des très petites entreprises et des PME, après leur création (phase dite « d'amorçage »). Selon certaines sources³⁹, le taux de rendement interne (TRI) des prises de participation en capital-risque opérées entre 1988 et 2009 s'est avéré en moyenne négatif, à -2,9 %.

Fonds de pension et fonds souverains

Les actifs sous gestion privée, parmi lesquels se situent les fonds de pension et les fonds souverains, représentaient en 2008 53 000 Md USD.

Les fonds de pension sont des investisseurs institutionnels chargés par des entreprises de percevoir des cotisations salariales ou patronales qu'elles gèrent et font fructifier afin de verser des prestations de retraite à leurs souscripteurs. Depuis les années 1980, les ressources dont ils disposent se sont fortement accrues au sein de l'OCDE : leur niveau de capitalisation est passé de 6 000 Md USD à 18 500 Md USD entre 1992 et 2011.

Les fonds de pension suivent une stratégie de diversification et d'internationalisation de leurs placements, qui les amènent à investir sur le marché français. En 2002, les fonds britanniques et américains CalPERS, Franklin Templeton, Fidelity Investment, Capital Group et P.D.E.M. détenaient à eux seuls 10% de la capitalisation boursière de la place de Paris. Bien qu'elles restent généralement minoritaires, ces prises de participation importantes ont conduit l'OCDE à faire adopter en 2000, par 30 de ses membres, des principes directeurs sur la gouvernance des fonds de pension.

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics détenus par des États qui cherchent à faire fructifier leur épargne nationale, qu'elle soit le produit de l'exploitation de leurs ressources naturelles (comme dans le cas des pays du Golfe, de la Russie, du Venezuela) ou d'un excédent de leur balance commerciale (Chine ou Singapour par exemple). Leurs actifs représentaient 3 000 Md USD au début de l'année 2011. En capitalisation, le premier est l'*Abu Dhabi Investment Authority* (Emirats Arabes Unis) avec 627 Md USD, suivi par le *Government Pension Fund-Global* (Norvège) avec 611 Md USD et le *SAFE Investment Company* (Chine) avec 568 Md USD estimés. A la fin 2010, les différents fonds souverains détenaient 8 Md€ d'actifs dans l'économie française, dont 3,8 Md€ dans les entreprises Total, Vinci et Sanofi-Aventis (respectivement pour 1,8 Md€, 1,1 Md€ et 0,9 Md€).

³⁹ Etude AFIC - Ernst & Young – Thomson Reuters.

Les fonds souverains ont longtemps recherché sécurité et liquidité pour leurs placements, souscrivant notamment des bons et obligations du Trésor américain. Plus récemment, ils tendent à diversifier leurs placements afin d'obtenir un meilleur rendement. Depuis octobre 2008, leur comportement d'investisseur fait l'objet d'un code de bonne conduite rédigé sous l'égide de Fonds monétaire international et de l'OCDE.

C - Un rôle majeur de l'Etat

L'action de l'Etat français dans le financement de l'économie relève à la fois de fonctions régaliennes traditionnelles et de fonctions spécifiques qui le distinguent des autres Etats européens.

L'Etat joue un rôle de régulation et de supervision des marchés financiers, dont il est également un acteur. L'émission obligataire est devenue l'outil de financement privilégié de l'Etat et de ses établissements publics : selon la Banque de France, il correspond en 2010 à près de 90 % de leur passif financier (soit 1 475 Md€⁴⁰).

Dans le même temps, et même si ses prérogatives se sont réduites à certains égards, l'Etat continue d'assurer en France des fonctions spécifiques : orientation de l'allocation de l'épargne, organisation de circuits de financement, interventions directes, gestion des dépôts des correspondants⁴¹ et centrale de garantie.

Les instruments qu'il mobilise, et notamment ceux de la sphère financière publique, sont analysés plus en détail au chapitre III.

1 - L'orientation de l'allocation de l'épargne

Comme la Cour l'a souligné à l'occasion de son rapport sur l'assurance-vie, les prélèvements obligatoires ne constituent pas le déterminant principal de la décision d'épargner⁴². Ils contribuent cependant à orienter le choix des ménages entre les différents supports d'épargne, par leur effet sur leurs rendements comparés après ces

⁴⁰ contre seulement 2,7 % de celui des collectivités territoriales (soit 191 Md€), qui n'ont jusqu'ici recouru que marginalement à cet instrument.

⁴¹ Les correspondants du Trésor sont des organismes tenus de déposer leurs fonds auprès du Trésor public. Il s'agit principalement des collectivités territoriales et des établissements publics nationaux ou locaux.

⁴² D'autres déterminants jouent un rôle plus significatif par exemple le revenu réel, l'âge de l'épargnant ou la possession d'un logement. Cf. Actes du colloque de la Banque de France, *Epargne et choix de portefeuille des ménages : approches macro et micro-économiques*, mars 2011.

prélèvements. Par sa maîtrise de la norme fiscale et la détermination des prélèvements sociaux, l'Etat exerce donc une influence sur l'allocation des flux d'épargne, et, par suite, sur leur emploi dans l'économie.

Les prélèvements sociaux sont en grande partie neutres sur l'orientation de l'épargne, un taux de 15,5 % s'appliquant à l'ensemble des produits hormis les livrets d'épargne réglementée (exonérés) et les Plans d'Epargne Retraite Populaire (taxation à 8,1 %).

Les prélèvements fiscaux ne présentent pas la même neutralité. Leurs modalités et leurs niveaux sont en effet variés : exonération des livrets d'épargne, prélèvement forfaitaire libératoire de 21 % pour les dividendes ou 24 % pour les produits de placement à revenu fixe, imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu en l'absence d'option pour le prélèvement forfaitaire libératoire, imposition des plus-values mobilières au taux de 22,5 % avant l'expiration de la deuxième année, régime spécifique à l'assurance-vie (entre 35 % et 7,5 % selon la maturité du contrat).

Pour autant, l'effet de la fiscalité sur l'orientation de l'épargne des ménages rencontre des limites. D'une part, les incitations de l'Etat se superposent, favorisant tantôt l'épargne liquide tantôt l'épargne à terme, soutiennent des supports garantis ou non garantis et incitent tout autant à une détention longue que courte. D'autre part, l'instabilité de la norme réduit souvent la prévisibilité des projections de rentabilité après fiscalité. En outre, les produits fiscalement soutenus peuvent échouer à s'imposer commercialement, comme l'illustrent les contrats dits « DSK » en 1998 ou « NSK » en 2005, grâce auxquels l'Etat entendait orienter les encours d'assurance-vie vers les emplois qu'il estimait prioritaires.

Dans son rapport de mars 2010, la Cour a montré que les prélèvements obligatoires sur les revenus de l'épargne sont plus neutres et plus uniformes en Allemagne.

2 - L'organisation de circuits de financement spécifiques

Le financement de l'économie française est marqué par l'existence ancienne de circuits de collecte d'épargne et de distribution de prêts ou de fonds propres. C'est par exemple le cas des circuits de financement du logement social (circuit du livret A, à partir duquel les premiers prêts au logement social ont été accordés en 1894 en application de la loi Siegfried), de la construction (circuit 1% logement) ou du développement

durable (ex-CODEVI créé en 1983 et rebaptisé en 2007 « livret de développement durable »)⁴³.

Régis par la loi et orientés vers des emplois d'intérêt général, ces circuits sont généralement confiés à des organisations publiques, parapubliques ou chargées d'une mission de service public.

L'Etat joue un rôle pivot dans leur fonctionnement, que ce soit par le contrôle des entités chargées de les piloter, par l'administration des prix et/ou des quantités garantissant leur équilibre ou par la mise en œuvre d'incitations fiscales ou de prescriptions réglementaires qui visent à préserver leurs ressources. En retour, il en retire une source de recettes non-fiscales (rémunération de la garantie qu'il consent, perception de dividendes) et la latitude de les mobiliser pour mener des interventions discrétionnaires.

Très spécifiques à la France, tant dans leur logique que dans leurs modalités de fonctionnement, les circuits d'épargne administrée ont été profondément réformés dans le prolongement du « Livre blanc sur le financement de l'économie » de 1986 visant à adapter les structures financières françaises « *aux exigences d'une économie moderne* »⁴⁴ mais également à la suite d'interventions de la Commission européenne. Nombre d'entre eux, et en particulier les procédures de prêts à l'investissement des entreprises, ont alors été supprimés. D'autres, tels les mécanismes de financement du logement, ont été rationalisés⁴⁵.

Au 1^{er} janvier 2009, l'exclusivité de la collecte des livrets défiscalisés conférée aux Caisses d'Epargne, à la Banque Postale et au Crédit Mutuel a été supprimée.

⁴³ L'existence de circuits spécialisés est pour une part la résultante de la période d'encadrement du crédit.

⁴⁴ *A posteriori*, le livre blanc de 1986 s'inscrit pleinement dans la « théorie des 3D » formalisée par l'économiste français Henri Bourguinat et généralement considérée comme à l'origine de la mondialisation financière. Cette théorie s'appuie sur trois piliers : déréglementation financière (libéralisation de l'offre et des prix) ; décloisonnement des établissements financiers (adossement banque – assurance, banque de détail – banque d'investissement) et désintermédiation (financement direct sur les marchés). A ces trois piliers sont parfois adjoints la dématérialisation des marchés et des titres et le désengagement de l'Etat du financement de l'économie.

⁴⁵ Des ressources spécifiques furent affectées à chacun de ses segments. Le financement du logement locatif social (HLM) s'appuie dès lors sur les ressources du livret A, celui de l'accession aidée à la propriété (PAP) sur le marché obligataire et celui de l'accession non aidée à la propriété (PC) sur le marché hypothécaire.

3 - Une capacité d'intervention directe

L'Etat est souvent perçu comme le recours ultime devant suppléer aux défaillances de marché qui se manifestent dans le financement de l'économie. Il est généralement sollicité afin de pallier les difficultés de financement conjoncturelles ou structurelles que rencontrent certains agents économiques, qu'il s'agisse de grands groupes, de PME, de collectivités territoriales ou de porteurs de projet.

A mesure de l'aggravation de sa situation financière, l'Etat a été conduit à transférer de plus en plus ces interventions sur des entités qu'il contrôle afin qu'elles ne pèsent plus directement sur ses ressources budgétaires⁴⁶. La Caisse des dépôts et consignations, ses filiales et La Banque Postale ont ainsi été sollicitées de façon croissante.

Enfin, l'Etat a cherché, mais avec peu de succès, à mobiliser la voie conventionnelle en vue d'inciter les gestionnaires d'assurance-vie à financer davantage les PME⁴⁷. Il intervient également dans le financement des infrastructures hospitalières⁴⁸. Même si elles demeurent faibles en montant, les interventions de l'Etat s'avèrent essentielles en vue de pallier les défaillances de marché que connaît le financement de l'économie.

4 - La gestion des dépôts des correspondants du Trésor

Tradition héritée du Consulat, le dépôt de fonds d'entités publiques ou privées auprès du Trésor représente une caractéristique du financement de l'économie française, sans équivalent à l'échelle européenne⁴⁹. Depuis 2001, il est encadré par la loi organique relative aux lois de finances⁵⁰.

⁴⁶ Cour des comptes, *Les interventions de l'Etat dans l'économie par des moyens extra-budgétaires*, communication à la commission des finances de l'Assemblée nationale, 2010.

⁴⁷ En septembre 2004, la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) s'est engagée auprès des pouvoirs publics à renforcer les investissements de la profession dans les PME non cotées. Plus de 13 Md€ ont ainsi été investis entre 2004 et 2007 (pour un objectif de 6 Md€). En 2007, les assureurs se sont engagés à ce que la part de leurs actifs investis dans le non-coté passe de 1,65 % à 2 % à horizon 2012. Cet objectif n'a cependant pas été atteint, la part des investissements visés atteignant seulement 1,46 % fin 2010, dont plus d'un quart d'engagements non-appelés.

⁴⁸ L'assurance-maladie alimente désormais les dotations d'équipements, attribuées dans le cadre des plans d'investissements Hôpital 2007 ou Hôpital 2012. Un Comité national de validation, placé auprès du ministre de la santé, est chargé de décider des investissements qui seront à la charge de l'assurance-maladie.

⁴⁹ Il n'existe en général pas d'obligation de dépôt des administrations publiques auprès du gestionnaire de la trésorerie étatique dans les autres pays européens. Seuls

La centralisation des dépôts sur le compte du Trésor s'impose aux collectivités territoriales depuis 1811. Dans la première moitié du vingtième siècle, cette obligation a été élargie aux établissements publics, nationaux et locaux. Elle s'applique également aux fonds non-consomptibles des investissements d'avenir, même ceux gérés par la Caisse des dépôts⁵¹. La possibilité de dépôt à titre facultatif concerne quant à elle essentiellement des gouvernements et organismes étrangers.

L'obligation de dépôts auprès des comptables du Trésor répond historiquement à une double logique :

- d'une part, elle vise à mutualiser les compétences des comptables du Trésor au profit de diverses entités en relation financière directe avec l'Etat. Elle contribue ainsi à éviter un émiettement des fonctions comptables et à renforcer la bonne gouvernance des finances publiques ;
- d'autre part, elle participe de façon décisive à l'équilibre de la trésorerie structurellement débitrice de l'Etat, apportant de façon récurrente entre 50 Md€ et 70 Md€ de ressources auxquelles s'ajoutent depuis 2010 près de 34 Md€ liés aux investissements d'avenir⁵². Au total, les dépôts des correspondants s'élevaient à 123 Md€ à la fin 2011. Comme la Cour l'avait noté en 2009 dans son rapport public annuel, en l'absence de centralisation des dépôts, l'Agence France Trésor, qui est chargée de la gestion de la trésorerie de l'Etat, serait vraisemblablement contrainte d'émettre une dette supplémentaire qui alourdirait la dette au sens de Maastricht de 3 à 4 points de PIB.

Si aucune rémunération n'est prévue par la loi pour les collectivités territoriales et les établissements publics nationaux et locaux, l'obligation de dépôts n'est pas toujours sans contrepartie puisque l'Etat peut, de façon exceptionnelle, choisir de rémunérer les dépôts qui lui sont confiés.

les Pays-Bas imposent à certains de leurs établissements publics de déposer leur trésorerie sur le compte de l'Etat. Au Royaume-Uni, la possibilité d'un dépôt rémunéré est offerte aux collectivités territoriales.

⁵⁰ Le nouveau décret sur la gestion budgétaire et comptable publique, prévu pour succéder au règlement général du 29 décembre 1962, rappellerait et renforcerait cette obligation pour les établissements publics.

⁵¹ Les organismes à caractère financier et la Caisse des dépôts et consignations ne sont pas assujettis à la centralisation des dépôts. En revanche, ils possèdent des comptes auprès du comptable assignataire du ministère de l'économie pour effectuer des nivelllements avec l'Etat, que ce soit la résultante de facilitation de prêts pour le secteur public local ou celle d'opérations effectuées par les préposés pour la Caisse.

⁵² cf. Compte général de l'Etat pour l'exercice 2010.

C'est par exemple le cas des fonds non-consomptibles du programme des investissements d'avenir à certains opérateurs publics.

A titre exceptionnel également et dans la mesure où il bénéficie de conditions de financement généralement favorables, l'Etat peut assurer un rôle d'emprunteur au profit de ses correspondants. Ainsi le programme des investissements d'avenir peut-il s'analyser comme une opération d'emprunt pour dotation de tiers⁵³. Fin 2010, l'Etat a en effet tiré profit de la faiblesse des taux d'intérêt pour lever des fonds sur les marchés qu'il a ensuite transférés à divers opérateurs publics, qui les ont ensuite déposés en masse auprès du Trésor.

De même, les collectivités territoriales et leurs établissements publics sont des correspondants du Trésor auxquels l'Etat octroie des avances de trésorerie (essentiellement en prévision de futures rentrées fiscales) et des dotations d'équipement. L'Etat se trouvant en déficit depuis plusieurs années, ces dernières sont de fait financés par l'endettement. Il en résulte que l'Etat emprunte afin de faciliter des investissements qui, en l'absence de ses dotations, seraient financés par emprunt direct des collectivités.

Sans qu'elles soient nécessairement correspondantes du Trésor, certaines entreprises publiques bénéficient d'un montage similaire dans la mesure où l'Etat concourt à leurs investissements par une dotation⁵⁴ financée par l'emprunt à des conditions moins onéreuses qu'une levée de fonds directe par ces entreprises auprès des marchés ou des établissements de crédit.

5 - La centralisation des garanties

L'Etat assure un rôle de centralisation des garanties par le biais d'engagements financiers qu'il prend vis-à-vis de tiers. Décrits hors-bilan dans l'annexe du Compte général de l'Etat, ces engagements sont de plusieurs types suivant qu'ils relèvent d'un accord formel, de la mise en jeu de la responsabilité de l'Etat ou d'une obligation s'imposant à lui :

- la dette garantie qui englobe les engagements financiers d'entités publiques ou privées bénéficiant de la garantie de l'Etat ;
- les garanties liées à des missions d'intérêt général ;

⁵³ Une vision alternative serait de considérer qu'ils constituent un véhicule de débudgétisation de la dépense d'investissement.

⁵⁴ par exemple les « dotations en capital » attribuées par l'Etat à Réseau ferré de France (RFF), cf. Cour des comptes, *Le réseau ferroviaire : une réforme inachevée, une stratégie incertaine*, avril 2008.

- les garanties de passif, liées notamment aux opérations de restructuration d'entreprises publiques ;
- les autres engagements de l'Etat, qu'ils soient financiers, sociaux, fiscaux ou liés à des contrats de partenariats ;
- les garanties implicites dont bénéficient les établissements publics, les entreprises publiques du secteur concurrentiel ou les collectivités territoriales.

II - Des fragilités structurelles

L'analyse en longue période des conditions de financement de l'économie française fait ressortir que quatre fragilités l'affectaient tout particulièrement dès avant la crise : une gestion non soutenable des finances publiques, une dépendance marquée des entreprises à l'égard du financement externe bancaire, une orientation peu satisfaisante de l'épargne et des dispositifs fiscaux aux effets secondaires mal maîtrisés.

A - L'impact de la situation des finances publiques

1 - Un niveau d'endettement public porteur de risques

a) *Une dette dont la progression s'est accélérée par palier*

Dans l'acception retenue pour vérifier le respect des critères définis par le traité de Maastricht⁵⁵, la dette publique française était de 20,7 % du PIB en 1980, de 35,2 % en 1990, de 57,5 % en 2000 et de 82,3 % en 2010. Fin 2011, elle représentait 86 % du PIB, soit 1717,3 Md€. Schématiquement, elle a augmenté de 15 points entre 1980 et 1990, de 20 points entre 1990 et 2000 puis de pratiquement 25 points entre 2000 et 2010. Sur cette dernière période, la dette publique de la zone euro progressait de 16 points⁵⁶.

⁵⁵ La dette au sens de Maastricht est exprimée en valeur nominale et hors certains passifs, souvent mal connus (dettes commerciales, charges à payer, etc.). Fin 2010, la moyenne de la zone euro était de 85,1 % du PIB et celle de l'Union européenne de 80 % du PIB.

⁵⁶ Cette moyenne masque d'importantes variations : progression de 9,8 points en Italie contre 23,5 points en Allemagne. A titre de comparaison, la dette du Royaume-Uni progressait sur la même période de 39 points de PIB.

A la fin 2011, la dette était portée pour 78 % par l'Etat, pour moins de 1 % par les organismes divers d'administration centrale (ODAC), pour 12 % par les administrations sociales, y compris la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) et pour 10 % par les administrations locales. La part de l'Etat est restée stable en longue période (79 % en 2000), celle des administrations sociales, qui couvre des prestations courantes, a progressé (5 % en 2000) tandis que celle des administrations locales, qui finance des investissements, a baissé (13 % en 2000)⁵⁷.

En Europe, la situation française se distingue notamment par l'existence d'une dette sociale, portée principalement par la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES), d'un montant de 205,2 Md€ à fin 2011 soit 10,3 % du PIB. Dans la plupart des autres pays, la dette des administrations sociales est en effet nulle⁵⁸. Seuls l'Espagne et les Pays-Bas cantonnent leurs dettes sociales à l'instar de la France mais les montants de celles-ci dans l'agrégat de Maastricht restent faibles, de l'ordre de 2 % du PIB.

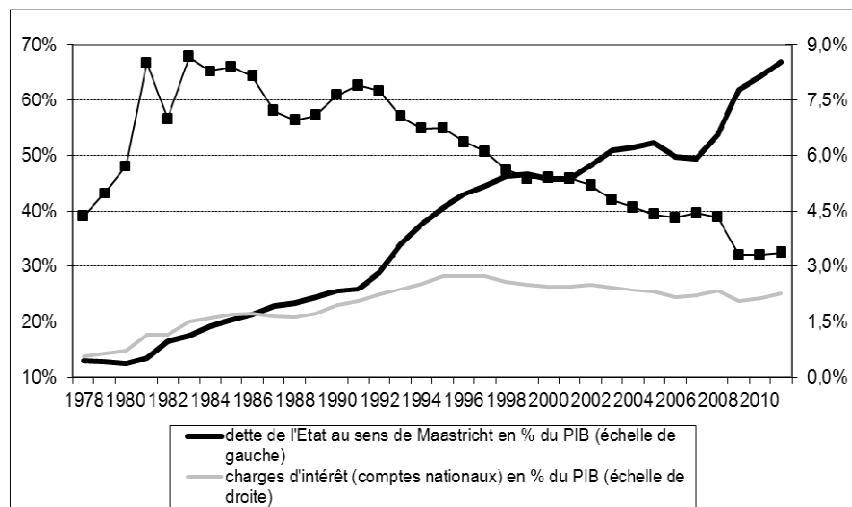
b) Une charge de la dette stabilisée par la baisse des taux d'intérêt

Entre 1978 et 2010, dans le contexte général de baisse des taux d'intérêt, la forte progression de la dette de l'Etat a vu son impact budgétaire atténué par la diminution concomitante des taux d'intérêt apparents. La charge de la dette a même légèrement diminué en proportion du PIB entre le milieu des années 1990 et 2010.

⁵⁷ Les collectivités territoriales ont interdiction d'emprunter pour financer leur fonctionnement, y compris le service et l'amortissement de leur dette.

⁵⁸ Au plus fort de la crise, l'Allemagne a recouru temporairement à des subventions d'équilibre, mais son assurance-maladie présentait en 2011 un excédent de 15,1 Md€.

Graphique n° 7 : Dette, taux d'intérêt apparents et charges d'intérêt entre 1978 et 2010 (en % du PIB)



Source : Cour des comptes – comptabilité nationale

Grâce au recul de l'inflation et à la baisse continue des taux, la progression rapide de l'endettement public ne s'est pas accompagnée d'une augmentation proportionnée de la charge de la dette. L'Etat a ainsi pu continuer à faire financer une part de son activité par ses créanciers plutôt que par les contribuables, s'appuyant notamment sur la qualité de l'ingénierie financière mobilisée par l'administration.

Celle-ci a su régulièrement créer des instruments, parfois inédits⁵⁹ en vue d'accroître la liquidité des titres émis, d'en faciliter la gestion active, d'en alterner ou allonger la duration et d'attirer des investisseurs diversifiés. Ces outils ont contribué à maintenir l'écart de taux entre dettes française et allemande à un niveau très faible même si la Cour avait pu noter dès son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de 2009 qu'il tendait à augmenter.

⁵⁹ En particulier l'emprunt à taux à l'échéance constante (TEC), l'emprunt indexé à 50 ans ou le démembrement et remembrement des obligations assimilables du Trésor (OAT).

c) Les risques d'une remontée des taux à terme

Le niveau atteint par l'endettement public fait désormais peser des risques substantiels en cas de remontée des taux puisque la part du service de la dette dans le budget de l'Etat augmenterait alors mécaniquement. Bien que peu crédible à court terme, une hausse de taux de 100 points de base se traduirait, selon l'Agence France Trésor, par une élévation de la charge de la dette de 1,9 Md€ la première année, de 5,6 Md€ la troisième, de 8,6 Md€ la cinquième et de 12,9 Md€ la dixième.

En outre et à niveau général des taux inchangé, le montant atteint par la dette publique détériore l'appréciation du risque de crédit de la France, ce qui pourrait dégrader plus avant les conditions de financement de l'Etat. Selon l'OCDE, si le déficit public se creuse d'1 point de PIB, le taux des obligations d'Etat augmente de 10 à 60 points de base⁶⁰.

Toute dégradation des conditions de financement de l'Etat tend à se répercuter sur les émetteurs publics bénéficiaires de la garantie de l'Etat, notamment la Caisse des dépôts et consignations, mais aussi sur les collectivités territoriales et sur les hôpitaux. Elle touche également les banques, détentrices de volumes importants de titres souverains et bénéficiaires implicites d'une garantie systémique de l'Etat.

2 - Des effets limités sur le financement de l'économie

a) Des effets d'éviction actuellement inexistant mais des perturbations réelles

Qu'il s'effectue à court, moyen ou long terme, le financement de l'Etat s'opère essentiellement grâce à l'émission de titres sur les marchés financiers. Il ne gêne donc pas directement les PME, les ménages ou les collectivités territoriales qui recourent très majoritairement à des financements externes bancaires. A l'inverse, les grandes entreprises et les grands établissements financiers se financent généralement sur les marchés et se trouvent donc théoriquement exposés à une hausse des taux d'intérêt provoquée par la forte demande de financement de l'Etat.

En pratique et dans le contexte financier actuel, cette modalité de l'effet d'éviction⁶¹ apparaît en France sinon nulle, du moins extrêmement

⁶⁰ Sous les mêmes hypothèses, le Fonds monétaire international retient une progression de 15 points de base.

⁶¹ L'effet d'éviction traduit la difficulté des agents privés à se financer en raison des conditions de financement de l'Etat.

limitée. Très « profonds »⁶² du fait de l'installation réussie de l'euro en tant que monnaie de réserve internationale, les marchés financiers assurent, dans de bonnes conditions, le financement de l'ensemble des acteurs s'y présentant.

Toutefois, la crise des dettes souveraines a parfois perturbé le financement des agents privés. A certaines périodes, parfois longues, les tensions se manifestant sur le marché ont empêché les emprunteurs privés de procéder à des émissions obligataires.

b) Une situation potentiellement plus fragile à moyen terme

Plus fondamentalement, même si l'Etat se finance aujourd'hui à bas coût sans gêner les autres acteurs économiques, cette situation présente des risques à moyen terme et le fort endettement public pourrait constituer un obstacle à la croissance. L'éviction exercée par le financement du secteur public sur les acteurs privés pourrait se manifester par une baisse de l'investissement ou une baisse de la consommation.

Dans un premier scénario, l'éviction serait provoquée par une hausse de la prime de risque associée aux emprunts publics français. Au-delà de son impact sur le service de la dette, cette hausse aurait des conséquences sur le niveau de l'investissement et de la croissance économique. Selon le modèle INSEE-DG Trésor (Mésange), une hausse de 50 points de base des taux à long terme français, soit une prime de risque sur l'ensemble des placements en France, réduit en effet l'investissement de 0,3 % et le PIB de 0,1 % au bout de 2 ans. Ces effets s'accroissent pour atteindre respectivement 2,4 % et 1,5 % à long terme.

Dans un second scénario, l'effet d'éviction ne résulterait pas de la hausse du taux d'intérêt, mais de la constitution d'une forte épargne de précaution. Anticipant des besoins de financement futurs élevés, les ménages et les entreprises pourraient spontanément accroître leur épargne⁶³. Cette augmentation se traduirait alors par un repli de la demande globale de biens et services.

Le souci de limiter au maximum ces effets d'éviction a conduit les pouvoirs publics, à défaut de parvenir à réduire leur besoin de

⁶² La profondeur d'un marché désigne la capacité à y exécuter de nombreuses transactions, pour des volumes importants, sans que le prix ne varie de façon significative. Elle dépend directement de la quantité d'actifs sur le marché.

⁶³ Des travaux récents, notamment du Fonds monétaire international, montrent que les comportements néo-ricardiens sont d'autant plus forts que la dette publique est élevée et que la fiscalité a un effet de distorsion sur les comportements des agents.

financement structurel, à tenter de diversifier de manière croissante leur base de financement, en recourant aux financements non-résidents.

3 - Un financement croissant de la dette publique par l'extérieur

a) Une progression rapide de la détention non-résidente

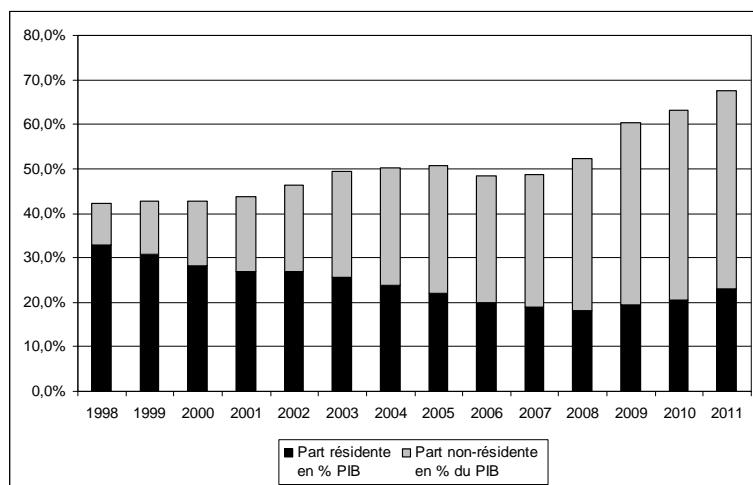
La part de la dette négociable de l'Etat détenue par des non-résidents est passée de 22,6 % en 1998 à 65,4 % fin 2011. Elle a donc presque triplé en 13 ans⁶⁴ bien qu'elle tende à se stabiliser depuis 2008.

La contribution des résidents au financement de l'Etat s'est, quant à elle, réduite, tant en proportion du PIB (de 32,8 % à 18,0 % entre 1998 et 2008) qu'en valeur absolue. Sur cette même décennie, alors même que la dette de l'Etat augmentait d'environ 450 Md€, les résidents réduisaient de 100 Md€ leur exposition aux titres souverains français⁶⁵, en particulier pour des motifs de rentabilité puisque, sur la même période, les taux d'intérêt servis aux créanciers de l'Etat diminuaient.

⁶⁴ La France a notamment tiré partie de la création de la zone euro pour diversifier son portefeuille de créanciers. Selon l'Agence France Trésor, la moitié des non-résidents détenteurs de dette française est localisée dans la zone euro, mais les informations sur leur origine précise demeurent, à ce jour, imprécises.

⁶⁵ Sur une période plus longue (1997-2011), le volume de dette de l'Etat détenue par des investisseurs résidents augmente très légèrement (+3%), de 456 Md€ à 471 Md€. Cette hausse est toutefois sans commune mesure avec celle de la dette négociable de l'Etat dans son ensemble qui progressait, dans le même temps, de 529 Md€ à 1 313 Md€.

Graphique n° 8 : Dette négociable de l'Etat en % du PIB détenue par des non-résidents et par des résidents



Source : Agence France Trésor – Cour des comptes

La Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) a connu une progression comparable de la détention non-résidente. A fin 2009, 66,8 % de l'encours de la dette sociale qu'elle portait était détenu par des créanciers extérieurs. Les deux tiers des déficits sociaux accumulés sont donc financés par des prêteurs étrangers, non seulement en euro, mais aussi en autres devises, auprès d'investisseurs du Sud-Est asiatique comme du continent américain.

Le taux de détention de la dette de l'Etat par des non-résidents fin 2010 est plus élevé en France (68 %) qu'en Espagne (46 %) ou en Italie (44 %)⁶⁶. S'agissant de la dette publique totale, la contribution des non-résidents est moins précisément connue mais les données collectées par Eurostat laissent penser qu'elle avoisinerait 57 % en France fin 2009, contre 50 % en Allemagne, 43 % en Italie et 46 % en Espagne, la moyenne de la zone euro s'établissant à 52 %.

⁶⁶ La part de la dette de l'Etat allemand détenue par des investisseurs étrangers n'est pas publiée dans les statistiques officielles. Le pourcentage de détention par les non-résidents de 53 %, qui apparaît dans le *fiscal monitor* du Fonds monétaire international, fait en réalité référence à la dette toutes administrations publiques confondues et non à la dette de l'Etat fédéral seul. Or, comme la dette des régions et des municipalités allemandes représente 36 % de la dette publique totale et a un caractère plus domestique que la dette fédérale, il est très probable que le taux de détention par des non résidents de la dette fédérale allemande soit sensiblement supérieur à 53 %.

b) Un facteur de vulnérabilité à prendre en compte

Comme la Cour l'a souligné dans son rapport annuel de février 2012, le taux de détention non-résidente peut être considéré comme un signe de succès de la politique notamment suivie par l'Agence France Trésor (AFT) consistant à diversifier les créanciers des entités publiques. Le taux de détention de la dette publique par des non-résidents témoignerait de la confiance des investisseurs internationaux, sans présenter de risques particuliers si leur comportement est identique à celui des investisseurs nationaux. Il est en effet probable qu'ils accordent une égale attention à tous les grands pays et choisissent leurs placements selon des critères indépendants de la nationalité des titres acquis. C'est notamment le cas des banques centrales, dont les stratégies d'investissement sont en outre peu sensibles à la volatilité du marché ou aux variations de taux d'intérêt.

Toutefois, un fort taux de détention de la dette publique par les non-résidents peut constituer un élément de risque dans les périodes de tensions sur les marchés des emprunts publics, car ces créanciers pourraient être plus enclins que les résidents à des revirements soudains et extrêmes. Une forte dépendance vis-à-vis du reste du monde peut également être perçue par les marchés comme un facteur aggravant le risque de défaut de paiement, au motif qu'un pays serait moins réticent à mettre en difficulté ses créanciers non-résidents que résidents.

Un taux élevé de détention de la dette publique par les non-résidents est parfois perçu comme un facteur de risque dans les publications d'institutions comme l'OCDE, le Fonds monétaire international, la Banque centrale européenne ou l'Union européenne. Certes, il doit être mis en regard d'autres facteurs tels le taux d'épargne national ou la richesse des ménages qui conditionnent la capacité des autorités à mobiliser, le cas échéant, des sources alternatives d'épargne. Toutefois, dans la mesure où elle pourrait influencer les investisseurs, cette perception constitue en soi un élément de fragilité.

4 - Un capital public qui n'est renouvelé que par l'emprunt

Les données de comptabilité nationale font ressortir que l'épargne publique ne suffit pas à couvrir les besoins d'investissement publics du pays. Dès lors, les administrations publiques sont contraintes de s'endetter pour maintenir la valeur du capital qui leur est confié.

a) De forts besoins d'investissement

Le montant des investissements publics⁶⁷ rapporté au PIB a peu varié autour de sa moyenne sur les 15 dernières années. Il s'est établi à un niveau plus élevé en France (3,6 % du PIB) que dans l'ensemble des pays européens (3,2 %) et plus encore qu'en Allemagne (2,4 %).

Ce différentiel ne résulte pas nécessairement de plus d'investissements « nouveaux » mais s'explique également par le besoin de renouvellement des infrastructures publiques existantes, dont le stock est comparativement plus important en France que dans d'autres pays⁶⁸.

b) Une épargne publique faible et fluctuante

L'épargne publique est toujours demeurée d'un montant limité au regard de l'épargne privée. Depuis une trentaine d'années, l'épargne des ménages a fluctué entre 7,2 % et 12,6 % du PIB et celle des sociétés non financières entre 2,7 % et 9,1 % du PIB. Sur la même période, les fluctuations de l'épargne publique l'ont située dans une fourchette de 2,3 % en 1989 à – 3,4 % du PIB en 2010.

Entre 1996 et 2010, le solde cumulé de l'épargne publique s'est avéré légèrement positif à 0,2 % du PIB (contre 0,5 % en zone euro), les prélèvements obligatoires ayant été à peine supérieurs aux dépenses de fonctionnement⁶⁹. Toutefois, depuis 2009, l'épargne publique française connaît une brusque dégradation. En 2010, les administrations publiques se trouvaient en situation de désépargne à hauteur de 3,4 % du PIB (soit 65,7 Md€) contre – 0,8 % du PIB en Allemagne, – 2,3 % dans la zone euro et – 2,7 % dans l'Union européenne.

c) Un recours difficilement justifiable à l'endettement

Le besoin de financement des administrations publiques résulte de l'écart entre leur investissement et leur épargne. Il a représenté 3,4 % du

⁶⁷ Formation brute de capital fixe, aides à l'investissement versées, nettes des aides reçues, et autres transferts en capital, pour l'ensemble des actifs nets des administrations publiques (APU).

⁶⁸ Comme la Cour a eu par le passé l'occasion de le souligner, l'intégralité des besoins de maintenance et de renouvellement n'est cependant pas nécessairement satisfait. cf. Cour des comptes, *Le réseau ferroviaire : une réforme inachevée, une stratégie incertaine*, avril 2008.

⁶⁹ Toutes dépenses publiques à l'exception des investissements et aides à l'investissement mais comprenant notamment les prestations sociales.

PIB en France en moyenne de 1996 à 2010, contre 2,7 % dans l'Union européenne et dans la zone euro et 2,2 % en Allemagne.

Le fait que le besoin de financement ait été inférieur aux investissements réalisés sur cette période (3,6 %) pourrait donner à penser que les administrations, prises dans leur globalité, respectent le principe de non-couverture des dépenses de fonctionnement par l'emprunt. La croissance de l'actif net des administrations publiques (APU) entre 1996 et 2010 invite à une conclusion analogue.

Toutefois les dépenses de fonctionnement en comptabilité nationale ne comprennent pas de dotations aux amortissements. Ce n'est donc pas seulement l'investissement public nouveau qui est financé par l'emprunt mais également le renouvellement du capital existant, voire son simple maintien en condition opérationnelle.

Elaboré sur la base des données de comptabilité nationale, ce constat s'applique aux administrations publiques considérées globalement. Il recouvre cependant des situations différentes selon qu'il s'agit des collectivités territoriales ou de l'Etat. En effet, la législation fait obligation aux premières de dégager un excédent de fonctionnement après dotation aux amortissements⁷⁰. A l'inverse, l'Etat ne parvient pas systématiquement à couvrir ses dépenses de fonctionnement par des recettes tout en sous-consommant généralement les crédits du programme budgétaire affecté au maintien en l'état de son parc immobilier.

Autrement dit, l'Etat s'endette en partie afin de maintenir la valeur des actifs qui lui sont confiés. D'un point de vue intergénérationnel, tout se passe comme si l'entretien du capital accumulé par les générations passées et mis à la disposition des générations actuelles était pour partie assuré, par avance, par les générations futures.

B - Des entreprises dépendantes du crédit

Les entreprises françaises sont généralement sensibles à la compétitivité-prix⁷¹. Elles dégagent en moyenne peu de profits tout en s'efforçant généralement de renforcer leurs fonds propres et leur trésorerie. Par voie de conséquence, leur autofinancement se replie, c'est-à-dire que la part des investissements qu'elles financent par leur épargne décroît. Elles tendent donc à dépendre de plus en plus du système bancaire pour leurs investissements, bien qu'elles mettent en œuvre des

⁷⁰ Articles L. 2321-2 et R. 2321-1 du code général des collectivités territoriales.

⁷¹ Forme de compétitivité qui repose sur la diminution du prix des biens et services produits.

stratégies de financement alternatives. La quantité et la qualité de leur investissement s'en ressentent.

1 - Un manque d'autofinancement

a) Des entreprises dégageant dans l'ensemble peu de profits

La performance des entreprises peut être approchée à l'aide de deux indicateurs de rentabilité : le taux de marge, égal à l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée, et la rentabilité économique nette, égale au ratio entre le résultat net d'exploitation et le capital d'exploitation⁷².

L'analyse de leur évolution en longue période fait ressortir une stagnation du taux de marge moyen à un niveau inférieur de près de 10 points à la moyenne de la zone euro, où cet indicateur avait généralement progressé entre 2000 et 2009. Après avoir régulièrement augmenté depuis 1996, la rentabilité économique nette a, quant à elle, connu une chute brutale en 2008 et 2009.

La rentabilité des entreprises est inégale selon leur taille :

- malgré des disparités sectorielles⁷³, les grands groupes présentaient en 2010 un taux de marge excédant de près de 5 % celui de l'ensemble des entreprises ;
- en regard, les PME présentent des marges étroites, qui se sont dégradées sous l'effet de la crise⁷⁴.

Ces évolutions caractérisent un tissu entrepreneurial sensible à la compétitivité-prix. La valeur ajoutée réalisée ne donne généralement pas lieu au dégagement d'un fort profit, faute notamment de rentes d'innovation. Selon Eurostat, la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés non financières en France était en 2010 la plus faible de l'union européenne à 27 : stable depuis 10 ans, elle est inférieure de près de 7 % à

⁷² Le capital d'exploitation comprend les immobilisations d'exploitation et le besoin de fonds de roulement d'exploitation.

⁷³ Les marges des secteurs de l'énergie et du luxe ne reflètent pas la situation de l'ensemble des grands groupes, notamment industriels.

⁷⁴ Selon la Banque de France, le taux de marge des PME et des entreprises de taille intermédiaire demeurait en 2011 inférieur à sa moyenne de long terme.

la moyenne de l'union, l'écart avec l'Allemagne s'étant creusé de 7 % en 2000 à plus de 11 % en 2010⁷⁵.

b) Une volonté constante de renforcer trésorerie et fonds propres

Bien avant le choc de 2008, les entrepreneurs se sont attachés à renforcer la trésorerie de leurs entreprises, mettant en réserve une part importante de leurs profits sous forme de liquidités. D'environ 10 % en 1997, la part moyenne de trésorerie dans le bilan est passée à 16 % en 2007 et 17 % à la fin 2010. Ce haut niveau correspondait à une progression tant pour les grands groupes (16 %) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) (16,5 %) que pour les PME (21,5 %), qui s'est accélérée avec la crise. Il tenait à la faiblesse des investissements et à la crainte des gestionnaires de voir se réduire leur financement externe de court terme.

Dans le même temps, les entreprises ont continûment mobilisé leurs résultats pour alimenter leurs capitaux propres, les maintenant à un niveau élevé. Selon les données de la base FIBEN de la Banque de France⁷⁶, le ratio des capitaux propres dans le total des ressources a progressé pour l'ensemble des entreprises de 30 % en 1997 à 35 % en 2010. Le poids médian des fonds propres dans le bilan était en 2009 de 42 % pour les PME, 38 % pour les ETI et 36 % pour les grands groupes.

Ce haut niveau de capitalisation s'inscrit dans une tendance de long terme, selon laquelle le ratio entre fonds propres et total de bilan des entreprises françaises se situe généralement au-dessus de la moyenne européenne⁷⁷. De 42 % pour les PMI et 41 % pour les PME françaises, il était nettement plus élevé qu'en Allemagne (32 % et 36 % respectivement) mais l'incorporation au calcul des provisions obligatoires de retraite prévues par la législation allemande modifie le sens de la comparaison (44 % en France contre 50 % en Allemagne).

La situation des agrégats globaux masque des situations hétérogènes, que ce soit en termes de secteurs d'activité ou de tailles des

⁷⁵ Cette moyenne recouvre des disparités importantes selon le secteur ou la taille de l'entreprise concernée : la part de la rémunération dans la valeur ajoutée est ainsi plus conséquente dans les sociétés de services (78 % en 2006) que dans l'industrie (62 %), la main-d'œuvre y étant plus déterminante que l'équipement.

⁷⁶ Les entreprises de moins de 750 000 € de chiffre d'affaires sont exclues mais selon une estimation de l'INSEE pour l'Observatoire du financement des entreprises, le poids moyen de leurs fonds propres serait d'un peu plus de 40 %.

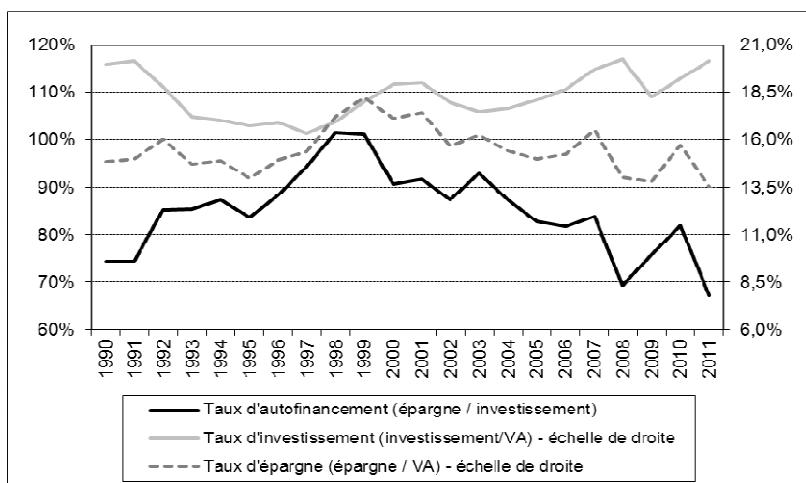
⁷⁷ Observatoire du financement des entreprises, *Le financement des PME-PMI et ETI en France*, avril 2011.

entreprises. Ainsi, selon la Banque de France, les 10 % des PME les plus fragiles présentaient en 2009 moins de 7 % de fonds propres dans leur bilan. Leur situation s'est aggravée en 2010, la part de leurs fonds propres reculant à 4 %. Les PME les plus solides totalisaient au contraire près de 80 % de capitaux propres, sans que la crise n'entame leur solidité. Les disparités en termes de part de la trésorerie dans le total de bilan sont également très fortes, notamment s'agissant des PME.

c) Un autofinancement en repli depuis douze ans

Alors que le taux d'autofinancement des entreprises, c'est-à-dire le ratio de leur épargne brute à leur formation brute de capital fixe (FBCF), avait augmenté dans les années 1990 pour atteindre 100 % en 1998 et 1999, il s'est dégradé à compter de l'année 2000, fléchissant à 70 % en 2008, et ne remontant qu'à 80 % en 2010. En 2011, il s'établissait à son niveau le plus bas depuis 20 ans (67,2 %), traduisant l'insuffisance de l'épargne à couvrir l'investissement.

Graphique n° 9 : Epargne, investissement et autofinancement



Source : INSEE - *comptes nationaux* – VA : valeur ajoutée

Certes, des précautions doivent être prises dans l'analyse du taux d'autofinancement :

- d'un point de vue méthodologique, il ne reflète pas nécessairement le volume d'investissement effectivement financé par l'épargne des entreprises, qui peut être également mobilisée pour rembourser une dette ou augmenter le fonds de roulement ;

- d'un point de vue microéconomique, un autofinancement important des entreprises n'est pas nécessairement gage d'efficacité ni de vitalité : de nouvelles entreprises ou de nouveaux projets peuvent émerger sans être toujours financés par des flux de trésorerie récurrents ;
- d'un point de vue macroéconomique enfin, un niveau élevé d'épargne des entreprises n'est pas nécessairement un élément positif : il peut traduire une excessive faiblesse de leur investissement.

Cependant, si les sociétés non financières ont, dès 2001, présenté un besoin de financement, qui s'est accentué jusqu'à atteindre 58 Md€ en 2008, cette baisse de leur autofinancement est intervenue dans un contexte de croissance relativement accentuée de l'investissement.

A partir de 2009, la forte réduction des investissements a conduit à une diminution du besoin de financement, ramené à 15,8 Md€ puis 17,1 Md€ en 2010. En 2011 toutefois, le besoin de financement des sociétés non financières s'est creusé, atteignant 65,2 Md€, sous l'effet de la hausse des investissements (+14,5 Md€) et de la réduction de l'épargne (-17,7 Md€).

2 - Un financement externe essentiellement bancaire

Selon le baromètre KPMG-CGPME, 63 % des entreprises étaient en juin 2011 en recherche de financement externe.

a) Un recours privilégié au crédit bancaire

Fin 2011, la dette des sociétés non financières françaises représentait 65,9 % du PIB, soit un niveau inférieur à la moyenne en zone euro (environ 70 %). Il est inférieur à celui de l'Italie ou de l'Espagne où l'endettement progresse, mais demeure plus élevé que celui de l'Allemagne ou des Etats-Unis, proche de 45 %⁷⁸.

En France, l'endettement des sociétés non financières est principalement de nature bancaire. Selon l'étude conduite par une grande banque française, le ratio des crédits bancaires sur l'endettement total (crédits et titres de dettes) s'établit depuis une dizaine d'années au-dessus

⁷⁸ Cette progression de l'endettement des sociétés non-financières s'inscrit elle-même dans un contexte plus général de hausse de l'endettement des agents non financiers entre 2000 et 2008 dans la plupart des économies développées.

de 64 %, augmentant même à compter de 2006 pour atteindre 73,3 % en avril 2008 avant de revenir à 67,4 % en juin 2011.

Les PME sont les entreprises les plus consommatrices de crédit bancaire : 72 % du nombre de lignes de crédits accordés par les banques entre janvier 2009 et juillet 2010 leur était destiné⁷⁹. En 2010, les dettes bancaires représentaient près des deux tiers de l'endettement financier total des PME (65 %) et plus des trois quarts pour les PMI en 2007, contre moins de 20 % pour les grandes entreprises qui, depuis la crise, s'endettent plus fréquemment sur le marché obligataire⁸⁰. Les PME utilisent en outre plus fortement que les grands groupes le crédit pour financer leur équipement (38 % contre 16 %). Leur endettement est en général plus long que celui des grandes entreprises.

b) Un crédit peu onéreux dont la part à court terme diminue

Selon la Banque centrale européenne, le taux d'acceptation des crédits aux entreprises est plus élevé en France que dans la moyenne de la zone euro⁸¹. Les entreprises françaises bénéficient en outre en général d'un crédit moins onéreux que leurs concurrentes, l'écart entre le taux moyen des crédits aux entreprises en France et l'Euribor s'établissant à environ 1 % jusqu'en 2008 puis entre 1,5 % et 2 % à compter de 2009.

Cependant, selon la Banque de France, les taux appliqués aux PME sont de 150 à 200 points de base plus élevés que ceux des grands groupes (3,7 % contre environ 2 %). Cet écart s'est creusé depuis 2008. Il se double en outre d'un surcoût des frais de dossier pour les PME de près de 44 points de base (0,44 %) par rapport aux grandes entreprises.

La décomposition par nature de crédits fait par ailleurs ressortir les situations contrastées du financement des projets d'investissements et de celui de la trésorerie, ce dernier étant directement imputable aux variations de stocks et donc très sensible à la conjoncture.

Si le financement des investissements s'est maintenu, sous les réserves développées *infra*, celui de la trésorerie a enregistré un ralentissement brutal durant la crise. Alors que la distribution de crédit court progressait de 20 % en juin 2008, elle s'est contractée de plus de

⁷⁹ Les PME indépendantes ne représentent toutefois que 27 % du volume des crédits octroyés sur la même période.

⁸⁰ Leur financement obligataire passe de 29 % à 34,5 % entre 2008 et 2010.

⁸¹ Selon les résultats de l'enquête européenne SAFE, les taux d'accord des banques pour l'intégralité des montants demandés sont proches de 80 % en France contre 62 % en zone euro et environ 65 % en Allemagne.

15 % à fin 2009. Selon la Banque de France, la part de l'endettement bancaire de court terme dans l'endettement financier total des entreprises s'est réduite entre 2008 et 2010 de 6,1 % à 4,2 %, les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) portant la majeure partie de l'ajustement. Les études menées par la CGPME font également ressortir sur la même période une hausse des déclarations de retrait de facilités de trésorerie⁸².

Les comparaisons internationales de la Banque centrale européenne font ressortir que la contraction des flux nets de crédits à court terme qui a touché la France a également concerné l'Espagne, l'Italie et d'une façon moins marquée, l'Allemagne.

3 - Des stratégies alternatives de financement externe

Les entreprises mettent en œuvre des stratégies de financement visant à réduire leur dépendance au secteur bancaire : l'adossement à un groupe, qui ouvre des opportunités de financement par la tête de groupe, et le recours, parfois non-collaboratif, au crédit interentreprises.

a) *L'insertion dans un groupe*

Le tissu entrepreneurial français est marqué par la place qu'y occupent les groupes d'entreprises⁸³. Selon l'INSEE, au 1^{er} janvier 2008, leur nombre s'établissait à 40 700, rassemblant 145 054 entreprises dont 14 % étaient contrôlées par des groupes à capitaux étrangers⁸⁴.

La dépendance des entreprises au financement externe, notamment bancaire, contribuerait à expliquer cette spécificité. En effet, les PME en croissance rencontrent généralement des difficultés à lever des capitaux pour des montants compris entre 50 et 100 M€. En ce cas, les chefs d'entreprises seraient incités à rejoindre un groupe afin d'accéder à des financements internes, souscrits par la tête de groupe, en particulier sur les marchés financiers.

⁸² + 9 % au 3^{ème} trimestre 2011, 32 % des sondés s'estimant concernés.

⁸³ La typologie des entreprises issue de la loi de modernisation de l'économie (LME) fait ressortir la concentration du tissu productif : en 2009, 200 grandes entreprises emploient 30 % des salariés et réalisent 33 % de la valeur ajoutée marchande.

⁸⁴ Les groupes contrôlés par des capitaux étrangers comptaient près de 20 000 entreprises et employaient plus de 2 millions de salariés, soit 15 % des effectifs. Cette proportion approchait un tiers pour les entreprises de taille intermédiaire et même la moitié pour les salariés industriels. 64 % des groupes étrangers en France sont détenus par des résidents de l'union européenne; 24 % par des résidents américains.

Cette analyse est confortée par les conclusions d'un rapport commandé par le Premier ministre⁸⁵ selon lequel cette dynamique renforcerait le processus d'absorption des entreprises par des groupes de taille croissante.

b) Un crédit interentreprises bénéficiant surtout aux grands groupes

Les données de la Banque de France font ressortir une situation contrastée s'agissant du besoin en fonds de roulement d'exploitation des entreprises. En 2010, il représentait en moyenne 35 jours de chiffre d'affaires pour les PME et 25 pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) contre moins d'une journée pour les grandes entreprises. Celles-ci ont en effet la possibilité de différer le paiement de leurs dettes fournisseurs et d'accélérer le recouvrement de leurs créances clients. Elles mettent à profit les possibilités de financement offertes par le crédit interentreprises, d'autant plus qu'un différentiel de concentration existe entre secteurs agricoles et manufacturiers d'une part et commercial d'autre part. Les petits fournisseurs et les sous-traitants souffrent en revanche de l'asymétrie de la relation à leur donneur d'ordre. Globalement, en 2010, les dettes fournisseurs de l'ensemble des entreprises résidentes représentaient 501 Md€, soit près du triple des crédits trésorerie consentis par les banques (177,9 Md€).

La loi de modernisation de l'économie (LME) et des accords de branche spécifiques⁸⁶ ont permis une amélioration conjoncturelle des délais de paiement et une certaine convergence des pratiques. Cependant, cet effet n'a été que partiel et temporaire. Un tiers des entreprises continuent de régler leurs factures ou d'être elles-mêmes payées à plus de 60 jours et les retards de paiement ont augmenté en 2011 après un recul faible en 2010. Le chiffre de moins d'une journée pour le besoin en fonds de roulement des grandes entreprises correspond à une réduction drastique puisqu'il était de 20 jours de chiffre d'affaires en 1996. En revanche, le dernier décile des PME fait face à un besoin en fonds de roulement d'exploitation de près de 100 jours de chiffre d'affaires, quand

⁸⁵ Cf. B. Retailleau, *Les entreprises de taille intermédiaire au cœur d'une nouvelle dynamique de croissance*, février 2010 : « Dans leur dynamique de croissance, les ETI sont souvent placées devant un dilemme entre la poursuite d'une croissance modérée et l'appel à des capitaux externes pour accélérer leur développement (...) »

⁸⁶ Il a été estimé qu'en raison de caractéristiques propres à leur secteur d'activité, la réduction brutale des délais de paiement aurait pu mettre en danger certaines entreprises : 39 accords dérogatoires ont été signés pour assouplir et faciliter l'application de la loi de modernisation de l'économie (LME) dans ces cas.

le premier décile des grands groupes enregistre un besoin négatif, de - 40 jours.

L'utilisation systématique du crédit interentreprises est de longue date dénoncée par les organisations représentatives des PME comme une source d'équilibres non-collaboratifs entre entreprises d'un même secteur, en particulier entre grands groupes et sous-traitants.

Pour se prémunir contre les risques d'impayés, les entreprises françaises tendent à faire plus fréquemment appel à l'assurance-crédit que leurs voisines européennes.

Les délais de paiement publics

Dans le cadre du plan de relance, l'article 98 du Code des marchés publics a engagé l'Etat, les établissements publics et les collectivités territoriales sur une trajectoire de réduction de leurs délais de paiement à moins de 30 jours, soit un délai inférieur aux objectifs fixés par la réglementation communautaire (directive 2011/7/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2011).

En pratique, le délai global de paiement moyen de l'Etat est passé de 27 jours en 2010 à 36 jours en 2011, en particulier sous l'effet de la mise en œuvre du progiciel intégré comptable Chorus. Le délai global de paiement de l'Etat pourrait cependant retrouver une tendance baissière à compter de la fin du premier trimestre 2012, notamment grâce à la mise en place du paiement immédiat des factures de moins de 5 000 €, envisagé par le Gouvernement.

L'encadrement des délais de paiement publics ne s'applique ni aux établissements publics industriels et commerciaux, ni aux établissements publics de santé.

4 - L'impact des conditions de financement sur les entreprises

Bien que les perspectives de marché soient généralement considérées comme le principal facteur explicatif de l'investissement des entreprises, les conditions de financement et la proximité de l'entrepreneur avec son financier ont également leur importance. Elles influencent à la fois le niveau de l'investissement et son objet final.

a) La sensibilité de l'investissement aux conditions d'octroi du crédit

L'autofinancement des entreprises françaises étant faible, les projets de diversification, de modernisation ou d'extension des capacités

productives, qui représentent 56 % du total de leur investissement, sont souvent menés grâce à des financements externes, notamment bancaires.

Comme le soulignent les organisations professionnelles, il en résulte que l'investissement des entreprises françaises dépend fortement de l'attitude des banques. En effet, tout investissement est exposé au risque de voir se durcir les critères d'accès au crédit, soit sous la forme d'une hausse des frais demandés, soit sous celle d'un montant attribué plus faible que souhaité. Le refus d'un financement n'est pas nécessairement corrélé à la rentabilité intrinsèque du projet présenté : une enquête d'Oséo portant sur les entreprises déclarant des difficultés de financement de leurs projets d'investissement fait ressortir que, selon les chefs d'entreprise, les refus qui leur sont opposés sont motivés à 67 % par leur fragilité financière et à 32 % par leur secteur d'activité considéré comme trop risqué, alors que la rentabilité intrinsèque du projet d'investissement est insuffisamment prise en compte.

De fait, les conditions de refinancement sur le marché interbancaire ont une influence majeure sur le volume des crédits distribués aux entreprises françaises et, par suite, sur le niveau de leurs investissements. Il en ressort que l'investissement et le crédit présentent une procyclicité concomitante.

Ce couplage entre marché interbancaire et investissement des entreprises s'est particulièrement manifesté pendant la crise. Selon le baromètre KPMG-CGPME et bien que ces données paraissent contredites par les statistiques de la Banque de France sur l'acceptation du crédit, près de la moitié des entrepreneurs affirmaient se restreindre dans leurs investissements en raison de difficultés d'accès au crédit⁸⁷. Les chiffres de la Banque de France ont mis en évidence un fort repli de l'investissement en 2009 (- 19,7 % pour les PME, - 14,9 % pour les grandes entreprises), mais également en 2010 (- 10,6 % et - 11 % respectivement). L'ajustement a été essentiellement porté par les PME, dont près de la moitié enregistrait un taux d'investissement inférieur à 3,7 % tandis que la moitié des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et des grands groupes investissait respectivement plus de 8 % et 10 % de leur valeur ajoutée.

Le resserrement des conditions de financement bancaire a été l'un des facteurs expliquant la fin de l'expansion de l'investissement des

⁸⁷ Cette proportion s'est depuis réduite à un quart.

sociétés non financières constatée depuis 1996 et plus particulièrement de la phase d'accélération enregistrée entre 2004 et 2008⁸⁸.

b) Une propension à un investissement peu risqué

En France, les dépenses de renouvellement des équipements ou de mise aux normes représentent traditionnellement une part élevée des investissements. Selon l'INSEE⁸⁹, elles constituaient en moyenne 46 % de l'investissement sur la période 1991 – 2011.

Sous l'effet de la crise, ce niveau déjà élevé a augmenté, atteignant 50 % des investissements en 2011, traduisant notamment un attentisme des gestionnaires. De même, l'immobilier d'entreprises, qui constitue un investissement de précaution fréquent en France⁹⁰, a également rebondi. Selon la Banque de France, la distribution des crédits immobiliers aux sociétés a progressé entre 2009 et 2011 plus vite (+ 12 %) que celle des crédits dans leur ensemble (+ 6,1 %) ou même que les crédits d'investissement (+ 7,8 %).

A l'inverse et à l'exception des économies d'énergie⁹¹, les investissements de modernisation, de rationalisation ou d'extension des capacités productives des entreprises ont reculé, alors même que l'appareil productif français était confronté à de forts besoins d'investissements. Les investissements en recherche et développement (R&D) en France sont moins importants qu'en Allemagne, en Autriche ou dans les pays scandinaves. La France se place au 17^{ème} rang de l'OCDE en matière de contribution des technologies de l'information et de la communication (TIC) à la croissance du PIB. Le nombre de robots par rapport à l'effectif de production y est pratiquement trois fois moins élevé qu'en Allemagne et inférieur d'un tiers au niveau italien.

⁸⁸ Leur taux d'investissement en pourcentage de leur valeur ajouté est passé de 18,6 % en 2004 à 21,1 % à 2008.

⁸⁹ Cf. INSEE, *Conjoncture n°273*, 9 novembre 2011.

⁹⁰ 80 % des entreprises françaises sont propriétaires de leurs locaux contre moins de 30 % aux Etats-Unis. La Commission européenne relève que « *si l'on exclut la construction, le taux d'investissement global en France est beaucoup plus bas qu'en Allemagne* » et poursuit : « *même si leur niveau d'endettement a augmenté, les sociétés non financières en France n'ont pas pu réaliser d'investissements productifs à un niveau comparable à celui observé, par exemple, en Allemagne* ».

⁹¹ Elles représentaient 9 % des opérations en 2011 contre seulement 6 % en moyenne dans les deux décennies précédentes.

c) Les limites de la pluribancarité

La concentration du secteur bancaire français, la faible sélectivité des banques et la prévalence du crédit dans le financement des entreprises incitent 57 % des PME à pratiquer la multibancarité⁹².

Les effets de cette pratique sont ambigus : si elle permet aux entreprises de faire jouer la concurrence et d'obtenir des conditions de financement attractives, elle se traduirait en retour par des relations commerciales plus fragiles avec les établissements de crédit. Selon les organisations professionnelles françaises, les entreprises seraient de ce fait plus exposées à des retraits de facilités de financement ; elles maintiendraient un niveau de trésorerie plus élevé ; leur perception de l'environnement des affaires en serait dégradée, ce qui découragerait leurs projets d'investissement. A l'inverse, la tradition des *Hausbank* allemandes illustrerait les bénéfices d'une relation exclusive entre banques et entreprises. La proximité entre entreprises et banques en Allemagne contribuerait à ce que les banques prennent plus souvent des participations au capital des entreprises, participent à la gouvernance ou offrent un appui à l'introduction en bourse.

d) Le risque d'un cercle vicieux de sous-investissement

Si leur endettement avoisine la moyenne européenne en points de PIB, les entreprises françaises dégagent en revanche peu de valeur ajoutée eu égard au niveau de leur endettement. Le rapport entre l'endettement des sociétés non financières et leur valeur ajoutée se situe fin 2010 à 131,5 %, nettement supérieur au niveau constaté en Allemagne (82,7 %) ou aux Etats-Unis (95 %). Bien qu'il demeure en deçà de la situation du Royaume-Uni (172 %), de l'Italie (176 %) ou de l'Espagne (243 %), ce ratio a progressé de près de 20 points par rapport à son niveau de juin 2007 (112 %). En privilégiant de surcroît le renforcement de leur trésorerie et de leurs fonds propres, les entreprises françaises dégagent un autofinancement faible tant au regard de leur valeur ajoutée, que de leur formation de capital fixe.

L'accroissement corrélatif de la part des investissements financés par l'endettement crée des fragilités, notamment pour les entreprises les moins rentables. Celles-ci se trouvent dans une sorte de cercle vicieux : faute de rentabilité, elles présentent un autofinancement insuffisant et sont donc dépendantes du système bancaire ; faute de financement, elles

⁹² Cette proportion n'est que de 14 % chez les TPE.

rencontrent des difficultés à investir dans les projets de modernisation et de développement qui leur seraient nécessaires ; faute de ces investissements, elles demeurent peu rentables. Selon la Commission européenne, « *en négligeant trop longtemps l'investissement, le secteur privé français pourrait avoir compromis sa capacité d'innovation à long terme* ».

La fiscalité tend à renforcer la prégnance de ce phénomène, jouant un rôle d'accélérateur de la différenciation des entreprises relativement à leur capacité d'endettement. En alourdisant l'imposition et réduisant la rentabilité des PME, elle contribue à maintenir faible leur capacité d'endettement, ce qui décourage leur investissement.

C - Les problèmes d'orientation de l'épargne

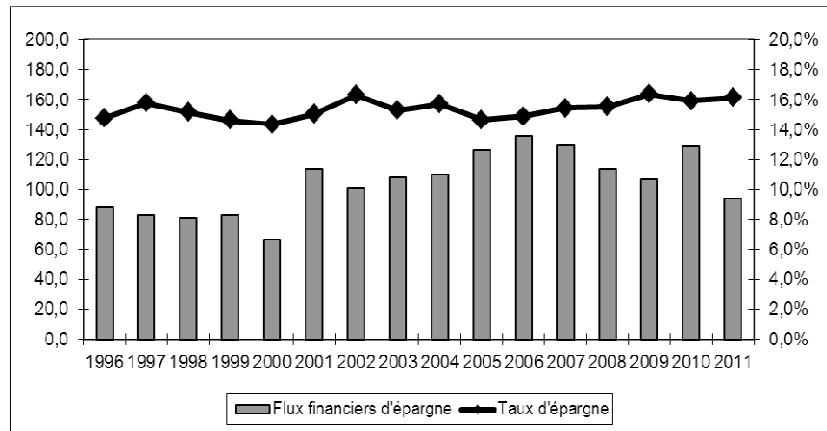
Traditionnellement forte en France, l'épargne des ménages est susceptible de s'orienter vers divers supports : livrets, assurance-vie, titres de marché, organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). L'analyse de l'allocation des flux d'épargne, c'est-à-dire de l'épargne nouvelle de l'année, fait ressortir sa sensibilité à la conjoncture économique. Depuis le déclenchement de la crise financière, les motifs de précaution expliquent une large part du choix des ménages.

Le patrimoine financier des ménages, qui résulte de l'accumulation des flux d'épargne passés, conserve une orientation risquée. Depuis 15 ans, il s'oriente en grande partie à l'international. Peu diversifié, il bénéficie de moins en moins aux entreprises résidentes. Son allocation l'expose au risque d'alimenter la formation de bulles spéculatives ou la hausse des prix de l'immobilier.

1 - Des flux abondants répondant à des motifs de précaution

a) Un taux d'épargne généralement élevé

Le taux d'épargne des ménages, c'est-à-dire le rapport entre leur épargne et leur revenu disponible brut, est traditionnellement élevé en France et oscille entre 15 et 17 %, donc de manière relativement limitée. Il en va de même pour le taux d'épargne financière, compris entre 5 et 7 % du revenu disponible brut.

Graphique n° 10 : Taux et flux d'épargne des ménages (Md€ et %)

Source : INSEE et Banque de France

Des comparaisons établies par Eurostat montrent que fin 2010, le taux d'épargne des ménages français (16,8 %) était comparable à celui des ménages allemands (17,2 %) et nettement supérieur à celui des ménages italiens (12,3 %), espagnols (11,3 %) et britanniques (4,7 %)⁹³.

b) Une allocation de l'épargne sensible à la conjoncture

En 2011, la collecte totale d'épargne financière s'établissait à 93,9 Md€, en repli de 27,2 % par rapport au niveau particulièrement élevé qu'elle avait atteint en 2010 (129 Md€).

Les données de la Banque de France font ressortir que les flux d'épargne se sont principalement orientés vers les livrets d'épargne et les comptes épargne logement (36,5 Md€), l'assurance-vie (32,5 Md€), les actions non-cotées (15,9 Md€), les comptes à terme (9,8 Md€) et plus marginalement les dépôts à vue (3,4 Md€). A l'inverse, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) enregistrent une décollecte nette (- 13,8 Md€).

⁹³ Au-delà de leur niveau en longue période, les taux d'épargne des ménages dans ces différents pays ont connu des trajectoires contrastées durant la crise. Si le taux d'épargne britannique s'est élevé de 2 points entre 2008 et 2009, celui des ménages italiens s'est durablement réduit tandis que l'Espagne connaissait une forte épargne de précaution au 3^{ème} trimestre 2009, qui s'est contractée depuis.

Un regroupement des produits d'épargne, sur la base de leur caractère liquide ou non et risqué ou non⁹⁴, fait ressortir que l'épargne en 2011 s'est principalement orientée vers des supports non-risqués (87,4 % du total), traduisant la prégnance des motifs de précaution dans un climat marqué par le développement de la crise. L'allocation vers des supports liquides a progressé par rapport à 2010 (35,7 % des flux contre 17,4 %), la liquidité du patrimoine financier des Français étant, en stock, d'ores et déjà élevée.

Tableau n°8 : Emploi de l'épargne financière 2011

Md€	Risque	Non-risque	Sous-total	Part en %
Liquide	-5,8	39,3	33,5	35,7 %
Non-liquide	17,6	42,8	60,4	64,3 %
Sous-total	11,8	82,1	93,9	100 %
<i>Part en %</i>	<i>12,6 %</i>	<i>87,4 %</i>	<i>100 %</i>	

Source : Banque de France

Les livrets et comptes d'épargne logement et l'assurance-vie sont apparus les supports d'épargne les plus à même de répondre aux motivations des épargnants, notamment du fait de leur liquidité, des conditions de leur rémunération, de la fiscalité applicable à leurs produits et des garanties dont ils bénéficient⁹⁵.

En conséquence, ils ont enregistré une forte progression de leur collecte puisqu'à fin avril 2012, l'encours des contrats d'assurance-vie était évalué à 1 375,6 Md€ par la Fédération française des sociétés d'assurances. A la même date, l'encours du livret A s'élevait à plus de 226,6 Md€, soit près du double de son niveau entre 1993 et 2008 (entre

⁹⁴ Les statistiques de la Banque de France s'appuient sur la typologie des actifs suivante :

- risqués et liquides : titres de créances, actions cotées, OPCVM non monétaire ;
- risqués et non-liquides : actions non cotées et assurance-vie en unité de compte ;
- non-risqués et liquides : numéraire, dépôts à vue, livrets, OPCVM monétaires ;
- non-risqués et non-liquides : comptes à terme, épargne contractuelle (PEL, PEP), assurance-vie en support euro.

Le caractère non-liquide du placement en assurance-vie est tempéré par la possibilité, même si le régime d'imposition favorise une détention longue des contrats, d'effectuer des retraits avant le terme des engagements.

⁹⁵ Les encours des livrets d'épargne réglementée sont explicitement garantis par l'Etat. Les encours d'assurance-vie, quant à eux, sont protégés depuis la loi du 25 juin 1999 par le Fonds de garantie des assurances de personnes qui garantit les contrats dans la limite de 70 000 € par assuré ou 90 000 € pour les rentes de prévoyance si aucune procédure de transfert n'a abouti.

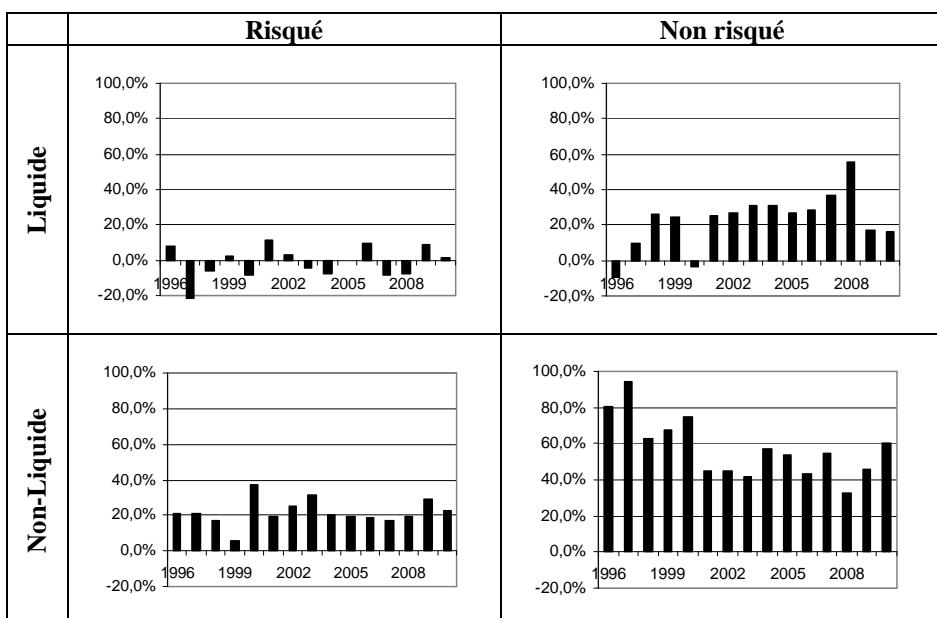
100 Md€ et 120 Md€). Les encours cumulés du livret A et du livret de développement durable s'établissaient à 298,3 Md€ fin avril 2012.

c) La part prépondérante des motifs de précaution

Si l'allocation des flux d'épargne a été marquée en 2010 et 2011 par l'attentisme des ménages dans le contexte de la crise financière, l'analyse des motivations des épargnants en longue période fait ressortir la sensibilité de leurs choix à la conjoncture économique, leur préférence pour les supports de précaution tendant à se réduire en haut de cycle.

L'analyse de la part des flux d'épargne allouée sur des supports liquides et/ou risqués fait ressortir que la demande des ménages pour des produits liquides est généralement corrélée avec le refus du risque. Elle s'est fortement accrue en 2008 à l'occasion de la crise. Dans le même temps, la demande des ménages pour des supports non-liquides et non-risqués est demeurée forte même si elle s'est tendanciellement réduite. La montée en puissance depuis 2000 de la part non-liquide et risquée du flux d'épargne traduit celle des flux d'assurance-vie en unités de compte.

Graphique n° 11 : Attract des ménages pour la liquidité et le risque



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

Ces résultats statistiques sont corroborés par l'analyse qualitative. D'après l'enquête sur la culture financière des Français du centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie (CREDOC), l'objectif dominant des épargnants est la constitution d'une « *réserve d'argent en cas d'imprévu* », cité par 50 % des personnes disposant d'au moins un placement financier, quelle que soit leur catégorie socioculturelle. Vient ensuite la volonté de transmettre un patrimoine (16 %), de préparer sa retraite (14 %) ou de constituer un patrimoine (8 %). Disposer d'un complément de revenus ou faire une plus-value rapide ne sont cités que par respectivement 6 % et 1 % des sondés.

La prévalence de l'objectif de précaution dans le comportement d'épargne des ménages français ne fait pas obstacle à ce que, dès lors que les conditions de liquidité et de risque leur apparaissent tolérables, les épargnants cherchent à améliorer le rendement de leur épargne. Il s'agit cependant pour eux en général d'un arbitrage de second rang, fortement influencé en outre par des considérations fiscales. On peut aussi relever que 22 % de la décollecte intervenue depuis l'été 2011 sur les contrats d'assurance-vie auraient alimenté des placements immobiliers.

d) L'influence des réseaux de distribution

Si 72 % des Français savent qu'il n'est pas possible de trouver un produit d'épargne qui soit à la fois très rentable et très peu risqué, cette proportion est plus importante en Irlande (84 %) et en Allemagne (79 %). De plus, leur perception du risque ne correspond pas nécessairement à des critères objectifs. Plus des deux tiers (71 %) des sondés estiment ainsi que l'immobilier est un placement « *plutôt pas risqué* ». De même, l'assurance-vie est perçue comme plutôt sûre, seuls 42 % des sondés étant conscients que les contrats en unité de compte présentent un risque. A l'inverse, les obligations sont perçues à 59 % comme « *plutôt risquées* ».

Les Français tendent à se reposer à 69 % sur leur conseiller financier pour prendre une décision en matière financière⁹⁶, 36 % des sondés reconnaissant ne pas en apprêhender intégralement les enjeux⁹⁷. C'est pourquoi la réglementation soumet les distributeurs de produits financiers à un devoir de conseil qui complète les obligations d'information portées à la charge des gestionnaires. Selon le CREDOC cependant, une personne sur quatre considère avoir été mal conseillée dans les trois dernières années.

⁹⁶ L'influence du conseiller financier est estimée supérieure à celle de l'entourage (53 %), de l'internet (22 %) ou des médias (19 %).

⁹⁷ Cette part est plus forte encore chez les seniors (44 %) et les non-diplômés (47 %).

2 - Un patrimoine financier qui connaît des évolutions lentes

Le patrimoine financier des ménages résulte de l'accumulation des ressources qu'ils épargnent. Sa structure, qui évolue lentement dans le temps, est moins sensible à la conjoncture que celle de l'épargne annuelle et s'avère donc plus risquée. Depuis 15 ans, elle s'oriente de plus en plus à l'international, du fait des stratégies de diversification mises en œuvre par les gestionnaires collectifs.

a) Un patrimoine financier en progression constante

Le patrimoine financier des ménages français est évalué par l'INSEE à 3 597,2 Md€ fin 2010, soit 2,1 fois leur revenu disponible brut. Il est à mettre en regard de leur passif (1 230 Md€), essentiellement composé de crédits (1 050 Md€), dont une large part de prêts à l'habitat (64 % du total de leur passif, soit 784 Md€). Il est en grande partie confié à des intermédiaires, 83 % en moyenne de son encours ayant été placé auprès d'établissements financiers entre 1995 et 2010.

Les actifs financiers des ménages ont crû en moyenne de 5,5 % par an entre 1996 et 2010 du fait de l'accumulation de leur épargne et de la variation de valeur des produits financiers qu'ils possèdent, notamment des actions⁹⁸. A compter de 2011, la progression de la valeur des actifs financiers des ménages s'est ralentie, les flux de nouveaux placements se réduisant en volume (- 30 % par rapport à fin 2009) tandis que l'effet de la réévaluation du stock se repliait de 67 % par rapport à fin 2009.

b) Une structure en évolution lente

Les comparaisons effectuées par l'INSEE font ressortir que le patrimoine financier des ménages français est plus faible que celui des ménages américains, japonais ou anglais mais comparable à celui d'autres pays européens (Allemagne, Italie, Espagne). Selon le Conseil d'Analyse Economique, ces disparités s'expliquent par le système de retraite par répartition et la forte orientation de l'épargne vers l'immobilier.

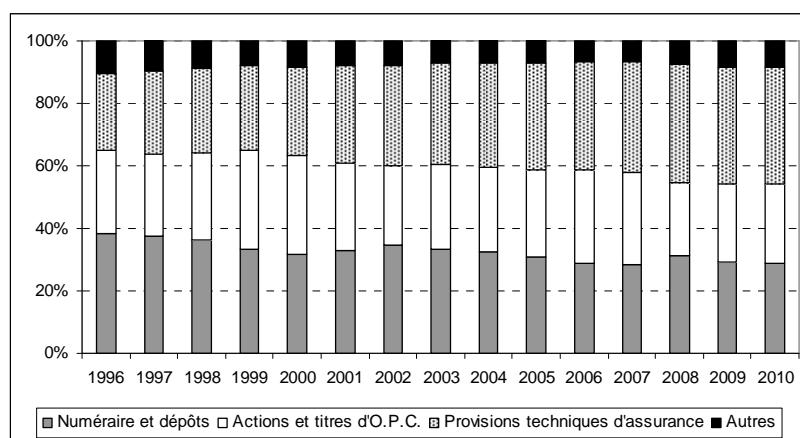
La répartition du patrimoine financier des ménages français et allemands est relativement équilibrée entre dépôts, titres et assurance-vie (y compris épargne-retraite). Aux Etats-Unis, au Japon et en Espagne, la part des dépôts et des liquidités est plus importante qu'en France tandis

⁹⁸ La chute des marchés actions en 2001-2002 mais aussi en 2008 a notamment contribué à la contraction du patrimoine financier des ménages.

que le Royaume-Uni se caractérise par la prépondérance des fonds de pension (55 %).

La structure du patrimoine financier des ménages n'a que peu varié en longue période. Sur quinze ans, les provisions techniques d'assurance, généralement placées auprès des assureurs-vie ont progressé tandis que la détention d'actions et de titres de dette reculait⁹⁹. La part des actions cotées dans le total des placements financiers des ménages s'élevait ainsi à près de 18,6 % en 2001 se réduisant à 16,7 % en 2006, pour atteindre 10,7 % au troisième trimestre 2011¹⁰⁰. La part de la catégorie « numéraire et dépôts » a également reculé. Au sein de ce dernier ensemble, les placements à vue (comptes sur livret, dont le livret A) ont augmenté plus vite que le revenu disponible brut, alors que l'épargne contractuelle (Plan d'épargne-logement, Plan d'épargne populaire) s'est réduite, concurrencée par le développement de l'assurance-vie.

Graphique n° 12 : Structure des actifs financiers des ménages



Source : INSEE, *Banque de France - comptes nationaux – derniers chiffres disponibles*

Ces évolutions correspondent à la fois à l'augmentation globale de la valeur du patrimoine financier des ménages français mais à sa concentration accrue sur les ménages aisés. La diversification des actifs financiers progresse en effet fortement en fonction du montant du

⁹⁹ La part des titres d'OPCVM monétaires s'est tout particulièrement contractée, passant de 10 % du patrimoine financier en 1992 à 1,2 % en 2010, suite notamment au repli des taux d'intérêt à court terme et des évolutions de la fiscalité.

¹⁰⁰ Une telle évolution témoigne de la nature procyclique des investissements des épargnants, qui tendent à se tourner vers les marchés financiers en haut de cycle.

patrimoine global. Ainsi, selon l'INSEE, moins de 10 % des ménages ayant moins de 3 000 € de patrimoine possèdent une assurance-vie contre près des trois quarts de ceux dont le patrimoine excède 450 000 €. A l'inverse, l'âge de la personne de référence du ménage paraît avoir un impact limité sur la diversification du patrimoine financier.

c) Une allocation plus risquée que celle des flux récents

A fin 2011, les encours financiers des ménages, c'est-à-dire les stocks d'actifs financiers, se répartissaient comme suit entre supports risqués et non-risqués d'une part, liquides et non-liquides d'autre part.

Tableau n°9 : Emploi des stocks d'actif financiers à fin 2011

Md€	Risqué	Non-risqué	Sous-total	<i>Part en %</i>
Liquide	439,1	966,9	1 406	<i>39,1 %</i>
Non-liquide	718,0	1 467,7	2 185,7	<i>60,9 %</i>
Sous-total	1 157,1	2 434,6	3 591,7	<i>100 %</i>
<i>Part en %</i>	<i>32,2 %</i>	<i>67,8 %</i>		<i>100 %</i>

Source : Banque de France

Ainsi, alors que dans le contexte de 2010, seuls 14,5 % des flux d'épargne s'orientaient vers des supports risqués, 32,2 % des stocks d'actifs financiers des ménages demeuraient placés sur de tels supports, traduisant une accentuation supplémentaire de la prudence des ménages dans le placement de leur épargne depuis 2008.

d) Une diversification à l'international par l'intermédiation

Alors que les flux nouveaux d'épargne tendent à s'allouer vers des supports nationaux tels les livrets d'épargne réglementée, les stocks d'épargne sont de longue date ouverts sur l'extérieur. Fin 2010, sur l'ensemble des actifs financiers détenus par les ménages français, la proportion des placements investis dans le reste du monde s'élevait à 44 %, en augmentation de plus de 20 points par rapport à 1995. La grande majorité de ces placements est opérée par des intermédiaires financiers, les investissements directs des ménages dans le reste du monde ne représentant qu'une faible part de leur patrimoine.

Cette diversification répond en partie à la recherche par les gestionnaires d'actifs d'un couple rendement / risque plus favorable pour les placements qui leur sont confiés. A ce titre, elle s'est partiellement opérée au détriment de la part de titres émis par les administrations

publiques qui a reculé de 20 % en 1995 à 9 % en 2010 dans l'actif des ménages.

Elle est en outre essentiellement liée à la modification de la composition du patrimoine financier des ménages. Au cours de la période 1995-2010, la part des placements auprès des sociétés d'assurances est passée d'environ 25 % à plus de 40 %, dont une progression de 20 % à 34 % pour les contrats d'assurance-vie. Or, du fait des règles de congruence applicables¹⁰¹ aux encours d'assurance-vie, ces placements sont investis à plus de 60 % dans le reste du monde (65 % pour les contrats en euros, 53 % pour les contrats en unités de compte). Si la majorité des investissements est réalisée dans la zone euro, la part des investissements hors zone euro est paradoxalement plus forte dans les contrats libellés en euros que dans les contrats en unités de compte¹⁰².

Dans le même temps, la détention de titres d'OPCVM a reculé alors qu'ils financent plus l'économie nationale que l'assurance-vie¹⁰³.

3 - Une épargne finançant de moins en moins les entreprises

Alors que les encours des financeurs traditionnels des entreprises que sont les OPCVM, notamment non-monétaires, se replient, les gestionnaires d'assurance-vie apportent une contribution de plus en plus limitée au financement des entreprises résidentes. L'épargne réglementée demeure, quant à elle, peu tournée vers les sociétés non-financières.

a) Une gestion collective en recul depuis quinze ans

Selon la Banque de France, l'encours total des titres d'OPCVM détenus par les ménages s'est établi à 265 Md€ fin 2010, en progression par rapport à son niveau de fin 2008 (256 Md€) et fin 2009 (253 Md€), sans toutefois retrouver celui de 2007 (286 Md€). Ce rebond en volume n'a en outre pas suffi à ralentir la contraction de la part occupée par les titres d'OPCVM dans le patrimoine financier des ménages. La baisse de la détention directe d'OPCVM depuis 15 ans en part de l'actif des

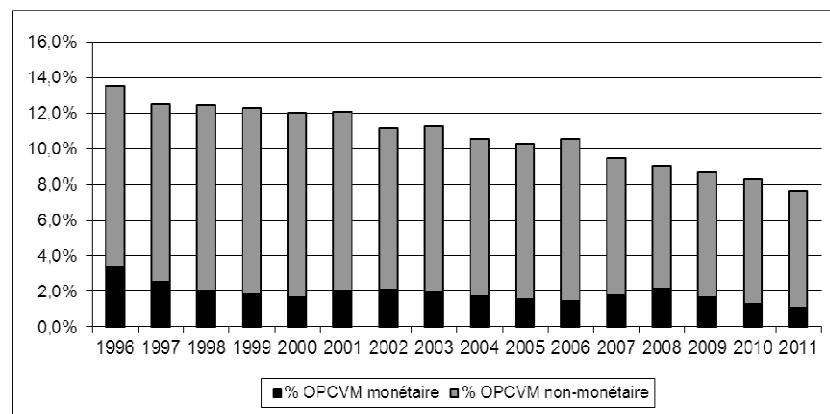
¹⁰¹ La règle de congruence impose aux assureurs d'investir les sommes recueillies dans des actifs émis dans la devise du contrat sous réserve des dérogations prévues à l'article R 332-1-1 du code des assurances.

¹⁰² Selon la Banque de France, cet écart traduirait la persistance chez les épargnants d'une préférence nationale en matière de placements qui trouverait à s'exercer dans les choix des unités de compte.

¹⁰³ Selon la Banque de France, plus de la moitié des financements intermédiaires par les OPCVM serait orienté vers l'économie nationale en 2009.

ménages a toutefois été compensée par une hausse de la présence de ce type de produits au bilan des assureurs.

Graphique n° 13 : Part des OPCVM dans le patrimoine des ménages



Source : Banque de France

Les titres non-monétaires représentent la majeure partie des titres d'OPCVM détenus par les ménages :

- les titres monétaires financent essentiellement les institutions financières monétaires, notamment résidentes. En leur fournissant des ressources, ils contribuent indirectement à financer des entreprises. Les encours de titres d'OPCVM monétaires détenus par les ménages ont légèrement reculé entre 1996 et 1998, puis sont restés stables avant de progresser en 2007 et 2008. Depuis 2009, ils se contractent nettement ;
- les titres non-monétaires financent directement les entreprises, les sociétés non-financières bénéficiant de 30 % de leurs placements¹⁰⁴ selon la Banque de France. Après avoir fortement progressé entre 1996 et 2006, les encours possédés par les ménages ont reculé en 2007 et 2008 puis à nouveau significativement au 3^{ème} trimestre 2011 (-29 Md€).

¹⁰⁴ Les entreprises résidentes ne captant que les deux-tiers de cette part.

Les mises en transparence¹⁰⁵ opérées par la Banque de France font ressortir que les placements des ménages dans les titres d'organismes de gestion collective se répartissent entre actions (41 %), titres de créance (34 %) et autres titres (25 %), généralement d'autres titres d'OPCVM.

b) Une contribution de plus en plus limitée des assureurs-vie

Selon la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), les entreprises d'assurances géraient 1 681 Md€ d'actifs à fin 2010 dont environ 1 317 Md€ pour le secteur vie. Sur cette enveloppe, 940 Md€, soit 56 %, étaient orientés vers le financement des entreprises¹⁰⁶ : 37 % en d'obligations ; 17 % en actions et 2 % en immobilier d'entreprise.

Toutefois, une part importante de l'encours s'oriente à l'international. 60,3 % des obligations et 31,9 % des actions financent des entreprises non-résidentes. Seule une moitié des placements d'assureurs à destination des entreprises bénéficie à l'économie nationale. Cette part s'est réduite de 48,8 % fin 2010 à 47 % fin 2011. Limité en proportion, ce repli équivaut en valeur absolue à un recul des titres d'entreprises françaises de 444 Md€ fin 2010 à 435 Md€ fin 2011.

Cette internationalisation des placements des assureurs doit être mise en regard de l'accroissement de la détention non résidente des titres de sociétés françaises cotées : au 31 décembre 2010, la capitalisation boursière des 37 entreprises du CAC 40 était ainsi détenue à hauteur de 42,4 % par des non-résidents¹⁰⁷. Cette part, qui a eu tendance à progresser sur la période allant de 1999 à 2006, fluctue depuis 2007 autour de 43 %.

En outre, selon la Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel¹⁰⁸, une large partie des actifs résidents détenus par les assureurs est composée d'obligations bancaires et ne participe qu'indirectement au financement de l'économie. La part de titres (actions et obligations) émis par les institutions financières résidentes (hors assurances) dans le portefeuille des assureurs s'élevait à 17,1 % en 2010. En comparaison, les titres de sociétés non financières résidentes ne représentaient que 7 % du

¹⁰⁵ La mise en transparence d'un fonds de gestion collective consiste à mettre en correspondance les détenteurs et les émetteurs de titres de manière à se placer dans une situation comparable à celle d'une détention directe.

¹⁰⁶ Le reste se répartissant entre obligations d'Etats de l'OCDE (33 %), actifs monétaires (6 %) et autres actifs (5 %).

¹⁰⁷ Fin 2010, le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées s'établissait à 41,6 %, i.e. légèrement moins que le taux de détention par les non-résidents des actions du CAC 40 (42,4 %).

¹⁰⁸ Cf. Banque de France, *Bulletin n° 185*, 3^{ème} trimestre 2011.

portefeuille des assureurs-vie¹⁰⁹. Les entreprises innovantes et de croissance ne constituaient, quant à elles, que 1,46 % de l'ensemble des placements fin 2010, ce qui justifiait les tentatives de l'Etat pour les inciter à prendre des engagements d'investissement minimal dans des titres non cotés.

Alors qu'ils étaient des investisseurs contracycliques traditionnels en fonds propres, les assureurs ont divisé la part de leurs placements par 5 en 10 ans¹¹⁰. Si ce repli s'explique par la faible rentabilité des marchés actions en valeur dans les dix dernières années, il résulte également de l'application de normes comptables privilégiant l'inscription en valeur de marché qui, en transmettant la volatilité des cours au bilan des assureurs, découragent leur achat d'actions.

Plus généralement, les gestionnaires d'actifs tendent naturellement à s'adapter à la demande des épargnants, fortement réticents à une rémunération volatile.

c) Une épargne réglementée peu tournée vers les entreprises

Il n'existe pas d'objectif général d'orientation vers les entreprises de l'épargne réglementée gérée par le Fonds d'épargne. Ce dernier a néanmoins nettement diversifié depuis 2003 les emplois des fonds qu'il centralise.

Au-delà de l'activité traditionnelle d'octroi de prêts au logement social, il participe indirectement au financement des entreprises à travers les prêts accordés au groupe Oséo ou au Fonds stratégique d'investissement.

Cette participation demeure en pratique modeste, l'encours en fin d'exercice des financements accordés à Oséo s'élevant à environ 5 Md€ entre 2009 et 2011. Le Fonds stratégique d'investissement quant à lui devrait bénéficier de prêts à décaisser d'ici au 30 juin 2015 pour une maturité de 10 ans et dont le montant ne devrait pas excéder 1,5 Md€.

A titre de comparaison, le financement du logement mobilisait 113,4 Md€ des ressources longues du Fonds. En outre, l'indexation des taux d'intérêt des prêts distribués sur les règles de revalorisation de la rémunération du livret A réduit l'attractivité de ces financements en regard des offres disponibles par levée de fonds directe sur les marchés¹¹¹.

¹⁰⁹ dont 4,6 % en actions et 2,3 % en titres de créance.

¹¹⁰ Chiffres de Business Europe.

¹¹¹ Oséo a levé 1 Md€ sur une maturité de 12 ans le 16 septembre 2011.

Au-delà des prêts distribués, l'actif du Fonds d'épargne comprenait un portefeuille financier de 100,4 Md€ à fin 2011, soit près de 43 % de son total de bilan (234 Md€). Soumis à une contrainte de rentabilité¹¹² ainsi qu'à une exigence de liquidité, ce portefeuille était à 89 % placé en produits de taux, principalement des obligations souveraines en zone euro (53 Md€). La part des financements obligataires d'entreprises peut être estimée à 38,2 Md€. Le portefeuille d'actions détenu par le Fonds d'épargne rassemble quant à lui des titres de 72 grandes entreprises européennes, dont 44 françaises, pour un montant avoisinant les 11 Md€.

Ainsi, la participation du Fonds d'épargne au financement des entreprises s'avère en pratique limitée, tant en termes de distribution de prêts que de financements de marché.

En revanche, les dispositions de la loi de modernisation de l'économie (LME) visent à orienter 80 % des fonds non-centralisés (c'est-à-dire collectés mais demeurant au bilan des banques) vers le financement des PME¹¹³. En pratique, et comme le note l'Observatoire de l'épargne réglementée dans son rapport de 2009, « *l'effet de la réforme de la généralisation du livret A sur la progression des crédits aux PME est délicat à analyser ceteris paribus* ». Si les encours de prêts aux PME ont augmenté de 6,4 Md€ entre fin 2008 et fin 2009, il paraît en effet fragile d'affirmer que ces crédits n'auraient pas été distribués en l'absence de dispositions contraignant les banques concernées.

4 - Les risques pesant sur le patrimoine des ménages

a) Des bulles spéculatives risquant d'attirer l'épargne nationale

Les montants de l'épargne privée mondiale sont élevés et ont connu une constante progression depuis 1998, passant de 26 % à plus de 32 % du PIB mondial en 2010.

Au niveau mondial, l'abondance de l'épargne s'est heurtée à une faible demande de financement à même d'en satisfaire l'exigence de rentabilité. En conséquence, le surplus de fonds prêtables s'est accumulé dans des bulles spéculatives¹¹⁴, survalorisant le prix de certaines classes

¹¹² Le portefeuille financier du Fonds d'épargne génère des résultats bénéficiaires destinés à remplir une double fonction de liquidité et de rémunération de la garantie de l'Etat. Cette rémunération s'est élevée à 965 M€ en 2010.

¹¹³ Le livret d'épargne populaire, dont la part décentralisée est libre de toute condition d'emploi, n'est pas concerné.

¹¹⁴ En spéculant sur des actifs, les investisseurs espèrent une hausse de leur prix, sans nécessaire corrélation avec les caractéristiques réelles du produit.

d'actifs, financiers ou non. Ce mécanisme a entraîné la formation de bulles boursières, notamment technologiques entre 1999 et 2001. Il a contribué à la formation de bulles immobilières aux Etats-Unis et en Europe depuis 2002. Il a pu contribuer à la montée des prix des actions des pays émergents ou de certaines matières premières en 2007 et 2008.

La formation d'une bulle spéculative se manifeste par une forte hausse de la rentabilité faciale de l'actif concerné, qui exerce un puissant effet d'attraction sur l'épargne, que ce soit en direct ou par l'intermédiaire de gestionnaires de fonds. Cependant, une bulle spéculative s'apparente dans sa logique à un schéma de vente pyramidale dans lequel les plus-values des premiers entrants sont financées par les moins-values des derniers investisseurs après explosion de la bulle. Au-delà du risque de moins-value porté par les épargnants individuels, l'alimentation des bulles peut contribuer à évincer le financement d'autres classes d'actifs.

b) Une attraction de plus en plus forte vers l'immobilier

Alors que le prix de l'immobilier avait suivi le revenu des ménages de 1965 à 2000¹¹⁵, il a augmenté de 70 % de plus entre 2000 et 2010, progressant chaque année depuis 1997, à part une interruption en 2009¹¹⁶. Tandis que le revenu disponible des ménages progressait de 43 % entre 1998 et 2010, les prix de l'immobilier ont crû de 141 % en France et de 185 % à Paris pour les appartements à usage d'habitation. Une hausse similaire a été enregistrée dans d'autres pays européens (Espagne, Royaume-Uni, Italie), à l'exception notable de l'Allemagne où l'indice des prix immobiliers s'est contracté de plus de 5 % entre 2004 et 2010.

Le patrimoine net des ménages a en conséquence crû de 7,6 % par an en moyenne entre 1997 et 2007, tout en voyant sa structure se déformer. Sur cette période, la part des actifs immobiliers dans le total des actifs des ménages est passée de 46 % à 59 %, leur valorisation triplant en dix ans (de 2020,8 Md€ à 6347,2 Md€).

Fin 2010, l'INSEE estimait le patrimoine immobilier des ménages à 6827,3 Md€ dont 3775,9 Md€ de terrains et 3262,5 Md€ de logements, soit près de 67 % de leur patrimoine net¹¹⁷. A titre de comparaison,

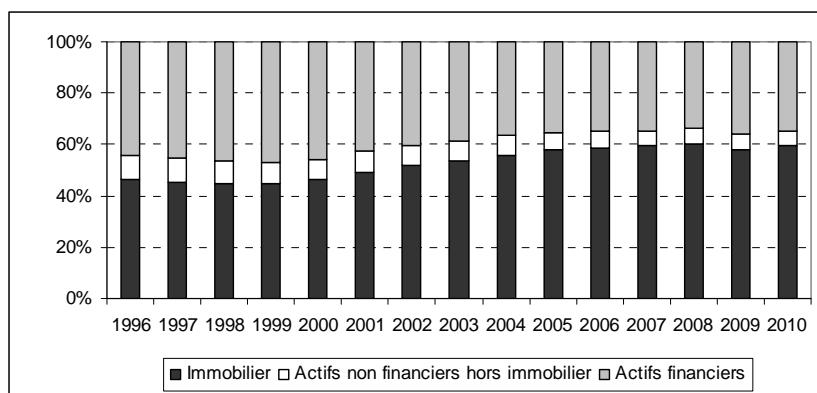
¹¹⁵ Dans un « tunnel » de 10 % (cf. Jacques Friggit, *Quelles perspectives pour le prix des logements après son envolée ?*, mai 2011).

¹¹⁶ – 7,1 % dans l'ancien, mais + 6,2 % en 2010, et + 1 % au 2^{ème} trimestre 2011.

¹¹⁷ Selon la Commission européenne, en 2010, 58 % des ménages français étaient propriétaires de leur résidence principale et 36 % n'avaient aucun emprunt immobilier à rembourser.

l'immobilier ne représente, selon l'OCDE, que 53 % du patrimoine des ménages en Allemagne et autour de 35 % aux Etats Unis.

Graphique n° 14 : Structure du patrimoine des ménages



Source : INSEE – derniers chiffres disponibles

Logement et immobilier

S'agissant des ménages, les termes de logement et d'immobilier ne se recouvrent pas totalement.

Le **logement** désigne à la fois le stock de locaux dédiés à l'habitation de la population, ses caractéristiques en termes d'équipements ainsi que les processus qui en favorisent l'augmentation, notamment la construction. Il fait l'objet de politiques publiques spécifiques recouvrant les aides à la pierre (financement du logement social, dépenses fiscales pour l'acquisition, pour l'investissement locatif, pour l'outre-mer, pour l'épargne logement), les aides à la personne (aides au logement : ALS, APL, ALF) ainsi les contributions du fonds national d'aide au logement et du « 1 % logement ».

L'**immobilier** est un concept plus large que le logement puisqu'il inclut également l'investissement locatif, les résidences secondaires, la mise à disposition de locaux à but économique ou commercial. Notion financière, il désigne une classe d'actifs que les agents économiques sont susceptibles d'acheter ou de vendre et qui, compte tenu de sa valorisation généralement élevée, appelle des mécanismes de financement propres (crédit, location avec option d'achat, viager, etc.). L'Etat intervient sur le marché immobilier dans son ensemble pour des motifs prudentiels et fiscaux.

La progression des prix de l'immobilier a des effets multiples sur le financement de l'économie :

- en tant que charge des ménages, le logement est une dépense qui réduit l'épargne, les Français consacrant 21,7 % de leur revenu disponible brut aux dépenses immobilières¹¹⁸ en 2009, soit 3,5 points de plus qu'en 1984 (hors inflation) ;
- en tant qu'actif dont les ménages souhaitent faire l'acquisition pour réduire leurs frais de logement, l'immobilier est un facteur d'accroissement de la demande de financement externe des particuliers, les français finançant généralement leur acquisition immobilière par des prêts cautionnés à l'habitat ;
- en tant que placement, l'immobilier est susceptible de présenter une rentabilité supérieure à d'autres supports d'épargne. Il est donc source de recettes supplémentaires pour les ménages proposant des biens à la location ;
- en tant que valeur refuge, l'immobilier fait l'objet d'une demande traditionnellement forte des ménages. Son acquisition

¹¹⁸ Ces dépenses s'entendent nettes des aides et se répartissent en 210 Md€ de loyers, 47 Md€ d'énergie, 29 Md€ de charges et 11 Md € de redevances.

est notamment perçue comme un moyen de faire face à une réduction de revenus au moment de la cessation d'activité ;

- En tant qu'actif non-financier enfin, l'immobilier ne peut être transformé par les établissements de crédit et par suite, contribuer à financer à long terme l'économie, à moins de faire l'objet d'une financiarisation viagère.

Ces effets se combinant étroitement, l'impact de la hausse des prix de l'immobilier sur le financement de l'économie apparaît extrêmement difficile à quantifier¹¹⁹. Cependant, alors que les ménages investissent de plus en plus dans l'immobilier, les entreprises françaises – mais aussi les administrations –, trouvent dans l'allocation de l'épargne nationale trop peu de ressources pour se financer, ce qui accroît la dépendance de l'économie française aux financements extérieurs.

D - Des dispositions fiscales aggravant les fragilités

1 - Une fiscalité des revenus privilégiant l'épargne sans risque et l'immobilier

L'incitation à recourir à un financement externe par la dette est d'autant plus forte que les investisseurs en fonds propres, qui sont généralement prêts à porter une part de risque en contrepartie d'une rémunération, peuvent se trouver découragés de le faire par la fiscalité.

Par les prélèvements, y compris sociaux, ou les exonérations qu'elle prévoit, la législation fiscale modifie en effet fortement le lien théorique entre rentabilité et risque de l'épargne¹²⁰. Selon des travaux parlementaires, 42 % de l'épargne non risquée bénéficierait en France d'un avantage fiscal contre seulement 12 % de l'épargne risquée¹²¹. Réciproquement, les deux tiers des avantages fiscaux seraient concentrés sur l'épargne sans aucun risque¹²².

¹¹⁹ Tout au plus peut-il être utile de souligner que lorsque les ménages français voient progresser la valeur nominale de leur patrimoine immobilier, leur enrichissement demeure suspendu à la cession effective de leur bien.

¹²⁰ La rentabilité de l'épargne est normalement d'autant plus importante qu'elle est plus risquée, moins liquide ou plus longue.

¹²¹ Cf. le rapport d'information à l'Assemblée nationale, *L'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers*, 2008. L'actualisation des conclusions de ce rapport par la Cour montre que ces proportions n'ont pas sensiblement évolué.

¹²² Cf. Conseil d'analyse économique (O. Garnier et D. Thesmar), *Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, 2009 ; Conseil d'analyse économique (J. Le Cacheux et C. Saint-Etienne), *Croissance équitable et concurrence fiscale*, 2005.

Non seulement l'épargne non risquée concentre la majorité des dispositifs fiscaux incitatifs, mais elle bénéficie également des incitations fiscales les plus coûteuses. Sur les 50 dépenses fiscales et niches sociales recensées par le comité d'évaluation sur les dépenses fiscales et les niches sociales concernant l'épargne, plus de 9 Md€ bénéficient à l'épargne non risquée : 4,8 Md€ à l'épargne salariale, 1,9 Md€ à l'épargne retraite, 1,1 Md€ à l'épargne sur livrets, 1 Md€ à l'assurance-vie (fonds euros¹²³) et 0,5 Md€ à l'épargne logement. A titre de comparaison, les incitations à l'épargne risquée, principalement orientées vers l'épargne par actions dans le cadre des Plans épargne en actions (PEA) et les investissements en fonds propres (ISF-PME ou Fonds d'investissement de proximité), mobilisent 2,4 Md€¹²⁴.

La fiscalité renforce également la préférence collective des ménages pour l'accession à la propriété, malgré les effets externes négatifs qui peuvent l'accompagner¹²⁵. Outre le traitement spécifique de la résidence principale¹²⁶, les ménages bénéficient, sous conditions, d'un avantage fiscal afférent à l'acquisition de leur future résidence principale en cas de revente d'un bien immobilier¹²⁷. Par ailleurs, les modalités de détermination des plus-values immobilières applicables leur permettent de réduire, voire de supprimer l'impôt sur le revenu¹²⁸. D'autres dispositifs contribuaient ou contribuent à orienter l'épargne des ménages vers l'immobilier (notamment les dispositifs Scellier, Robien, Perissol). Dans le même temps, les prélèvements obligatoires sur les revenus financiers se sont alourdis : le taux de prélèvement forfaitaire libératoire applicable aux revenus des placements financiers est passé de 16 % en

¹²³ La niche est chiffrée à 1,2 Md€. 16 % des encours étant souscrits en unités de compte, on peut considérer par approximation que la niche sur l'épargne non risquée en assurance-vie (fonds euros) représente 1 Md€ (1,2 Md€*0,84).

¹²⁴ A ces dernières viennent s'ajouter les mesures favorisant la reprise ou la transmission d'entreprises, pour un montant de 0,8 Md€.

¹²⁵ Par exemple sur la mobilité professionnelle ou la flexibilité du marché du travail.

¹²⁶ Exonération de plus-value lors de la vente de l'habitation principale, abattement de 30 % à l'ISF, abattement sur les droits de mutation à titre onéreux, crédit d'impôt sur le revenu au titre des intérêts d'emprunt (dispositif fermé aux nouveaux entrants à compter de 2011), prêt à taux zéro jusqu'à son cantonnement à l'achat dans le neuf.

¹²⁷ Exonération à compter du 1^{er} février 2012 de la plus-value résultant de la première cession d'un logement, lorsque le cédant n'a pas été propriétaire de sa résidence principale au cours des 4 années précédant la cession et qu'il remplace le produit de la vente à l'acquisition ou la construction d'un logement affecté à sa résidence principale (cf. art. 5 de la loi de finances pour 2012).

¹²⁸ Jusqu'en 2011, un abattement de 10 % par année de détention au-delà de la cinquième année permettait une exonération d'impôt sur la plus-value au bout de 15 ans. Fin 2011, cet abattement a été remplacé par une revalorisation limitée au montant de l'inflation, qui conduira à n'exonérer ces transactions qu'au bout de 30 ans.

2004 à 21 % pour les dividendes et à 24 % pour les revenus de placement à taux fixe en 2012. De surcroît, les prélèvements sociaux ont vu leur taux global passer de 10,3 % en 2004 à 15,5 % en 2012.

2 - Des prélèvements obligatoires sur le capital fixe qui grèvent l'autofinancement

Le taux effectif moyen d'imposition des bénéfices des entreprises est élevé en France par rapport au reste de l'OCDE, le pays se classant deuxième après le Japon. Si ce taux a effectivement été réduit de 4 points en 15 ans, sa diminution a été moins rapide en France que dans un éventail de 11 pays de l'OCDE, où il a reculé de 8,3 points en moyenne.

Ce niveau de prélèvement sur les entreprises se double :

- d'une taxation plus lourde des facteurs de production que sont la masse salariale et le capital fixe, et notamment de cotisations sociales plus élevées ;
- de l'existence de taxes s'appliquant en amont du calcul de l'excédent brut d'exploitation¹²⁹, c'est-à-dire avant que l'entreprise ne dégage des bénéfices ;
- d'une propension comparativement supérieure à imposer les entreprises sur la base de leur excédent brut d'exploitation.

Tableau n° 10 : Prélèvements obligatoires sur les facteurs de production (en % PIB en 2008)

Prélèvements obligatoires sur :	le capital fixe (hors foncier)	la masse salariale	
		autres prélèvements	cotisations sociales
France	1,45 %	1,27 %	16,29 %
Allemagne	0,08 %	0,00 %	15,5 %
Royaume-Uni	0,04 %	0,00 %	6,33 %
Espagne	0,04 %	0,00 %	12,28 %
Italie	0,08 %	0,00%	13,38 %

Source : Cour des comptes à partir de données Eurostat

¹²⁹ L'excédent brut d'exploitation représente le profit dégagé par l'activité d'une entreprise, une fois ses charges d'exploitation payées, mais avant rémunération de ses créanciers (intérêts) et actionnaires (dividendes), et surtout, avant que ne soient comptabilisées les dotations correspondant aux investissements.

Alors que les prélevements sur le capital fixe se limitent, dans la plupart des pays européens, aux taxes sur les véhicules et moyens de transports, la France s'est singularisée par l'imposition de la taxe professionnelle, assise sur le foncier et, jusqu'en 2002, sur les salaires. Si la suppression de cet impôt devrait alléger l'imposition sur le capital fixe des entreprises (de l'ordre de 0,4 % du PIB), la création subséquente de la Contribution économique territoriale (CET) devrait maintenir en 2011 l'imposition du capital fixe à plus de 1 % du PIB¹³⁰.

En outre, la Cour a mis en évidence, dans son rapport sur les prélevements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne, un poids des taxes sur les entreprises plus élevé en France qu'en Allemagne, le différentiel approchant 58 Md€ en 2008.

Ainsi, l'ensemble des prélevements obligatoires, assis sur des facteurs de production, limite l'autofinancement des entreprises et, par suite, les incite à se reporter sur des financements externes.

3 - Une imposition des bénéfices incitant à l'endettement

Lorsqu'elles recherchent des financements externes, les entreprises peuvent recourir soit à des investisseurs en fonds propres, soit au secteur bancaire. En pratique, et pour des raisons fiscales, elles sont généralement incitées à s'endetter. En effet, en France, la déductibilité des intérêts d'emprunts est large¹³¹, ce qui crée un biais en faveur de l'endettement au détriment des fonds propres, les dividendes n'étant pas déductibles.

De nombreux pays de l'OCDE ont adopté des dispositifs visant à limiter la déductibilité des intérêts d'emprunt. L'Allemagne les a ainsi plafonnés à 30 % de l'EBITDA¹³² au-delà de 1 M€¹³³, même si le régime de groupe (*Organschaft*) permet largement de contourner cette limitation. L'Italie a également adopté un régime comparable en 2008. Tout en maintenant la déductibilité des intérêts d'emprunts, la Norvège, la Belgique, le Brésil et la Croatie ont octroyé un avantage comparable au

¹³⁰ L'imposition sur le capital fixe représentait, en 2008, 28 Md€ dont 24 Md€ de taxe professionnelle (y compris contribution additionnelle), soit 1,45 % du PIB. Après réforme, le prélevement sur le capital fixe devient, toutes choses égales par ailleurs, de 20 Md€, auquel s'ajoutent 1,2 Md€ de nouvelles impositions forfaitaires des entreprises de réseau (IFER), soit 21,2 Md€.

¹³¹ Sans plafonnement sous réserve des régimes de sous-capitalisation.

¹³² L'EBITDA désigne les revenus avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations (mais après dotations aux provisions sur stocks et créances clients).

¹³³ Seuil porté à 3 M€ en 2009.

financement en fonds propres, autorisant la déductibilité des dividendes dans les mêmes proportions que celle des frais financiers.

La complète déductibilité des intérêts d'emprunt occasionne une perte de ressources pour l'Etat : en Allemagne, son plafonnement s'est traduit par une hausse de 1 Md€ des recettes. En outre, l'incitation à l'endettement qu'elle véhicule renforce la dépendance des entreprises au secteur bancaire et accroît leur exposition à d'éventuelles déstabilisations du secteur financier.

4 - Un impôt sur les sociétés pesant plus lourdement sur les PME

Comme la Cour l'avait déjà observé¹³⁴, les PME françaises sont relativement plus imposées que les grandes entreprises nationales, en dépit du taux réduit d'impôt sur les sociétés (IS) de 15 % dont elles bénéficient sur la part de leur bénéfice imposable inférieure à 38 120 €¹³⁵.

Ce constat ancien a fait l'objet de plusieurs analyses du Parlement¹³⁶, du Conseil des prélèvements obligatoires et du Fonds monétaire international, ainsi que d'une étude détaillée¹³⁷ de la direction générale du Trésor. Alors qu'elle évalue le taux moyen implicite d'imposition des sociétés non financières françaises à 27,5 % en 2007, cette dernière étude met en évidence des écarts d'imposition entre entreprises de 5 000 salariés et plus (taux implicite de 19 %), entreprises de taille intermédiaire (ETI) de 250 à 5000 salariés (28 %), PME de 10 à 249 salariés (39 %) et micro-entreprises de moins de 10 salariés (37 %)¹³⁸.

Ces écarts s'expliquent en particulier par l'effet de la déductibilité des intérêts d'emprunts qui réduit de près de 14 points le taux implicite d'imposition des grandes entreprises. Les reports en avant et en arrière sont également comparativement plus favorables aux grandes entreprises,

¹³⁴ Notamment à l'occasion de sa comparaison des prélèvements obligatoires en France et en Allemagne.

¹³⁵ En pratique, ce dispositif, d'un coût fiscal d'1,9 Md€, bénéficie à des entreprises de très petite taille, dans des secteurs abrités de la concurrence internationale. Seuls 12% des bénéficiaires appartiennent au secteur industriel.

¹³⁶ Cf. G. Carrez, commission des finances de l'Assemblée nationale, *Rapport d'information sur l'application des mesures fiscales contenues dans les lois de finances*, 6 Juillet 2011 ; Conseil des prélèvements obligatoires, *Les prélèvements obligatoires des entreprises dans une économie globalisée*, 2009.

¹³⁷ H. Partouche et M. Olivier, *Le taux de taxation implicite des bénéfices en France*, juin 2011.

¹³⁸ Une fois exclu un effet démographique (lié à la disparition de petites entreprises ou aux reports de déficit des grandes entreprises), l'écart de taux implicite est moindre : 22 % pour les grandes entreprises et 32 % pour les PME.

réduisant leur taux d'imposition de 7,4 points contre 3 points pour les PME. L'effet de ces deux dispositifs est renforcé par celui de dispositifs fiscaux dont les grandes entreprises bénéficient par nature plus, comme l'intégration fiscale pour les filiales détenues à au moins 95 % ; le régime mère-fille¹³⁹ ou l'exonération des plus-values de cession sur les titres de participation détenus depuis au moins deux ans. En révisant le mode de calcul applicable, la réforme du Crédit Impôt Recherche de 2008 a accentué l'effet différenciateur de celui-ci, désormais concentré à plus de 80 % sur les entreprises de plus de 250 salariés.

Au second semestre 2011, le législateur a entamé la correction de certains de ces biais, supprimant le régime du bénéfice mondial consolidé (300 M€ par an), plafonnant les reports en avant et en arrière¹⁴⁰ et relevant de 5 à 10 % la quote-part de frais et charges relative aux cessions de titres de participation. A titre exceptionnel, les entreprises réalisant plus de 250 M€ de chiffre d'affaires devront acquitter en 2012 et 2013 un impôt sur les sociétés au taux majoré de 5 %.

Bien que la croissance des entreprises ne résulte pas de l'effet d'un facteur unique, ces constats sont à placer en regard des comparaisons internationales mettant en évidence l'autofinancement limité dont disposent les PME françaises ; leur développement comparativement plus lent qu'ailleurs¹⁴¹ ainsi que leur investissement en part de valeur ajoutée deux fois moindre (15 %) que celui des grandes entreprises (30 %).

¹³⁹ Comme l'intégration fiscale, le régime mère-fille existe dans la plupart des pays de l'OCDE. Il relève en Europe du droit communautaire. L'évaluation de son coût est difficile dans la mesure où il vise à éviter une double imposition.

¹⁴⁰ A compter des exercices clos au 21 septembre 2011, le report en avant est limité à 1 M€ majoré de 60 % du résultat imposable excédent cette limite. Le report en arrière, jusqu'à présent possible sur 3 exercices, est restreint à l'exercice précédent, dans la limite d'1 M€. Ces règles sont pratiquement identiques aux règles allemandes.

¹⁴¹ Selon l'OCDE, les effectifs des PME françaises progressent en moyenne de 7 %, dans leurs sept premières années d'existence contre 22 % pour l'Allemagne, 32 % pour l'Italie et 126 % pour les Etats-Unis. La croissance moyenne du chiffre d'affaires des entreprises est également plus lente en France (+4 % après 7 ans d'existence) que dans d'autres pays comme l'Allemagne (+11 % dans les mêmes conditions), l'Italie (+35 %), le Royaume-Uni (+37 %) ou les Etats-Unis (+64 %).

CONCLUSION

Le financement de l'économie française se caractérise de longue date par un haut niveau d'épargne des ménages, un besoin de financement des administrations publiques, un recours limité des PME et des collectivités territoriales aux marchés financiers.

Deux acteurs y assurent un rôle clef de mutualisation du risque :

- les établissements de crédit sont les principaux pourvoyeurs de prêts aux ménages et aux entreprises, notamment en opérant la transformation d'une épargne qui s'oriente spontanément vers des placements courts. Les « banques universelles » portent dans leur bilan une part importante du risque d'investissement ;

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

Ce partage des rôles entre établissements de crédit et Etat avait largement permis un équilibre apparent dans lequel l'ensemble des parties prenantes s'inséraient.

Toutefois, les fragilités de cet équilibre s'étaient progressivement aggravées dès avant la crise.

Le besoin de financement des administrations publiques s'est accentué si bien qu'elles ne parviennent ni à assurer le renouvellement du capital dont elles ont la charge, ni même à couvrir leurs dépenses de consommation finale lorsque la croissance est faible. De par son ampleur, l'endettement public fait peser des risques sur l'ensemble du financement de l'économie, et ceux-ci s'accentueraient fortement si les taux d'intérêt venaient à remonter à terme.

Les sociétés non financières dégagent de faibles marges d'autofinancement qui les contraignent structurellement à rechercher des financements externes, qu'elles obtiennent essentiellement auprès des banques. Leur investissement se trouve ainsi influencé par les conditions des marchés financiers, plaçant de fait l'économie réelle française en résonance avec l'économie financière.

Prise dans son ensemble, l'économie française est depuis 2005 en situation de besoin de financement, notamment en raison de celui des administrations publiques.

L'épargne financière des ménages est forte mais s'alloue préférentiellement vers des supports d'épargne peu risqués. Confiee à des intermédiaires financiers gestionnaires de fonds, elle s'oriente de plus en plus vers l'étranger, bénéficiant des opportunités de diversification qui résultent notamment de la mise en place de la zone euro. Au total, l'épargne des Français bénéficie peu aux entreprises résidentes.

Les problèmes que posent les délais de paiement et le crédit interentreprises n'ont été allégés que partiellement et temporairement. Certains types de financement, et notamment le capital-risque, demeurent insuffisamment développés.

L'immobilier, notamment en raison d'importantes incitations fiscales, a progressivement absorbé une part croissante de l'épargne et de la distribution de crédit.

La fiscalité invite les ménages à placer leur épargne vers des supports non-risqués. Elle grève l'autofinancement des entreprises et les incite à s'endetter pour investir, ce qui en pratique bénéficie avant tout aux grandes entreprises, les PME et les entreprises de taille intermédiaire se trouvant exposées au risque d'un sous-investissement chronique.

La dégradation continue de la balance des paiements courants depuis 1999 et le besoin de financement global de l'économie depuis 2005 ont eu pour conséquence que les investisseurs non-résidents sont intervenus de plus en plus fortement dans le financement de l'économie française, singulièrement en ce qui concerne la détention de la dette publique, avec pour corollaires l'accélération de l'endettement vis-à-vis du reste du monde et, par suite, la contraction de la position financière nette de l'économie française.

Cette évolution est préoccupante même si la contraction reste aujourd'hui limitée au regard de la position financière nette du pays et de l'interpénétration croissante des flux financiers entre la France et le reste du monde.

Grâce aux ressources non-résidentes qui ont pu jusqu'ici être injectées et de manière croissante année après année, les fragilités structurelles du financement de l'économie française ont pu perdurer et même s'aggraver sans appeler, à ce jour, de réponse d'ensemble des pouvoirs publics.

Par là même, le financement de l'économie française devenait insensiblement de plus en plus vulnérable à un choc externe, tel celui provoqué par la crise financière internationale.

Chapitre II

Les conséquences de la crise financière

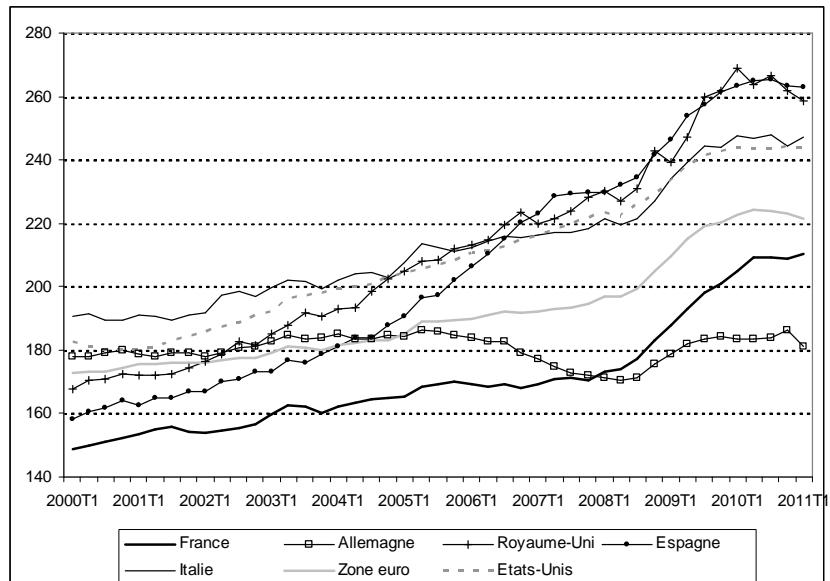
Exceptionnelle par son ampleur et sa durée, la crise financière amorcée en 2007 aura des effets durables sur les conditions de financement de l'économie. La dégradation conjointe des finances publiques et de la stabilité du système financier qu'elle occasionne se double des effets attendus, et même anticipés, des nouvelles réformes prudentielles qu'elle a suscitées.

D'ores et déjà, les offreurs de financement, et au premier chef les banques, révisent les conditions de leur activité, ce qui pourrait exposer certains demandeurs à un resserrement des financements externes dont ils dépendent. L'Etat, qui envisageait initialement de limiter son action à la stabilisation temporaire des conditions de marché, est dès lors conduit à s'interroger sur les modalités de son implication de long terme dans le financement de l'économie.

Les origines macroéconomiques de la crise

En apparence, la crise s'est présentée comme un choc ponctuel touchant la sphère financière puis, par de multiples répliques, les sphères économiques, sociales ou étatiques. *A posteriori*, son occurrence est apparue particulièrement brutale et soudaine. Pourtant, son déclenchement a résulté en grande partie de la persistance de déséquilibres macroéconomiques à l'échelle mondiale. Dans la majorité des pays développés, la décennie 2000 a été marquée par la forte progression de l'endettement cumulé des agents économiques publics et privés, mesuré en proportion du PIB.

Graphique n° 15 : Endettement des agents non financiers (en % PIB)



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

Cette évolution, qui traduit une augmentation tendancielle de la quantité de capital nécessaire à produire une quantité de richesse donnée, est caractéristique d'une insuffisance de rentabilité du capital. Elle peut s'expliquer par la résultante de plusieurs facteurs :

- suraccumulation de capitaux dans les économies des pays développés où l'épargne des pays émergents s'alloue du fait de la faiblesse des infrastructures financières, de l'absence de protection sociale et de la nécessité pour ces pays de maintenir bas le cours de leur devise, afin de soutenir leur compétitivité-prix ;

- politiques monétaires accommodantes stimulant la création monétaire, ce qui soutient le financement d'investissements peu rentables ;
- supervision financière peu rigoureuse, notamment aux Etats-Unis ;
- déficit d'innovation pénalisant la productivité des facteurs de production et la diversité de l'offre de produits et de services, pour partie en Europe et tout particulièrement en France¹⁴² .

Aux Etats-Unis, l'accélération de l'endettement a principalement été le fait du secteur privé, la sophistication des techniques d'ingénierie financière permettant de masquer, par la titrisation et l'inscription hors-bilan, l'ampleur réelle de l'effet de levier des établissements financiers. En France, il a plutôt été porté par l'Etat, qui s'est endetté pour soutenir la consommation et compenser le fléchissement de la compétitivité de l'économie¹⁴³. A l'inverse, l'Allemagne a paru protégée de cette hausse de l'endettement.

Rétrospectivement, nombre des mécanismes de stabilisation apparaissent avoir échoué à contenir l'accélération de l'endettement :

- les autorités monétaires n'ont pas remonté les taux d'intérêt¹⁴⁴ ;
- les autorités budgétaires ont préféré financer à faible coût les déficits publics plutôt que de chercher à les résorber ;
- les primes de risque demandées par les investisseurs ont été fixées à des niveaux trop faibles ;
- les cotations fixées par les agences de notation reflétaient imparfaitement le niveau de risque réel des actifs.

¹⁴² Lancée en 2000 pour faire de l'Union européenne la « *première économie de la connaissance au monde* », la Stratégie de Lisbonne visait à ce que les dépenses moyennes en recherche et développement (R&D) atteignent 3 % du PIB au bout de dix ans. Fin 2010, elles n'étaient que de 1,9 % du PIB. En France plus particulièrement la dépense intérieure de recherche et développement a stagné entre 1998 et 2008 alors qu'elle augmentait de 18 % en Allemagne et 49 % en Corée du Sud.

¹⁴³ Quand le PIB augmentait de 34,3 % entre 2000 et 2008, l'endettement public progressait de 59,4 % et les dépenses d'intervention des administrations publiques de 44,5 %.

¹⁴⁴ Leur mandat ne les autorisait pas nécessairement à intervenir. Aux Etats-Unis, les autorités monétaires sont tenues de soutenir la croissance. En Europe, leur mandat est limité au maintien du niveau des prix à la consommation et, en pratique, ne prend pas en compte la valorisation générale des actifs. Les autorités européennes ont en outre pu être gênées par la nécessité d'offrir suffisamment de monnaie pour installer l'euro en tant que devise de réserve internationale.

I - Des impacts durables sur le financement de l'économie

Les effets de la crise financière sur le financement de l'économie résultent tout autant des répercussions du choc de 2008, notamment en termes de finances publiques, que des conditions de mise en œuvre des mesures prudentielles adoptées pour en prévenir une éventuelle résurgence.

A - Un environnement profondément déstabilisé

1 - Des effets puissants sur l'ensemble du secteur financier

a) *Le déclenchement de la crise*

L'abondance de liquidité au niveau mondial a permis un fort endettement privé et public des économies développées et alimenté la formation de bulles spéculatives, en particulier sur le marché immobilier américain.

Au premier semestre 2007, la hausse des défauts enregistrés sur les crédits hypothécaires à haut risque (*subprimes*) a provoqué un éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis. Au-delà de ses effets immédiats sur la croissance (recul de la construction, baisse de la consommation), cet éclatement a conduit les établissements financiers à réintégrer à leur bilan une grande partie de leurs créances titrisées sous formes de produits structurés¹⁴⁵ et jusqu'alors placées dans des véhicules *ad hoc* hors bilan.

Cependant, de même qu'elle avait conduit les agences de notation à sous-estimer le risque sous-jacent des titres *subprimes*, la complexité des produits structurés a rendu difficile l'évaluation des pertes. En l'absence d'information fiable sur l'exposition de leurs pairs, les établissements financiers ont cherché à se prémunir d'éventuels risques de contrepartie. De ce fait, une incertitude généralisée s'est installée sur les marchés financiers et notamment interbancaires.

Contractés de gré-à-gré, les produits de couverture utilisés pour couvrir les risques de crédit associés à la détention des produits structurés, (CDS pour *credit default swaps*) se sont révélés, à l'usage,

¹⁴⁵ Il s'agit notamment des CDO (*collateralized debt obligations*), des CMO (*collateralized mortgage obligations*), des CMBS (*collateralized mortgage-backed securities*) et des RMBS (*residential mortgage-backed securities*).

inopérants. En l'absence de chambres de compensation, leurs émetteurs n'avaient en effet généralement pas provisionné de ressources pour faire face à d'éventuels appels en garantie. Confrontés à une demande massive, ils n'ont pas pu lever sur les marchés les fonds nécessaires à la couverture de leurs engagements et ont dû, pour certains, faire défaut¹⁴⁶.

b) La propagation à l'international et la réaction des Etats

Déclenchée aux Etats-Unis, la crise s'est propagée à l'échelle internationale du fait du poids de la finance américaine dans le monde et de l'internationalisation des marchés. Le rapatriement aux Etats-Unis de fonds jusqu'alors placés par les établissements américains dans le reste du monde a contribué à un assèchement profond du marché interbancaire. Les filiales américaines de certaines banques européennes ou asiatiques, qui se sont trouvées exposées aux produits structurés, ont également participé à l'internationalisation de la crise. De même, l'effet procyclique des normes comptables a aggravé la dégradation des bilans et précipité la faillite d'institutions financières telles *Lehman Brothers* ou *AIG*.

Les Etats ont été appelés à intervenir pour stabiliser le système financier. Certains établissements ont été adossés de force à des groupes plus solides (*Merrill Lynch*), d'autres ont bénéficié de garanties publiques (*Dexia* en France) ; d'autres ont été partiellement (*ABN Amro* aux Pays-Bas) ou totalement nationalisés (*Northern Rock* au Royaume-Uni).

En France, l'Etat a mobilisé un large éventail d'outils comprenant l'octroi de prêts au secteur bancaire par l'intermédiaire de la Société de Financement de l'Economie Française (SFEF), des prises de participation directes ou super-subordonnées¹⁴⁷, l'octroi de garanties vis-à-vis des marchés (exemple de Dexia, qui a bénéficié en 2008 et 2011 des garanties publiques de la France mais aussi de la Belgique ou du Luxembourg) ou des dispositifs de rehaussement de crédit (via Oséo). En contrepartie, l'Etat a invité les banques à continuer à distribuer du crédit, à respecter de nouvelles normes prudentielles et à souscrire des engagements complémentaires, notamment l'instauration d'un délai de prévenance de 60 jours en cas de décote d'une entreprise et l'accès des entreprises à leur note.

¹⁴⁶ Au plus fort de la crise, le stock total de *credit default swaps* avoisinait 6 000 Md USD, l'assureur américain AIG se trouvant à lui seul sollicité à hauteur de 80 Md USD.

¹⁴⁷ c'est-à-dire des obligations illimitées dont le remboursement intervient, en cas de faillite de l'émetteur, après celui des autres créanciers et dont le paiement annuel de coupon est conditionné à la réalisation d'un bénéfice.

Globalement satisfaisantes dans leur mise en œuvre - comme la Cour a pu le noter dans ses analyses des concours aux établissements de crédit -, ces mesures ont eu pour effet de matérialiser la garantie implicite¹⁴⁸ octroyée par l'Etat au secteur financier.

c) La diffusion parallèle dans l'économie réelle

Parallèlement à son volet financier, la crise a provoqué une contraction de l'économie réelle du fait de l'éclatement de bulles spéculatives aux Etats-Unis et en Europe (immobilier espagnol, anglais ou irlandais), de la chute de la demande des pays développés et plus généralement, de la dégradation du commerce international. En France, le nombre de défaillances d'entreprises s'est établi à un haut niveau¹⁴⁹, du fait notamment de tensions sur leur trésorerie. Dans le même temps, l'investissement des entreprises reculait tandis que les entrepreneurs cherchaient à améliorer leur trésorerie en vidant leurs stocks.

Face aux risques pour l'emploi, la plupart des Etats de l'OCDE ont décidé d'intervenir par des plans de relance simultanés. Le plan français prévoyait une relance de la commande publique, une hausse des dépenses d'intervention et un large recours à la dépense fiscale. Il comprenait également des mesures inédites de soutien à la trésorerie des entreprises, en particulier les mécanismes de contre-garantie CAP et CAP Export, l'accélération des délais de paiement de l'Etat ou le recouvrement différé des créances fiscales ou sociales.

La Cour a estimé le coût total du plan de relance français sur 2009 et 2010 à environ 34 Md€ dont 17,5 Md€ de mesures fiscales et 3,8 Md€ de remboursement anticipé de TVA aux collectivités territoriales¹⁵⁰. *A posteriori*, ces mesures présentent un bilan contrasté eu égard à leur coût. Tandis que leur contribution au déficit public s'élevait à -20,5 Md€ (environ 1,1 % du PIB), leur effet stimulant sur l'activité se serait limité à un demi-point de croissance¹⁵¹.

¹⁴⁸ Cette garantie n'a de traduction ni juridique, ni comptable, mais est intégrée à la fois dans la notation des banques et dans celle des Etats. Elle se cumule aux mécanismes juridiques de garantie des dépôts des épargnants.

¹⁴⁹ En 2009 ALTARES relevait 61 600 redressements ou liquidations d'entreprises. Aux 40 000 à 50 000 défaillances habituelles s'ajoutent l'effet de la crise financière et le contrecoup de la forte création d'entreprises de 2003 – 2007.

¹⁵⁰ Cour des comptes, *La mise en œuvre du plan de relance de l'économie française*, communication à la commission des finances de l'Assemblée nationale, juillet 2010.

¹⁵¹ Les mesures de relance sont parfois critiquées pour leur orientation trop marquée sur la demande. En solvabilisant les ménages et les administrations, elles auraient contribué à soutenir les importations, ce qui aurait aggravé le déficit commercial.

2 - La transmission au secteur public

Dès 2008, le coût des mesures de soutien au secteur financier, la mise en œuvre de plans de relance et le creusement des recettes, notamment tirées de l'imposition des sociétés, ont accru le besoin de financement des administrations et alourdi l'encours de la dette publique. La crise est entrée dans une nouvelle phase marquée par une profonde déstabilisation des finances publiques, en particulier en Europe. Elle a renforcé la perception d'un risque de crédit sur la dette des Etats, appelé risque souverain, risque jusque-là estimé inexistant pour les pays de la zone euro.

a) La transmission de la crise au secteur public

Sous l'effet des déficits accumulés, l'endettement des administrations s'est approché des limites de soutenabilité au-delà desquelles la dette publique s'expose à un emballlement par manque de crédibilité de la trajectoire de consolidation des finances publiques¹⁵².

Si la note souveraine des Etats-Unis a été dégradée à l'été 2011, c'est en pratique en Europe que la crise des dettes souveraines a connu ses développements les plus aigus.

La France s'est fortement impliquée dans le financement des plans d'aide aux Etats fragilisés de la zone euro, s'engageant à prêter jusqu'à 16,8 Md€ à la Grèce dont 11,4 Md€ ont été décaissés en 2010 et 2011. Dans le même temps, elle a accordé sa garantie aux émissions du Fonds européen de stabilité financière (FESF) pour un montant maximal de 159 Md€, ce qui lui a permis d'intervenir sans alourdir le niveau de son endettement.

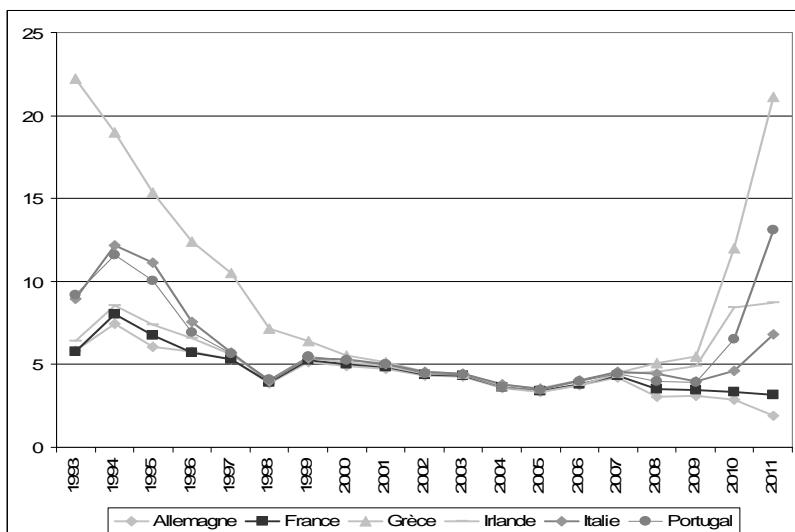
Ainsi, les mesures dites de « prime à la casse », concentrées sur les petites cylindrées, ont largement bénéficié à des véhicules assemblés hors de France.

¹⁵² Au-delà du seuil de soutenabilité, la défiance des investisseurs provoque une hausse des taux d'intérêt qui alourdit la charge de la dette et obère la soutenabilité des finances publiques. En termes budgétaires, le seuil de soutenabilité est communément associé aux seuils de 90 % du PIB pour la dette, depuis les travaux de C. Reinhart et K. Rogoff (*This time is different : a panoramic view of eight centuries of financial crises*, 2008) et de 10 % des prélèvements obligatoires pour la charge de la dette. En termes financiers, il est généralement fixé à 600 points de base d'écart avec le taux sans risque.

b) La fin d'une situation privilégiée de financement liée à la zone euro

Entre 1993 et 1999, le processus de création de la monnaie unique a occasionné une convergence remarquable des taux d'intérêt des dettes souveraines de l'ensemble des pays de la zone euro. Entre 2000 et 2007, ces écarts de taux se sont maintenus à un niveau très faible, soutenus par la forte crédibilité de la Banque centrale européenne. Cette convergence a permis aux pays les moins compétitifs de la zone de bénéficier de conditions de financement comparables à celles des économies les plus performantes et donc d'un endettement abondant et bon marché.

Graphique n° 16 : Evolution des taux d'intérêt à 10 ans (en %)



Source : Cour des comptes à partir de données Banque centrale européenne

Toutefois, cette période n'a pas été suffisamment mise à profit par ces pays pour améliorer leur compétitivité. Puisque la mobilité des facteurs de production, et notamment des travailleurs, demeurait faible et les transferts budgétaires limités en volume, les économies les moins compétitives de la zone se sont de fait trouvées de plus en plus exposées au risque de voir les capitaux extérieurs refluer.

A partir de 2008, mais surtout et très brutalement à compter de 2009, les mouvements de défiance provoqués par la crise ont provoqué une brutale dégradation de leur situation financière.

En ce sens, l'augmentation brutale des écarts de taux entre dettes souveraines de la zone euro ne constitue pas un artefact de la crise qui aurait vocation, une fois celle-ci résorbée, à s'éteindre. *A contrario*, elle marque la fin d'une anomalie financière, sinon de l'illusion selon laquelle la soutenabilité de l'endettement d'une économie pourrait s'apprécier indépendamment de sa compétitivité, et donc de ses revenus extérieurs. Elle rappelle avec force l'exigence de compétitivité pesant sur les économies de la zone euro, et notamment l'économie française.

Au surplus, la crise des dettes souveraines révèle certaines des ambiguïtés laissées irrésolues dans le processus de constitution de la monnaie unique¹⁵³.

c) La dégradation de la cotation des dettes souveraines

Dans le prolongement de la dégradation de la dette américaine à l'été 2011, plusieurs agences de notation ont, fin 2011, placé sous surveillance négative la notation de la dette publique de certains Etats européens dont la France. Début 2012, les cotations de plusieurs dettes souveraines européennes¹⁵⁴, dont la dette française, ont été abaissées par l'une de ces agences.

Cette décision, qui venait en grande partie prendre acte des évolutions enregistrées sur les marchés, n'a pas eu, à ce jour, d'impact sur les conditions de financement de l'Etat. L'adjudication immédiatement postérieure s'est même accompagnée d'une réduction des taux d'intérêt servis aux créanciers de l'Etat.

Pour autant, elle a entraîné, dans un délai bref, une série de dégradations en cascade qui ont concerné le Fonds européen de stabilité financière (FESF) dont la France est, avec l'Allemagne, l'un des principaux contributeurs, des entreprises publiques (EDF, RTE, SNCF, RFF, ADP) ainsi que la Caisse des dépôts et consignations.

¹⁵³ Ineffectivité du pacte de stabilité et de croissance tant en période de crise systémique que face à la volonté d'Etats membres de mener des politiques budgétaires expansionnistes ; absence d'instruments de stabilisation et d'ajustement financiers ; manque de collaboration entre autorités budgétaires et monétaires ; volonté de certains Etats membres de préserver leur souveraineté budgétaire, y compris hors des limites fixées par le pacte de stabilité ; absence de consensus sur la valeur d'équilibre de l'euro sur les marchés des changes. De premières réformes ont été engagées en vue de les pallier (6-pack, Traité sur la stabilité et la gouvernance (TSCG), 2-pack).

¹⁵⁴ Le 13 janvier 2012, une agence de notation a confirmé l'abaissement d'un cran de la note de la France, de « AAA » à « AA+ » avec perspective négative. L'Autriche a enregistré un recul de cotation similaire. L'Italie, l'Espagne, le Portugal et Chypre ont été dégradés de deux crans à respectivement BBB+, A, BB, BB+.

L'effet de la dégradation s'est étendu à des organismes sociaux tels l'Unedic, l'AP-HP ou la CADES, même s'ils disposent de ressources propres mais aussi à certaines collectivités territoriales (Ville de Paris ou région Ile-de-France) ainsi qu'aux grandes banques françaises que sont Société Générale, BPCE et Crédit Agricole.

3 - Les conséquences de la crise des dettes souveraines

Les établissements financiers étant massivement détenteurs de titres de dettes souveraines et leurs perspectives étant étroitement liées aux perspectives macroéconomiques des pays dans lesquels elles sont actives, la dégradation des finances publiques s'est pour partie répercutee sur la stabilité du secteur financier européen. Les tests de résistance n'ayant pas pleinement rassuré les observateurs sur la solidité des établissements de crédit, ces derniers font face à une hausse de leur prime de risque et à une réévaluation de leur notation. Combiné à la dégradation des finances publiques, le resserrement de leurs conditions de financement fait craindre un ralentissement de la croissance et des difficultés budgétaires supplémentaires, mais aussi des difficultés de financement pour l'ensemble de l'économie.

a) *L'exposition des banques aux dettes souveraines européennes*

Pour les banques françaises ayant participé aux tests de résistance de l'Autorité bancaire européenne¹⁵⁵, l'exposition aux dettes souveraines périphériques de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) s'élevait, au 30 septembre 2011 à 63,3 Md€, dont 7,7 Md€ au titre de la dette grecque. Elle reflète le fait que ces banques ont développé leur activité en zone euro et que leurs filiales détiennent, par conséquent, des titres de dette locale. Par ailleurs, contrairement à d'autres groupes bancaires européens¹⁵⁶, elles ont réduit plus lentement leur exposition aux titres de dette grecque.

¹⁵⁵ BNP Paribas, Société générale, BPCE, Crédit agricole.

¹⁵⁶ Entre fin 2010 et juin 2011, Deutsche Bank a ainsi réduit son exposition à la dette grecque (de 1,6 Md€ à 1,2 Md€).

Tableau n° 11 : Expositions⁽¹⁾ des principales banques françaises à la dette souveraine de certains pays européens au 30/09/2011 (M€)

	BNP Paribas	Société Générale	BPCE	Crédit Agricole
Allemagne	12 927	13 785	2 772	2 526
France	20 566	20 445	42 499	24 503
Grèce provisions	4 206 (2 536)	1 848 (750)	1 295 (762)	381 (210)
Irlande	508	771	346	169
Italie	22 750	6 312	5 065	7 659
Portugal	1 956	595	337	679
Espagne	4 491	3 353	1 782	1 791
Total souverain zone euro	106 741	53 280	58 743	44 286
Actif total	2 081 416	1 247 000	1 126 466	1 890 600

Source : Autorité de contrôle prudentiel

(1) Expositions brutes directes aux dettes des administrations centrales et locales (valeur comptable brute de provisions spécifiques). Les expositions brutes comprennent les instruments enregistrés en portefeuille bancaire (catégories "available for sale", titres détenus jusqu'à l'échéance et prêts et créances) et le portefeuille de négociation. (Source : Déclarations individuelles transmises à l'Autorité bancaire européenne)

Depuis cette date, l'exposition des banques françaises à des dettes des pays en difficulté, telle qu'elle ressort de la publication de leurs résultats trimestriels, s'est encore réduite¹⁵⁷, avoisinant 25 Md€ fin mars 2012.

b) Des tests de résistance à la portée discutée

Constatant que la détention massive de titres souverains était de nature à faire naître des incertitudes sur la solidité du secteur bancaire, les autorités européennes de supervision ont, depuis 2009, entendu rassurer les agents économiques en publiant à intervalles réguliers les résultats de « tests de résistance » appliqués au système bancaire européen.

La crédibilité de ces tests, réussis pour la grande majorité des établissements bancaires, s'est néanmoins trouvée mise à mal en 2010, par la crise irlandaise, survenue quelques mois après la publication de

¹⁵⁷ Pour la Société Générale, de 4,5 Md€ fin 2011 à 3,1 Md€ au 31 mars 2012 ; pour le groupe BPCE, de 3,4 Md€ fin 2011 à 3,2 Md€ au 31 mars 2012 ; pour le groupe Crédit Agricole, de 5 Md€ fin 2011 à 5,2 Md€ au 31 mars 2012 ; pour BNP Paribas, de 15,3 Md€ fin 2011 à 13,5 Md€ au 30 avril 2012.

résultats positifs pour les banques du pays et en 2011 par l'annonce de la restructuration à l'automne du groupe Dexia, qui les avait passés avec succès en juillet¹⁵⁸.

Au-delà des critiques qu'ils ont subies, les tests de résistance ont été soupçonnés d'entretenir les attaques contre les établissements bancaires, en désignant aux marchés les banques les plus fragiles. L'Autorité bancaire européenne a indiqué qu'elle ne procéderait pas à de nouveaux tests de résistance bancaire avant 2013. Globalement, ce mode de régulation n'a pas permis de rassurer les investisseurs.

c) Une hausse de la prime de risque des banques

Le bouleversement de l'échelle traditionnelle des risques résultant de la crise des dettes souveraines occasionne une déstabilisation de l'environnement financier, qui frappe tout particulièrement les banques européennes. Celles-ci sont en effet logiquement exposées aux dettes publiques de la zone euro puisqu'elles respectent un cadre prudentiel les incitant à détenir des titres souverains.

Les développements de la crise des dettes souveraines ont eu trois types de conséquences sur les établissements de crédit :

- en premier lieu, les établissements de crédit ont été contraints de provisionner des pertes sur les titres de dette grecque qu'elles détiennent¹⁵⁹, ce qui a fragilisé leur résultat ;
- en second lieu, la détention de dettes souveraines a été perçue comme faisant planer une incertitude sur leur solvabilité. En conséquence, certaines banques ont fait face à un resserrement de leurs conditions de refinancement sur les marchés ;
- en troisième lieu, la dégradation des finances publiques a occasionné une perte de crédibilité de la garantie implicite accordée par la puissance publique aux banques.

¹⁵⁸ Les tests de résistance avaient vocation à identifier les éventuels risques d'insolvabilité et non les problèmes de liquidité. Or, l'intervention en faveur de Dexia à l'automne 2011 trouvait principalement sa source dans une crise de liquidité.

¹⁵⁹ Les banques françaises se sont trouvées contraintes d'augmenter leurs provisions sur les titres de dette grecque qu'elles détiennent : fixé à 21 % pour le 2^{ème} trimestre 2011, le taux de provision pour l'ensemble de l'exercice a été relevé à 75 % par BNP Paribas, la Société Générale et Dexia, à 74 % par le Crédit Agricole, et à 70 % par BPCE et le Crédit Mutuel-CIC.

Le cumul de ces effets a amené les établissements de crédit européens à supporter des primes de risque plus élevées qu'à l'ordinaire. En France, la hausse de près de 200 points de base du CDS souverain français s'est accompagnée d'une progression du CDS moyen des principales banques de 250 points de base.

d) Des risques sur le refinancement et la distribution du crédit

Les perspectives de croissance dégradées en zone euro et la hausse de la prime de risque supportée par les établissements financiers menacent la distribution de crédit à l'économie, et pourraient même conduire à sa contraction (« *credit crunch* »). En effet, tandis que les offreurs de crédit seront tentés de mettre en place des stratégies restrictives sur l'offre, les demandeurs de financement pourraient faire montre d'attentisme compte tenu de la détérioration du climat des affaires et du manque de visibilité sur la conjoncture mais aussi sur les perspectives de long terme.

Face à ce risque, la Banque centrale européenne a lancé deux opérations exceptionnelles de refinancement à destination des établissements de crédit. En décembre 2011, elle a ainsi octroyé à 523 banques européennes un total de 489 Md€ de prêt à trois ans. En février 2012, 800 établissements financiers européens ont bénéficié d'un deuxième prêt aux caractéristiques identiques, pour un montant total de 529,5 Md€. L'effet net sur la liquidité a été de l'ordre de 500 Md€ au total pour les deux opérations, en raison de la baisse de l'octroi de liquidité via des opérations à plus brèves échéances.

Malgré cette abondance de liquidités, qui a contribué à la stabilisation de l'offre de prêts au début de l'année 2012¹⁶⁰ et à une relative détente des taux des crédits aux entreprises, la hausse des marges bancaires se poursuit en zone euro, ce qui continue de faire peser des incertitudes sur l'accès des agents économiques au crédit.

e) L'impact incertain de la renationalisation des marchés de capitaux

Le recours aux marchés obligataires dans les années 1980 puis la création de la zone euro à la fin des années 1990 ont permis à l'Etat de faire porter une part de plus en plus grande de son besoin de financement sur l'étranger. Par là même, il a pu limiter l'effet d'éviction de son

¹⁶⁰ Selon la Banque de France, seules 4,2 % des banques affichent une réduction de leur offre de crédit en janvier 2012 ; dans le même temps, 15,3 % des entreprises expliquent avoir revu à la baisse leur demande de financement bancaire.

financement sur l'épargne nationale tout en diversifiant sa base de créanciers et en réduisant la charge budgétaire du service de la dette.

Ce modèle de financement se trouve partiellement remis en cause par la crise des dettes souveraines et ses effets sur l'environnement financier en zone euro. Depuis le milieu de l'année 2011 en effet, certains marchés de capitaux connaissent une forme de « renationalisation », que la nécessité concomitante de satisfaire aux ratios de liquidité de Bâle III ne fait que renforcer. Autant qu'une crise de solvabilité des Etats ou une crise de confiance dans le système financier européen, la crise des dettes souveraines pourrait être analysée comme une crise de la balance des paiements. Les pays en capacité de financement se montreraient plus réticents à prêter aux pays en besoin de financement, qu'il s'agisse de financer les administrations (hausse de taux d'intérêt) ou les banques nationales (ralentissement du marché interbancaire).

Dans la mesure où elle présente un besoin de financement largement imputable aux administrations publiques, l'économie française serait doublement exposée à l'accentuation éventuelle de ce mouvement. Le coût de financement de la dette de l'Etat pourrait en effet augmenter tandis que les banques françaises rencontreraient plus de difficultés à se financer sur le marché interbancaire et dépendraient plus étroitement des facilités de refinancement octroyées par la Banque centrale. Au surplus, les ressources disponibles sur le marché national étant limitées, un effet d'éviction de l'emprunt public sur le financement privé pourrait se manifester.

B - Les conséquences du resserrement des contraintes prudentielles

La crise financière a fait apparaître que le risque systémique n'était pas uniquement une construction théorique. Elle a de ce fait rendu nécessaire un renouveau de la réglementation financière internationale afin de renforcer la robustesse des établissements financiers face au risque systémique et d'améliorer leurs procédures internes de gestion.

Piloté à l'échelle internationale, ce renouveau a pris la forme de nouvelles exigences de solvabilité et de liquidité applicables aux établissements bancaires ainsi que d'un durcissement de certaines règles prudentielles applicables aux autres établissements financiers. Prévu pour entrer en vigueur à l'issue d'une période de consolidation, dès lors que l'excès d'endettement ayant provoqué la crise aurait pu être résorbé, ce nouveau cadre prudentiel tend à s'imposer comme un standard de fait sous la pression des investisseurs et du marché.

Liquidité et solvabilité

La liquidité désigne la capacité, à un instant donné, de couvrir par des actifs disponibles l'ensemble des passifs exigibles. La solvabilité désigne la capacité, à terme, de rembourser la totalité des ses dettes. Distinctes en théorie, ces deux notions sont fortement liées en pratique. En effet, un émetteur qui fait face à une crise de liquidité doit se refinancer à des taux toujours plus élevés, ce qui fait peser un doute sur sa solvabilité finale. Une illiquidité, même passagère, peut donc avoir pour conséquence une insolvabilité, qui, elle, est définitive.

1 - Les mesures applicables au secteur bancaire (Bâle III)

a) Le cadre d'approbation

Le G20 a progressivement décliné un plan d'action en vue de réformer la régulation du système financier. Des mesures ont été prises dans ce cadre, telle l'adoption de normes en matière de rémunération des professionnels de marché au G20 de Pittsburgh de septembre 2009 ; l'encadrement des agences de notation au sommet de Londres d'avril 2009 ; l'approbation du nouveau cadre relatif aux fonds propres et à la liquidité des banques, dit « accord de Bâle III », au sommet de Séoul de novembre 2010 ; le renforcement de la régulation et de la supervision des banques systémiques, adopté au sommet de Cannes en novembre 2011.

b) L'accord de Bâle III

Publié le 16 décembre 2010, l'accord de Bâle III vise à renforcer le niveau et la qualité des fonds propres bancaires et à encadrer le risque d'illiquidité. Outre de plus sévères exigences de solvabilité, il prévoit de nouveaux ratios prenant en compte le risque d'illiquidité à un mois et à un an : le « *liquidity coverage ratio* » (LCR) et le « *net stable funding ratio* » (NSFR). Subsidiairement, il est prévu d'introduire un ratio de levier, défini comme un rapport minimum entre les fonds propres de la banque et l'ensemble de ses expositions de bilan et de hors bilan¹⁶¹. Des contraintes spécifiques sont en outre prévues pour les établissements financiers les plus importants (« systémiques »), compte tenu des effets de leur éventuelle défaillance sur le système financier.

¹⁶¹ Selon les banques françaises, ce ratio de levier introduirait des distorsions de concurrence entre les établissements de crédit européens et américains, en raison de différences de modèles d'affaires et de référentiels comptables.

Tous les pays du G20 se sont engagés à respecter les accords de Bâle. En Europe, leurs dispositions ont été transposées ou le seront prochainement, notamment à travers la directive sur les Fonds propres réglementaires (dite « CRD IV »)¹⁶².

Les normes prudentielles antérieures à Bâle III

Le comité de Bâle sur la supervision bancaire est un forum de coopération sur les thèmes de régulation bancaire internationale créé en 1975 et hébergé au sein de la Banque des règlements internationaux. Regroupant des représentants des banques centrales et autorités prudentielles de 27 pays, il fixe des normes prudentielles minimales ; édicte des règles de surveillance de l'activité bancaire et promeut l'échange de bonnes pratiques.

Bâle I, appelé « ratio Cooke », s'est appliqué dans les pays du G10 à partir de 1992. Bâle II, également appelé « ratio Mc Donough », s'est appliqué dans les Etats membres de l'Union européenne à partir de 2007.

c) Une entrée en vigueur fortement anticipée

Le calendrier original de l'accord Bâle III prévoyait une entrée en vigueur progressive à partir du 1^{er} janvier 2013, assortie de périodes d'observation, pour une pleine application à partir du 1^{er} janvier 2019. Cependant, dans le contexte actuel, ses prescriptions tendent dès à présent à devenir des standards de fait, notamment en ce qui concerne la solvabilité. Sans pour autant que cet exercice soit une anticipation de la mise en œuvre de la nouvelle réglementation, mais afin de rétablir la confiance dans le secteur bancaire, l'accord du 26 octobre 2011 prévoit que les banques européennes respectent, d'ici le 30 juin 2012, un ratio de fonds propres égal à 9 %.

L'anticipation du calendrier d'application d'une partie des dispositions de Bâle III pose deux types de difficultés :

- d'une part, elle pourrait accroître le coût de mise en place du nouveau cadre prudentiel, les exigences de fonds propres

¹⁶² Contrairement à Bâle II, qui ne concernait pas les banques locales américaines et qui n'a toujours pas été mis en œuvre par les banques de taille importante, Bâle III devrait entrer en vigueur aux Etats-Unis même si des incertitudes persistantes sur ses modalités d'application suscitent la crainte de distorsion de concurrence.

augmentant sans que la révision du spectre des instruments mobilisables en Core Tier 1¹⁶³ ne soit encore entrée en vigueur ;

- d'autre part, elle renforce les effets déstabilisateurs de la crise sur le secteur financier. En effet, les prescriptions de Bâle III sont fondées sur l'hypothèse que les titres de dettes souveraines sont liquides et sans risque et incitent les banques à en détenir en guise de réserves de liquidité pour un coût nul en fonds propres. Or, ces actifs sont actuellement perçus comme risqués. L'échelle des risques des marchés aujourd'hui se trouve donc en décalage avec celle prévue par la réglementation, ce qui alimente des mouvements de défiance sur les marchés financiers.

d) Un risque de renchérissement du coût du crédit

Selon les études du comité de Bâle, l'incidence du renforcement des ratios de fonds propres durs sur le coût du crédit serait de 0,31 %. L'*Institute of International Finance* (IIF), l'association internationale des institutions financières, parvient à des estimations nettement plus pessimistes, en prenant en compte l'ensemble des réformes réglementaires en cours. L'impact sur le coût du crédit serait de l'ordre de 3 % pour la zone euro à l'horizon 2015, voire dès 2013 si les nouvelles normes étaient appliquées de manière anticipée.

L'incidence sur le PIB du renchérissement du crédit et de la réduction des volumes de prêts serait, selon le comité de Bâle, de 0,34 % du PIB sur 8 ans, du fait du renforcement des fonds propres bancaires. En mettant en regard les bénéfices que l'on peut tirer du renforcement de la réglementation (à savoir une réduction de la probabilité d'occurrence et de la violence des crises bancaires), qu'il estime à 2,5 % du PIB, le comité de Bâle conclut que les bénéfices l'emportent sur les coûts. L'*Institute of International Finance* aboutit, certes sur un terme différent, à une conclusion contraire, estimant que Bâle III pourrait occasionner une réduction du PIB de 3 % d'ici 2015 en zone euro.

Les écarts entre les études du comité de Bâle et celle de l'IIF s'expliquent par la forte sensibilité des résultats aux hypothèses sur lesquelles elles sont construites. Ces hypothèses structurantes sont rendues indispensables par la difficulté de modéliser les comportements

¹⁶³ Noyau dur des fonds propres de base. Il regroupe les actions ordinaires, les réserves, les résultats accumulés et non distribués, les actions de préférence sous certaines conditions et les intérêts minoritaires provenant de la consolidation des filiales opérationnelles.

des banques, l'impact des crises bancaires ou encore les conséquences sur l'économie des fluctuations de l'offre de crédit en prix et en volume.

e) Une incitation probable à se reporter sur les marchés

Les nouveaux ratios prudentiels applicables à la liquidité se traduiront vraisemblablement par une limitation de la transformation opérée par les établissements financiers. Les efforts à engager seront d'autant plus importants que le modèle bancaire français se caractérise par un ratio crédits sur dépôts supérieur à 1. En effet, une partie de l'épargne des ménages n'apparaît pas au bilan des banques, parce qu'elle est placée en assurance-vie ou en épargne réglementée¹⁶⁴. En conséquence, une part plus grande des agents économiques pourrait être incitée à se financer sur les marchés, selon le modèle anglo-saxon, au détriment des financements intermédiaires plus traditionnels en Europe continentale et notamment en France.

Par ailleurs, les prescriptions de Bâle III pourraient inciter les banques à sortir de leur bilan les risques associés à la production de crédit, en recourant notamment à la titrisation. Les établissements de crédit reporteront donc une partie du risque économique qu'ils portaient traditionnellement sur les investisseurs, voire indirectement sur les épargnantes. Ils ne joueraient donc plus autant leur rôle de stabilisateurs comptables de la volatilité ce qui, selon certains professionnels consultés, pourrait aggraver l'instabilité des marchés plutôt que la limiter.

2 - Les mesures prudentielles applicables aux assureurs européens (Solvabilité II)

a) Le contenu de la directive Solvabilité II

Dans le prolongement de Bâle II, qui s'appliquait aux banques, la directive n°2009/138/CE, dite « Solvabilité II », vise à adapter les exigences réglementaires à l'ensemble des risques effectivement portés dans les actifs et les passifs des compagnies d'assurance.

¹⁶⁴ Les banques anglo-saxonnes présentent au contraire à leur bilan un montant de dépôts supérieur aux crédits qu'elles octroient.

A l'instar des préconisations du comité de Bâle, elle met l'accent sur la connaissance par l'entreprise de son profil de risque et sur les exigences de capital qui en résultent¹⁶⁵.

Solvabilité II prévoit en outre de transférer certains risques supportés par les provisions techniques vers les fonds propres des assureurs. A cette fin, deux ratios de solvabilité sont instaurés :

- le capital de solvabilité requis (SCR) impose aux assureurs de détenir suffisamment de fonds propres pour éviter le risque de faillite avec une probabilité de 99,5 % à horizon d'un an. Cependant, cet horizon ne correspond pas nécessairement à la duration théorique du passif (de l'ordre de 6 à 7 ans). Il s'ensuit, selon la profession, une divergence du contrôle prudentiel par rapport à la gestion interne de l'entreprise ;
- le minimum de capital requis (MCR) correspond quant à lui au niveau de fonds propres en deçà duquel les autorités de supervision pourront retirer l'agrément de l'assureur et lui interdire de disposer librement de ses actifs.

Enfin, Solvabilité II généralise l'évaluation à la « juste valeur » (*fair value*)¹⁶⁶ pour l'ensemble des éléments du bilan.

b) Les conséquences probables pour le financement de l'économie

En France, les assureurs-vie seront les principaux investisseurs concernés par ces évolutions. Leur stratégie de gestion devrait vraisemblablement évoluer, pour être conçue non plus seulement dans une logique d'adéquation actif-passif et d'optimisation de la performance financière intrinsèque mais également dans une perspective d'optimisation des fonds propres, chaque classe d'actif étant associée à des exigences de solvabilité spécifiques. Leurs arbitrages se fonderont ainsi sur l'évaluation conjointe du rendement et des coûts en fonds propres.

Couplées à la contrainte de liquidité de certains contrats, les prescriptions de Solvabilité II devraient inciter les assureurs à privilégier les produits sûrs et liquides comme les produits de taux, de crédit de bonne qualité ou les obligations collatéralisées dont la volatilité à un an

¹⁶⁵ Elle autorise ainsi les assureurs à développer des modèles propres d'évaluation des risques, partiels ou totaux, pour remplacer tout ou partie du modèle standard prévu par la directive. Ces modèles internes ne pourront cependant être utilisés à des fins réglementaires qu'avec l'approbation des autorités de supervision.

¹⁶⁶ Sur cette notion, cf. *infra* le point 3 consacré aux normes comptables.

est faible. Les assureurs devraient raccourcir l'horizon de détention de leurs actifs et développer une appétence plus forte pour des actifs offrant des gains réguliers, telles les infrastructures.

A l'inverse, les assureurs devraient limiter leurs interventions sur les marchés actions, accentuant ainsi leur désaffection pour ce type de produits observée sur une décennie. Plus généralement, leurs investissements en actions, capital-investissement ou fonds de gestion alternative seront entravés, les risques longs étant pénalisés en termes de capitaux propres¹⁶⁷. La demande de titres relevant de ces trois classes d'actifs pourrait donc se contracter, les fonds de pension qui, à ce jour, ne sont pas soumis à Solvabilité II, demeurant les derniers investisseurs institutionnels susceptibles d'en souscrire¹⁶⁸.

Bien que le calendrier d'entrée en vigueur des prescriptions de Solvabilité II fasse encore l'objet de tractations à l'échelon communautaire, les établissements concernés apparaissent dès aujourd'hui conduire les ajustements stratégiques nécessaires à leur respect, tant pour des raisons prudentielles que pour améliorer leur attractivité vis-à-vis d'investisseurs extérieurs.

3 - Des normes comptables qui accélèrent les évolutions à l'œuvre

a) Un facteur d'amplification des déstabilisations financières

Comme la Cour l'avait noté dans son rapport de 2010 sur les concours publics aux établissements de crédit, les normes comptables internationales (*International Financial Reporting Standards* ou IFRS) ou américaines (*Generally accepted accounting principles* ou GAAP) ont amplifié les effets de la crise. Leurs préconisations ont en effet conduit, avant la crise, à une sous-estimation des risques de crédit et de contrepartie et, durant la crise, à un provisionnement trop faible des pertes enregistrées sur le marché des produits structurés. En outre, les classifications comptables des instruments financiers qu'elles proposaient se sont en pratique avérées trop complexes pour être appliquées de manière uniforme.

¹⁶⁷ Par exemple, le coût en capital de la détention d'actions institué par Solvabilité II sera de 39 %.

¹⁶⁸ Au-delà de l'effet dépréciatif qu'aurait cette contraction de la demande, Solvabilité II pourrait pénaliser plus durement les pays à système de retraite assurantiel (France, Allemagne) où l'assurance-vie est généralement très développée, que ceux dotés de système par capitalisation, reposant sur des fonds de pension. Par ailleurs, la situation des assureurs sera plus exposée aux conditions de marché, du fait de l'exigence d'une comptabilisation en valeur de marché.

Enfin et surtout, les normes comptables sont soupçonnées d'avoir eu un effet procyclique durant la crise. L'impératif d'une valorisation à la « juste valeur », c'est-à-dire au prix de marché, a en effet contribué à la survalorisation d'actifs spéculatifs en solvabilisant, par « effet richesse », leurs détenteurs. De façon symétrique, elle a précipité la chute des cours à l'éclatement des bulles, forçant certains acteurs à comptabiliser leurs actifs à des valeurs en apparence déconnectées de la réalité, du fait de l'illiquidité des marchés d'échange¹⁶⁹.

Ainsi, en accélérant la formation des bulles spéculatives et en précipitant leur éclatement, les normes comptables ont contribué à répercuter au bilan des institutions financières la volatilité des marchés financiers durant la crise et à en amplifier les effets.

Par ailleurs, les divergences entre les normes édictées par le normalisateur américain (FASB) et le conseil exécutif de normalisation comptable international (IASB) ont créé des distorsions réglementaires entre banques américaines et européennes qui ont incité ces dernières à s'implanter aux Etats-Unis en vue de bénéficier d'un environnement administratif plus favorable. Détentrices de produits structurés, exposées aux tensions sur les marchés interbancaires américains et soumises depuis 2005 à l'obligation de publier leurs comptes selon les prescriptions du référentiel comptable international (IFRS)¹⁷⁰, les banques européennes ont ainsi constitué l'un des canaux de transmission de la crise d'une rive à l'autre de l'Atlantique.

b) Une incitation à anticiper et à dépasser les normes prudentielles

Comme la crise l'a illustré, la valorisation à la juste valeur qui prescrit aux établissements financiers de comptabiliser leurs actifs suivant le montant des transactions de marché, soumet leurs bilans à une forte volatilité, notamment à la baisse en cas de crise systémique¹⁷¹. Dans le même temps, de nouveaux critères prudentiels s'imposent en pratique aux établissements financiers et encadrent l'évolution de la structure de leurs bilans dans des limitations strictes, sous l'empire des dispositions de Bâle III ou de Solvabilité II.

¹⁶⁹ Pour autant, cette méthode de comptabilisation n'a pas été véritablement remise en cause. Elle bénéficie, il est vrai, de ses qualités sémantiques puisque tout autre méthode se trouve *de facto* soupçonnée d'être insincère (« *unfair* »).

¹⁷⁰ De source communautaire, cette prescription s'est appliquée de fait à toute entreprise cotée sur un marché organisé européen, soit environ 8 000 sociétés.

¹⁷¹ Le recours à la valorisation de marché apparaît en effet inopérant dès lors que le marché concerné est illiquide, extrêmement volatile ou quasi-inexistant.

Le cumul de ces deux types de prescriptions aura des conséquences tant sur l'applicabilité et le niveau d'exigence des nouvelles normes que sur les conséquences tirées par les établissements des obligations de transparence qui s'imposent désormais à eux.

En ce qui concerne l'applicabilité du cadre prudentiel, les nouvelles normes ayant été présentées comme plus protectrices que les précédentes, il était de l'intérêt des établissements financiers de les appliquer, tout du moins facialement, le plus vite possible afin d'attirer vers eux les investisseurs de qualité. Ainsi, dans un contexte de défiance sur les marchés financiers, le calendrier de mise en place d'un resserrement prudentiel ne pouvait que s'accélérer.

S'agissant du niveau des exigences en lui-même, la volatilité des marchés se trouvant propagée dans les bilans par les normes comptables, les établissements financiers peuvent trouver avantageux de sur-respecter les ratios prudentiels en vue de se prémunir contre les variations de la valorisation de leurs actifs ou de leurs passifs¹⁷². En ce sens, les normes comptables peuvent inciter à dépasser les prescriptions prudentielles nominales.

Pour ce qui relève enfin des obligations de transparence, la publication des comptes des établissements financiers étant devenue plus régulière, que ce soit de leur fait ou de celui d'autorités publiques, ils se trouvent de fait placés non seulement sous le contrôle périodique des superviseurs mais aussi sous le regard constant de leurs pairs¹⁷³. Cette évolution vers une plus grande transparence peut avoir, en période de défiance systémique, des effets déstabilisants dont l'anticipation modifie, en elle-même, le comportement des agents économiques et peut inciter les établissements concernés à se couvrir encore davantage pour éviter des perturbations potentielles.

¹⁷² Les filtres prudentiels liés aux variations de valeur de marché ne sont qu'une option nationale. Ils ne concernent pas les actifs détenus à maturité et comptabilisés en coût historique amorti, mais uniquement les actifs détenus dans la catégorie « disponibles à la vente ». Pour ces derniers, les variations de valeur de marché à la hausse ou à la baisse sont imputées directement sur les capitaux propres, sans passer par le compte de résultat.

¹⁷³ En témoignent les débats suscités par les provisions pour risques comptabilisées par les établissements financiers européens durant la crise grecque.

II - Un nouveau modèle de financement

Contraints d'opérer des ajustements financiers et comptables, les établissements de crédit adaptent leur stratégie aux nouvelles conditions de marché. Certains acteurs pourraient en conséquence voir leur accès au financement se resserrer, notamment les PME indépendantes, les collectivités territoriales, les exportateurs et les porteurs de projet.

A - Le renouvellement du modèle d'affaires bancaire

1 - Une triple exigence financière

Les banques françaises font face à une triple exigence financière : réduire leur besoin de refinancement, contenir leur consommation d'actifs collatéralisables et consolider leurs fonds propres.

a) Un besoin de refinancement structurel

Au cours des quinze dernières années, le secteur financier français a connu une forte augmentation de ses stocks d'actifs et de passifs financiers, de 8 % en moyenne par an contre 3,3 % pour le PIB.

Cette progression fait ressortir une situation dans laquelle les crédits consentis par les banques sont très supérieurs aux dépôts, notamment en raison de la part importante des dépôts longs réalisés auprès de compagnies d'assurance-vie ou de gestionnaires de fonds, de la centralisation des dépôts des livrets réglementés auprès de la Caisse des dépôts et consignations et de l'obligation pour certaines administrations publiques de déposer leurs fonds au Trésor¹⁷⁴. De ce fait, le secteur bancaire est exposé à un besoin de refinancement structurel qu'il couvre sur les marchés financiers.

Du fait du jeu de compensations entre établissements et de la prise en compte des opérations à l'étranger où peu de dépôts sont collectés, la situation des grands établissements est plus contrainte que celle de l'ensemble des banques françaises. Bien que des données globalisées puissent masquer des situations individuelles très différentes, l'analyse du

¹⁷⁴ Cf. *supra* : placements en assurance-vie (1 375 Md€), OPCVM (265 Md€), part centralisée des dépôts d'épargne réglementée (260 Md€), somme des dépôts des correspondants du Trésor (123 Md€). Sans pouvoir être totalisés, ces chiffres illustrent le volume des passifs financiers qui ne se trouvent pas inscrits au bilan des banques.

bilan consolidé des sept principaux groupes bancaires français¹⁷⁵ fait ressortir une dépendance globale au refinancement sur les marchés. Leurs encours de crédit à la clientèle (3 145 Md€) représentent près de la moitié du total de leur bilan (6 486 Md€) et les dettes envers la clientèle (2 231 Md€), le tiers de celui-ci. La situation nette des banques françaises était, à fin 2010, emprunteuse à hauteur de 914 Md€⁷⁶.

Prenant acte de la dégradation des conditions de refinancement depuis le déclenchement de la crise, les grands établissements français ont cherché à réduire leur besoin de refinancement, mobilisant plus largement les ressources de leur clientèle dont la collecte a augmenté plus vite que la distribution de crédits.

Tableau n° 12 : Ratio crédits sur dépôts des banques françaises

Md€	2006	2007	2008	2009	2010
Crédits clientèle	1 844	2 142	2 288	2 218	2 393
Ressources clientèle	1 484	1 657	1 783	1 893	2 133
Position emprunteuse nette	360	485	505	325	260
Ratio crédits / dépôts	124%	129%	128%	117%	112%

Source : Autorité de contrôle prudentiel

b) Une consommation croissante d'actifs collatéralisables

Depuis le déclenchement de la crise, la quasi-disparition des refinancements en blanc¹⁷⁷ (*unsecured*) a conduit les banques à se reporter sur les obligations sécurisées (*covered bonds*), avec un dépôt en garantie de leurs actifs (« collatéralisation »). S'ils facilitent le refinancement des établissements de crédit, ces montages réduisent toutefois mécaniquement

¹⁷⁵ Données de l'Autorité de contrôle prudentiel au 31 décembre 2010 pour l'ensemble constitué par BNP-Paribas, la Société générale, le groupe Crédit agricole, le groupe BPCE, le groupe Crédit mutuel, Dexia crédit local et HSBC France.

¹⁷⁶ La stratégie d'internationalisation des grandes banques françaises contribue à aggraver leur besoin de refinancement : l'intégration des relations avec la clientèle à l'étranger fait progresser leur ratio des crédits sur les dépôts à 140 %, ce qui s'explique par l'accent porté sur la distribution de crédit dans leur stratégie d'implantation sur les marchés extérieurs, notamment en zone euro.

¹⁷⁷ Un refinancement en blanc désigne la fourniture de liquidités à court terme sur le marché interbancaire ou à moyen-long terme par des prêts ou des titres de dette obligataire non-sécurisée.

le volume et la qualité des actifs disponibles pour couvrir les passifs non sécurisés, notamment les dépôts.

Leur efficacité est d'autant plus grande que l'actif collatéralisé est de bonne qualité, ce qui explique pour partie l'appétence renouvelée des banques pour les actifs d'infrastructures et les créances sur les personnes morales publiques, qu'elles acquièrent en particulier grâce au dispositif dit de « cession Dailly acceptée ».

Dans certains cas, les établissements de crédit déposent en garantie plus d'actifs que le montant de leur emprunt, en vue d'obtenir un rehaussement de leur crédit¹⁷⁸. Ce phénomène dit de « surcollatéralisation » réduit d'autant plus rapidement le volume d'actifs dont ils disposent librement à leur bilan.

L'exigence d'une collatéralisation croissante du refinancement, qui a joué un rôle majeur dans le cas du groupe Dexia, contribue à ce que les établissements de crédit limitent leur besoin de refinancement et subordonnent davantage le crédit à l'apport d'une caution.

Dexia : un cas extrême de dépendance au refinancement

Dès 2008, la banque franco-belge Dexia a bénéficié de mesures de sauvegarde exceptionnelles¹⁷⁹. Dans son rapport de juin 2009 sur les concours publics aux établissements de crédit, la Cour avait souligné que les difficultés du groupe s'expliquaient par un déséquilibre du bilan dû à des financements principalement à court terme, face à des actifs à maturité longue. Le groupe Dexia s'est engagé dans un plan de restructuration visant à réduire ses besoins de financement à court terme et à équilibrer la duration de son bilan, notamment en cédant diverses filiales.

Ce plan n'a pu cependant être mené à son terme du fait de l'aggravation de la crise des dettes souveraines. Bien que son ratio de solvabilité soit resté jusqu'alors solide¹⁸⁰ et que le groupe ait satisfait aux tests de résistance européens, Dexia a connu une crise de liquidité fatale à l'automne 2011 qui l'a conduit à adopter un plan dit « de résolution ordonnée » avec le soutien des Etats belge, luxembourgeois et français.

¹⁷⁸ Le rehaussement consiste à diminuer le coût d'un crédit grâce à l'apport d'un actif en collatéral, à l'octroi d'une garantie ou à la souscription d'une assurance.

¹⁷⁹ L'Etat est entré en septembre 2008 au capital et a apporté sa garantie conjointe et non solidaire, plafonnée à 36,5 Md€, sur les refinancements du groupe levés avant le 31 octobre 2010, pour une maturité maximale de 4 ans.

¹⁸⁰ A l'été 2011, le groupe affichait un ratio de solvabilité de plus de 11 %. Début 2012, ce ratio a chuté à 7,6 % après la publication de fortes pertes (11,6 Md€).

c) La recherche d'une plus grande rentabilité

Les banques françaises concernées par l'accord européen du 26 octobre 2011 doivent respecter depuis le 30 juin 2012, un ratio de fonds propres égal à 9 %, après comptabilisation en valeur de marché de l'exposition aux risques souverains. L'Autorité bancaire européenne a évalué les besoins en fonds propres correspondants à 8,8 Md€⁸¹.

Le 27 octobre 2011, la Fédération bancaire française a indiqué que « *les banques françaises estiment être en mesure d'atteindre ces nouvelles exigences européennes par leurs propres moyens, sans faire appel à des financements publics, tout en jouant pleinement leur rôle dans le financement de l'économie française* ». La communication publique des banques à l'occasion de la publication de leurs résultats 2011 a donné à penser que près de 80 % du bénéfice de cette même année pourrait être directement affecté au renforcement des fonds propres.

Compte tenu du fort redressement de la rentabilité des activités bancaires en 2009 et 2010 et du besoin, somme toute limité selon l'évaluation de l'Autorité bancaire européenne, de fonds propres additionnels, l'atteinte des nouvelles exigences prudentielles par mobilisation du résultat d'exploitation apparaît crédible.

2 - Les ajustements financiers et commerciaux à l'œuvre

Les exigences financières auxquelles sont soumis les établissements de crédit français les conduisent cependant à adapter leur stratégie financière et commerciale.

En termes financiers, les banques françaises devraient reprendre un mouvement de titrisation de leurs actifs longs qu'elles avaient entamé avant 2008 en vue de limiter le volume de fonds propres qu'elles consomment. Elles devraient en outre étendre l'horizon de leurs plans de refinancement, quitte à pénaliser leur rentabilité. Leurs opérations menées en devises étrangères, et notamment en dollar, seront vraisemblablement réduites, du fait d'un moindre accès à la ressource et d'une hausse des coûts de refinancement.

⁸¹ BNP Paribas, groupe BPCE, groupe Crédit agricole, Société générale. Une estimation affinée au 30 septembre 2011 ramènerait le besoin de recapitalisation à 7,3 Md€ dont 3,5 Md€ de coussin de sécurité sur les expositions souveraines.

A la fin 2011, certains établissements de crédit ont engagé des plans de réduction de la taille de leur bilan¹⁸² afin de redresser leur ratio de solvabilité dans l'attente d'augmenter leurs fonds propres. De même, des plans de réduction de la masse salariale ont été mis en œuvre, par une réduction du nombre d'emplois ainsi qu'une limitation de la croissance des rémunérations¹⁸³, ces dernières ayant, par ailleurs, fait l'objet de nouvelles dispositions légales concernant les professionnels de marché¹⁸⁴. Ces évolutions s'accompagnent de plans de restructuration des banques de financement et d'investissement visant à réduire les activités les plus risquées, notamment pour compte propre, et à développer des synergies entre les activités de marché et celles de conseil ou de financement.

En termes commerciaux, les établissements tendront vraisemblablement à accroître leurs marges opérationnelles. Certaines activités extérieures non stratégiques sont déjà progressivement réduites, arrêtées ou vendues. Afin de limiter l'immobilisation prolongée de fonds propres, la distribution de crédit à long terme pourrait être restreinte, les demandeurs étant orientés vers des placements plus courts. L'accès au crédit de certaines clientèles pourrait être resserré ou subordonné à la souscription de services bancaires supplémentaires.

Enfin, la recherche de liquidité pourrait inciter les banques à intensifier leur concurrence en termes de rémunération de l'épargne, au bénéfice de l'épargnant et au détriment de l'emprunteur.

B - Des tensions spécifiques sur le financement de certains acteurs économiques

Les ajustements financiers et commerciaux que les établissements de crédit conduisent auront vraisemblablement des conséquences sur le

¹⁸² Entre fin 2010 et fin 2011, BNP - Paribas et la Société générale ont respectivement réduit de 12 % et 18 % la taille de leur bilan.

¹⁸³ Le secteur bancaire se démarque par la part très majoritaire que les salaires y occupent dans la valeur ajoutée. Cette part n'a fait qu'augmenter passant de 53 % à près de 70 % entre 2000 et 2006 ; à cette date, le salaire moyen par tête dans le secteur bancaire était de 50 % supérieur à celui versé par les sociétés non financières. Selon un rapport remis en janvier 2011 au ministre de l'économie par M. Michel Camdessus, les quatre principales banques françaises ont alloué en 2009 près de 3 Md€ de rémunérations variables (hors charges sociales) aux salariés des banques de financement et d'investissement. Les deux tiers de ces « bonus » sont destinés à des professionnels de marché, soit environ 8 200 collaborateurs.

¹⁸⁴ Les standards du *Financial Stability Board* en matière de rémunération ont été transcrits dans la législation française (règlement n°97-02 du comité de la réglementation bancaire et financière) et européenne (CRD III).

financement de l'économie. Les acteurs qui trouvent généralement dans les banques leur source principale, voire exclusive, de financement sont au premier chef concernés.

1 - Les PME indépendantes

a) *L'absence d'alternative au financement externe bancaire*

Par définition, les PME indépendantes ne bénéficient pas de financement en provenance d'un groupe, que ce soit sous forme de dette ou de capitaux propres. Leur taille limite leur capacité à trouver une alternative en recourant directement aux marchés financiers du fait des frais encourus (obligations comptables et légales, frais de cotation) et du besoin, pour les marchés, d'une prévisibilité et d'une liquidité minimale¹⁸⁵. Malgré les progrès enregistrés, les financements en capital-risque et capital-développement demeurent limités en France.

Aussi, une fois épuisée la capacité de financement de l'entrepreneur, les PME indépendantes sont généralement dépendantes des banques pour leur financement externe. Dans son rapport de septembre 2011, le médiateur du crédit souligne en particulier la situation financière contrainte des très petites entreprises (TPE) qui, à la fois, sont sous-dotées pour la plupart en fonds propres et ne disposent que de faibles crédits fournisseurs.

b) *Un renchérissement probable des coûts de financement*

Les banques sont confrontées à un besoin de recapitalisation qu'elles cherchent à combler en mobilisant leur résultat d'exploitation. Leur exigence de rentabilité sera donc forte à l'avenir, en particulier en ce qui concerne la banque de détail compte tenu de la baisse attendue du rendement de certaines activités de marché pour compte propre.

En outre, en vue de respecter les exigences de Bâle III, elles devront couvrir au moins 7 % de leurs actifs par des fonds propres dits purs, dont la rémunération est plus élevée que celles des dépôts et livrets. Cette exigence se traduira par une hausse du coût moyen de leur passif, qu'elles répercuteront vraisemblablement sur les taux d'intérêt des crédits

¹⁸⁵ Un rapport de Paris Europlace de juin 2010 souligne que le cadre financier et réglementaire actuel n'est guère favorable aux PME désirant se financer par émission de titres : en 2009, la Banque centrale européenne estimait à 1 % le nombre de PME ayant émis des titres de dettes ou d'actions (cf. F. Demarigny, *Un Small Business Act du droit boursier européen*, mars 2010).

qu'elles octroient. Cette augmentation des taux pèsera en partie sur les PME alors même que celles-ci font face en moyenne à un coût du crédit plus élevé que d'autres emprunteurs, du fait de leur risque propre.

c) Un ralentissement possible de la distribution du crédit

Si les encours de crédit à l'investissement sont restés dynamiques dans la période récente pour l'ensemble des entreprises¹⁸⁶, les ajustements stratégiques qu'opère le secteur financier auront vraisemblablement un impact sur l'offre de crédit disponible pour les PME indépendantes. En effet, le durcissement des prescriptions prudentielles pourrait inciter les banques à limiter leur exposition au risque en réduisant le volume des crédits qu'elles distribuent aux entreprises afin d'augmenter, par réduction du dénominateur, leur ratio de solvabilité.

En outre, le principe d'une plus forte adéquation des durées des emplois et des ressources au bilan des banques pourrait entraîner une moindre transformation par les institutions financières des ressources courtes en actifs longs, ce qui pourrait contribuer à réduire, tant en volume qu'en durée, les prêts distribués. Généralement considérées comme des emprunteurs risqués, les PME indépendantes seraient au premier chef concernées.

Les établissements financiers non-bancaires, notamment les assureurs, ne pourront vraisemblablement pas compenser un éventuel repli de l'offre de crédit proposée par les banques. Selon l'Observatoire du financement des entreprises, la mise en place de Solvabilité II pourrait s'accompagner d'un repli du niveau actuel de 19 % à une fourchette de 5 à 8 % des investissements des assureurs en actions de PME ou d'ETI.

S'il est trop tôt pour en confirmer la réalité, ces perspectives de ralentissement de l'offre de crédit sont cohérentes avec certaines observations de la Banque de France. Ainsi fin 2011, la croissance des crédits mobilisables aux entreprises est devenue négative pour la première fois depuis deux ans. Les crédits mobilisés ont, quant à eux, continué de progresser mais à un rythme de plus en plus ralenti.

Une enquête qualitative conduite par l'institut Rexecode auprès des grandes entreprises met en évidence des évolutions similaires¹⁸⁷.

¹⁸⁶ Les encours de crédit à l'investissement ont progressé de 4,4 % en 2009, 3,5 % en 2010, 5 % en 2011 et 2,6 % sur trois mois annualisés en avril 2012.

¹⁸⁷ Le solde d'opinion des trésoriers de grandes entreprises à la question : « *Vos recherches de financement sont-elles faciles, normales ou difficiles ?* » s'établissaient en octobre 2011 à un niveau particulièrement bas (- 28 %).

Ainsi, l'accès au crédit des PME pourrait se révéler à l'avenir plus difficile et les crédits consentis plus courts et plus coûteux. Le financement étant généralement un facteur clef de la décision d'investissement, cet accès contraint pourrait se traduire par un fléchissement supplémentaire de l'investissement des PME.

2 - Les exportateurs

a) La fermeture des marchés en dollars

A partir d'août 2011, les banques européennes, et particulièrement françaises, ont connu des difficultés pour se refinancer en dollars américains (USD), du fait notamment d'un retrait des fonds monétaires américains du marché européen. Malgré les interventions des banques centrales pour faciliter l'accès aux liquidités en dollars¹⁸⁸, celui-ci apparaît plus rare et plus coûteux que dans les conditions pré-existant à la crise. Ainsi, selon une étude de Natixis, les fonds monétaires américains n'investissaient plus en octobre 2011 que 63 Md USD sur les banques françaises, soit une baisse de 109 Md USD depuis juin¹⁸⁹. Dans le même temps, la maturité moyenne est passée de 40 à 14 jours.

Les banques tentent donc de réduire leur offre de financements en devises, ce qui devrait se traduire par une hausse du coût de refinancement de leur clientèle, lié à l'utilisation de swaps euro-dollars. A long terme, cette hausse se doublera de l'effet des ratios de liquidité de Bâle III¹⁹⁰.

b) Les secteurs concernés

Ce mouvement de retrait et de renchérissement pénalise à la fois le financement de projets et celui de l'exportation, et aura pour conséquence une diminution des crédits en dollars accordés aux entreprises françaises

¹⁸⁸ Mise en place par la Banque centrale européenne d'une facilité de refinancement en dollars à 1 semaine (10 mai 2010) puis à 3 mois (15 septembre 2011) ; action conjointe de 6 banques centrales afin de réduire le coût des *swaps* et de les prolonger jusqu'en 2013.

¹⁸⁹ Selon Bloomberg Businessweek, les 8 plus gros fonds monétaires américains (des fonds de Fidelity, J.P. Morgan, Vanguard, Blackrock et Federated) auraient réduit leurs expositions aux quatre principales banques françaises (BNP-Paribas, Société générale, groupe BPCE, groupe Crédit agricole) de 93 %, soit 76,8 Md USD, entre décembre 2010 et décembre 2011.

¹⁹⁰ Comme le souligne le comité de Bâle, si les exigences sont définies dans une seule monnaie au niveau international, les ratios de liquidité doivent être suivis dans chacune des devises significatives, afin de surveiller d'éventuelles asymétries.

et à leurs clients internationaux. C'est par exemple le cas dans le domaine du financement aéronautique, pour lequel les banques françaises ont accumulé une grande expertise, mais où de nouveaux acteurs pourraient voir leur activité progresser. Le risque est ici celui d'une perte de parts de marché des banques françaises sur les financements structurés.

Anticipant ces évolutions, certaines grandes entreprises ont lancé dès les mois d'août et septembre 2011 des programmes de financement en USD. Pour les entreprises plus petites en revanche et notamment celles qui sont indépendantes, la réduction et le renchérissement des financements en USD pourraient avoir un impact sur le financement des exportations dans la principale monnaie du commerce international.

Or, tout comme l'investissement, les accès aux financements en USD et aux marchés export constituent des voies indispensables en vue de soutenir la compétitivité de l'économie nationale.

3 - Les porteurs de projet de long terme

Le financement de projets

Le financement de projets rassemble les montages financiers utilisés pour mener à bien des projets aux coûts très importants, comme les infrastructures de transport, routières ou ferroviaires, l'extraction pétrolière ou minière, la construction de centrales électriques ou d'ouvrages d'art.

Les projets financés comprennent généralement une phase d'investissement, pendant laquelle le porteur de projet consomme les ressources financières à sa disposition pour permettre la réalisation du projet ; et une phase d'exploitation, durant laquelle il perçoit des revenus tirés de la tarification appliquée aux usagers de l'infrastructure. Le financement de projets a pour objet d'anticiper les flux de trésorerie générés par l'exploitation afin d'assurer l'investissement initial. Il n'est pas centré sur l'emprunteur mais sur le projet et ses caractéristiques financières, juridiques, techniques et règlementaires. Il porte généralement sur des durées d'amortissement longues, excédant le plus souvent 30 ans.

Le Conseil général de l'environnement et du développement durable¹⁹¹ soulignait fin 2009 que la crise financière risquait d'avoir des effets durables sur le financement de projets, notamment du fait de la faible rentabilité de certains montages par manque de recettes futures ; de

¹⁹¹ Rapport n° 007066-01 au ministre de l'environnement, de l'énergie, du développement durable et de la mer, *Les conséquences de la crise économique sur les financements de projets : quelles évolutions durables ?, 17 décembre 2009.*

la disparition des offres bancaires syndiquées ; de l'augmentation des marges ; de la baisse de l'effet de levier ; de la disparition des financements longs et du report du risque sur les pouvoirs publics.

Dans le rapport remis à l'occasion des assises nationales du financement du long terme, la Caisse des dépôts souligne la faiblesse de l'investissement de long terme des entreprises françaises et la fragilisation de la compétitivité du pays à moyen terme qui en découle, ce type d'investissement étant indispensable à l'innovation et à la croissance.

a) Des financeurs peu enclins à accompagner les projets

Du fait d'un haut niveau de concurrence, le financement de projets a bénéficié avant la crise de conditions favorables, tant en termes de coût (écrasement des marges) que d'accès (faible différenciation entre projets et recours fréquent à la syndication).

En revanche, depuis la crise, la hausse du coût de financement s'est accompagnée d'une réduction des montants unitaires de transaction (autour de 50 M€) et d'une réticence à la syndication. L'horizon des financements s'est raccourci à une durée n'excédant pas dix ans, en particulier du fait de la disparition des rehausseurs de crédit (*monolines*) et des normes prudentielles applicables aux banques et aux assurances¹⁹².

b) Une rentabilité dégradée qui décourage les porteurs

Dans un contexte de crise, la rentabilité des projets baisse du fait d'une conjonction de facteurs : hausse des prévisions de coût (notamment des matières premières), faiblesse des prévisions de recettes (baisse du trafic) et hausse des marges des banques qui se répercutent sur le coût des financements. Les partenaires privés sont en conséquence plus réticents à prendre en charge le risque de trafic et donc à réaliser les infrastructures dans le cadre de concessions.

S'il est de nature à renforcer la sélectivité des décideurs et à concentrer les ressources disponibles sur les projets les plus rentables, ce repli des financeurs pourrait s'avérer pénalisant s'il touchait de façon excessive les porteurs de projet. L'Europe, et singulièrement la France, connaissent en effet de forts besoins d'investissement, notamment en termes de renouvellement d'infrastructures existantes. D'après la Caisse des dépôts et consignations, les besoins d'investissement en

¹⁹² Solvabilité II réservait un traitement spécifique aux projets à recettes récurrentes, qui pourraient donc susciter un intérêt renouvelé des assureurs.

infrastructures de transport et de communication s'élèveraient à 200 Md€ d'ici 2025 pour la France.

c) Une demande plus forte en fonds propres

La dégradation de la rentabilité intrinsèque des projets se traduit par une hausse des besoins de fonds propres, ceux-ci étant généralement fixés au niveau permettant de couvrir les risques non répartis entre les partenaires. L'effet de levier des projets, c'est-à-dire le montant des fonds propres rapporté au montant des prêts, augmente en conséquence.

Lorsque des administrations sont parties à des montages en lien avec des acteurs privés, cette évolution se traduit par une répartition des risques de moins en moins favorable à la sphère publique. L'autorité publique est en effet amenée à verser des subventions initiales plus importantes, à octroyer de façon plus large sa garantie à ses partenaires, voire à solliciter de nouveaux intervenants en cofinancement. La tension accrue sur les finances publiques rend cependant plus difficile l'accroissement du risque porté par les administrations.

Des mesures sont intervenues afin de renforcer la hiérarchisation des projets. Le conseil de modernisation des politiques publiques (CMPP) a confié au commissariat général à l'investissement (CGI) une mission de renforcement de l'évaluation des investissements.

4 - Les collectivités territoriales

Le financement des collectivités territoriales, qui repose à 97 % sur les banques, est menacé par des facteurs conjoncturels et structurels.

a) Une contraction conjoncturelle de l'offre

La restructuration de Dexia conduit à une contraction de l'offre de crédit de l'ordre de 6 à 7 Md€, soit environ un tiers de la production annuelle de crédit aux collectivités. Après avoir vu ses parts de marché progresser en 2010, BPCE pourrait ramener sa position à 4 Md€.

L'enquête trimestrielle de la Banque de France auprès des banques sur la distribution de crédit, publiée en octobre 2011, indique que près de deux tiers des banques de l'échantillon déclarent avoir resserré leurs critères d'octroi des crédits aux administrations publiques locales.

Parallèlement, la demande des collectivités territoriales s'est inscrite en baisse, la Caisse des dépôts estimant le besoin en 2011 autour de 15 à 16 Md€, contre 18 à 20 Md€ en moyenne les années précédentes.

b) Des facteurs structurels de resserrement du crédit aux collectivités

Le nouveau contexte de marché, tout comme les ratios de liquidité prévus par Bâle III, rendent difficile l'adossement de prêts longs faits aux collectivités à des ressources courtes levées à moindre frais sur le marché interbancaire. En effet, la tension sur le marché interbancaire constraint l'accès des banques au refinancement, tout en renchérisant le coût et en raccourcissant les maturités.

En outre, les ratios de liquidité prévus par Bâle III découragent la transformation des ressources courtes en emplois longs et impactent de ce fait particulièrement les collectivités, qui requièrent des prêts de moyen-long terme sans apporter aux établissements de crédit de dépôts stables¹⁹³, ni consommer de services annexes. Plus généralement, les crédits aux collectivités étant peu rémunérateurs, les banques pourraient choisir de privilégier d'autres emprunteurs ou d'augmenter, ce qu'elles ont commencé à faire, le coût des financements accordés aux administrations publiques locales.

Enfin, la moindre concurrence à la suite de la restructuration de Dexia pourrait avoir un impact sur les conditions d'octroi du crédit, notamment en termes tarifaires. Le marché des prêts aux collectivités était en effet marqué depuis une dizaine d'années par un haut niveau de concurrence, qui contribuait à maintenir bas les coûts de financement des administrations locales¹⁹⁴.

En définitive, les financements accordés par les établissements de crédit aux collectivités devraient devenir plus rares, plus courts et plus chers et ce de façon vraisemblablement structurelle.

c) Des ajustements d'ores et déjà à l'œuvre

Face au resserrement de leurs conditions de financement, les collectivités territoriales devraient tendre à réexaminer leurs besoins, notamment en rationalisant et en hiérarchisant leurs projets d'investissements. Quand bien même il répondrait avant tout à une logique financière, un tel examen s'annonce opportun en vue de concentrer les investissements locaux sur les projets dont la rentabilité économique est la meilleure ou les plus utiles à la collectivité.

¹⁹³ En particulier du fait de l'obligation qui leur est faite, en tant que correspondants du Trésor, de déposer leurs fonds auprès de l'Etat.

¹⁹⁴ Le groupe Dexia se refinançant sur des ressources à court terme et bon marché, pouvait en effet pratiquer une politique de taux plus bas que s'il s'était financé sur des ressources de long terme.

Parallèlement, les collectivités cherchent à diversifier leurs ressources. Celles d'entre elles qui le peuvent lèvent des fonds sur les marchés¹⁹⁵, d'autres ont lancé des souscriptions directes auprès des épargnants. Première à utiliser cette technique, la région Pays de la Loire a lancé en septembre 2009 un emprunt obligataire à taux garanti (4 %)¹⁹⁶. Le succès de la démarche a inspiré les régions Limousin, Auvergne, Rhône-Alpes et Provence-Alpes-Côte d'Azur qui ont lancé leur propre emprunt auprès du public en 2011 et au premier semestre 2012.

C - Les enjeux de la nouvelle donne pour l'Etat

La nouvelle donne provoquée par les effets de la crise conduit l'Etat à s'interroger sur les modalités de ses interventions dans le financement de l'économie. En effet, l'action conduite en 2008 visait à restaurer les conditions de financement qui préexistaient à la crise financière. Elle avait donc vocation à demeurer conjoncturelle et temporaire. Or, les effets de la crise financière affectant durablement les conditions de financement de l'économie française, l'évolution de l'action de l'Etat est amenée à prendre un tour plus structurel.

1 - Une action initialement envisagée comme conjoncturelle

a) *Les concours apportés aux établissements de crédit*

A l'occasion de la crise, l'Etat a mis en place un dispositif de soutien visant à pallier la déstabilisation temporaire des conditions de financement de l'économie.

Ce dispositif, que la Cour a eu l'occasion d'examiner dans ses rapports de 2009 et 2010¹⁹⁷, reposait notamment :

- sur la société de prise de participation de l'Etat (SPPE), qui visait à apporter des fonds propres aux établissements de crédit jugés sains par la Commission bancaire (aujourd'hui Autorité de contrôle prudentiel) ;

¹⁹⁵ 63 collectivités envisageaient de lancer, fin 2012, une émission obligataire groupée d'1 Md€.

¹⁹⁶ Cet emprunt obligataire était coté sur Euronext, pour un montant de 80 M€ à 6 ans d'échéance : 90 % des souscriptions ont été faites par des particuliers, via des banques partenaires, et 93 % passées dans la région.

¹⁹⁷ Cf. Cour des comptes, *Les concours publics aux établissements de crédit, premiers constats, premières recommandations*, juin 2009, et *Les concours publics aux établissements de crédit, bilan et enseignements à tirer*, mai 2010.

- sur la société de financement de l'économie française (SFEF), qui avait pour objet de faciliter le refinancement des établissements de crédit selon des modalités complémentaires à celles des interventions de la Banque centrale européenne.

Parallèlement, un plan de restructuration a été mis en place pour le groupe Dexia en concertation avec les Etats belge et luxembourgeois et après accord de la Commission européenne. Les difficultés rencontrées par Natixis ont également conduit les pouvoirs publics à accélérer la création du groupe BPCE, issu du rapprochement du groupe Banque Populaire et du groupe Caisse d'Epargne.

Rétrospectivement et en comparaison avec d'autres pays où le recours aux nationalisations a pu être choisi, l'architecture du plan de soutien aux établissements de crédit français apparaît marquée par la volonté de l'Etat d'afficher le caractère temporaire de son action.

b) Les mesures de soutien aux demandeurs de financement

La Cour a eu l'occasion de souligner l'impact positif des mesures de soutien mises en place, au plus fort de la crise, en direction des entreprises et plus particulièrement des PME, qu'il s'agisse notamment des mesures de soutien d'Oséo à la distribution du crédit ; de l'action du médiateur du crédit ; des interventions de la Caisse des dépôts et consignations, directement ou à travers ses filiales¹⁹⁸. Les mesures fiscales adoptées dans le cadre du plan de relance ont également vraisemblablement eu un effet sur la situation des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), bien que leur coût ait été notoirement sous-estimé. En pratique, l'action de l'Etat a contribué à ce que la distribution du crédit, après une chute temporaire fin 2008 et au tout début 2009, progresse en 2009 et 2010. Comme pour les concours aux établissements de crédit, une attention particulière a été apportée aux conditions de cessation de certaines interventions de l'Etat en faveur des PME-ETI, quand bien même certains dispositifs, telle la Médiation du crédit, demeurent actifs.

S'agissant des exportateurs, l'action de stabilisation engagée par l'Etat a principalement pris la forme d'un octroi de garantie d'assurance-credit grâce aux mécanismes CAP Export et CAP+ Export dont les

¹⁹⁸ Dans son rapport de 2009 sur les concours publics aux établissements de crédit, la Cour soulignait toutefois que les banques n'avaient pas respecté les objectifs de progression des encours de crédit auxquels elles avaient souscrit en contrepartie de la réallocation à leur profit des ressources d'épargne réglementée.

encours trimestriels se sont respectivement élevés à 446,7 M€ et 340 M€ sur 2009 et 2010. Dès leur création, ces mécanismes ont été présentés comme temporaires, ce qu'ils ont été, bien qu'ils soient restés *in fine* actifs jusqu'à fin 2011.

Les porteurs de projet ont été soutenus au moyen de mesures spécifiques aux contrats de partenariats : loi pour l'accélération des programmes de construction et d'investissement publics et privés de 2009 ; enveloppe de 8 Md€ de prêts de long terme accordés par le Fonds d'épargne ; enveloppe de garanties de l'Etat d'un montant de 10 Md€. Par ailleurs, l'effet de levier attendu du programme d'investissements d'avenir devait faciliter l'obtention de financements privés.

En ce qui concerne le soutien aux collectivités, l'Etat a fait le choix de mettre en place un dispositif de remboursement anticipé au titre du fonds de compensation de la TVA, qui visait à stimuler l'investissement des collectivités territoriales et à soutenir leur trésorerie. Ce dispositif a permis de transférer près de 4 Md€ aux collectivités. Dans le même temps, le Fonds d'Epargne a été invité à développer son offre de prêts aux collectivités : une enveloppe de 5 Md€ a été offerte en 2008, sur laquelle elles ont tiré environ 2 Md€. Le dispositif a été réactivé en 2011 pour un montant de 3 Md€, ultérieurement porté à 5 Md€¹⁹⁹. Une enveloppe supplémentaire est ouverte en 2012, pour un montant total de 5 Md€.

2 - Des questions structurelles qui restent à traiter

Les mesures adoptées par l'Etat pour soutenir l'accès des agents fragilisés par la crise à l'offre de financement se caractérisent par une hypothèse implicite commune selon laquelle, à longue échéance, les conditions de financement de l'économie devraient tendre à rejoindre un état stable similaire à celui qui prévalait avant la crise. Toutefois, en particulier pour les raisons évoquées précédemment dans ce chapitre, cette hypothèse pourrait, en pratique, ne pas se réaliser.

Si l'Etat a amorcé des réponses structurelles, de nombreuses problématiques demeurent notamment en ce qui concerne la supervision

¹⁹⁹ Cette enveloppe a été distribuée pour un montant de 3,5 Md€ directement par la Caisse des dépôts et pour 1,5 Md€ en refinancement des prêteurs classiques qui ont répondu à l'adjudication du 4 novembre 2011 : BPCE, Crédit Mutuel, DEPFA et Dexia Crédit Local. La durée des prêts consentis s'établira entre 2 et 15 ans, les prêts distribués par la Caisse des dépôts et consignations n'excédant pas 75 M€. Ils pourront financer les opérations d'investissement inscrites au budget 2011 ou au budget 2012 à condition que le prêt correspondant soit engagé avant le 31 mars 2012 et dans la limite de 20 % de l'enveloppe globale de 5 Md€.

financière, la portée de la garantie implicite de l'Etat au secteur financier ou l'articulation entre ce dernier, les pouvoirs publics et les marchés.

a) Les nouveaux enjeux de la supervision financière

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 recours à la titrisation ou à la collatéralisation, la mise en place de nouveaux modèles d'affaires, le suivi des critères prudentiels représenteront des enjeux clefs pour les superviseurs concernés et au premier chef, l'Autorité de contrôle prudentiel. Le souci d'assurer la protection des épargnants demeure une priorité.

Un comité de supervision macroprudentielle : le COREFRIS

Le Conseil de régulation financière et du risque systémique (COREFRIS) a été créé par la loi de régulation bancaire et financière afin de contribuer à la prévention du risque systémique et à la réflexion macroprudentielle à l'échelle nationale.

Réuni au moins deux fois par an sous la présidence du ministre de l'économie, il permet aux principaux acteurs de la régulation ou de la stabilité financière (Autorité de contrôle prudentiel, Autorité des marchés financiers, direction générale du Trésor, Banque de France, Autorité des normes comptables) de réfléchir, prévenir et traiter les risques systémiques en émettant des recommandations.

Par ailleurs, 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. Certains éléments de la crise sont apparus ou ont été déclenchés par le développement de marchés qui échappaient largement à la régulation. 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*). Les difficultés de Dexia ont montré pour leur part la nécessité d'une affirmation de la régulation d'entités transnationales.

Enfin, la pleine application des normes prudentielles aux établissements publics ou parapublics représente un enjeu fort au regard de leur contribution à la capacité d'intervention de l'Etat.

b) La portée de la garantie implicite apportée au secteur financier

L'intervention de l'Etat en soutien des établissements de crédit a matérialisé la garantie implicite octroyée par la puissance publique au secteur financier. Rétrospectivement, elle est venue, en quelque sorte, prendre acte de la dépendance dans laquelle se trouvait l'économie vis-à-vis des financements externes bancaires.

Sur un plan théorique, elle suscite des interrogations quant au niveau des profits dégagés par le secteur financier dès lors que celui-ci bénéficie, *de facto*, d'une garantie implicite de l'Etat. En conséquence, il a pu être argué qu'un prélèvement spécifique devrait venir rémunérer le coût pour la collectivité de cette garantie. Ainsi, à compter du 1^{er} janvier 2012, les établissements financiers soumis au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel ont été assujettis à une taxe de risque systémique de 0,25 % des exigences minimales de fonds propres qui leur sont applicables, dès lors qu'elles excèdent 500 M€²⁰⁰.

A l'échelle internationale, les divers plans de soutien accordés par des Etats au secteur financier ont alimenté un débat concernant le décalage entre l'internationalisation des établissements de crédit et le caractère, en dernière analyse tout à fait national, de la garantie implicite dont ils bénéficient de la part des pouvoirs publics.

²⁰⁰ La Cour a toutefois montré les limites inhérentes au principe d'une taxation annuelle, soulignant notamment que sa mise en place pourrait inciter les établissements assujettis à en répercuter le coût sur leur clientèle, voire à prendre des risques supplémentaires dans la mesure où ils seraient assurés de l'intervention de l'Etat en cas de difficultés. En conséquence, la Cour recommandait de privilégier un prélèvement exceptionnel *a posteriori* qui, en préservant une marge d'incertitude sur les modalités d'intervention publique, serait de nature à produire un effet dissuasif sans renchérir le coût du crédit ni soutenir les comportements à risques. Cf. Cour des comptes, *Les concours publics aux établissements de crédit : Bilan et enseignements à tirer*, mai 2010.

Le rapport Vickers et la règle Volcker

A la suite des débats soulevés par le sauvetage par le Royaume-Uni de trois banques dont Northern Rock, le rapport Vickers a engagé une réflexion sur l'opportunité d'établir un cantonnement préventif qui isolerait les banques de dépôt au sein des grands groupes bancaires. Il s'agirait, d'une part, de faciliter la surveillance prudentielle des établissements en isolant les activités de banque de détail des activités à risque, notamment la banque d'investissement et d'autre part, de circonscrire le soutien apporté, le cas échéant, aux établissements de crédit par la puissance publique, notamment pour des raisons budgétaires²⁰¹.

La règle Volcker, établie aux Etats-Unis dans le cadre de la réforme Dodd-Frank interdit totalement aux banques les activités de *trading* pour compte propre, ainsi que l'investissement pour compte propre dans des fonds spéculatifs (*hedge fund*) ou dans le capital-investissement (*private equity*). Son application effective est cependant encore incertaine du fait de sa très grande complexité et des nombreuses exceptions qu'elle autorise.

En France, ce débat s'est progressivement déplacé sur le terrain de l'opportunité d'une séparation totale entre les activités de banque d'affaires et de banque de dépôts.

c) L'amorce de réponses à de nouveaux besoins structurels

En ce qui concerne les entreprises, le souhait de l'Etat de renforcer l'activité d'Oséo en faveur de l'industrie s'est traduit par la création en février 2012 d'une banque de l'industrie, nommée « Oséo Industrie », dotée d'un capital d'1 Md€. De façon subsidiaire, le Fonds stratégique d'investissement (FSI) accroîtra ses moyens d'intervention en fonds propres en direction des PME en augmentant de 350 M€ le capital de « FSI-Régions », auquel il avait déjà apporté 280 M€.

Le financement des exportateurs n'a pas donné lieu à l'annonce de mesures nouvelles, tout comme celui des porteurs de projet de long terme. Cependant, leur situation fait l'objet de réflexions approfondies d'organismes publics, dont notamment la Caisse des dépôts et consignations et le conseil d'analyse économique²⁰².

²⁰¹ La commission Vickers suppose donc implicitement que les activités de marché n'ont pas de caractère systémique.

²⁰² A l'occasion des assises nationales du financement de long terme, la Caisse des dépôts et consignations a publié un rapport sur le financement de long terme et appelé

Concernées au premier chef par un éventuel resserrement du crédit, les collectivités territoriales ont d'ores et déjà appelé l'Etat à intervenir durablement pour soutenir leur accès au financement. Une nouvelle co-entreprise entre la Caisse des dépôts et consignations et la Banque Postale pourrait voir le jour, spécifiquement dédiée à l'octroi de crédits aux collectivités. Etablissement de crédit soumis à l'agrément de l'Autorité de contrôle prudentiel, elle viserait à assurer, à terme, environ 25 % du marché. Son financement sera assuré par un recours aux marchés, via des obligations foncières sécurisées. Des réflexions sont par ailleurs conduites, sous l'égide de collectivités territoriales, sur l'opportunité de recréer une agence publique de financement des collectivités territoriales, qui accorderait ses premiers prêts à la fin 2013 pour couvrir à terme 25 % du marché, et sur les modalités possibles de son fonctionnement en termes de gouvernance, de conditions d'entrée et de sortie, de critères d'octroi des crédits ou de solidarité entre émetteurs. Son objectif à 10 ans serait de représenter la moitié des collectivités et en priorité celles rencontrant les plus grandes difficultés d'accès au marché bancaire.

d) L'articulation avec le secteur financier et les marchés

De façon plus générale et alors que les établissements de crédit adaptent leur stratégie, la nouvelle donne financière conduit les décideurs publics à s'interroger sur le périmètre et les formes de l'intervention de l'Etat en matière de financement de l'économie.

Après s'être largement désengagé des activités bancaires au tournant des années 1990, y compris à la suite des échecs qu'il avait pu y essuyer, l'Etat a-t-il vocation à s'impliquer à nouveau durablement dans l'offre de financement ? Doit-il, grâce aux outils législatifs et réglementaires qui sont les siens, chercher à orienter l'activité du secteur financier vers les acteurs dont il estime le financement insatisfaisant soit en termes de volume, soit en termes de coût ? S'agit-il, au contraire, de prendre acte du nouveau modèle d'affaires bancaire et de susciter l'émergence de nouveaux instruments de marchés, à même de répondre aux attentes des divers acteurs économiques concernés par un éventuel resserrement du crédit ?

à signer un manifeste pour l'investissement de long terme dans l'Union européenne. En ce qui concerne la réflexion développée par le conseil d'analyse économique, voir notamment les conclusions du rapport *Investissements et investisseurs de long terme* de 2010 qui préconise un meilleur partage des risques entre l'Etat et la sphère privée en vue d'atténuer les conséquences de la rareté de l'investissement de long terme.

Les choix à opérer sont d'autant plus structurants que les défaillances de marché que la crise exacerbe résultent pour l'essentiel d'évolutions à caractère systémique. Elles seront donc vraisemblablement permanentes et coûteuses à pallier²⁰³. Bien que les acteurs concernés expriment une forte attente à son endroit, l'Etat n'est pas nécessairement dans tous les cas l'acteur le mieux placé pour intervenir. Il doit en outre composer avec ses propres contraintes de financement, qui font elles-mêmes peser un poids sur le financement de l'économie, ainsi qu'avec les limites inhérentes à l'action publique en matière financière et la tentation, toujours forte, d'en pérenniser les dispositifs.

CONCLUSION

Puisant son origine dans une multiplicité de dérèglements macroéconomiques, la crise financière a marqué l'épuisement d'un modèle de croissance fondé sur une progression sans limite de l'endettement.

Pour en contenir les conséquences, les autorités publiques ont, en France comme dans la plupart des économies développées, apporté des concours temporaires aux établissements de crédit et soutenu le financement de l'économie et l'activité par des plans de relance. Pour efficaces qu'elles aient été, ces mesures se sont accompagnées d'une forte augmentation du déficit et de l'endettement publics. Cette dégradation de la situation des finances publiques a mis en lumière les ambiguïtés originelles qui avaient accompagné le processus de constitution de la monnaie unique.

Dans le même temps et en vue de prévenir toute résurgence de la crise, les institutions internationales ont souhaité rénover le cadre prudentiel applicable aux établissements financiers, à l'échelle mondiale pour les banques (normes Bâle III) et au niveau européen pour les assureurs (directive Solvabilité II). Conçues pour s'appliquer à l'issue d'une période transitoire de réduction de l'effet de levier, leurs prescriptions se sont vues érigées de fait en standards immédiats, sous la pression des marchés et l'effet procyclique des normes comptables, qui ont tendu à accélérer leur mise en œuvre.

²⁰³ A ce titre, une taxe de risque systémique a été introduite par la loi de finances pour 2011. Elle s'applique aux banques relevant de la compétence de l'Autorité de contrôle prudentiel et soumises à des exigences minimales en fonds propres supérieures à 500 M€. Son taux s'élève à 0,25 % et elle est assise sur les exigences en fonds propres établies annuellement.

Dans cet environnement particulièrement complexe, une place toute particulière incombe aux établissements de crédit dans la conduite des ajustements à opérer. Ils doivent en effet concomitamment se prémunir des effets de la crise des dettes souveraines, assurer leur refinancement sur des marchés défiants, améliorer leur rentabilité, augmenter leurs fonds propres et anticiper l'entrée en vigueur des nouvelles normes prudentielles. Le respect de ces multiples exigences les conduit à revoir en profondeur les déterminants de leur stratégie financière et commerciale.

En conséquence, il est peu vraisemblable que les banques reprennent à terme une activité de financement comparable à celle des années 2000. Le déclenchement de la crise marque à ce titre l'émergence d'une « nouvelle donne » dont l'influence s'exercera vraisemblablement de façon durable.

Pour de nombreux acteurs (PME, exportateurs, porteurs de projet, collectivités) qui dépendaient précédemment presque exclusivement des banques, cette nouvelle donne s'annonce comme la fin d'une période de financement relativement abondant et peu onéreux.

Pour les pouvoirs publics, elle soulève des enjeux spécifiques.

Les mesures de stabilisation immédiate mises en œuvre au plus fort de la crise ont porté leurs fruits, qu'il s'agisse d'interventions en prêts (SFEF), en participation (SPPE), en garantie (Oséo), en soutien de l'activité (plan de relance) ou en accompagnement des entreprises fragilisées. Si l'instabilité de la situation justifie sans doute de conserver en sommeil ces instruments dans l'hypothèse où ils devraient être réactivés, ce sont des questions plus structurelles auxquelles doivent répondre aujourd'hui les pouvoirs publics.

En effet, les transformations à l'œuvre appellent une évolution des modalités de la supervision financière qui reste à conduire. Elles suscitent en outre des interrogations sur la portée et les contreparties de la garantie implicite accordée par les pouvoirs publics aux établissements financiers. Enfin et surtout, certains besoins financiers clefs pour la compétitivité du pays et la cohésion de son territoire pourraient être plus difficilement satisfaits qu'ils ne l'étaient avant la crise financière. Prenant progressivement la mesure de ce risque, l'Etat fait face à des choix structurants : son intervention est-elle souhaitable compte tenu de la nature systémique des processus en cours ? Doit-il chercher à orienter l'action des établissements financiers vers la satisfaction de ces besoins ou plutôt rechercher des remèdes par la création de nouveaux instruments de marché ? A la lumière des transformations en cours, quelle articulation devrait être recherchée

entre intermédiaires financiers, mécanismes de marché et intervention publique ?

Plus pragmatiquement, l'Etat dispose-t-il encore des moyens de ses ambitions en matière de financement de l'économie ? A cette question, la Cour a cherché à apporter des éléments de réponse concrets, en recensant les instruments actuellement à la disposition de l'Etat et en procédant à l'analyse des évolutions qu'ils ont connues en longue période.

Chapitre III

Les leviers d'action de l'Etat

Les interventions de l'Etat en faveur du financement de l'économie mobilisent de multiples leviers d'action²⁰⁴ :

- des aides directes sous forme de subventions ou de dotations ;
- des minorations d'imposition consenties dans le budget de l'Etat pour favoriser le financement (dépenses fiscales) ;
- des montages financiers *ad hoc* où l'Etat s'engage aux côtés d'acteurs privés (cofinancements) ;
- l'octroi de garanties, notamment à certains emprunteurs ;
- sa capacité d'orienter, pour partie, l'action menée par les institutions financières publiques, en particulier la Caisse des dépôts et ses filiales ainsi que le groupe Oséo ;
- les instances de supervision financière (Autorité de contrôle prudentiel, Autorité des marchés financiers) ou de conciliation entre offreurs et demandeurs de financement.

Ces leviers d'action se différencient non seulement par leur nature, mais aussi par leur coût budgétaire, par les risques qu'ils comportent et par l'effet de levier qu'ils permettent. Ils présentent, en outre, des spécificités en termes de pilotage et de contrôle par les services de l'Etat.

²⁰⁴ La politique monétaire est mise en œuvre depuis 1999 par l'Eurosystème, dont la Banque de France est une composante. En conséquence, elle n'est pas traitée dans le présent rapport.

Pour en prendre la mesure et en analyser les évolutions, la Cour s'est attachée à combiner les divers référentiels comptables à sa disposition, notamment la comptabilité budgétaire, la comptabilité générale de l'Etat et la comptabilité nationale. Elle a développé des recensements et des chiffrages propres.

Il en ressort que depuis le début des années 2000, les différents instruments dont dispose l'Etat ont été utilisés intensivement mais ont connu des évolutions différencierées : le périmètre des interventions directes s'est érodé, sous l'effet de contraintes budgétaires croissantes, tandis que l'Etat développait, en compensation, des formes d'intervention nouvelles présentant souvent un plus fort effet de levier mais également plus porteuses de risques. Il a aussi cherché à mobiliser davantage et à orienter plus étroitement l'action des institutions financières publiques mais cette voie présente elle-même désormais diverses limites.

I - L'érosion des interventions directes

L'Etat intervient directement dans le financement de l'économie par le versement de subventions et d'aides directes à l'investissement des entreprises et des ménages, ainsi que par l'abondement de dotations en capital en faveur des entreprises dont il est actionnaire.

Depuis une décennie, les aides à l'investissement versées par l'Etat ont stagné en volume même si elles ont continué de progresser en euros courants. Leurs canaux de distribution se sont en outre transformés avec la montée en puissance de guichets gérés par des organismes divers d'administration centrale (ODAC)²⁰⁵, c'est-à-dire notamment des établissements publics administratifs, et la contribution croissante des collectivités territoriales. Pour des raisons budgétaires et financières, les dotations en capital aux entreprises dont l'Etat est actionnaire se sont taries depuis 2008, ce qui a contribué à dégrader leur situation.

A - L'effacement des aides directes de l'Etat à l'investissement des entreprises et des ménages

Utilisée en particulier par la comptabilité nationale, la notion d'« aide à l'investissement » rassemble les transferts en capital opérés par les administrations publiques et le reste du monde (y compris l'Union

²⁰⁵ comme l'Agence nationale de la recherche ou l'Agence de financement des infrastructures de transport de France.

européenne) dans le but de financer les projets d'investissements, c'est-à-dire soit la formation brute de capital fixe (FBCF), soit l'acquisition d'actifs non produits (terrains, brevets).

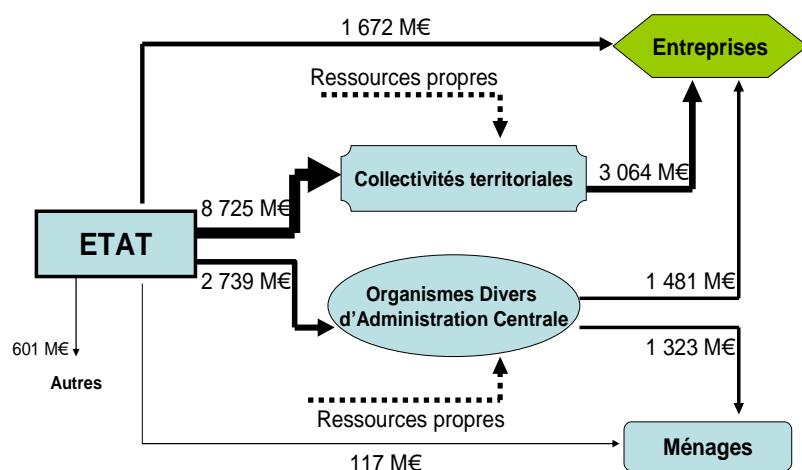
Deux types d'aides à l'investissement

Les **aides à l'investissement en espèces** sont des transferts financiers. Elles incluent tout autant les versements ponctuels destinés à financer des projets que les paiements échelonnés relatifs à des investissements antérieurement réalisés par exemple, l'amortissement de dettes contractées par les entreprises ou leur annulation.

Les **aides à l'investissement en nature** comprennent le transfert de matériel de transport, machines ou autres équipements effectués par des administrations, ainsi que la mise à disposition de terrains, bâtiments ou constructions.

Les aides à l'investissement versées par l'Etat contribuent à financer les entreprises et les ménages mais aussi les ODAC et les collectivités territoriales. L'analyse des flux est de ce fait rendue plus délicate : outre les financements reçus par l'Etat, ODAC et collectivités disposent de ressources propres et sont également distributeurs, pour leur propre compte ou pour celui de l'Etat, d'aides à l'investissement aux entreprises et aux ménages.

Diagramme n° 1 : Circuit des aides à l'investissement (en 2010)



Source : Cour des comptes

1 - Un repli des aides directes aux entreprises et aux ménages

Tous secteurs bénéficiaires confondus (entreprises, ménages, ODAC et collectivités territoriales), les aides à l'investissement accordées par l'Etat se sont accrues (en euros courants) de 3 Md€ entre 2000 et 2005 (+22 %) puis ont été réduites de 2 Md€ entre 2005 et 2010 (-13 %). Au total, elles ont donc légèrement augmenté entre 2000 et 2010. Pour cette dernière année, leur montant total s'élevait à près de 14 Md€.

En volume, c'est-à-dire déduction faite de l'inflation, le total des aides directes à l'investissement versées par l'Etat a globalement stagné. Depuis 2006, il s'établit autour de 0,75 point de PIB par an, hormis en 2009, année de forte hausse des versements aux collectivités via le Fonds de compensation pour la TVA dans le cadre du plan de relance²⁰⁶.

Tableau n° 13 : Aides à l'investissement versées par l'Etat

M€ courants	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total des aides versées par l'Etat	13 094	15 988	13 215	14 178	14 770	17 660	13 854
<i>Aides versées en pt de PIB</i>	<i>0,91</i>	<i>0,93</i>	<i>0,73</i>	<i>0,75</i>	<i>0,76</i>	<i>0,93</i>	<i>0,72</i>

Source : INSEE avec retraitement Cour des comptes²⁰⁷

Leurs bénéficiaires ont quant à eux profondément évolué : si les subventions versées aux ODAC et aux collectivités territoriales ont augmenté, celles reçues par les ménages et les entreprises se sont fortement réduites.

a) Moins d'aides versées par l'Etat aux ménages

Entre 2000 et 2005, les aides à l'investissement versées par l'Etat aux ménages, qui concernent essentiellement l'aide au logement, se sont rapidement réduites, passant de 1,1 Md€ à 0,4 Md€. Ce mouvement s'est prolongé dans la seconde moitié des années 2000, le montant des aides

²⁰⁶ Du fait de ces facteurs exceptionnels, certaines données 2009 s'écartent des tendances longues. En ce cas, elles ont été exclues des analyses présentées dans ce chapitre.

²⁰⁷ Dans les séries longues de comptabilité nationale, le passage de la « base 2000 » à la « base 2005 » est figuré par un trait épais. S'il limite la comparabilité des données sur l'ensemble de la période, ce changement ne produit pas de distorsion majeure des résultats. Pour des raisons d'homogénéité cependant, le détail annuel n'est présenté que pour la période 2006-2010.

reçues par les ménages passant de 202 M€ en 2006 à 99 M€ en 2007 avant de s'établir autour de 115 M€ en 2009 et 2010.

L'essentiel de cette évolution s'explique par la transformation des canaux de distribution. Elle s'inscrit dans un cadre général caractérisé par la montée en puissance des aides versées par les ODAC.

b) Moins d'aides versées par l'Etat aux entreprises

Après s'être maintenues jusqu'en 2008, les aides à l'investissement versées directement par l'Etat aux entreprises se sont fortement réduites. Totalisant 1,6 Md€ en 2010, elles s'établissaient à un niveau deux fois inférieur à celui de 2000 (3 Md€). Ce repli, d'une part, a été le corollaire de la montée en puissance des aides distribuées par les ODAC, comme pour les ménages, et, d'autre part, s'est accompagné d'un développement des aides directes des collectivités territoriales.

Tableau n° 14 : Aides versées par l'Etat aux entreprises

M€ courants	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Entreprises	2 994	4 531	3 636	3 483	3 585	1 092	1 672
<i>Part des aides reçues de l'Etat dans l'investissement des entreprises</i>	<i>2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,9%</i>

Source : INSEE avec retraitement Cour des comptes.

La part des investissements des entreprises financée directement par l'Etat a ainsi décrû depuis 2006, tombant à un niveau marginal de 0,9 % en 2010.

Au total, les aides versées aux entreprises non financières et aux ménages, qui représentaient jusqu'en 2008 plus du quart des aides de l'Etat, n'en totalisaient plus que 12,9 % en 2010.

2 - La montée en puissance du rôle de distribution des ODAC

A l'aide des dotations budgétaires que l'Etat leur verse mais aussi de leurs ressources propres qui sont en progression²⁰⁸, les ODAC

²⁰⁸ Les ressources propres des ODAC sont principalement des impôts et taxes affectés. Leur montant annuel a progressé de 7 Md€ à près de 10 Md€ entre 2006 et 2012.

distribuent une part croissante de l'aide à l'investissement reçue par les ménages et les entreprises non-financières.

a) Une contribution croissante à l'investissement des ménages

En 2000, les aides à l'investissement des ménages versées par les administrations publiques étaient distribuées à hauteur de 70 % par l'Etat et de 20 % par les ODAC. En 2010 la contribution de ces derniers s'élevait à 1,3 Md€ sur un total d'1,9 Md€, soit 71 % du total, alors que la part de l'Etat ne s'élevait plus qu'à 6 %.

Si l'on considère l'ensemble constitué par l'Etat et les ODAC, c'est-à-dire le périmètre des administrations centrales, la montée en puissance du rôle de distribution confié aux ODAC est encore davantage marquée. En effet, la part des aides à l'investissement versées par les ODAC aux ménages y a crû de 23 % en 2000 à 46,2 % en 2005 puis 91,8 % en 2010.

Tableau n° 15 : Origine des aides reçues par les ménages

M€ courants	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Etat	1 074	414	202	99	132	111	117
ODAC	321	356	508	664	845	1 372	1 323
Etat et ODAC	1 395	770	710	763	977	1 483	1 440
<i>Part des ODAC dans l'ensemble Etat et ODAC</i>	<i>23 %</i>	<i>46,2%</i>	<i>71,5%</i>	<i>87%</i>	<i>86,5%</i>	<i>92,5%</i>	<i>91,8%</i>
Autres (*)	117	209	646	765	438	361	478
TOTAL	1 512	979	1 356	1 528	1 415	1 844	1 918

(*) Administrations de sécurité sociale, collectivités territoriales et reste du monde.

Source : INSEE avec retraitement Cour des comptes

Des aides aux ménages concentrées sur le logement

Les aides à l'investissement versées aux ménages sont constituées pour l'essentiel par la bonification des prêts sans intérêt pour l'accession à la propriété (prêts à taux zéro) et les primes d'épargne logement assorties d'une obligation de construction, d'achat ou d'aménagement de logement. Elles visent à favoriser l'achat de biens immobiliers et l'amélioration de l'habitat.

Entre 2005 et 2010, les aides en faveur des ménages ont quasiment doublé en euros courants, ce qui reflète principalement le développement des prêts à taux zéro, sous l'effet de l'ouverture de ceux-ci à l'immobilier ancien sans travaux à partir de 2005 et la création de l'éco-PTZ consécutive au Grenelle de l'environnement. Cependant certains dispositifs ont été resserrés, notamment le prêt à taux zéro qui n'est plus accordé que sous condition de ressources et pour la construction neuve. La prévision budgétaire correspondante est passée de 1,95 Md€ pour 2011 à 815 M€ pour 2012.

b) Une hausse rapide des aides à l'investissement des entreprises

De même, les aides à l'investissement versées aux entreprises non financières, qui concernent notamment l'investissement ferroviaire ou la rénovation urbaine, ont vu leurs modalités de distribution changer radicalement au cours de la décennie 2000. La part des aides versées par les ODAC a bondi de 5,3 % de l'ensemble des aides versées par les administrations centrales (Etat et ODAC) à 47 %.

Tableau n° 16 : Origines des aides reçues par les entreprises

M€ courants	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Etat	2 994	4 531	3 636	3 483	3 585	1 092	1 672
ODAC	168	685	628	1 201	1 058	1 286	1 481
Etat et ODAC	3 162	5 216	4 264	4 684	4 643	2 378	3 153
<i>Part des ODAC dans l'ensemble Etat et ODAC</i>	<i>5,3%</i>	<i>13,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>25,6%</i>	<i>22,8%</i>	<i>54,1%</i>	<i>47%</i>
Total des aides reçues	5 168	7 637	6 445	7 572	7 942	6 270	7 212
<i>Part du total versée par l'Etat et les ODAC</i>	<i>61,1%</i>	<i>68,3%</i>	<i>66,2%</i>	<i>61,9%</i>	<i>58,5%</i>	<i>37,9%</i>	<i>43,7%</i>
<i>Part des aides versées par l'Etat et les ODAC dans l'investissement des entreprises</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,6%</i>

Source : INSEE avec retraitement Cour des comptes

La croissance des aides versées par les ODAC n'a cependant empêché ni la réduction de la part des aides versées par les administrations centrales dans l'ensemble des aides reçues par les entreprises, ni le repli de la contribution de l'ensemble Etat et ODAC à la dépense d'investissement effectif des entreprises.

Engagé dès 2005, ce mouvement s'est notamment accéléré en 2009, année où la contribution des administrations centrales s'est établie pour la première fois sous le seuil de 50% du total des aides reçues par les entreprises. Il s'explique pour une part par la réduction des versements directs de l'Etat, dont la part passe en dix ans de 57,9 % à 23,2 % du total, mais également par l'augmentation des aides attribuées par d'autres acteurs, en particulier les collectivités territoriales, qui ont sensiblement augmenté leur contribution.

3 - Une substitution partielle des collectivités territoriales à l'Etat vis-à-vis des entreprises

a) La montée en puissance du rôle des collectivités territoriales

En 2000, les administrations centrales versaient 5 fois plus d'aides directes à l'investissement aux entreprises que les collectivités. Dix ans plus tard, administrations centrales et collectivités territoriales faisaient pratiquement jeu égal (3,1 Md€ contre 3,0 Md€). En une décennie, la part des versements opérés par les collectivités dans le total de ces aides a été multipliée par 3,5, passant de 11,8 % à 42,5 %.

La croissance des aides des collectivités territoriales a ainsi *de facto* compensé le fort recul des aides à l'investissement versées directement par l'Etat et l'érosion globale de celles financées par les administrations centrales dans leur ensemble (Etat et ODAC).

Le montant total des aides versées par les administrations publiques aux entreprises s'est, en conséquence, maintenu, tant en part du PIB qu'en proportion de l'investissement total des entreprises. Ce résultat est d'autant plus notable que, sur la même période, le montant des aides reçues des administrations publiques relevant du reste du monde, c'est-à-dire essentiellement de l'Union européenne, était en repli.

Tableau n° 17 : Origine des aides reçues par les entreprises

M€ courants	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Etat et ODAC	3 162	5 216	4 264	4 684	4 643	2 378	3 153
Collectivités territoriales	609	1 118	1 133	2 134	2 157	3 338	3 064
Reste du monde	744	530	476	127	155	123	240
Autres (*)	653	773	572	627	987	431	755
TOTAL	5 168	7 637	6 445	7 572	7 942	6 270	7 212
<i>Part des aides dans l'investissement des entreprises</i>	<i>3 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>3,6 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,6 %</i>

(*) Administrations de sécurité sociale et organismes consulaires

Source : INSEE avec retraitement Cour des comptes

b) Un mouvement en réalité accompagné par l'Etat

Entre 2000 et 2010, alors que l'Etat réduisait la part des aides qu'il versait directement aux entreprises et aux ménages, ses aides directes aux collectivités progressaient de 5,7 Md€ à 8,7 Md€ en euros constants. En 2000, les collectivités territoriales étaient déjà les premières bénéficiaires des aides à l'investissement versées par l'Etat dans la mesure où elles en percevaient 43 % du total. Depuis lors, cette proportion n'a fait qu'augmenter jusqu'à atteindre 62,9 % en 2010.

Ces aides de l'Etat aux collectivités comprennent principalement le fonds de compensation de la TVA qui leur verse l'équivalent de la TVA qu'elles ont acquittée sur leurs investissements, la dotation globale d'équipement (DGE) et les dotations aux régions et départements pour l'équipement scolaire.

En apportant son soutien financier aux collectivités, l'Etat n'a pas seulement contribué à soutenir le niveau de leur investissement pour compte propre, qui a progressé de 29,4 Md€ en 2003 à 36,7 Md€ en 2010. Il leur a également permis d'accroître les aides à l'investissement qu'elles versent aux entreprises sans augmenter à due concurrence le poids de la fiscalité locale. Entre 2000 et 2010, les aides à l'investissement versées par l'Etat aux collectivités et les aides à l'investissement versées par les collectivités aux entreprises ont connu des évolutions assez similaires, augmentant respectivement de 3 Md€ et de 2,45 Md€.

Ainsi, grâce à ce soutien accru de l'Etat, les collectivités territoriales ont été en mesure de compenser partiellement le recul des aides directes de l'Etat aux entreprises. C'est pourquoi, au total, ces

dernières ont bénéficié d'un maintien global des aides versées par l'ensemble des acteurs publics.

En définitive, les aides publiques versées aux ménages et aux entreprises ont peu augmenté en volume depuis 2000. Leurs modalités de distribution ont cependant changé : les aides versées directement par l'Etat sont désormais faibles au regard de celles distribuées par les ODAC et les collectivités territoriales.

Cette évolution présente toutefois trois limites.

D'une part, si l'Etat conserve une certaine influence globale, dans la mesure où la capacité des collectivités à intervenir en faveur des entreprises dépend pour partie du soutien qu'il accorde à leur capacité d'investissement, cette influence est plus indirecte. Alors qu'il détient toujours une maîtrise certaine des opérations conduites par les ODAC, il ne dispose pas d'un droit de regard sur les interventions des collectivités. Il ne peut donc pas être assuré que le soutien qu'il accorde à leur capacité d'investissement se traduise, systématiquement, par une hausse de leurs aides à l'investissement des entreprises, même s'il peut chercher en certains cas à lier les concours qu'il leur accorde à des modalités d'aides aux entreprises arrêtées en commun.

D'autre part, le rôle croissant assuré par les collectivités territoriales et les ODAC dans la distribution des aides à l'investissement n'est pas sans poser de difficultés de pilotage. En l'absence d'un outil de pilotage budgétaire consolidant les contributions des uns et des autres, la connaissance des entreprises bénéficiaires demeure parcellaire, notamment en termes sectoriels²⁰⁹.

Enfin, le montage de cofinancements peut dans certains cas être à l'origine de retards dans l'octroi effectif des aides à l'investissement.

²⁰⁹ Comme la Cour a eu l'occasion de le mentionner, la montée en puissance du rôle des collectivités territoriales dans l'aide versée aux entreprises s'est par exemple traduite par l'augmentation des dotations accordées au secteur ferroviaire, en particulier en ce qui concerne le renouvellement du matériel roulant. Cf. Cour des comptes, *Le réseau ferroviaire, une réforme inachevée, une stratégie incertaine*, avril 2008. En l'absence de données agrégées, il est toutefois impossible de mesurer si cette évolution s'est opérée au détriment d'autres secteurs d'activité.

B - L'Etat actionnaire et ses difficultés financières

En comptabilité générale, les participations de l'Etat dans le secteur marchand de l'économie étaient évaluées au 31 décembre 2010, à 142 Md€¹⁰ dont 45 Md€ pour la Caisse des dépôts et la Banque de France.

En comptabilité budgétaire, les dépenses liées aux participations sont retracées, au sein du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » (CAS PFE), pour les entreprises qui relèvent du périmètre de gestion de l'Agence des participations de l'Etat (APE). Elles financent deux natures d'opérations patrimoniales et font l'objet de deux programmes budgétaires distincts :

- « Opérations en capital intéressant les participations financières de l'Etat », inscrites au programme 731 ;
- « Le désendettement de l'Etat et des établissements publics de l'Etat », objet du programme 732.

Les recettes du compte d'affectation spéciale proviennent des cessions de titres de capital, qui sont exclusivement versées aux programmes 731 et 732, ainsi que de dotations budgétaires de l'Etat.

1 - Le tarissement des dotations de l'Etat actionnaire

Dans le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat », les « opérations de l'actionnaire » regroupent les dotations en capital, les souscriptions à des augmentations de capital, les achats de titres sur le marché relatifs à des entreprises cotées ainsi que les autres investissements financiers de l'Etat.

Ne percevant plus de recettes de cessions à partir de 2008, l'Etat s'est trouvé dans l'incapacité de tenir ses engagements d'actionnaire. Il a ainsi fait appel à des co-investisseurs. Dans le même temps, il a eu recours au compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » pour débudgeiser des dépenses, financées par l'emprunt.

²¹⁰ Cette valeur se décomposait en 62 Md€ pour les entreprises publiques évaluées en valeur d'équivalence, et 80 Md€ pour les participations de l'Etat évaluées au coût historique éventuellement déprécié.

**Tableau n° 18 : Compte d'affectation spéciale
« Participations financières de l'Etat »**

Md€	2007	2008	2009	2010	2011
Recettes	7,72	2,08	3,45	2,98	0,63
<i>dont produits de cession</i>	7,46	1,12	0,05	0,07	0,02
<i>dont dotation budgétaire</i>	0	0	2,94	2,45	0
Dépenses	4,03	1,76	1,8	6,71	0,72
Dépenses du programme 731	0,51	1,62	1,80	6,71	0,72
<i>dont augmentations de capital, dotations en fonds propres, avances d'actionnaires et prêts assimilés</i>	0,46	1,61	1,68	6,24	0,72
Dépenses du programme 732	3,52	0,14	0	0	0
Solde de l'exercice	3,69	0,31	1,66	-3,7	-0,08
Solde cumulé	3,90	4,21	5,87	2,14	2,06

Source : Rapport relatif à l'Etat actionnaire et note sur l'exécution budgétaire de 2011 transmise par la Cour au Parlement

a) L'interruption des cessions de titres de participation

Après avoir atteint un pic en 2006 à 17,1 Md€, grâce notamment à la vente des sociétés d'autoroutes, les recettes de cession sont retombées à 7,5 Md€ en 2007 avant de s'effondrer en 2008 (1,1 Md€) et de devenir quasiment nulles en 2009, 2010 et 2011.

L'interruption des cessions de titres de participations sur le marché résulte principalement mais pas seulement des conditions de marché observées depuis 2008. Le rôle d'actionnaire de l'Etat s'inscrit en effet également dans une perspective de politique industrielle. En choisissant de participer au capital d'entreprises, l'Etat cherche à se donner les moyens d'influencer leurs stratégies afin de mettre en œuvre une politique d'ensemble dans des secteurs économiques à fort enjeu pour la France.

Cette tension entre les intérêts patrimoniaux et industriels de l'Etat illustre la difficulté pour ce dernier d'arbitrer entre gains potentiels de cessions et accompagnement des projets de croissance des entreprises dont il est actionnaire.

b) L'incapacité de l'Etat à tenir certains engagements d'actionnaire

Ne percevant plus de recettes de cession à partir de 2008, l'Etat a interrompu ses opérations de désendettement (programme 732) mais aussi très fortement ralenti les apports de capital au bénéfice des entreprises du périmètre de l'Agence des participations de l'Etat (programme 731). Les apports en capital à celles-ci se sont ainsi repliés de 1,68 Md€ en 2009 à 0,56 Md€ en 2010 et 0,64 Md€ en 2011.

En outre, ses marges de manœuvre réduites l'ont placé dans l'incapacité de remplir certains de ses engagements d'actionnaire²¹¹. Ainsi, il n'a pu libérer l'intégralité du capital en numéraire du Fonds stratégique d'investissement qu'il devait apporter. Il lui reste à verser 1,78 Md€ sur les 2,94 Md€ de sa quote-part²¹².

c) L'appel de plus en plus fréquent à des co-investisseurs

Rencontrant des difficultés à jouer son rôle d'actionnaire en raison de marges de manœuvre budgétaires réduites, l'Etat a été contraint de faire appel à des co-investisseurs externes, auprès de la sphère financière publique mais aussi d'investisseurs étrangers :

- le renforcement des fonds propres du groupe La Poste à la suite de sa transformation en société anonyme, d'un montant de 2,7 Md€, a été partagé entre l'Etat (1,2 Md€) et la Caisse des dépôts et consignations (1,5 Md€). La libération du capital a été étalée sur trois ans (2011 - 2013)²¹³ ;
- le renforcement de la structure financière d'Areva engagé en 2009 a nécessité fin 2010 une augmentation de capital de 900 M€, dont 300 M€ souscrits par l'Etat et 600 M€ par le fonds

²¹¹ Les interventions de l'Etat actionnaire sont en outre contraintes par les règles européennes de concurrence régissant les aides d'Etat (cf. *infra*).

²¹² L'Etat a suspendu depuis 2008 ses dotations budgétaires à l'Etablissement public financement et de restructuration (EPFR) chargé de financer le règlement de la crise du Crédit Lyonnais. La situation nette de l'établissement est négative à hauteur de 4,4 Md€ à fin 2011 alors que l'Etat se trouvera dans l'obligation de lui apporter les fonds nécessaires pour rembourser son emprunt auprès du Crédit Lyonnais avant le 31 décembre 2014. Certes cette situation peut s'expliquer par le fait que le taux du prêt consenti par le Crédit Lyonnais est inférieur au taux d'intérêt servi à l'Etat sur les marchés. Elle traduit cependant aussi le souci de l'Etat actionnaire d'éviter une dépense.

²¹³ L'échéancier est de 1 050 M€ en 2012 et 2013 et 600 M€ en 2013.

souverain koweïtien, ainsi que la cession au Fonds stratégique d'investissement des participations d'Areva dans deux filiales pour près de 1,5 Md€¹⁴.

d) Des opérations en réalité financées par l'endettement

Pour pallier l'absence de produits de cession, l'Etat a abondé en 2009 et 2010 le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » par des dotations budgétaires relevant soit du plan de relance de l'économie, soit du programme d'investissements d'avenir. L'un comme l'autre de ces dispositifs ayant été, en réalité, financés par l'emprunt public, il en résulte que l'intervention patrimoniale de l'Etat actionnaire s'est opérée au prix d'une hausse de l'endettement de l'Etat emprunteur.

Le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » a ainsi bénéficié de dotations budgétaires d'un montant de 2,9 Md€ en 2009 et 2,5 Md€ en 2010. Il a ainsi pu financer le versement en numéraire de 1,16 Md€ au Fonds stratégique d'investissement (2009)²¹⁵ et la souscription à l'augmentation de capital de La Poste pour un montant de 467 M€ (2011).

Cependant, les dotations budgétaires au compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » ont également, et de plus en plus fréquemment, contribué au financement d'opérations hors du champ d'intervention de l'Etat actionnaire, qu'il s'agisse du financement du plan Campus pour 3,7 Md€²¹⁶ (2010), du versement au Fonds national pour la société numérique pour 1,2 Md€ (2010) ou du versement au programme « Ville de demain » pour 400 M€ (2010).

Ces dernières opérations, qui s'apparentent à des véhicules de débudgétisation, ne relevaient pas de sa gestion patrimoniale de ses participations. En 2010 pourtant, elles représentaient près des trois quarts du montant total des opérations du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » (plus de 6 Md€).

²¹⁴ Cession des 26,5 % détenus par Areva dans ST Microelectronics fin 2010 pour 695 M€ et cession de 26,5 % détenus dans Eramet en mars 2012 pour 776 M€.

²¹⁵ Cette dotation en numéraire au profit du Fonds stratégique d'investissement est cependant d'un montant inférieur au rachat par ce dernier des participations d'Areva.

²¹⁶ Une partie de l'enveloppe consommée correspondant par ailleurs au produit de la cession en 2007 d'une partie du capital d'EDF.

Leur financement par l'endettement s'est notablement accompagné d'un raffermissement des exigences de rentabilité de l'Etat vis-à-vis des entreprises qui lui versent un dividende.

2 - La dégradation de la situation financière des entreprises du périmètre de l'Agence des participations de l'Etat

Les entreprises du périmètre de l'Agence des participations de l'Etat reçoivent de celui-ci des injonctions contradictoires : elles doivent à la fois maintenir leur effort d'investissement, ne pas accroître leur endettement et servir des dividendes élevés à leur actionnaire.

a) Une politique de dividendes élevés

Dans un contexte budgétaire contraint, l'Etat a maintenu des exigences de dividendes élevés à l'égard des entreprises de son portefeuille de participations. Bien qu'il puisse ponctuellement opter pour un versement en actions, comme il l'avait fait en 2009 pour 2,2 Md€, il perçoit l'essentiel de ces dividendes sous forme numéraire.

Tableau n° 19 : Dividendes en numéraire perçus par l'Etat actionnaire

Md€	2007	2008	2009	2010	2011 (*)
Dividendes en numéraire	4,8	5,6	3,3	4,3	4,4

Source : Rapport relatif à l'Etat actionnaire – () prévision*

Le taux de distribution enregistre une baisse, passant de 59,5 % au titre de l'exercice 2009 à 55,7 % au titre de l'exercice 2010, mais reste plus élevé que celui des sociétés du CAC 40 qui auraient distribué environ 50 % du résultat net à leurs actionnaires sur le même exercice.

En outre, certaines entreprises dont l'Etat est actionnaire, telles France Telecom SA et EDF, ont été amenées à verser, au titre de 2010, des dividendes supérieurs à leur bénéfice. En d'autres termes, elles ont dû reprendre des fonds propres afin de satisfaire la demande de leurs actionnaires. Le cas d'EDF est à cet égard particulièrement éclairant dans la mesure où cette entreprise, qui conduit par ailleurs d'importants investissements, a reversé au titre de l'exercice 2010 à ses actionnaires plus du double de son bénéfice net annuel.

b) L'investissement financé par l'endettement

Alors que la capacité d'autofinancement des entreprises du périmètre de l'Agence des participations de l'Etat (APE) a été relativement stable depuis 2007, autour d'une moyenne de 22 Md€, le volume d'investissement a fortement fluctué au cours des années récentes, en fonction de la place laissée à l'endettement.

Tableau n° 20 : Financement de l'investissement par les entreprises du périmètre de l'Agence des participations de l'Etat (APE)

Md€	2007	2008	2009	2010
Acquisition d'immobilisations brutes	22,7	37,1	40,5	20,3
Capacité d'autofinancement	21,5	20,9	23,9	21,9
Endettement financier net	83,4	100,5	113,2	102,2

Source : Rapport relatif à l'Etat actionnaire

Leur formation brute de capital fixe (FBCF) a diminué de moitié entre 2009 et 2010, alors qu'elle avait presque doublé entre 2007 et 2009, pour atteindre le niveau élevé de 40,5 Md€. Certes, la période 2008-2009 était un pic, l'Etat ayant demandé aux entreprises publiques de contribuer au plan de relance de l'économie, mais, en 2010, leur FCBF se situe à un niveau inférieur à celui d'avant crise. Ce recul est dû pour l'essentiel à la nécessité pour elles de freiner l'accroissement de leur endettement.

L'accroissement d'investissement de 15 Md€ réalisé en 2008 par rapport à 2007 avait été financé, en effet, par une aggravation d'endettement de 17 Md€. De même, l'accroissement des investissements de 2009 s'était accompagné d'une augmentation d'endettement net de près de 13 Md€ sur l'année. En 2010, la tendance se renverse sensiblement, avec, à la fois, une diminution de l'investissement de 20 Md€ et une réduction apparente de l'endettement de 11 Md€. Selon une estimation provisoire de l'Agence des participations de l'Etat, ces tendances se prolongeraient en 2011²¹⁷.

²¹⁷ Cf. Cour des comptes, *Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques*, juillet 2012

c) Le maintien d'un endettement élevé en 2010

Le recul apparent de l'endettement en 2010 résulte principalement d'un effet de structure : la dette d'EDF a spontanément diminué de 6,7 Md€ du fait de la sortie de RTE du périmètre comptable consolidé de EDF, alors qu'elle en était jusqu'alors une filiale détenue à 100%.

Alors que l'Etat ne verse plus de dotation en capital aux entreprises dont il est actionnaire, il tend à en exiger un niveau de dividendes élevé au détriment de leur capacité d'autofinancement. Leur endettement s'établissant à un niveau d'ores et déjà élevé depuis 2009, ces entreprises ont été généralement amenées à ralentir leurs investissements en 2010²¹⁸.

En définitive, les interventions directes de l'Etat dans le financement de l'économie, qu'elles relèvent d'aides à l'investissement ou de prises de participation, présentent des limites de plus en plus manifestes, qui résultent, pour l'essentiel, de la dégradation de ses moyens budgétaires. Dès lors, l'Etat n'a pu demeurer présent qu'en recourant à d'autres formes d'interventions : dépenses fiscales, cofinancements et garanties.

II - Les limites et les risques des nouvelles formes d'intervention

Face aux contraintes croissantes pesant sur les finances publiques, l'Etat a fixé, à compter de 2004, une norme maximale de progression de ses dépenses budgétaires. Pour maintenir néanmoins un effort significatif en faveur du financement des ménages et des entreprises, il a développé d'autres formes d'intervention indirectes sans impact sur le respect de la norme de dépense. Elles se heurtent cependant à leur tour au butoir des déficits et de l'endettement et créent de nouveaux risques financiers.

Les dépenses fiscales affectées au financement de l'économie ont vu leur coût total presque doubler entre 2005 et 2010. De même, le cofinancement public-privé s'est fortement développé, notamment sous la forme des contrats de partenariats. Le périmètre de la garantie financière de l'Etat s'est lui aussi nettement élargi.

²¹⁸ Cette tendance générale masque des disparités sectorielles ; dans certains secteurs, comme dans celui du transport ferroviaire, les collectivités territoriales ont soutenu, dans le même temps, l'investissement des entreprises publiques.

Censés contourner les contraintes budgétaires, ces nouveaux outils pèsent sur les recettes futures et la capacité d'emprunt de l'Etat. L'effet de levier recherché par les cofinancements crée de nouveaux risques financiers, alors que l'identification des aléas potentiels inhérents aux garanties accordées par l'Etat vient renforcer les questions que les marchés se posent sur la soutenabilité des finances publiques.

A - Les dépenses fiscales face au butoir des déficits publics

Au-delà des prélèvements, fiscaux ou sociaux, qu'il opère sur les produits de l'épargne ou de l'investissement et qui influencent fortement l'allocation de l'épargne, l'Etat a recouru aux dépenses fiscales pour intervenir indirectement dans le financement de l'économie. En accordant des avantages fiscaux à une catégorie particulière d'agents ou d'opérations, il a cherché à orienter les stratégies de financement mis en œuvre par les divers agents économiques, qu'il s'agisse des ménages ou des entreprises.

Ne sont prises en compte ci-après que les dépenses fiscales inscrites dans le fascicule « voies et moyens » annexé à la loi de finances. Faute d'une norme définie de façon précise dans les principes généraux du droit fiscal français, la liste « officielle » revêt un caractère en partie conventionnel dont témoigne la grande variabilité du champ des dispositifs qualifiés par l'Etat de dépenses fiscales d'une année à l'autre. Ainsi, plusieurs dispositifs, importants en montant, ont été retirés ces dernières années, notamment le régime des dividendes mère-fille, dont le seul effet est estimé à 200 M€.

Sous ces réserves méthodologiques²¹⁹, trois catégories de dépenses fiscales sont destinées à favoriser le financement de l'économie :

- les dépenses fiscales en faveur de l'investissement immobilier des ménages ;
- les dépenses fiscales en faveur de l'épargne financière des ménages ;
- les dépenses fiscales favorables au développement de la capacité d'autofinancement des entreprises, via les allègements d'impôts sur les bénéfices.

²¹⁹ que la Cour a notamment mises en évidence dans son rapport public annuel de février 2011 et dans ses rapports sur les finances publiques

Ces trois catégories de dépenses fiscales représentaient *a minima*²²⁰ un montant²²¹ total d'environ 20 Md€ (19,6 Md€) en 2010, soit nettement plus que le montant des aides à l'investissement. Elles bénéficiaient pour plus de la moitié aux entreprises et pour le solde aux ménages.

Les autres dépenses fiscales, dont l'objet premier n'est pas de concourir directement au financement de l'économie, sont principalement constituées par les exonérations de TVA et de taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE) pour environ 20 Md€ en 2010, par les régimes dérogatoires à vocation sociale (avec conditions de ressources) ou par les dépenses à caractère sectoriel (agriculture, environnement, etc.).

Tableau n° 21 : Dépenses fiscales consacrées au financement de l'économie

M€	2000	2005	2010
Investissement immobilier des ménages	4 300	3 400	5 100
Epargne financière des ménages	3 800	3 800	4 900
Capacité d'autofinancement des entreprises	2 400	4 000	9 600
TOTAL	10 500	11 200	19 600

Source : Cour des comptes

Le tableau ci-dessus montre que l'augmentation la plus forte des dépenses fiscales relatives au financement de l'économie est imputable aux diverses mesures qui contribuent à améliorer le bénéfice après impôt des entreprises, passées de 2,4 Md€ en 2 000 à 9,6 Md€ en 2010.

Au total, ces dépenses ont quasiment doublé en montant entre 2000 et 2010 (10,5 Md€ en 2000, 19,6 Md€ en 2010) et leur part dans le montant total des dépenses fiscales s'est également accrue, malgré la croissance très vive de celui-ci. Elles représentaient 23 % du coût total de 45 Md€ en 2000 (à périmètre comparable à celui du fascicule « voies et

²²⁰ L'exonération des plus values de cession des filiales détenues depuis plus de 2 ans n'est pas considérée comme une dépense fiscale, de même que la déduction des intérêts d'emprunt au titre de l'impôt sur les sociétés, alors que les intérêts sur les prêts à l'habitat le sont.

²²¹ Les coûts des dépenses fiscales pour 2000, 2005 et 2010 sont tirés respectivement des projets de loi de finances pour 2002, 2007 et 2012.

moyens » du projet de loi de finances 2012) et étaient passées à 28 % du montant total de 71 Md€ en 2010.

1 - Les dépenses fiscales en faveur de l'investissement immobilier

Les avantages fiscaux conférés aux producteurs de logement comportent de nombreux dispositifs dont ceux destinés à favoriser la construction de logements sociaux par les organismes de logement social (TVA réduite et exonération de la taxe foncière notamment). Ce type de concours n'a pas été inclus dans le champ du présent rapport, car ils ne visent pas directement le financement de l'économie, mais plutôt la politique sociale. De même, la TVA à 5,5 % pour les travaux d'amélioration des logements (3,8 Md€ en 2010) n'est pas incluse dans les chiffres du tableau ci-dessous.

Concernant spécifiquement les aides à l'investissement, les années 2000 à 2005 avaient été marquées par la transformation de réductions et crédits d'impôts en déductions sur le seul revenu foncier. De 2005 à 2010, le mouvement inverse a été opéré, renforçant ainsi le poids de l'avantage fiscal conféré aux ménages bénéficiaires.

Tableau n° 22 : Dépenses fiscales pour l'investissement immobilier

M€	2000	2005	2010
Réductions, crédits impôts	1 200	200	2 000
Déductions, abattements, exonérations revenus fonciers	1 600	1 600	1 600
Exonération Plan d'épargne logement (PEL)	1 500	1 600	600
Crédit d'impôt banques – Prêt à taux zéro (PTZ)	0	0	900
TOTAL	4 300	3 400	5 100

Source : Cour des comptes

La baisse du coût du Plan d'épargne-logement (PEL), de 1 Md€ entre 2005 et 2010, résulte essentiellement de l'imposition des intérêts perçus sur les plans de plus de 12 ans à compter de 2006.

Le crédit d'impôt au titre du Prêt à taux zéro constitue un crédit d'impôt sur les sociétés (banques) mais il a été ajouté dans ce tableau aux dépenses fiscales relatives à l'impôt sur le revenu car il constitue économiquement une dépense fiscale en faveur des ménages, très proche des crédits d'impôts pour intérêt d'emprunts dont ils bénéficient aussi.

Malgré la baisse du coût du Plan d'épargne-logement, les dépenses fiscales en faveur de l'immobilier, hors exonérations de TVA évoquées ci-dessus, se sont accrues de 50 % entre 2005 et 2010 (passant de 3,4 Md€ à 5,1 Md€).

Pour une large part, cette croissance a été soutenue par certaines mesures en faveur de l'investissement locatif (notamment le « Scellier »). Les effets négatifs de ce dispositif ont amené les pouvoirs publics à réduire progressivement son champ d'application, d'abord pour éviter une surproduction de logements dans certaines zones, puis pour limiter l'augmentation des coûts de construction provoquée par ce dispositif. Il a enfin été mis en extinction.

Si l'on ajoute à ces dépenses fiscales les aides directes, le montant total des aides consacrées par l'Etat à l'investissement immobilier des ménages s'élevait à 7 Md€ en 2010, en augmentation de 20,7 % par rapport au montant de 2000 (5,8 Md€)²²². A ces deux dates, les dépenses fiscales représentaient environ 74 % du total.

2 - Les dépenses fiscales pour l'épargne financière des ménages

Le coût des dépenses fiscales en faveur de l'épargne financière des ménages était évalué à 4,9 Md€ en 2010, soit une hausse de 30 % par rapport à 2005.

Tableau n° 23 : Dépenses fiscales pour l'épargne financière des ménages

M€	2000	2005	2010
Réductions, crédits d'impôts	400	600	1 200
Exonérations, abattements, déductions des revenus de valeurs mobilières	3 400	3 100	2 500
ISF entreprises	0	100	1 200
TOTAL	3 800	3 800	4 900

Source : Cour des comptes

Cette hausse tient intégralement à l'augmentation liée à l'ISF entreprise, le doublement du coût des réductions et crédits d'impôt étant compensé par la baisse de 600 M€ observée sur les exonérations, abattements et déductions des revenus sur valeurs mobilières.

²²² Les avantages conférés au logement sont d'un montant beaucoup plus élevé si on tient compte des diverses exonérations de TVA et d'impôts locaux et surtout des aides à la personne. Le total est alors en 2010 de plus de 40 Md€.

La baisse du coût des mesures relatives aux revenus de valeurs mobilières entre 2005 et 2010 résulte pour une large part du changement de norme de référence (barème / prélèvement libératoire).

Les dépenses fiscales au titre de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) en faveur du financement des entreprises avaient un coût nul en 2000, de 100 M€ en 2005 et de 1 200 M€ en 2010. La réduction d'impôt au titre des investissements au capital des PME représentait près de 65 % du coût total en 2010 (783 M€). En 2012, selon les prévisions de la loi de finances initiale et à la suite de la réforme de l'impôt de solidarité sur la fortune qui a exonéré de cet impôt certains assujettis, cette dépense fiscale devrait diminuer d'un tiers et s'établir autour de 510 M€.

3 - Les dépenses fiscales en faveur de l'autofinancement des entreprises

Les dépenses fiscales relatives au seul impôt sur les sociétés représentent 3,1 Md€ en 2010. Celles qui sont communes à l'impôt sur les sociétés et à l'impôt sur le revenu s'élèvent à 6,5 Md€ (hors prêt à taux zéro)²²³. Le total pour les entreprises, individuelles ou non, s'élevait à 9,6 Md€. A titre de comparaison, il était de 2,4 Md€ en 2000 et de 4,0 Md€ en 2005.

Contribuant à améliorer le bénéfice après impôt des entreprises et leur capacité d'autofinancement, ces avantages fiscaux sont à inclure dans les aides au financement de l'économie.

Tableau n° 24 : Dépenses fiscales favorables à la capacité d'autofinancement des entreprises

M€	2000	2005	2010
Dépenses communes à l'impôt sur les sociétés et à l'impôt sur le revenu	2 400	4 000	9 600
<i>dont crédit impôt recherche</i>	460	700	4 900

Source : Cour des comptes

Le coût du crédit d'impôt recherche, commun à l'impôt sur les sociétés et aux bénéfices industriels et commerciaux (BIC), a fortement

²²³ Les personnes tirant leurs revenus de l'entremise d'une société peuvent, sur option, assujettir cette dernière à l'impôt sur les sociétés plutôt qu'acquitter l'impôt sur le revenu. De ce fait, certaines dépenses fiscales sont communes aux deux impôts.

progressé passant de 460 M€ en 2000 et 700 M€ en 2005 à 4 900 M€ en 2010, sous l'effet notamment des mesures de relance. En 2011, son coût s'est établi à 2 875 M€, soit 575 M€ de plus que la prévision initial de la LFI²²⁴. En 2009, ses bénéficiaires se répartissaient entre les PME (1 407 M€), les entreprises de taille intermédiaire (1 710 M€) et 217 entreprises de plus de 5 000 salariés (1 497 M€)²²⁵.

4 - Une dynamique qui s'avère ni soutenable, ni maîtrisable

En définitive, la dépense fiscale en faveur du financement de l'économie a connu une croissance massive ces dernières années, comme en témoigne la progression des abandons de recettes fiscales liées à l'habitat des ménages, à l'ISF entreprises ou au crédit impôt-recherche.

Bien que leurs performances aient été, pour plusieurs d'entre elles, sans rapport avec leur coût élevé²²⁶, les mesures d'incitation fiscale ont été largement utilisées par l'Etat comme relais d'intervention. Elles lui permettaient en effet de contourner la norme de progression des dépenses budgétaires qu'il s'était lui-même fixé, tout en substituant aux aides directes versées aux ménages ou aux entreprises des dispositifs fiscaux analogues, sinon plus avantageux pour eux.

Or, s'ils ne donnent pas lieu à l'affectation de crédits budgétaires, ces avantages fiscaux n'en demeurent pas moins équivalents à des dépenses, puisqu'ils affectent immédiatement le solde budgétaire, voire hypothèquent des recettes futures. Ils contribuent donc significativement à l'accroissement de la dette, conséquence des déficits budgétaires successifs accumulés.

²²⁴ A ce coût s'ajoutent, en comptabilité générale 5,1 Md€ de créances détenues par les entreprises sur l'Etat, en attente de règlement (cf. Cour des comptes, *Rapport sur le résultat et la gestion budgétaire pour l'exercice 2011*, juin 2012).

²²⁵ Cf. Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche, *Le crédit d'impôt recherche en 2009 : poursuite de la dynamique de diffusion*, mai 2011.

²²⁶ Le rapport d'août 2011 d'évaluation des dépenses fiscales et des niches sociales établi par l'Inspection générale des finances souligne que seul un des quatre objectifs principaux poursuivis par les dispositifs fiscaux en faveur de l'investissement locatif a été pleinement atteint (soutien conjoncturel). Les objectifs structurels ne l'ont pas été. De même, le rapport estime que les entreprises innovantes ou en phase d'amorçage n'ont finalement que peu bénéficié de l'ISF PME. Il souligne le niveau des prélèvements opérés par les sociétés de gestion. La Cour a montré les fortes critiques qu'appelle le dispositif *Girardin* dans son rapport public annuel de 2012. Le crédit impôt recherche a eu des effets positifs mais son assiette, considérablement élargie par sa réforme de 2008, pose des problèmes de contrôlabilité.

Au-delà de ses implications budgétaires, l'évolution de la dépense fiscale est en général plus difficile à maîtriser que celle de la dépense publique. Ouvrant des droits, elle présente, en effet, les caractéristiques d'une dépense de guichet. En outre, son assiette et son audience chez les contribuables étant mal connues, son coût prévisionnel est généralement délicat à évaluer. Enfin, n'ayant pas d'ordonnateur au sens de la comptabilité publique, elle ne fait pas l'objet d'un suivi administratif aussi étroit que celui des crédits budgétaires. Analysant le contrôle fiscal, la Cour a montré que celui-ci porte peu sur les dépenses fiscales²²⁷.

En 2010, la dépense fiscale en faveur des entreprises et des ménages dépassait largement le montant des aides à l'investissement versées par les administrations centrales (Etat et ODAC) à ces catégories d'agents économiques (19,6 Md€ contre 4,6 Md€).

Privilégiée jusqu'en 2010, la dépense fiscale doit désormais se réduire pour contribuer au rétablissement des finances publiques. Dès 2011, le montant total des dépenses fiscales a été ramené de 71 à 70 Md€. Pour 2012, il devrait être abaissé à 67 Md€ selon le Gouvernement.

B - Le cofinancement de programmes et de projets d'investissements

1 - Le recours au cofinancement pour de grands programmes d'investissements

Depuis le début des années 2000, l'Etat a lancé plusieurs programmes d'investissements qu'il n'a pas financés en totalité mais pour lesquels il a fait appel à des participations significatives du secteur privé.

L'Etat a initié plusieurs programmes d'investissements de « rattrapage » : les plans « Hôpital 2007 »²²⁸ puis « Hôpital 2012 »²²⁹, les constructions et rénovations de bâtiments pénitentiaires, l'opération « Campus »²³⁰.

En 2005, il a également promu le programme des pôles de compétitivité, financé soit par le fonds unique interministériel (FUI), soit

²²⁷ Cf. Cour des comptes, *Rapport public annuel*, février 2010 et février 2012.

²²⁸ Hôpital 2007 : lancé en 2004 pour un montant d'investissement de 5 Md€.

²²⁹ Hôpital 2012 : lancé en 2008 et doté de 10 Md€ dont 5 Md€ sont apportés sous la forme d'aides directes de la sécurité sociale (assurance maladie).

²³⁰ Campus : lancé en janvier 2008 pour un montant d'investissement de 5 Md€, portant sur 12 projets immobiliers.

par l'ANR, Oséo et la Caisse des dépôts. Sur les trois années 2009-2011, l'enveloppe totale dédiée aux pôles s'élève à 1,5 Md€.

En outre, l'Etat a fait une place significative à l'investissement dans le plan de relance de l'économie²³¹ : 10,5 Md€ de dépenses d'investissements ont été engagées sur deux ans (2009 et 2010), l'Etat apportant 4 Md€, les entreprises publiques et GDF-SUEZ 4 Md€ et les collectivités 2,5 Md€.

2 - Les limites des partenariats public-privé

Les partenariats public-privé sont des contrats portant sur des opérations de création et de gestion de service public et reposant sur l'intervention de financements privés pour réaliser les investissements nécessaires. Ils regroupent deux outils juridiques qui, distincts à l'origine, sont devenus proches : la délégation de service public et le contrat de partenariat.

Les formes juridiques des partenariats public-privé

La délégation de service public, définie par la loi du 11 décembre 2001²³², est un contrat par lequel la personne publique confie la gestion d'un service public dont elle a la responsabilité à un délégataire public ou privé, dont la rémunération est substantiellement liée aux résultats de l'exploitation du service. En outre, le délégataire peut être chargé de construire des ouvrages ou d'acquérir des biens nécessaires au service.

Le contrat de partenariat, défini par l'ordonnance du 17 juin 2004, permet aux personnes morales de droit public de transférer à des personnes privées le financement, la construction, la gestion et la rénovation d'ouvrages ou d'équipements nécessaires à la réalisation de services publics.

Trois formes de contrats globaux préexistaient aux contrats de partenariat et subsistent : les baux emphytéotiques, les autorisations d'occupation temporaire du domaine public et les locations avec option d'achat. Avec les contrats de partenariat, ils forment les « contrats de partenariat assimilables » (CPA).

²³¹ loi n°2009-122 du 4 février 2009 de finances rectificative pour 2009.

²³² loi n°2001-1168 du 11 décembre 2001, dite « loi Murcef ».

a) Une volonté de l'Etat de développer les partenariats public-privé

L'une des ambitions majeures des contrats de partenariat était à l'origine de faire financer par le secteur privé des projets d'investissements lourds.

Entre 2004 et juin 2011, l'Etat a signé 24 contrats de partenariat, pour un montant total²³³ de 9,2 Md€ et un investissement initial de 2,8 Md€. Pendant cette même période, le montant total de contrats de partenariat et assimilés (CPA) signés en France s'élevait à 12,3 Md€ : l'Etat était donc le premier contractant en montant au sein des administrations publiques, étant à l'origine de plus de 70 % du volume des contrats de partenariats²³⁴.

Les projets de l'Etat financés en partenariat portent sur les secteurs de la défense, la santé, les transports et l'environnement. Les secteurs bénéficiant des projets cofinancés par les collectivités territoriales reflètent les transferts de compétences réalisés dans le cadre des lois de décentralisation : la voirie pour les communes, l'éducation pour les départements et régions.

L'immobilier représente 58 % des équipements financés en partenariat. Corrélativement, trois groupes, Vinci, Eiffage et Bouygues avec Theia (groupement de plusieurs opérateurs privés constitués pour la construction de trois établissements pénitentiaires) ont obtenu la moitié du volume du marché des contrats de partenariats depuis 2005.

b) Une implication plus forte de l'Etat pour chercher à pallier le désengagement bancaire

Sous l'effet de la crise, les banques et les investisseurs se sont désengagés du secteur des financements de projets.

Pour limiter les conséquences de ce retrait, l'Etat a créé en 2009 deux enveloppes, financées par le plan de relance : la première se composait de 10 Md€ de garanties accordées par l'Etat à titre onéreux pour faciliter la mobilisation des financements²³⁵ et la seconde de 8 Md€ de prêts de long terme du Fonds d'épargne afin de compléter à des

²³³ Le montant total d'un partenariat public-privé est la somme actualisée des loyers annuels à verser à l'exploitant, en valeur à la date de signature hors taxes.

²³⁴ En nombre de contrats, l'Etat n'est impliqué que dans 10 % des CPA, 60 % étant signés par les collectivités territoriales.

²³⁵ Octroyée jusqu'au 31 décembre 2010, cette garantie n'a bénéficié qu'à un seul projet, le contrat de la ligne à grande vitesse Sud Europe Atlantique.

conditions avantageuses le financement des projets d'infrastructures, notamment sous forme de partenariats.

Par ailleurs, l'ordonnance de 2004 a été assouplie : la loi du 17 février 2009 pour l'accélération des programmes de construction et d'investissement publics et privés dispose qu'une partie du financement initial du projet peut être apportée par la personne publique²³⁶.

Ces dispositions transforment les contrats de partenariat qui, d'un dispositif de financement privé d'investissements publics, deviennent un mode de cofinancement public-privé. Ainsi le « projet Balard » du ministère de la défense signé en 2011 comporte-t-il une participation initiale de l'Etat de 1 Md€ sur un montant total de 3,6 Md€.

En outre, afin de réduire le coût du crédit accordé par les banques, le législateur a institué un dispositif dit de « cession Dailly acceptée »²³⁷, dans lequel le partenaire privé peut céder aux banques une fraction de la créance constituée des redevances à recevoir qu'il détient sur la personne publique²³⁸. Les établissements de crédit bénéficient alors d'un abaissement du risque de non remboursement de la dette, qui devrait leur permettre de diminuer les charges financières du projet. Ces créances de loyers issues des partenariats public-privé sont recherchées par les banques car elles leur permettent, après collatéralisation²³⁹, de sécuriser leur financement sur les marchés.

Afin de diversifier les sources de financement, un fonds commun de titrisation pour le refinancement des partenariats public-privé est en cours de création²⁴⁰ ; il doit mobiliser d'autres institutionnels que les banques, notamment les assureurs. Pour ce faire, les « obligations PPP » ont été rendues éligibles en novembre 2011 aux actifs admis en représentation des engagements réglementés des assureurs par l'Autorité de contrôle prudentiel. Tout en assurant le financement des projets d'infrastructures, cette nouvelle catégorie de titres financiers peut

²³⁶ En dehors de toute participation au capital de la société de projet regroupant établissements de crédit et entrepreneurs.

²³⁷ loi du 28 juillet 2008 relative aux contrats de partenariat.

²³⁸ La cession doit être acceptée par la personne publique, car elle doit d'abord constater que les investissements ont été réalisés conformément au contrat.

²³⁹ La collatéralisation est une technique qui consiste à sécuriser un contrat par la mise en gage d'un actif (collatéral).

²⁴⁰ En parallèle, la Commission européenne mène des réflexions sur la création de *euro-project bonds*, en lien avec la Banque européenne d'investissement, pour apporter des garanties aux émissions obligataires des sociétés privées participant au financement d'investissements publics.

diversifier les débouchés pour des investisseurs cherchant des placements de long terme et peu risqués.

c) Des risques pour la gestion à venir des finances publiques

Cependant, comme l'a souligné la Cour dans son rapport public sur la gestion de la dette publique locale²⁴¹, « *les partenariats public-privé ne peuvent pas servir de source de financement de substitution pour couvrir n'importe quel besoin d'investissement car ils n'offrent pas la même souplesse, génèrent des coûts de financement bien supérieurs et n'ont de sens économiquement que par leurs avantages non financiers* ».

En outre, le soutien financier de l'Etat aux partenariats publics privés connaît une ampleur croissante et revêt de nouvelles formes qui font supporter des risques durables à l'Etat.

La Cour a déjà souligné ces risques au sujet des partenariats public-privé pénitentiaires, dans un rapport d'octobre 2011 établi à la demande de l'Assemblée nationale²⁴². L'obligation juridique de paiement de loyers au cours de très longues périodes, et pour des montants croissants, pèsera sur les capacités budgétaires de l'Etat dans les années à venir. La Cour recommandait en conséquence de compléter les évaluations préalables par une étude de la soutenabilité budgétaire de chaque projet d'investissement²⁴³.

La recherche de solutions financières, certes innovantes mais plus complexes, exige une vigilance des pouvoirs publics quant à la comptabilisation des engagements pris et à l'évaluation des risques qui s'y rattachent. En outre, le désengagement des banques de ce type de dispositifs n'a pour l'instant pas été enrayé.

3 - Le programme d'investissements d'avenir

Le rapport de la Commission sur les priorités stratégiques d'investissements et l'emprunt national remis au Président de la République en novembre 2009, définissait cinq priorités d'investissements. Toutes s'inséraient dans une perspective de

²⁴¹ Cf. Cour des comptes, *La gestion de la dette publique locale*, juin 2011.

²⁴² Cf. Cour des comptes, *Les partenariats public-privé pénitentiaires*, communication à la commission des finances de l'Assemblée nationale, octobre 2011. De même, la Cour a formulé des critiques sur diverses opérations immobilières du Ministère de l'Intérieur.

²⁴³ La direction générale du Trésor indique qu'un décret est en préparation ; ce projet n'a pas été à ce stade porté à la connaissance de la Cour.

compétitivité à long terme et privilégiaient le développement de l'économie de la connaissance. Le rapport recommandait de financer ces investissements au moyen de l'emprunt. L'objectif annoncé était de pallier certaines défaillances de marché touchant le financement des projets de long terme, dont les effets positifs sur l'ensemble de l'économie pouvaient justifier qu'ils soient soutenus, et financés pour partie, par la puissance publique.

Le rapport a débouché sur le lancement du programme d'investissements d'avenir (PIA) qui a été institué par la loi de finances rectificative du 9 mars 2010²⁴⁴. Cinq priorités stratégiques ont été définies : l'enseignement supérieur et la formation (11 Md€), la recherche (7,9 Md€), les filières industrielles et les PME (6,5 Md€), le développement durable (5,1 Md€) et le numérique (4,5 Md€)²⁴⁵.

Au total, le programme des investissements d'avenir s'élève à 34,7 Md€ hors effet de levier obtenu auprès du secteur privé. Selon les prévisions initiales, ce dernier devait contribuer à la démarche pour un montant estimé à 25 Md€, soit un volume global d'investissements de l'ordre de 60 Md€.

Le programme finance 35 actions qui ont toutes fait l'objet de conventions entre l'Etat et les opérateurs, la Caisse des dépôts et consignations et Oséo. Les outils financiers envisagés dans ces conventions sont en général multiples : cofinancements, avances remboursables, prêts participatifs, dotations en fonds propres.

²⁴⁴ loi n°2010-237 du 9 mars 2010 de finances rectificative pour 2010.

²⁴⁵ Ces montants initiaux ont été en partie redéployés dans le cadre de la création de la Banque de l'Industrie. Des dotations initialement allouées au développement durable et au numérique ont été réorientées vers la priorité « filières industrielles et PME ».

La mise en œuvre du programme des investissements d'avenir (PIA) par les opérateurs, la Caisse des dépôts et consignations et Oséo

Le programme des investissements d'avenir (PIA) est mis en œuvre par l'intermédiaire de huit opérateurs²⁴⁶ et de deux établissements de crédit publics, la Caisse des dépôts et consignations et Oséo sous l'égide du Commissariat général à l'investissement, structure de pilotage créée par la loi et placée auprès du Premier ministre.

Parmi les crédits, le capital de 15 Md€ attribué à l'Agence nationale de la recherche n'est pas consommable : seuls les intérêts annuels obtenus du placement de ces dotations peuvent être utilisés.

Sur les 6,5 Md€ mobilisés pour les filières industrielles et les PME, 2,45 Md€ sont destinés à Oséo, pour renforcer ses moyens sur ses actions de garanties et d'investissement (en prêt ou en quasi fonds propres), dont 1 Md€ dans le cadre de mesures des Etats généraux de l'industrie.

Les 4,5 Md€ destinés au développement de l'économie numérique sont orientés vers le développement des réseaux à très haut débit (2 Md€) et le soutien aux usages, services et contenus numériques innovants (2,5 Md€, dont 250 M€ pour les réseaux intelligents).

Dès l'exercice 2010, les crédits budgétaires ont été en totalité versés aux opérateurs, sous la forme de « dotations en fonds propres des opérateurs », et à la Caisse des dépôts et consignations à partir du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat ».

²⁴⁶ Agence de l'environnement et de la maîtrise de l'énergie (ADEME), Agence nationale pour la rénovation urbaine (ANRU), Agence nationale de la recherche (ANR), Centre national d'études spatiales (CNES), Office national d'études et de recherches aérospatiales (ONERA), Commissariat à l'énergie atomique (CEA), Agence nationale pour la gestion des déchets radioactifs (ANDRA), Agence nationale de l'habitat (ANAH).

a) La recherche d'effet de levier

Le « rapport relatif à la mise en œuvre du programme d'investissements d'avenir »²⁴⁷ indique qu'à la fin du 2^{ème} trimestre 2011, les autorisations d'engagements représentaient un montant cumulé de 11 Md€. Les crédits effectivement versés aux bénéficiaires finaux sont plus longs à mettre en œuvre²⁴⁸. Le rapport précise également que 8,8 Md€ de cofinancements publics et privés sont attendus pour ces projets, ce qui représenterait un multiplicateur de 80 %.

Les premiers projets industriels concernent l'aéronautique (1,26 Md€), le spatial (360 M€) et la construction automobile (34 M€). Les autorisations sur la priorité numérique sont encore relativement réduites et concernent pour l'essentiel les premiers projets sélectionnés en juillet 2011 sur le champ de la nanoélectronique (135 M€) et les projets de réseaux électriques intelligents (28 M€). D'autres projets devraient être sélectionnés sur ce secteur avant la fin de l'année 2011.

b) Les limites de ce type d'intervention

Sans se prononcer sur la pertinence des priorités fixées et la sélection des projets, la logique du programme appelle quatre remarques.

La première tient aux contraintes de la dette publique. En effet, alors qu'au cours des réflexions préalables au lancement du programme, certains experts militaient pour un montant global de l'ordre de 100 Md€, l'Etat, compte tenu du niveau déjà élevé de sa dette, a dû se résoudre à limiter son endettement total à 22 Md€, complétés par 13 Md€ provenant du remboursement par les banques des fonds que leur avait prêtés l'Etat lors de la crise financière²⁴⁹.

Du reste, quand bien même la capacité de recours à l'emprunt eût été plus élevée, il n'aurait pas été assuré que des projets d'investissements rentables puissent absorber ces moyens complémentaires. La lenteur relative de la consommation effective des ressources du programme illustre le fait que les programmes rapidement finançables étaient en nombre réduit. La recherche de financement doit être calibrée en fonction de l'existence effective de projets techniques matures et finançables.

²⁴⁷ Rapport du Comité de surveillance des investissements d'avenir, annexé au rapport relatif à la mise en œuvre et au suivi des investissements d'avenir.

²⁴⁸ Les décaissements effectivement opérés à fin 2011 s'élevaient à peine à 1,5 Md€.

²⁴⁹ Ces fonds ayant eux-mêmes été levés sur les marchés en 2008.

En termes de politique publique, le programme des investissements d'avenir risque de voir ses objectifs premiers se dénaturer à terme. La disponibilité apparente des crédits crée en effet un risque que l'Etat y recoure pour débudgeiser des dépenses de fonctionnement ou soutenir l'activité de façon conjoncturelle. Par exemple, une enveloppe a été prélevée pour financer la formation professionnelle (500 M€).

Enfin, les projets d'investissement, à financement public ou privé, sont sélectionnés à partir de calculs de valeurs actualisées nettes, définies à partir des derniers taux du marché observés sur les emprunts d'Etat à 10 ans. Or les projets sont de durée souvent beaucoup plus longue. Il en résulte que, si les émissions d'emprunt ultérieures ressortaient à un taux supérieur au taux d'actualisation, la rentabilité effective des investissements concernés pourrait être très inférieure à la prévision initiale. Aux limites déjà énoncées, le programme des investissements d'avenir peut donc ajouter un risque de taux²⁵⁰.

Pour l'ensemble de ces motifs, il ne pourrait être envisagé sans de fortes précautions de renouveler ce mode d'intervention, d'autant qu'il accroît l'endettement global des administrations publiques.

C - L'accroissement des garanties consenties par l'Etat

En accordant sa garantie, l'Etat s'engage à procéder au règlement des sommes dues par le bénéficiaire, dans l'hypothèse où ce dernier ne pourrait seul y faire face. Du point de vue du bénéficiaire, l'octroi de la garantie de l'Etat permet de réduire le risque financier lié à son activité, ce qui abaisse généralement le coût de son financement²⁵¹.

Le rôle de centrale de garantie que joue l'Etat représente une caractéristique essentielle du financement de l'économie française. Si la LOLF a contribué à en révéler l'ampleur, son périmètre exact demeure difficile à évaluer, du fait notamment de l'existence de garanties implicites mal connues.

Pour éviter de peser sur ses contraintes budgétaires et sur sa dette, l'Etat a recouru de manière croissante à cette technique. Cependant, dans le contexte financier actuel, la progression rapide de l'encours de dette garantie fait peser des risques sur la soutenabilité des finances publiques.

²⁵⁰ Consciente de ce risque, la Caisse des dépôts et consignations a par exemple limité la durée des prêts accordés sur les fonds du programme des investissements d'avenir.

²⁵¹ Dans certains cas, par exemple dans le secteur assurantiel, l'octroi d'une garantie publique en dernier ressort constitue une condition *sine qua non* du bon fonctionnement du marché.

Les risques couverts par la garantie de l'Etat

La garantie explicite de l'Etat concourt généralement à pallier quatre types de risques :

- Les risques de crédit : L'Etat peut se porter caution solidaire afin de soutenir l'emprunt d'un agent économique (« dette garantie »).

- Les risques assurantiels : En tant que dernier recours, l'Etat pallie certains risques que le secteur privé ne peut assurer ou réassurer. Il garantit ainsi notamment la Caisse centrale de réassurance (cinq risques²⁵²) mais aussi certains dispositifs de soutien aux exportations françaises mis en œuvre par la Coface (six procédures publiques²⁵³) ou par Natixis (une mission²⁵⁴).

- Les risques de faillite : l'Etat protège le passif de certains agents économiques : structures de portage d'opérations de cession ou de restructuration d'entreprises publiques ou privées, porteurs de d'expositions temporaires d'œuvres d'art ou banques multilatérales de développement.

- Les risques financiers : la garantie de l'Etat contribue à sécuriser les flux financiers de l'économie française, via la protection des dépôts confiés aux circuits d'épargne réglementée²⁵⁵ et les garanties de change accordées à la Banque de France²⁵⁶. Elle bénéficie également à trois banques centrales extérieures représentant des systèmes monétaires associés.

²⁵² risque exceptionnel de transport et risque exceptionnel nucléaire, réassurance de risques d'assurance-crédit, risque de catastrophes naturelles et réassurance des risques d'attentat et d'actes de terrorisme. Au-delà de ces plafonds de réassurance, l'Etat est généralement réputé garantir implicitement le passif de la Caisse.

²⁵³ assurance-crédit, garantie des investissements, garantie de change, assurance prospection, garantie du risque exportateur et garantie du risque économique.

²⁵⁴ Natixis est mandatée par l'Etat pour stabiliser le taux des ressources bancaires : elle prend en charge le différentiel entre le taux du crédit (taux fixe) et le coût de la ressource bancaire (taux du marché monétaire à 3 mois pour les crédits en euros et à 6 mois pour les crédits en devises), majoré d'une marge définie par l'Etat.

²⁵⁵ L'Etat garantit les dépôts du livret A, du livret de développement durable et du livret d'épargne populaire centralisés partiellement au Fonds d'épargne. Au 31 décembre 2010, leur encours s'élevait à 300,4 Md€. La garantie de l'Etat couvre le risque de décollecte, ce qui garantit la disponibilité des fonds pour l'épargnant, ainsi que la liquidité et la solvabilité du Fonds d'épargne lui-même (convention Etat-CDC du 17 mars 2011). Son coût s'ajoute à celui de l'exonération fiscale et sociale accordée aux produits des livrets centralisés. Il doit être mis en regard des produits financiers que le groupe Caisse des dépôts verse à l'Etat (511 M€ au titre de 2010).

²⁵⁶ La garantie de l'Etat protège la Banque de France contre le risque de change provenant des réserves en or et en devises de l'Etat inscrites à son bilan, sous réserve de l'insuffisance des réserves de réévaluation des réserves de change existantes. Au 31 décembre 2010, leur montant cumulé s'élevait à 21,8 Md€.

1 - Un rôle de centrale de garanties de mieux en mieux retracé

La garantie apportée par l'Etat à divers agents économiques peut être implicite ou explicite.

Les garanties implicites dont bénéficient des entités de la sphère publique ne résultent pas d'autorisation législative expresse, mais de constructions jurisprudentielles²⁵⁷ ou de l'architecture des flux financiers entre administrations²⁵⁸. Elles sont donc généralement mal connues, ne présentant ni durée, ni encours, ni plafond. Néanmoins, la probabilité qu'elles soient appelées étant minime et leur montant peu élevé, elles ne font peser qu'un faible risque sur les finances de l'Etat.

Les garanties explicites accordées par l'Etat sont, en revanche, de mieux en mieux connues. Ces dernières années, des évolutions distinctes, aux niveaux européen et national, ont contribué à approfondir les connaissances disponibles en ce qui les concerne.

a) Un encadrement plus strict au niveau européen

Dans le cadre du régime de contrôle des aides d'Etat, les autorités communautaires ont été amenées à exiger que les garanties explicites soient plafonnées et que leur octroi donne lieu à une contrepartie, sous forme d'une rémunération de garantie. A défaut, elles pourraient être jugées génératrices de distorsions concurrentielles, et se voir requalifiées en aides d'Etat.

²⁵⁷ Par exemple, la jurisprudence du Conseil d'Etat établit que les établissements publics créés par l'Etat sont exclus du champ de la loi de 1985 sur la faillite. Il en résulte que l'Etat a l'obligation implicite de reprendre les éléments d'actifs et de passifs des établissements publics dont il décide la liquidation, et en particulier leur dette.

²⁵⁸ C'est par exemple le cas de la garantie implicite couvrant les ressources fiscales des collectivités territoriales

Aides d'Etat et intervention dans le financement de l'économie

Afin de préserver les conditions de concurrence pour les entreprises des Etats membres de l'Union européenne, le droit communautaire n'autorise les aides directes de l'Etat que dans un nombre limité de situations. Les interventions de l'Etat en faveur du financement de l'économie²⁵⁹ ne constituent pas une exception et sont susceptibles d'être annulées par la Commission européenne.

Consécutivement à l'adoption de la « stratégie de Lisbonne », une réforme des aides d'Etat est intervenue en 2005 afin d'intégrer les objectifs liés à l'environnement, à la recherche et développement et au rééquilibrage régional. Depuis 2008, le motif de perturbation grave de l'économie a justifié l'extension du champ d'intervention des Etats européens et l'adoption de plans de soutien aux institutions financières et de plans de relance fondés sur des aides d'Etat. Ces mesures devaient prendre fin le 31 décembre 2010. Devant la persistance des difficultés économiques, la Commission a accepté la prorogation de certains dispositifs, par exemple les contrats de développement participatifs d'Oséo.

b) Les bénéfices du nouveau cadre organique budgétaire

La LOLF prévoit que l'octroi de la garantie de l'Etat doit se faire sur la base d'une autorisation législative expresse en loi de finances. Cette exigence a permis des progrès notables dans la connaissance du champ des garanties accordées, en révélant l'existence de garanties jusqu'alors implicites et plus généralement en appelant des précisions sur le fondement juridique, la durée, le plafond et l'encours des garanties.

En outre, la mise en place d'une comptabilité générale de l'Etat a contribué à informer le Parlement et l'opinion publique sur les engagements hors-bilan de l'Etat, et notamment les garanties qu'il accorde. La publication d'une information financière détaillée dans l'annexe du Compte général de l'Etat a permis de préciser le chiffrage des encours de garanties. Pour autant, l'exhaustivité de leur recensement continue de faire l'objet d'incertitudes qui ont donné lieu, dans le cadre du processus de certification des comptes, à la formulation récurrente d'observations d'audit par la Cour, qui se sont traduites dans l'une des réserves sur les comptes de l'exercice 2011.

Les règles de la comptabilité nationale imposent en outre que toute garantie accordée dont il est certain qu'elle aura un impact sur les finances publiques soit enregistrée directement comme dette publique.

²⁵⁹ Hormis la fonction d'achat si elle respecte des conditions de mise en concurrence.

Un encours toujours partiellement sous-évalué

La Cour a fréquemment souligné qu'en l'absence d'une procédure de confirmation entre les ministères dépendants et la direction générale du Trésor, l'exhaustivité du recensement des dettes garanties ne pouvait être pleinement assurée. Elle a donc estimé qu'en conséquence, certaines dettes garanties pouvaient n'être pas comptabilisées.

En outre, il n'est pas toujours possible de rapprocher une garantie comptabilisée des actes législatifs, réglementaires et administratifs en autorisant l'octroi. Dans les comptes 2011, la Cour a ainsi recensé 11 garanties comptabilisées sans information associée.

Enfin, la Cour ne dispose pas d'une assurance raisonnable sur l'évaluation et l'exhaustivité des encours comptabilisés. Elle estime notamment que les procédures applicables ne permettent pas une correcte prise en compte des intérêts pour lesquels l'Etat peut se trouver engagé. Elle a ainsi relevé que certaines garanties ne donnent pas lieu à comptabilisation d'intérêts alors même que leurs autorisations législatives le prévoient.

2 - La hausse des encours de dette garantie

Dans la période récente, deux facteurs ont contribué à ce que l'encours de la dette garantie progresse fortement :

- la mobilisation croissante par les pouvoirs publics de cet instrument, qui n'a, au premier abord, pas d'impact budgétaire ;
- la montée en puissance, en grande partie subie, des mécanismes de refinancement nationaux (Société de financement de l'économie française, Dexia) ou internationaux (Fonds européen de stabilité financière au bénéfice de l'Irlande, du Portugal et de la Grèce).

Le recours à la dette garantie présente le risque de dégrader la perception qu'ont les investisseurs de la soutenabilité des finances publiques.

a) La progression des encours de dette garantie

L'analyse du compte général depuis 2006 fait ressortir la progression rapide de l'encours de dette garantie, qui passe de 56 Md€ en

2006 à 124 Md€ en 2011, après s'être établi à un maximum de 150 Md€ en 2009 soit environ 7,1 % du PIB²⁶⁰.

Tableau n° 25 : Encours de la dette garantie par l'Etat

Md€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Encours en fin d'année	56	61	79	150	138	124

Source : Compte général de l'Etat

Généralement, ces encours retracent les garanties accordées par l'Etat au titre du principal de la dette, c'est-à-dire du montant facial du prêt contracté. Toutefois, dans certains cas, ils comprennent également le montant des intérêts que le bénéficiaire s'est engagé à régler et qui, si ce dernier faisait défaut, se trouveraient mis à la charge de l'Etat.

b) Un instrument de plus en plus sollicité

Bien que la progression de l'encours de dette garantie retracé dans le compte général reflète pour partie l'amélioration des procédures de recensement et de comptabilisation, elle résulte également d'un recours de plus en plus fréquent à la dette garantie.

Cette dernière représente en effet un moyen d'intervention privilégié pour l'Etat dans le financement de l'économie. L'octroi d'une garantie à l'occasion de l'émission ou de la contractualisation d'une dette présente en particulier deux avantages :

- un effet de levier nettement plus fort que celui qu'autoriserait une intervention directe ;
- l'absence de sortie budgétaire associée, à court terme à tout le moins.

En pratique, dans la majorité des cas, les conséquences de la distribution d'une garantie de dette se bornent à une inscription comptable en engagement hors-bilan sans conséquence budgétaire. Dans le contexte financier préexistant à la crise, cette faible empreinte

²⁶⁰ A titre de comparaison et sous réserves des différences de périmètre pouvant biaiser la comparaison, l'encours des garanties accordées par l'Etat français est inférieur en part du PIB à celui d'autres pays de l'OCDE. Ainsi, la situation française apparaissait en 2009 plus favorable que celle du Royaume-Uni dont le montant de dette garantie était de 246 Md£, soit environ 17 % de son PIB.

budgétaire a pu contribuer à ce que l'utilisation de la dette garantie, en tant que levier d'action dans le financement de l'économie, augmente.

Après 2008, l'Etat a continué à utiliser sa garantie de façon intensive notamment dans le cadre du plan de soutien aux établissements financiers au profit de la Société de financement de l'économie française (SFEF) ou de Dexia ainsi que pour contribuer aux mesures de stabilisation de la zone euro durant la crise des dettes souveraines, via le Fonds européen de stabilité financière (FESF).

Ces usages subis ont puissamment contribué à la progression des encours de dette garantie (77 Md€ pour la SFEF en 2009, 36 Md€ en 2008 puis 8,8 Md€ en 2011 pour Dexia, 7,3 Md€ pour le FESF en 2011, en hausse rapide pour 2012²⁶¹) ainsi qu'à l'augmentation des plafonds de garanties octroyées (jusqu'à 159 Md€ pour le FESF en 2011). S'il n'est pas contenu, ce développement paraît de nature à contraindre durablement la possibilité pour l'Etat de conserver une capacité d'intervention en dette garantie.

3 - L'impact éventuel sur la soutenabilité des finances publiques

L'octroi de la garantie publique n'a pas d'impact sur le budget de l'Etat tant que le bénéficiaire de la garantie est en mesure de faire face à ses engagements. Dans le cas contraire, l'Etat se trouverait exposé à une sortie de ressources budgétaires qui pourrait venir dégrader l'équilibre budgétaire, voire accroître son besoin de financement.

L'Etat a été contraint d'octroyer sa garantie à des débiteurs (Dexia mais aussi l'Irlande, le Portugal et la Grèce à travers le Fonds européen de stabilité financière), qui, sans cette caution, auraient été en cessation de paiement. L'accélération depuis cinq ans des garanties de l'Etat a pu contribuer à dégrader la perception de la soutenabilité des finances publiques. Elle fait notamment l'objet d'une surveillance attentive de la part des agences de notation²⁶².

Globalement, l'exposition actuelle du bilan ne lui permet plus d'utiliser avec autant de facilité l'outil de la garantie pour aider au financement de l'économie française. La Cour a eu l'occasion de

²⁶¹ A fin mars 2012, l'exposition en garantie de la France au titre du Fonds européen de stabilité financière devrait s'établir à 23,9 Md€ dont 22,1 Md€ en principal.

²⁶² L'une des trois principales agences de notation soulignait dans un communiqué le 17 octobre 2011 que « *la détérioration en termes de ratio de dette et la possibilité que des passifs éventuels se manifestent exercent une pression sur la stabilité de la notation AAA du gouvernement* ».

souligner, notamment dans son rapport sur la gestion de la dette publique locale, que la création d'une agence de financement des collectivités territoriales ne pourrait s'accompagner d'une garantie de l'Etat.

Au total, les nouvelles formes d'intervention utilisées par l'Etat en faveur du financement de l'économie durant la décennie 2000 suscitent d'ores et déjà des risques élevés pour la soutenabilité des finances publiques. Les dépenses fiscales sont par nature difficiles à maîtriser et ont excessivement réduit l'assiette de la fiscalité. Les financements obtenus par les partenariats public-privé contribuent à rigidifier la dépense budgétaire et à réduire la capacité de pilotage de l'Etat pour des dizaines d'années. Les mécanismes utilisés pour les dépenses d'avenir présentent eux-mêmes diverses limites. Enfin l'accroissement de la dette garantie par l'Etat expose le budget général au risque de crédit, habituellement assumé dans l'économie par les banques.

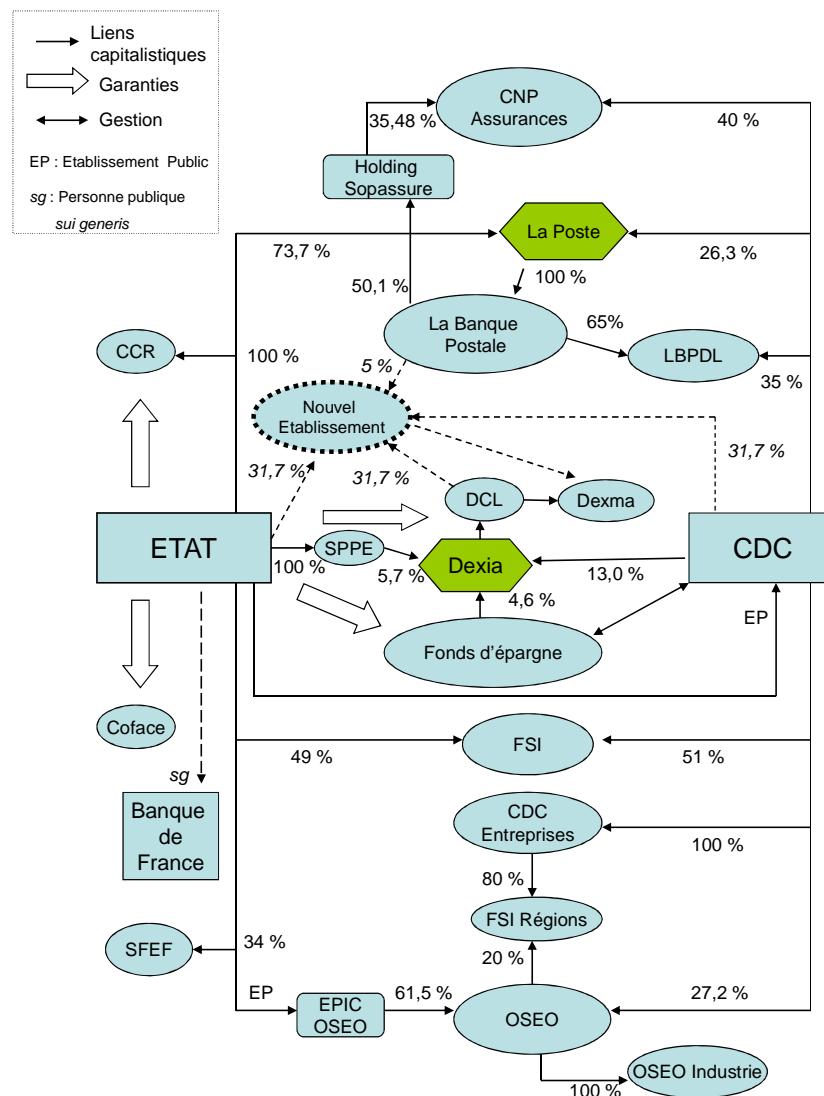
En outre, ces risques financiers ne sont actuellement pas évalués. La sélectivité des engagements financiers de l'Etat se fondant sur l'évaluation et la différenciation des risques n'est pas assurée.

Après avoir multiplié les formes non budgétaires d'intervention, l'Etat s'est trouvé contraint de rechercher des relais en mobilisant de plus en plus fortement la sphère des institutions financières publiques.

III - La recherche de relais dans la sphère financière publique

L'Etat cherche de plus en plus des relais au sein de la sphère publique pour les différents volets du financement de l'économie et sollicite de manière de plus en plus pressante la Caisse des dépôts et consignations, y compris désormais pour le financement des entreprises. Toutefois, les marges de manœuvre ne sont pas inépuisables et doivent être mobilisées avec discernement.

Diagramme n° 2 : Le secteur financier public (mai 2012)



Source : Cour des comptes

A - La sollicitation croissante du groupe Caisse des dépôts

Le groupe Caisse des dépôts est composé d'un établissement public et de filiales, qui ont à la fois une mission d'intérêt général et une activité concurrentielle.

Par ailleurs, il gère sous mandat différents fonds, en particulier l'épargne réglementée centralisée (le Fonds d'épargne), des régimes publics de retraite et le Fonds de réserve des retraites (FRR)²⁶³, et assure le financement d'une grande partie des besoins de trésorerie de la sécurité sociale. 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 (Oséo et sa filiale Oséo Industrie, La Banque Postale, Dexma) ainsi qu'une société de portefeuille (le Fonds stratégique d'investissement) et qu'une société d'assurances (CNP Assurances).

Le groupe Caisse des dépôts et, en tout premier lieu le Fonds d'épargne, ont été au cœur des politiques de financement depuis le début de la crise financière. La Caisse dispose de moyens importants au niveau de l'établissement public, avec des ressources collectées qui s'élèvent à 45 Md€ en 2010. Le portefeuille financier de la section générale était en 2010 de 12,1 Md€ en actions et de 25 Md€ en obligations et autres produits de taux.

La surface financière du groupe est bien supérieure, en tenant compte notamment de la filiale CNP Assurances, dont les sociétés françaises géraient fin 2009 un encours de 217 Md€ dont 82 % en produits de taux et 11 % en actions, ainsi que du Fonds d'épargne (le portefeuille financier de 100,7 Md€ fin 2011 était de 89,4 Md€ en produits de taux²⁶⁴ et 11,3 Md€ en actions).

La loi de modernisation de l'économie (LME) et le décret d'application du 27 avril 2010 ont prévu l'adoption par la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations d'un modèle prudentiel pour ses activités bancaires et financières, tenant compte de sa mission de long terme. Le modèle s'applique à la fois à la section générale et au Fonds d'épargne, avec des dispositions un peu différentes compte tenu de leur structure de bilan. La commission de surveillance

²⁶³ La Caisse des dépôts et consignations n'assure que la gestion administrative du Fonds de réserve des retraites.

²⁶⁴ Dont 38,2 Md€ en produits de taux d'investissement et 51,2 Md€ en produits de taux de placement.

confie à l'Autorité de contrôle prudentiel, qui lui rend compte, le contrôle des seules activités bancaires et financières de la Caisse des dépôts.

1 - Une mobilisation du Fonds d'épargne qui se heurte à plusieurs difficultés

a) *La spécificité du Fonds d'épargne*

Le Fonds d'épargne²⁶⁵ joue traditionnellement²⁶⁶ un rôle important dans le paysage financier français en centralisant une partie des ressources collectées par les circuits d'épargne réglementée.

Le partage des rôles entre l'Etat et la Caisse des dépôts est organisé par le code monétaire et financier et ses textes d'application. Un cadre de gestion a été mis en place en 2011 pour clarifier les rôles et les responsabilités, conformément aux recommandations de la Cour des comptes. L'Etat fixe le taux de rémunération des livrets et garantit les fonds centralisés²⁶⁷. En contrepartie, il opère un prélèvement sur le résultat du Fonds. Les emplois du Fonds d'épargne sont fixés par le ministre chargé de l'économie. La détermination des principales caractéristiques des différents types de prêts est de la responsabilité du ministre, la décision d'octroyer un prêt et ses modalités relèvent de la seule responsabilité de la Caisse des dépôts et consignations.

Les sommes centralisées sont employées en priorité au financement du logement social et à la politique de la ville. Les ressources non centralisées collectées par les établissements de crédit doivent être employées en priorité au financement des PME et à celui des travaux d'économie d'énergie.

Le cadre d'intervention du Fonds d'épargne a été modifié par la loi de modernisation de l'économie (LME) et ses textes d'application. La distribution du livret A a été ouverte à l'ensemble des établissements bancaires et, après une période de transition, la part centralisée au Fonds d'épargne pour les livrets A et les livrets de développement durable (LDD) a été fixée à 65 % par un décret de mars 2011. Cet arbitrage

²⁶⁵ En application de la loi de modernisation de l'économie (LME), la dizaine de fonds qui centralisaient à la Caisse des dépôts les ressources des produits d'épargne réglementée ont été fusionnés dans un fonds unique dénommé « Fonds d'épargne ».

²⁶⁶ Le livret A date de 1818, la centralisation et la gestion financière à la Caisse de 1837, le financement des premiers logements sociaux de 1894 (loi Siegfried).

²⁶⁷ La garantie a trois composantes : garantie sur les dépôts centralisés, garantie de liquidité et garantie de solvabilité. Les fonds non-centralisés bénéficient de la garantie du Fonds de garantie des dépôts, à l'instar des autres dépôts bancaires.

traduit la recherche d'un compromis entre la volonté de conserver une capacité d'intervention publique sous forme de financements de long terme, le cas échéant mobilisables en cas d'urgence, et la prise en compte des besoins de financement des PME et des contraintes croissantes de liquidité des banques.

L'évolution du taux de centralisation résultant de cette réforme et l'augmentation de la collecte ont permis que les encours centralisés augmentent. Entre fin 2008 et fin 2011, le total de l'encours centralisé au Fonds d'épargne est passé de 211 Md€ à 222,5 Md€ (+ 11,5 Md€ soit + 5,4 %)²⁶⁸.

La garantie de l'Etat au titre des livrets d'épargne réglementée

La garantie de l'Etat est accordée aux sommes déposées par les épargnants sur les livrets A, les livrets de développement durable et les livrets d'épargne populaire dont les dépôts « *sont centralisés en tout ou partie dans le Fonds d'épargne* », soit à 100 % de l'encours de ces livrets, alors même que le taux de centralisation varie selon les établissements de crédit et les livrets.

Toutefois, cette garantie s'exerce selon les modalités suivantes :

- pour les fonds centralisés : l'Etat met en œuvre sa garantie et devient subrogé à l'encontre du Fonds d'épargne dans les droits de l'établissement de crédit qui a bénéficié de cette garantie (dans la limite des fonds centralisés par l'établissement de crédit auprès du Fonds d'épargne) ;
- pour les fonds non centralisés : l'Etat met en œuvre sa garantie et peut obtenir le remboursement auprès du Fonds de garantie des dépôts (FGD)²⁶⁹, qui devient alors créancier de l'établissement de crédit bénéficiaire de la garantie, à hauteur des sommes remboursées à l'Etat.

Ce mécanisme de garantie fonctionne donc à deux étages : d'abord garantie à 100% par l'Etat qui peut se retourner ensuite soit contre le Fonds d'épargne, soit contre le Fonds de garantie des dépôts, qui lui-même peut se retourner contre l'établissement de crédit concerné.

²⁶⁸ La somme des encours du livret A et du livret de développement durable (LDD) a augmenté de 26% entre décembre 2008 (236,7 Md€) et avril 2012 (298,3 Md€).

²⁶⁹ Crée par la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière, le Fonds de garantie des dépôts (FGD) a vocation à indemniser les déposants en cas d'impossibilité pour leur banque de faire face à ses engagements. L'ensemble des établissements de crédit agréés y sont obligatoirement adhérents et lui versent à ce titre une contribution financière. Fin 2010, l'encours du Fonds s'élevait à 1,9 Md€.

b) Les problèmes dans l'utilisation du Fonds d'épargne pour le logement social

L'encours des prêts pour le financement du logement social et la politique de la ville est en progression, de 101,7 Md€ fin 2009 à 118 Md€ au 31 décembre 2011. Les prêts sont accordés sur des durées très longues (40 ans pour le logement, 50 ans pour le foncier). Ils représentent plus de 70 % du plan de financement moyen d'un logement social, aux côtés des subventions publiques et des fonds propres apportés par l'organisme.

La situation actuelle pose cependant deux problèmes.

En premier lieu, le principe est que les taux sont les mêmes pour tous les organismes bénéficiaires, quelles que soient la localisation géographique du logement et la situation financière de l'organisme.

En second lieu, l'Etat a décidé de baisser le taux des prêts au logement social, sans attendre la réforme du commissionnement des banques. Il en résulte que la marge sur l'essentiel des nouveaux prêts au logement est négative aujourd'hui (- 18,2 M€ en 2011) et ne devrait revenir à l'équilibre qu'à l'horizon 2014, grâce à la baisse programmée de la commission versée aux banques collectrices, avec un taux de marge nul.

Cette situation amène le Fonds d'épargne à chercher en compensation un rendement par le placement d'une partie de ses disponibilités sur le marché financier et l'empêche, compte tenu du niveau du prélèvement opéré par l'Etat sur son résultat, de constituer un montant suffisant de fonds propres.

c) L'utilisation du Fonds d'épargne à des fins nouvelles

De « nouveaux emplois » du Fonds d'épargne se sont développés à partir de 2003 et surtout après 2008, dans le cadre des réponses à la crise.

Dans le cadre du plan de soutien, le Fonds d'épargne a été mobilisé pour financer des enveloppes en faveur des équipements structurants sur le territoire (7 Md€ pour les infrastructures de transport sur 2009-2013 en relais de l'enveloppe de 4 Md€ ouverte sur la période 2003-2008, 1 Md€ pour les universités sur 2009-2013, 2 Md€ pour les hôpitaux sur 2008-2012, 1,5 Md€ pour le traitement des eaux usées sur 2008-2012), pour augmenter la production de logements sociaux et pour prêter aux collectivités territoriales.

La convention de gestion signée entre l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations le 17 mars 2011 précise que ces emplois d'intérêt général

autres que le logement peuvent être financés en appui des politiques conduites par l'Etat « *sur demande expresse du ministre chargé de l'économie* », ce qui montre que le Fonds d'épargne devient pour l'Etat un relais de financement pour un ensemble de politiques publiques.

En 2011, un tiers du montant des prêts accordés a porté sur de nouveaux emplois et au 31 décembre de cette même année, les montants engagés atteignaient près de 15 Md€, dont :

- 6,145 Md€ engagés pour les projets d'infrastructures de transport et les grands équipements (universités, hôpitaux, traitement des eaux usées) ;
- 5,2 Md€ pour Oséo²⁷⁰ ;
- 0,2 Md€ pour le dispositif NACRE (Nouvel accompagnement à la création d'entreprises), prêts d'honneur pour des créateurs d'entreprises ;
- 0,5 Md€ pour le Fonds stratégique d'investissement (FSI) sur une enveloppe potentielle de 1,5 Md€ ;
- 1,74 Md€ pour les collectivités territoriales, sur une enveloppe de 5 Md€ ouverte en 2008 jusqu'à mi 2009 et répartie par moitiés entre prêts directs et refinancement des établissements bancaires ;
- 1 Md€²⁷¹ pour les collectivités territoriales et les établissements publics de santé sur une enveloppe de 5 Md€ ouverte en 2011 ;
- 800 M€ de prêt à court terme d'une durée d'un an pour Dexia en septembre 2008.

Cette liste montre en elle-même l'hétérogénéité des nouveaux emplois, utilisés tant pour des prêts que pour des apports en fonds propres, pour le développement d'entreprises mais aussi pour le sauvetage d'établissements en difficulté, pour les entreprises comme pour les collectivités territoriales ou des établissements financiers.

Certes, la marge sur les emplois de ce type réalisés en 2011 est positive de 15,5 M€, grâce à des taux de marge supérieurs (100 points de base en sus du taux du livret A pour les projets d'aménagement du

²⁷⁰ Le refinancement du groupe Oséo par le Fonds d'épargne remonte à 1983 et a été amplifiée avec le plan de relance de l'économie (ouverture d'une enveloppe de 2 Md€ à maturité dix ans, versée en quatre tranches de 500 M€ entre décembre 2008 et juin 2010). L'encours a culminé à 5,45 Md€ fin 2009.

²⁷¹ 3,4 Md€ au 31 janvier 2012.

territoire, 185 pour les prêts directs aux collectivités territoriales de fin 2011 ou 160 pour les refinancements).

Cette diversification pose toutefois différents problèmes :

- l'hétérogénéité des interventions montre les limites de la doctrine d'emploi ;
- il n'est pas totalement avéré que ces prêts répondent à des carences de marché sur des financements de long terme, notamment en ce qui concerne le soutien apporté à Dexia ;
- les prêts dans le cadre d'Oséo peuvent exposer le Fonds d'épargne à un risque de taux²⁷² ;
- l'intervention du Fonds d'épargne en soutien d'un établissement bancaire en difficulté n'était pas conforme à sa doctrine.

d) La situation de la liquidité du Fonds d'épargne

Du fait de son activité de transformation d'une ressource à vue en prêts à long terme, le principal risque que le Fonds d'épargne pourrait courir est celui d'une insuffisance de liquidité.

Or, malgré la baisse du taux de centralisation de certains produits d'épargne réglementée qui, en 2008, a mécaniquement transféré des liquidités du Fonds d'épargne vers les établissements de crédit²⁷³ et l'augmentation régulière des encours de prêts distribués, le Fonds présente aujourd'hui une liquidité abondante, qui traduit le dynamisme de la collecte de l'épargne réglementée ces dernières années, notamment du fait de la banalisation du livret A.

Au 31 décembre 2011, le Fonds d'épargne estimait ses ressources, c'est-à-dire les encours centralisés des livrets d'épargne réglementée, à 222,5 Md€ (y compris les intérêts courus). En regard, l'encours de prêts

²⁷² Certains prêts accordés à Oséo sont assortis d'un taux fixe, calculé à partir de l'obligation assimilable du Trésor (OAT) ou depuis 2011 par équivalence actuarielle avec un même prêt indexé sur le taux du livret A. Cette évolution s'inscrit dans la volonté du Fonds de proposer aux emprunteurs de choisir entre un prêt à taux fixe ou une indexation sur le livret A, l'EURIBOR ou l'inflation. Elle suppose toutefois que dans certains cas (taux fixe, EURIBOR), le Fonds d'épargne porte un risque de taux.

²⁷³ Fin 2008, le taux de centralisation des ressources du livret d'épargne populaire (LEP) a été ramené de 85 % à 70 %, injectant 9,2 Md€ de liquidités au bilan des établissements de crédit. La décentralisation partielle du livret de développement durable, anticipée de plusieurs mois, a quant à elle dégagé 7,5 Md€.

accordés s'élevait à 133 Md€, dont 118 Md€ pour le logement social et la politique de la ville et 15 Md€ pour les nouveaux emplois.

Le Fonds d'épargne n'est pas soumis aux ratios de liquidité de Bâle III²⁷⁴ mais à deux ratios spécifiques, auxquels il satisfait largement :

- le ratio de 125 % prévu par la loi de modernisation de l'économie (LME), qui garantit que les encours centralisés des livrets A et des livrets de développement durable sont au moins égaux à 125 % des encours de prêts au logement social et à la politique de la ville, s'établissait à 152,9 % fin 2011 ;
- le ratio de liquidité prévu par le cadre de gestion de 2011, qui prévoit que la somme du solde des comptes numéraires du Fonds d'épargne et de la valeur de marché de ses actifs éligibles aux opérations de politique monétaire de la Banque centrale européenne soit au moins égale à 20 % de l'ensemble des encours de dépôts centralisés, s'établissait à 27 % fin 2011.

Bien que les ratios prudentiels existants soient effectivement atteints, il est délicat d'estimer avec précision le montant du surplus de liquidité correspondant.

En effet, le ratio minimal de ressources en proportion des emplois, fixé à 125 %, ne concerne que les prêts relevant du logement social et de la politique de la ville ainsi que les seuls encours centralisés du livret A et du livret de développement durable. Il ne s'applique pas aux nouveaux emplois dont, par ailleurs, une part importante est adossée aux ressources du livret d'épargne populaire (6,5 Md€ sur un total de 15 Md€).

A supposer toutefois que l'on applique aux nouveaux emplois une norme équivalente, qui supposerait donc que les ressources auxquelles ils sont adossés excèdent *a minima* 125 % des prêts accordés, le Fonds ferait face à une exigence de ressources de 166,2 Md€ à fin 2011.

En regard, il disposerait, compte tenu des règles de centralisation applicables, de 65 % des encours cumulés du livret A et du livret de développement durable auxquels s'ajoutent 70 % des encours du livret d'épargne populaire, soit, compte tenu du délai de centralisation, de 218,2 Md€ à fin 2011 sur un total de 331,6 Md€ de dépôts d'épargne réglementée collectés par les réseaux bancaires.

²⁷⁴ S'il y était soumis, le Fonds d'épargne satisferait largement aux ratios de liquidité de Bâle III. Au 31 décembre 2012, son LCR, qui mesure la part des actifs liquides de haute qualité par rapport aux sorties nettes de trésorerie à 30 jours, était estimé entre 160 % et 200% suivant les hypothèses retenues en termes de taux de fuite des dépôts. Son niveau était donc très supérieur à l'exigence prudentielle minimale fixée à 100 %.

Tableau n° 26 : Estimation du surplus de liquidité du Fonds d'épargne à fin 2011

Md€	Emplois	Exigence de ressources ⁽¹⁾	Total des dépôts collectés ⁽²⁾	Niveau minimum des ressources centralisées ⁽³⁾
Logement social et politique de la ville	118	147,5	278,6 ⁽⁴⁾	181,1
Nouveaux emplois non indexés LEP	8,5	10,6		
Nouveaux emplois indexés LEP	6,5	8,1		37,1
TOTAL	133	166,2	331,6	218,2

(1) fixée par hypothèse à 125 % des emplois ; (2) données Banque de France à fin octobre 2011, compte tenu du délai de centralisation de 2 mois ; (3) fixé, conformément aux règles de centralisation, à 65 % des encours du livret A et du livret de développement durable ainsi qu'à 70 % de ceux du livret d'épargne populaire ; (4) encours cumulés du livret A et du livret de développement durable ; (5) encours du livret d'épargne populaire

Source : Cour des comptes - données Caisse des dépôts et Banque de France

Par soustraction de l'exigence de ressources (166,2 Md€) au niveau minimum de celles-ci (218,2 Md€), le surplus de liquidité du Fonds d'épargne pourrait, à l'heure actuelle, avoisiner 52 Md€.

A cet égard, les gestionnaires du Fonds soulignent que :

- la période récente a été exceptionnellement favorable sur le plan des ressources ;
- les débats sur la loi de modernisation de l'économie (LME), qui a défini le ratio de 125 %, avaient mis en évidence la volonté du Parlement que ce plancher ne constitue pas un plafond ;
- sauf augmentation des ressources disponibles, les projections d'activité font apparaître une réduction très sensible du volant de liquidité à l'horizon de 5 ans ;
- le montant des engagements hors-bilan s'élèverait à 38 Md€ fin 2011, soit un niveau jamais atteint à ce jour ; près de 20 Md€ de prêts sur des enveloppes ouvertes ou annoncées récemment sur les « nouveaux emplois » n'étaient pas mobilisés fin 2011 ;
- une utilisation plus intensive des capacités du fonds limiterait la capacité des pouvoirs publics à mobiliser des liquidités au profit du financement de l'économie dans des périodes de crise comme en 2008 ou 2011, de même que les moyens du Fonds d'épargne à souscrire des émissions de dette publique française ou à intervenir comme investisseur de long terme en actions.

Il n'en reste pas moins que le surplus de liquidité provient en grande partie des encours du livret d'épargne populaire (LEP) qui ne sont pas adossés à des prêts au logement social, notamment car le niveau élevé de leur rémunération décourage leur utilisation à des fins de prêts.

Au total, ni l'Etat, ni la Caisse des dépôts et consignations ne sont en mesure de préciser le niveau exact du surplus de liquidité actuel, ce qui montre l'imprécision du modèle et appelle une précision des règles applicables. Le contraste entre la situation aujourd'hui apparemment confortable du Fonds d'épargne et l'analyse prudente faite par ses gestionnaires concernant l'avenir, en illustre également la nécessité.

2 - Le Fonds stratégique d'investissement, participation conjointe de la Caisse des dépôts et de l'Etat

Depuis le lancement du « programme PME » en juillet 1994, la Caisse des dépôts et consignations a progressivement mis en place avec l'Etat un dispositif de soutien aux fonds propres des entreprises de plus en plus étendu, au prix cependant d'une certaine complexité. Il repose aujourd'hui principalement sur le Fonds stratégique d'investissement (FSI) constitué fin 2008 en partenariat avec l'Etat ainsi que sur le programme FSI France Investissement, géré par CDC Entreprises.

CDC Entreprises

Filiale à 100 % de la Caisse des dépôts, CDC Entreprises intervient sur les principaux segments du capital-investissement (amorçage, capital-risque, capital-développement) grâce à des investissements directs ou indirects dans les PME, via des fonds de fonds aux niveaux national et régional. En 2010, l'ensemble des financements réalisés au travers de ce dispositif atteignait 1,15 Md€. Une partie de son portefeuille de participations a été transférée au Fonds stratégique d'investissement à sa création.

CDC Entreprises a été chargé de la mise en œuvre du programme FSI France Investissement. Dans le cadre du programme des investissements d'avenir, elle gère le Fonds national d'amorçage depuis 2011 et le Fonds pour la société numérique PME depuis 2012.

a) Un projet ambitieux, des limites dans la mise en œuvre

La vocation du Fonds stratégique d'investissement (FSI), mis en place fin 2008, est de soutenir la compétitivité de l'économie française par des investissements en fonds propres dans les entreprises. Les investissements sont réalisés sous forme de participations minoritaires

mais avec une implication dans la gouvernance. Du fait du transfert du programme France Investissement au Fonds stratégique d'investissement, ce dernier intervient directement ou indirectement dans des entreprises de toutes tailles, sous réserve des très petites entreprises, et dans tous les cas, sous réserve du capital retournement. Il intervient en direct sur la cible constituée des grosses PME, des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et d'une partie des grandes entreprises. A ce titre, il soutient le développement des PME, qui ont plus de difficultés que les grandes entreprises à accéder aux financements en fonds propres, et sécurise le capital d'entreprises stratégiques au sens économique (compétences, technologies, emplois). Il finance depuis juillet 2009 le programme FSI France Investissement, dont la gestion est confiée à CDC Entreprises.

Filiale de la Caisse des dépôts et consignations à 51 % et de l'Etat à 49 %, le Fonds stratégique d'investissement est le premier exemple de participation conjointe entre l'Etat et la Caisse des dépôts contrôlée majoritairement par cette dernière. Sa gouvernance repose sur un équilibre délicat dans lequel les administrateurs indépendants, le président de la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations et le comité d'orientation stratégique associant les partenaires sociaux jouent un rôle important face aux actionnaires, en particulier l'Etat.

Après avoir envisagé une taille de 100 Md€, le Fonds stratégique d'investissement a été doté initialement de capitaux à hauteur de 20 Md€, dont 6 Md€ d'apport en numéraire et 14 Md€ de participations transférées par les deux actionnaires. Ce dimensionnement, qui le classe en 22^{ème} position en 2010 parmi une cinquantaine de fonds souverains ou assimilés, répondait à la préoccupation de ne pas amputer les fonds propres de la Caisse des dépôts et consignations et sans doute également de ne pas empiéter sur le rôle de l'Agence des participations de l'Etat.

Les moyens réellement disponibles sont pour l'instant de moindre ampleur. En effet, le solde des apports en numéraire non libéré est encore de 3,6 Md€ tandis que les participations transférées en partie par l'Etat, constituées pour l'essentiel d'une partie de sa participation dans France Télécom et d'une partie de sa participation dans Aéroports de Paris (ADP), restent contrôlées de fait par l'Agence des participations de l'Etat et présentent un faible degré de liquidité pour nourrir la capacité d'investissement du Fonds stratégique d'investissement.

Confronté à des demandes pressantes dans le contexte de la crise, le Fonds stratégique d'investissement a dû exercer ses missions dans une logique de guichet, ce qui a retardé la mise en place d'une démarche proactive envers les entreprises. Il ne s'est pas suffisamment doté de garanties de bonne gouvernance assurant la rationalité de ses décisions malgré les fortes sollicitations qui s'exercent sur lui.

Bien qu'ils soient tous deux filiales de la Caisse des dépôts, l'articulation entre le Fonds stratégique d'investissement et CDC Entreprises a été difficile à mettre en place. Le Fonds stratégique d'investissement intervient directement dans le financement d'entreprises de taille intermédiaire ou de grandes entreprises, au titre des participations transférées par la Caisse des dépôts et consignations considérées comme stratégiques ou des nouveaux investissements. Il intervient exceptionnellement au capital de PME lorsque le montant par entreprises est supérieur à 10 M€. Il a également repris les engagements de la Caisse des dépôts et consignations dans le programme France Investissement, géré par CDC Entreprises. Ce programme gère tous les investissements dans les PME inférieurs à 10 M€⁷⁵. La vision stratégique du Fonds stratégique d'investissement s'avère difficile à décliner au niveau du programme PME. CDC Entreprises avait plutôt pour tradition d'agir indirectement via des fonds de fonds, c'est-à-dire des fonds investissant dans d'autres fonds.

Sans pour autant remettre en cause le partage des rôles imposé par l'Etat au début des années 2000 (la Caisse des dépôts et consignations gère les fonds propres, Oséo les prêts et les garanties), les synergies restent à consolider avec le groupe Oséo, qui est en contact avec des milliers d'entreprises.

b) L'adossement du programme France Investissement au FSI

Le programme France Investissement a été mis en place en novembre 2006 sous la forme d'un partenariat original entre des investisseurs institutionnels privés et la Caisse des dépôts et consignations (relayée aujourd'hui pour le financement par le Fonds stratégique d'investissement). CDC Entreprises a été chargé de sa mise en œuvre, le financement public en provenance de la Caisse des dépôts et consignations étant apporté par le Fonds stratégique d'investissement à

⁷⁵ Ce seuil n'est pas intangible : les conventions FSI France Investissements laissent la possibilité, sous certaines conditions d'acceptation par la gouvernance, d'aller jusqu'à 15 M€ d'investissements pour les véhicules financés par le Fonds stratégique d'investissement (FSI) et gérés par CDC Entreprises. Il n'est également pas interdit au Fonds stratégique d'investissement de réaliser des opérations en deçà du seuil de 10 M€, en particulier lorsque l'accompagnement sur le long terme de l'entreprise est susceptible de se traduire par des réinvestissements ultérieurs.

partir de juillet 2009²⁷⁶. Le programme a de ce fait été rebaptisé « FSI France Investissement ».

L'objectif était de mobiliser 3 Md€ sur la période 2006-2012, dont 2 Md€ en provenance du secteur public et 1 Md€ en provenance du secteur privé, grâce à la constitution de « fonds de fonds ». En fait, l'engagement de la « branche privée » (partenaires privés de premier rang) est resté limité à 283 M€, les pouvoirs publics ayant pris la décision en 2009 d'interrompre la mise en place de nouveaux fonds de fonds qui présentaient l'inconvénient de rallonger les délais d'intervention dans un contexte de crise. La branche publique a alors porté son engagement à 2 435 M€ sur la période 2006-2012²⁷⁷, ce qui conduit à une enveloppe totale de 2 718 M€.

Les fonds mobilisés par le secteur public ont eu un effet d'entraînement plus notable par la présence d'autres investisseurs privés dans le tour de table des fonds destinés à investir directement dans les entreprises. Cet effet de levier est probablement plus élevé en tenant compte des financements reçus par les entreprises bénéficiaires. Il ne peut toutefois être mesuré faute d'information disponible.

Au total, les fonds du programme FSI France Investissement représentent plus de 9 Md€ de capitaux. Bien qu'il ait beaucoup varié durant la crise, l'effet de levier apparaît généralement supérieur à 3 (plus de deux euros privés pour un euro public). A fin 2011, plus de 2 Md€ de fonds publics avaient été engagés dans des fonds investissant dans les PME et à la fin du premier trimestre 2012 l'intégralité de l'enveloppe du programme 2006-2012 était engagée.

Depuis le lancement du dispositif, les fonds financés par FSI France Investissement avaient investi à fin décembre 2011 près de 3,6 Md€ dans plus de 1 740 entreprises, représentant plus de 26 Md€ de chiffre d'affaires. Au cours de la seule année 2011, 550 entreprises, dont 360 entreprises nouvelles (« une entreprise par jour »), ont été financées pour un montant de 1 069 M€, soit 30 % du total des investissements en capital-risque et capital-développement en France.

Le programme contribue à soutenir les segments les moins développés du marché du capital investissement. Les fonds en lien direct ou indirect avec CDC Entreprises représentent ainsi 22 % du marché du

²⁷⁶ Toutefois la Caisse des dépôts continue à financer la dotation au fonds de garantie Oséo et conserve une dotation pour le capital-investissement (programme Elan PME), qui finance notamment les fonds Patrimoine et création et Mode et finance.

²⁷⁷ Cette enveloppe ne tient pas compte des 60 M€ rajoutés en 2011 sur les fonds OC+ B gérés par Avenir Entreprises pour des tickets inférieurs à 4M€.

capital-risque et du capital-développement et sont présents dans près d'une opération en capital sur deux.

Le ciblage de FSI France Investissement sur les défaillances de marché telles que l'amorçage, le capital-risque ou les petites transmissions²⁷⁸ est une réalité (44 % des levées de fonds en amorçage et 33 % en capital risque sur l'année 2010) et devrait encore s'accentuer. FSI France Investissement a également eu un rôle contra-cyclique depuis la crise de 2008, en poursuivant ses investissements à un rythme soutenu au moment où les fonds privés se raréfiaient.

Le plan « FSI France Investissement 2020 », présenté officiellement le 21 février 2012, prévoit des moyens accrus avec 5 Md€ de fonds publics (dont 4 Md€ apportés par le Fonds stratégique d'investissement, 0,2 Md€ par la Caisse des dépôts et consignations, 0,8 Md€ par le programme d'investissements d'avenir) sur une période de huit ans. La mobilisation de fonds publics pour les fonds propres des PME au niveau national (Etat et Caisse des dépôts et consignations) passerait ainsi en moyenne de 400 M€ par an sur la période 2006-2012 à 500 M€ par an hors programme d'investissements d'avenir (PIA) et 625 M€ avec les fonds du PIA sur la période 2012-2020⁷⁹.

Cet effort serait en forte progression par rapport à son niveau du début des années 2000, de l'ordre de 100 M€ par an⁸⁰ en moyenne. Les gestionnaires estiment que, d'ici 2015 au plus tôt, les désinvestissements pourraient couvrir intégralement les besoins nouveaux.

c) La création récente de FSI Régions

Pour donner plus de lisibilité dans les territoires et renforcer la coordination au niveau régional, il a été décidé fin 2011 de créer le dispositif « FSI Régions », chargé à la fois d'assurer l'orientation des PME vers les dispositifs appropriés et d'intervenir en fonds propres aux côtés d'autres investisseurs pour des montants jusqu'à 4 M€.

En pratique, la société de gestion Avenir Entreprises⁸¹ prend le nom de FSI Régions et sera désormais détenue à 80 % par CDC

²⁷⁸ La Caisse des dépôts et consignations intervient par ailleurs avec Qualium Investissement (ex CDC Capital Investissement) sur le capital transmission et le capital développement concurrentiel.

²⁷⁹ Les fonds financés par le PIA contribuent ainsi au plan FSI France Investissement 2012-2020, ce qui vise à renforcer la cohérence et la lisibilité des dispositifs.

²⁸⁰ Le plan triennal 2000-2002 du programme PME prévoyait une enveloppe de 320 M€ financée par la Caisse des dépôts et consignations.

²⁸¹ Avenir Entreprises est une filiale de CDC Entreprises et d'Oséo.

Entreprises (Oséo conservant 20 %). Le nombre d'implantations régionales passe de huit à treize dès le premier trimestre 2012, en conservant le principe d'un hébergement dans les locaux d'Oséo.

FSI Régions est chargé de gérer des fonds existants et de nouveaux fonds, avec un abondement de 350 M€ qui portera l'ensemble des moyens disponibles à près de 800 M€. Le financement en quasi-fonds propres, plus souple à mettre en œuvre et répondant mieux aux attentes des PME, est de plus en plus privilégié par les pouvoirs publics.

La création de ce dispositif étant très récente, la Cour n'a pas été en mesure d'en apprécier l'efficacité, notamment en termes de visibilité auprès des entreprises.

3 - CNP Assurances : un modèle d'affaires qui doit évoluer

CNP Assurances est une entité du groupe Caisse des dépôts. Elle est une filiale directe, à 40 %, de la Caisse, qui est son actionnaire de référence et consolide ses résultats dans ses comptes. Le reste de son actionnariat est constitué, outre 23,4 % de capitaux flottants, par 35,48 % détenus conjointement par La Banque Postale et le groupe BPCE.

CNP domine le marché de l'assurance-vie en France avec 17,4 % de parts de marché en 2011. Elle représente en outre un enjeu majeur pour la Caisse et pour l'Etat, puisque son bénéfice annuel, stabilisé depuis plusieurs années à 1 Md€, remonte à hauteur de 400 M€ dans les résultats financiers de la Caisse et permet ensuite d'alimenter le versement annuel du groupe Caisse des dépôts à l'Etat. Elle est une détentrice importante d'obligations souveraines françaises. De plus, elle a contribué en 2008 au plan de soutien à Dexia, dont elle détenait 3 % du capital.

CNP témoigne de l'imbrication des structures qui caractérisent le secteur financier public : filiale de la Caisse des dépôts, elle est aussi une filiale de La Banque Postale, qui elle-même vient de voir entrer la Caisse à son capital. En outre, La Banque Postale constitue dans le même temps, à part égale avec le réseau des Caisses d'Epargne, son principal réseau de distribution. Elle se caractérise donc par une situation très particulière, marquée par la présence à son conseil d'administration, d'actionnaires minoritaires qui sont aussi les distributeurs de ses produits. La Cour a relevé à cet égard que la gouvernance de CNP Assurances ne pouvait qu'être affectée par les contradictions internes à La Banque Postale et à BPCE, dont les intérêts d'actionnaires ne correspondent pas nécessairement à leurs intérêts de distributeurs.

La Cour a également estimé que le modèle d'affaires historique de CNP était fragile. La primauté de l'assurance-vie (épargne et retraite), qui

représente 85 % de la collecte de CNP en France, rend l'entreprise vulnérable à la conjoncture économique comme aux décisions de politique économique. La période actuelle de taux bas, succédant à une période où les taux servis aux assurés étaient plus élevés, a contribué à comprimer les marges et a entraîné des tensions sur la collecte. La rentabilité de l'assurance-vie en France est aujourd'hui faible et l'absence de dégradation marquée des résultats de CNP est due à la masse de ses encours. Une remontée brutale des taux serait susceptible de provoquer une décollecte importante, voire un effondrement des marges, dans un environnement concurrentiel où les banques développent progressivement leurs activités d'assurance.

En outre, le résultat encore satisfaisant de CNP Assurances est en grande partie imputable au succès de sa filiale brésilienne. Pour que ses perspectives ne reposent pas uniquement sur la poursuite des performances de celle-ci, le groupe devrait s'orienter vers de nouvelles activités d'assurance plus rentables. Il a commencé à le faire vers des activités de prévoyance (risque et assurance-emprunteur).

Enfin, CNP souffre d'une faiblesse de fonds propres due aux difficultés de ses actionnaires. Ni la Caisse des dépôts et consignations, ni La Banque Postale n'ont été en mesure de consolider le capital, ce qui a handicapé les perspectives de développement du groupe.

En dépit de l'ampleur de ses résultats annuels, la situation de CNP est donc porteuse de vulnérabilités structurelles.

4 - Le Fonds de réserve pour les retraites, des ressources longues réorientées vers un horizon de court terme

Le Fonds de réserve pour les retraites (FRR), dont la gestion administrative a été confiée par le législateur à la Caisse des dépôts et consignations, a été institué par la loi du 17 juillet 2001 afin de contribuer au financement des régimes obligatoires de retraites à compter de 2020. Il devait à l'origine atteindre progressivement 87 Md€ en 2020 sans décaissement intermédiaire. Sa mission de valorisation à long terme l'a conduit à arrêter une allocation stratégique diversifiée tant en termes d'actifs détenus que de zones géographiques d'investissement.

Toutefois, l'ambition initiale a été revue à la baisse, puis la réforme des retraites de 2010 a modifié substantiellement les missions du Fonds²⁸². Les ressources annuelles qui lui étaient dévolues ont été

²⁸² Cf. Cour des comptes, *Le fonds de réserve des retraites, une ambition abandonnée, une réorientation risquée*, février 2011.

affectées à d'autres usages et la loi de financement de la sécurité sociale pour 2011 a mis à sa charge le versement jusqu'en 2024 de dotations récurrentes destinées à la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES). Cette transformation profonde de l'horizon et des missions du Fonds s'est traduite par la réalisation de moins-values, dans un contexte boursier défavorable. Elle a en outre conduit les gestionnaires du Fonds à adapter son allocation stratégique en augmentant très significativement la part du portefeuille de « couverture » détenu sous forme d'obligations pour l'essentiel afin d'être en mesure de satisfaire en toutes circonstances aux exigences du versement annuel à la CADES.

A la fin de l'année 2010, le Fonds de réserve des retraites comptait 36,8 Md€ d'actifs. Alors que le montant des actions comptabilisé au bilan 2007 s'élevait à plus de 18 Md€ et que les actions représentaient 64 % du portefeuille du fonds²⁸³, cette part était tombée à moins du quart début 2012 (8 Md€ environ sur un total de 36 Md€) et ce portefeuille était pour les deux tiers investi hors zone euro (4,2 Md€ dans les pays développés hors zone euro et 0,9 Md€ dans les pays émergents) ; la zone euro ne représentait que 2,9 Md€ et, en son sein, la France, environ 1 Md€.

B - Les autres acteurs du secteur financier public : des actions plus spécifiques

Trois autres acteurs interviennent, de manière plus ciblée, dans le financement de l'économie : d'une part, Oséo et La Banque Postale, liés à la Caisse des dépôts et consignations, d'autre part, la Coface.

1 - Oséo, un acteur majeur du financement des entreprises

a) Les activités d'Oséo en faveur des PME

Bien que le groupe Oséo ne soit pas qualifié d'opérateur de l'Etat, il participe à la mise en œuvre des politiques publiques au service du financement de l'économie. Des missions d'intérêt général lui sont confiées : soutien à l'innovation, garantie et cofinancement de crédits aux PME, notamment dans les phases de création, de transmission ou de développement. Son action vise à remédier à certaines défaillances conjoncturelles ou structurelles du marché du crédit aux PME.

²⁸³ Les actions en zone euro représentaient 37 % du portefeuille actions.

Ses missions sont définies par la loi et sont financées directement ou indirectement sur fonds publics, principalement par l'Etat²⁸⁴. Les régions sont également associées comme partenaires dans les fonds régionaux de garantie à travers un dispositif original (Oséo garantie régions) et sont sollicitées pour abonder les aides à l'innovation.

Oséo est le principal acteur de la garantie d'emprunt sur les entreprises en France, avec 85 % de la production annuelle devant la société de caution mutuelle de l'artisanat et des activités de proximité (SIAGI), constituée par les chambres de métiers avec le concours minoritaire d'établissements bancaires²⁸⁵ et de quelques opérateurs privés.

Le groupe Oséo

Le groupe Oséo est issu du rapprochement en 2005 de l'agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR), de la banque du développement des PME (BDPME) et de la société de garantie Sofaris (qui était déjà filiale de la BDPME). Les trois entités opérationnelles qui ont résulté de ce rapprochement (Oséo innovation, Oséo financement, Oséo garantie) ont été fusionnées en décembre 2010²⁸⁶.

Le capital de la société anonyme Oséo est détenu majoritairement par l'Etat (61,51 % fin 2010), par l'intermédiaire d'un établissement public industriel et commercial (EPIC) et minoritairement par la Caisse des dépôts et consignations (27,15 % fin 2010), ainsi que par des établissements financiers (banques et assurances) pour près de 10 %, ce qui lui confère un statut d'établissement de place.

Les activités d'Oséo ont fortement augmenté avec la crise, tant en garantie qu'en financement. Dans le cadre du plan de relance, un dispositif temporaire de garantie des concours de trésorerie à court et moyen terme a été mis en place en 2009 et 2010. Lancé fin 2009 dans le cadre des investissements d'avenir, le contrat de développement participatif (CDP), destiné à renforcer les fonds propres des entreprises, a

²⁸⁴ L'Etat verse des subventions budgétaires pour le soutien à l'innovation et des dotations pour les fonds de garantie. Oséo peut en outre réutiliser les excédents dégagés sur les fonds de garantie grâce à un fonds de réserve mutualisé.

²⁸⁵ La SIAGI se concentre sur le segment de la reprise (3 garanties sur 4) et a accompagné 5 800 projets en 2010, pour 337,6 M€ de garanties accordées et 744 M€ de crédits distribués. Depuis 1999, elle a un accord de co-garanties avec Oséo, renouvelé en 2011 et incluant les entrepreneurs individuels à responsabilité limitée.

²⁸⁶ La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a autorisé la fusion-absorption par la société Oséo financement des sociétés Oséo garantie et Oséo innovation. Oséo financement a pris le nom d'Oséo et modifié ses statuts.

connu un fort succès dès 2010. Enfin, depuis 2011, Oséo a également développé une offre de préfinancement de créances publiques et de grands donneurs d'ordres privés.

Le nombre des entreprises aidées est passé de 55 000 en 2005 à 84 000 en 2011, soit une progression de près de 50 %, avec une part prépondérante pour les créations d'entreprises (52 000 en 2010, avec les prêts d'honneur et les prêts pour la création d'entreprise). Sur cette même période, la part des interventions d'Oséo dans les encours de prêts aux PME, en financement ou en garantie, a doublé pour atteindre 12,5 %.

Le rôle de garant d'Oséo dans la crise

D'octobre 2008 au 31 décembre 2010, Oséo a été mobilisé pour apporter en urgence des garanties de trésorerie, dans des conditions dérogatoires acceptées par la commission européenne : un taux de garantie pouvant atteindre 90 % (contre 50 % ou 60 % en général), un montant garanti pouvant atteindre 15 M€ (contre 1,5 M€ habituellement), des entreprises pouvant atteindre 5 000 salariés (non plus les seules PME).

Au total, 22 800 entreprises ont reçu des garanties pour 6,2 Md€ de financements, dont environ 2 Md€ garantis par Oséo²⁸⁷. Les entreprises aidées comptabilisaient 382 500 emplois et le groupe Oséo estime que la moitié aurait pu déposer le bilan sans son aide. La sinistralité reste maîtrisée à ce stade mais Oséo porte encore en risque 1,4 Md€, avec un encours décroissant sur 7 ans.

Début 2012, Oséo, a créé une filiale, dénommée « Oséo Industrie », afin de financer plus spécifiquement le secteur industriel.

b) Un dispositif à fort effet de levier

Les dotations de l'Etat à Oséo ont atteint près de 2,9 Md€ sur la période comprise entre 2007 et 2010, y compris la réutilisation des excédents des fonds de garantie, soit 720 M€ en moyenne chaque année dont près de la moitié pour le soutien à l'innovation (fonctionnement et intervention). Ces dotations ont permis à Oséo d'engager directement 8,8 Md€ de quotité garantie ou de part cofinancée.

Cependant, la garantie apportée par Oséo permet également aux entreprises accompagnées de lever des fonds auprès d'autres investisseurs. Ainsi en 2010, elles ont obtenu 20,5 Md€ de prêts à moyen

²⁸⁷ 20 100 entreprises ont mobilisé cette garantie, pour 5,3 Md€ de financements.

et long terme. L'effet de levier entre intervention publique et prêt total s'est donc établi à 2,4, un niveau comparable à celui constaté en 2005. Au total, le groupe Oséo affiche que son intervention a permis de mettre en place 29,3 Md€ de financements en 2010, portés à 31 Md€ en 2011. Ces montants sont à mettre en regard des engagements financiers (« prises de risque ») d'Oséo, qui s'établissaient à une dizaine de milliards d'euros.

c) Les limites d'une utilisation intensive

Ces résultats s'accompagnent néanmoins de limites :

- l'action d'Oséo ne doit pas conduire à déresponsabiliser les établissements de crédit par un transfert d'une fraction trop importante du risque économique, mais aussi du coût de l'instruction des dossiers²⁸⁸, à la sphère publique ;
- l'objectif assigné à Oséo de viser les 10 % des prêts les plus risqués paraît difficile à auditer en l'état actuel, comme l'a constaté l'Inspection générale des finances en 2011 ;
- l'activité de financement du crédit-bail immobilier (25 % des financements en 2010) ne correspond pas de manière évidente à une défaillance avérée du marché²⁸⁹ ;
- sur un plan théorique, les garanties apportées aux entreprises peuvent les inciter à prendre plus de risques, voire à mettre en péril leur croissance. Des études mettent ainsi en évidence une hausse de 20 % du taux de défaut des entreprises aidées²⁹⁰.

d) Les enjeux liés au refinancement

Fin 2010, la structure de refinancement à moyen et long terme d'Oséo était la suivante : Caisse des dépôts et consignations (y compris Fonds d'épargne) 62 % (dont 21 % au titre du plan de relance), banques 25 %, obligations 13 %.

²⁸⁸ A la différence de la banque publique de développement KfW en Allemagne qui ne traite qu'avec les banques, Oséo est au contact direct avec les entreprises et contribue à l'instruction de leurs dossiers de financement.

²⁸⁹ Toutefois, Oséo intervient systématiquement en partenariat avec d'autres établissements financiers (garanties ou cofinancements), ce qui limite les risques de distorsions de concurrence et contribue à son acceptation par le système financier.

²⁹⁰ Cf. notamment C. Lelarge, D. Sraer, D. Thesmar, *Entrepreneurship and credit constraints – evidence from a French Loan Guarantee Program*, INSEE, 2008. A noter que l'étude porte sur des données datant des années 1990.

Le besoin annuel de refinancement d'Oséo

Les besoins financiers d'Oséo²⁹¹ pour son activité de cofinancement sont d'environ 2 Md€ par an pour un objectif de 4 Md€ de financements. Au cours de ces dernières années, ces besoins ont été satisfaits par une succession de décisions mettant à contribution diverses enveloppes.

Au titre du plan de relance, une enveloppe de prêts de 2 Md€ en provenance du Fonds d'épargne (fonds des livrets de développement durable) a été mise à disposition, le tirage de la 4^{ème} tranche (500 M€) ayant été réalisé en juin 2010. Dans le cadre du programme d'investissements d'avenir, une enveloppe de 1 Md€ a été mobilisée avec un tirage de 500 M€ en décembre 2010. Des refinancements sont obtenus auprès de la Banque européenne d'investissement (100 M€ en 2010) et de la Banque du Conseil de l'Europe (50 M€ en 2010). En outre, un refinancement par une opération de titrisation avec la Banque Postale a été mis en place pour un montant de 200 M€ fin 2010.

Oséo a été recapitalisé par l'Etat à hauteur de 438 M€ en décembre 2010²⁹² et s'est engagé en 2011 dans un programme d'émissions d'obligations, obtenant la note AAA auprès de l'agence Moody's. Une première émission de 1 Md€ a été réalisée en septembre 2011, sur un programme total de 4 Md€. Oséo se rapproche ainsi, pour ce qui concerne son modèle de financement, de la banque publique allemande KfW, financée depuis sa création par émission d'obligations.

Les risques portés par Oséo apparaissent maîtrisés à ce stade mais la structure financière et le modèle prudentiel doivent être suivis attentivement. Fin 2010, le ratio de solvabilité par rapport aux fonds propres réglementaires (y compris fonds de réserve et fonds de garantie) ressortait à 14,14 %, mais le ratio de solvabilité par rapport aux fonds propres de base (Tier 1) s'établissait à 8,89 %²⁹³.

La constitution d'Oséo Industrie, nécessite une dotation de 1 Md€ en capital, soit une augmentation de près de 50 % par rapport au niveau actuel des capitaux propres du groupe. Cette dotation a été réalisée pour moitié en 2012, financée notamment au prorata de leurs participations (respectivement 61,5 % et 27,2 %) par l'Etat à partir d'un redéploiement de fonds du programme des investissements d'avenir et par le groupe

²⁹¹ Le total de bilan s'élève à 22,1 Md€ fin 2010, dont 10,2 Md€ pour les concours à la clientèle (hors dépôts à l'AFT).

²⁹² financée par la taxe sur les bonus des opérateurs financiers (298 M€) et le programme d'investissement d'avenir (140 M€).

²⁹³ A titre de comparaison, l'Autorité bancaire européenne soumet les principaux groupes bancaires européens à une exigence de 9 % pour mi-2012.

Caisse des dépôts. Une seconde augmentation de capital de 500 M€ devrait avoir lieu en 2013. Ces opérations devraient porter le ratio de solvabilité d'Oséo à 9,7 % fin 2012 puis 10,4 % fin 2013.

Cette mise à contribution de fonds issus du programme des investissements d'avenir conforte le diagnostic formulé *supra* selon lequel le décaissement lent des ressources de ce dispositif présente le risque d'inciter l'Etat à en mobiliser le reliquat à des fins immédiates. Elle illustre la difficulté d'identifier des projets immédiatement finançables.

2 - La Coface, un rôle très spécifique de soutien aux exportations

Bien qu'elle soit depuis 1994 une société anonyme, aujourd'hui intégralement détenue par le groupe Natixis, la Coface participe, en lien avec la direction générale du Trésor, à l'attribution de garanties publiques aux entreprises qui exportent, ou souhaitent exporter. Elle assure la gestion opérationnelle de ces dispositifs, pour le compte et avec la garantie de l'Etat, au travers de sa direction des garanties publiques²⁹⁴.

Entre 2007 et 2010, les garanties publiques attribuées par la Coface ont fortement progressé. Le volume de contrats d'assurance-crédit conclus en 2009 et 2010 s'est établi à respectivement 20,1 Md€ et 15 Md€, niveaux très supérieurs à ceux de 2007 et de 2008 (moins de 9 Md€ par an). L'assurance investissement a elle aussi fortement progressé, s'établissant à 336 M€ en 2010, contre 76 M€ par an en moyenne entre 2007 et 2009.

L'accès des PME au dispositif de garantie représente un enjeu central dans la mesure où le tissu exportateur français est fortement concentré²⁹⁵. La Coface s'est attachée à alléger les procédures d'instruction, en créant une équipe dédiée à l'accompagnement des PME et en offrant des conditions financières bonifiées aux entreprises innovantes²⁹⁶.

Toutefois, ces avancées ne se traduiront pas nécessairement par une augmentation de la part des PME accédant au dispositif. En effet,

²⁹⁴ La Cour s'est récemment prononcée sur la politique d'assurance crédit gérée par la Coface. Cf. Cour des comptes, *Rapport public annuel*, février 2011.

²⁹⁵ La France compte 100 000 entreprises exportatrices, soit près d'une entreprise sur vingt. En 2007, 10 % d'entre elles réalisaient 94 % du chiffre d'affaires à l'export.

²⁹⁶ Les quotités des garanties ont ainsi été rehaussées à 80 % pour les entreprises innovantes (assurance prospection), à 85 % sur les assurances caution et préfinancement et à 100 % pour l'assurance crédit.

l'octroi d'une garantie publique ne constitue pas le seul déterminant de la décision d'exportation des PME. Ces dernières doivent également lever le financement de l'exportation lui-même, ce qui peut soulever des difficultés du fait de l'exigence de volume posée par les établissements de crédit financeurs de l'opération export. Ces derniers seraient en effet de plus en plus réticents à opérer sous le seuil de 5 M€.

Plus généralement, la taille des PME représente un facteur explicatif clef de leur capacité à exporter. Le faible nombre d'entreprises de taille intermédiaire pénalise la capacité exportatrice de l'économie.

Le financement direct des exportations aux Etats-Unis

L'Etat a mis en place, via la Coface, des garanties publiques en vue de prendre en charge des risques de crédit à l'export et des risques pays refusés par le secteur privé mais également d'aider les exportateurs lorsqu'ils sont en concurrence avec des entreprises aidées par d'autres gouvernements. Toutefois, comme la plupart des Etats européens, la France ne finance pas directement les exportations.

Au contraire, les Etats-Unis disposent d'une agence de crédit aux exportations, l'Eximbank²⁹⁹ (*Export-Import Bank of the United States*), qui, en plus d'octroyer des garanties publiques, réalise des financements à l'export. Bien que les garanties publiques constituent l'essentiel de son activité, l'Eximbank accorde de plus en plus de prêts directs, notamment du fait des contraintes croissantes de liquidité rencontrées par les banques. Au cours de l'année fiscale 2011, des prêts à projets³⁰⁰ ont été accordés pour un total de 6,3 Md USD, contre 15,5 Md USD de prises en garantie à long terme et un total de près de 32 Md USD de financements à l'export attribués au cours de l'année fiscale 2011. L'analyse des résultats de l'Eximbank fait ressortir un accroissement de son activité en direction des PME (6 Md USD de financements et d'assurances en 2011, en croissance de près de 90 % par rapport à 2008).

²⁹⁹ Eximbank existe dans de nombreux pays : Japon, Chine, Inde, Corée, Vietnam, Malaisie, Turquie, Hongrie, etc.

³⁰⁰ Les projets ont été réalisés au Brésil, en Chine, en Colombie, en Hongrie, en Inde, à la Jamaïque, au Japon, au Kazakhstan, au Luxembourg, au Mexique, au Panama, en Afrique du Sud et au Royaume-Uni. Il s'agit par exemple de grands projets d'infrastructures énergétiques.

3 - La Banque Postale, des évolutions récentes

La Banque Postale est un établissement de crédit récent, créé juridiquement en 2005 à l'issue d'une mutation profonde des services financiers de La Poste et opérationnel depuis le 1^{er} janvier 2006. Elle est filiale à 100 % du groupe La Poste dont les actionnaires sont l'Etat et, depuis avril 2011, la Caisse des dépôts et consignations.

A partir de 2006, elle a été progressivement autorisée à développer une activité de prêts aux particuliers, d'abord dans le crédit immobilier puis dans le crédit à la consommation, et seulement en 2011 des prêts aux personnes morales. Le montant des prêts et créances sur la clientèle s'est élevé à 45 Md€ fin 2011, dont 41,7 Md€ pour l'immobilier avec une part de marché sur encours de 5,2 %, et près de 1,9 Md€ pour les crédits à la consommation³⁰¹. La Banque Postale a également été autorisée à offrir des assurances à destination des particuliers.

Le modèle d'affaires de La Banque Postale a évolué récemment avec une orientation en direction des collectivités territoriales à la suite de la restructuration de Dexia. En conséquence, elle pourrait être prochainement amenée à s'appuyer sur les services de la société foncière de Dexia (Dexma) ou à constituer une foncière propre. Est également envisagée la constitution d'une entreprise conjointe (*joint-venture*) avec la Caisse des dépôts et consignations dont la Banque Postale devrait détenir 65 %.

Ces évolutions soulignent à la fois les atouts et les limites de La Banque Postale dans le financement de l'économie.

a) Les atouts du modèle de financement de La Banque Postale

Au nombre des atouts de La Banque Postale, figure une liquidité abondante, évaluée à 75 Md€ par la Cour pour 2009 et qui serait encore de l'ordre de 45 Md€ en 2011. Elle dispose à son passif de 156,7 Md€ de dépôts dont 68 Md€ sont centralisés auprès de la Caisse des dépôts et consignations, soit près du quart des encours du Fonds d'épargne. Son actif comprend 61 Md€ de produits financiers et 45 Md€ de prêts à sa clientèle. Fin 2011, l'encours de crédits ne représentait que 29 % des fonds déposés par la clientèle (moins de 50 % hors fonds centralisés au Fonds d'épargne). Elle bénéficie donc d'une marge de manœuvre importante et a été en mesure de contribuer au financement du système

³⁰¹ La part de marché du crédit à la consommation n'est pas significative en encours mais représente déjà 4,4 % du marché en flux.

bancaire, notamment dans des périodes de tension sur la liquidité en 2008 comme en 2011. Outre son apport dans le financement interbancaire, elle a souscrit des titres de la Société de financement de l'économie française (SFEF) pour 2,4 Md€ en 2009, de même qu'elle a souscrit pour 3,2 Md€ d'obligations sécurisées de Dexia au premier semestre 2011.

b) Les limites

Dernier entrant sur le marché de la banque de détail en France avec 10,5 millions de clients actifs fin 2011, La Banque Postale a notamment élargi ses activités dans l'immobilier afin de fidéliser sa clientèle. Bien que le groupe dispose des ressources financières permettant de le mener à bien, ce développement intervient toutefois dans un environnement très concurrentiel.

En outre, la possibilité offerte à La Banque Postale d'accorder des prêts aux personnes morales en 2011 ne pourra pas se traduire rapidement par une montée en puissance du crédit aux entreprises. Deux conventions ont certes été signées en décembre 2011 avec Oséo (financement reprise et création, garanties de risque) pour une offre complémentaire. La Banque Postale pourrait bénéficier de sa proximité géographique avec les entreprises, due à sa forte présence territoriale. Le caractère risqué de cette activité et son manque d'expérience en la matière l'incitent, légitimement, à une approche prudente. Elle ne pourra donc à court terme constituer un relais de financement des entreprises.

Son orientation récente en direction des collectivités territoriales, en partenariat avec la Caisse des dépôts et consignations, n'en est qu'à ses débuts. Les modalités de ce partenariat ne sont pas totalement précisées, alors même que la participation de la Caisse au capital de La Poste aurait pu permettre d'amorcer plus vite la recherche de synergies. Plus généralement, la multiplicité des entités publiques participantes ainsi que la structure en cascade du montage actionnarial envisagé pourraient déboucher sur des problèmes de gouvernance.

C - Des relais précieux mais non sans limites

L'implication croissante du secteur financier public dans les interventions conduites par l'Etat dans le financement de l'économie a permis à l'Etat de contourner, pour un temps, certaines contraintes posées par les normes budgétaires contraignant sa dépense. Elle présente en outre des avantages spécifiques, notamment en termes d'effet de levier.

Dans le même temps et au-delà des problématiques propres à chacune des entités concernées, elle connaît des limites générales. La part

de risque portée par le secteur public financier a augmenté, ce qui suscite des interrogations notamment quant à sa gouvernance, à l'applicabilité des normes prudentielles à sa gestion et à l'adaptation des référentiels comptables applicables.

1 - Les bénéfices tirés de l'implication du secteur financier public dans le financement des entreprises

Couvrant tant les opérations d'endettement que celles de capital-investissement, ainsi que de multiples outils additionnels (quasi fonds propres, garanties, assurances), les dispositifs publics mis en œuvre par le secteur public financier offrent aujourd'hui un éventail pratiquement complet d'instruments de soutien à l'offre de financement³⁰².

Par conséquent, le secteur public financier a pris, en une dizaine d'années, une place considérable dans les mécanismes de financement des entreprises. A un titre ou à un autre, le programme « FSI France Investissement » est ainsi impliqué dans près d'une opération en fonds propres sur deux en capital-risque ou en capital-développement, et dans environ une opération sur trois en capital-investissement en général. Oséo intervient, pour sa part, dans environ une procédure d'octroi de prêt sur dix. Cette proportion est supérieure à une sur deux si on limite l'analyse aux entreprises innovantes ou en forte croissance.

a) La quête d'un effet de levier toujours plus fort

Répondant en grande partie à la montée des contraintes budgétaires, les évolutions qu'ont connues les instruments de l'Etat en matière de financement de l'économie reflètent également la recherche de mécanismes présentant un effet de levier accru. Alors que les aides directes ne suscitent qu'un faible effet de levier, les instruments indirects tels la dépense fiscale, le cofinancement (y compris dans le cadre des investissements d'avenir) ou l'octroi de garanties permettent d'associer d'autres acteurs (contribuables, financeurs, emprunteurs) à l'action de l'Etat, généralement à parité (un euro de fonds privés pour un euro de fonds publics) ou dans des ratios proches.

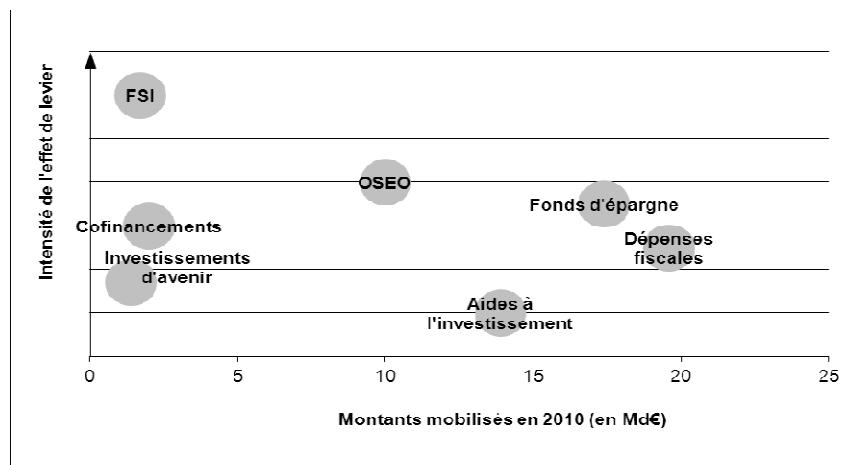
L'intervention du secteur public financier présente quant à elle un effet de levier bien supérieur, qu'elle relève d'interventions en fonds propres (effet de levier pouvant atteindre 7 pour le Fonds stratégique d'investissement) ou d'octroi de prêts par Oséo ou par le Fonds d'Epargne. En outre, elle permet, en intégrant plusieurs outils au sein de

³⁰² à l'exception notable du financement direct des exportations.

« circuits de financement », de combiner les effets de levier en vue d'augmenter l'impact des mesures adoptées corrélativement à leur coût³⁰³.

Le diagramme *infra* montre toutefois que les mécanismes à fort effet de levier sont moins utilisés que d'autres.

Diagramme n°3 : Montant et effet de levier estimé des principaux instruments mobilisés par l'Etat en 2010 (hors dette garantie)



Source : Cour des comptes

b) L'accès à une expertise

L'Etat a trouvé bénéfice à s'appuyer sur le secteur public financier dans la mesure où, à partir de la fin des années 1980, il n'avait pas maintenu dans son administration suffisamment de savoir-faire face à la sophistication croissante des mécanismes de financement mis en œuvre par les acteurs financiers et à l'ampleur très accrue des enjeux.

A l'inverse, le secteur public financier a continument maintenu et développé une compétence reconnue en matière financière, notamment du fait de sa capacité à attirer et à fidéliser des personnels dotés de compétences adéquates. Il disposait ainsi des ressources humaines lui

³⁰³ Un exemple de circuit serait de considérer la dépense fiscale en faveur des livrets A qui alimente la collecte de l'épargne réglementée, qui à son tour est centralisée auprès du Fonds d'épargne, qui peut la prêter au Fonds stratégique d'investissement (FSI), qui ainsi prend des participations dans des fonds publics-privés qui viennent, avec des fonds d'investisseurs privés, investir au capital d'entreprises.

permettant de contribuer à la montée en puissance des interventions de l'Etat dans le financement de l'économie, qui est intervenue progressivement, et plus encore depuis le déclenchement de la crise.

2 - Une sollicitation qui n'est pas sans limites

a) *L'imprécision de la notion de défaillance de marché*

Depuis le début des années 1990, l'intervention de l'Etat dans la sphère financière est généralement considérée comme légitime dès lors qu'elle pallie des défaillances du marché identifiées, que celles-ci se manifestent sur certains segments de marché (financement de l'amorçage ou de l'innovation) ou qu'elles présentent un caractère généralisé mais transitoire (en cas de crise systémique par exemple). Hors ces cas en revanche, il est généralement admis que l'action des établissements de crédits et des mécanismes de marché suffit à assurer un financement satisfaisant de l'économie, sous réserve d'une régulation adaptée.

Or, il est délicat de distinguer sans ambiguïté le fonctionnement normal du marché de son éventuelle défaillance, en particulier lorsque les coûts de financement augmentent et excluent la satisfaction d'une partie de la demande. Dans cette hypothèse en effet, les pouvoirs publics peuvent être tentés d'inciter le secteur financier public à intervenir pour compenser le recul de l'offre, comme l'illustre par exemple la volonté de l'Etat de soutenir l'offre de crédit aux collectivités territoriales.

Pour le secteur public cependant, de telles interventions palliatives présentent des risques : des risques financiers puisqu'en menant des interventions à contre-courant du marché, le secteur public fragilise sa rentabilité ; des risques d'antisélection car, en servant la demande la plus risquée, il permet au secteur privé de se concentrer sur les segments de marché les plus rentables ; des risques de distorsion de concurrence, en particulier du fait des garanties implicites octroyées par l'Etat au secteur financier public, qui abaissent ses coûts de refinancement par rapport à ceux du secteur privé ; des risques de déresponsabilisation des acteurs privés dès lors qu'une part de plus en plus grande du risque de leur activité se trouve portée par la sphère publique. Ce qui peut être nécessaire en situation de crise ne peut constituer un régime permanent.

b) *L'insuffisance des fonds propres et les problèmes de rentabilité*

La plupart des acteurs du secteur financier public conservent un niveau abondant de liquidités. C'est notamment le cas de La Banque Postale, du Fonds d'épargne et de la CNP. Cette situation leur a permis,

au besoin, d'alimenter en liquidité d'autres structures publiques telles Oséo et le Fonds stratégique d'investissement (FSI).

En revanche, les mêmes organismes présentent une insuffisance de fonds propres : si la Caisse des dépôts présente un niveau de fonds propres à fin 2010 (20,2 Md€) supérieur aux prescriptions prudentielles³⁰⁴, le Fonds d'épargne doit renforcer de 700 M€ les siens (environ 8 Md€ fin 2010). Les capitaux propres de La Banque Postale étaient d'un niveau modeste fin 2010 (4,9 Md€) et le sont demeurés fin 2011 (5,4 Md€) malgré l'augmentation de capital de septembre 2011 (860 M€). De même, la CNP est limitée dans sa politique de développement par le niveau de ses fonds propres (13,2 Md€ fin 2011). La Banque de France est, pour sa part, convvenue récemment avec l'Etat d'augmenter progressivement ses fonds propres³⁰⁵.

Au demeurant, ces problèmes soulignent les contradictions internes au secteur financier public qui peine à se recapitaliser par mobilisation de son résultat. L'Etat a été et reste tenté de prélever sur les disponibilités du Fonds d'épargne, pesant sur les fonds propres de celui-ci. La Banque Postale est appelée à verser des dividendes au groupe La Poste qui en est dépendant pour maintenir son équilibre financier et elle n'est pas elle-même en mesure de recapitaliser la CNP et d'accompagner cette dernière dans une politique de développement. L'augmentation des fonds propres de la Caisse des dépôts et consignations a été très limitée dans les dernières années et a tenu principalement aux produits des dépôts des notaires, dont elle a le monopole, et dont la croissance a elle-même reposé en grande part sur la hausse du marché de l'immobilier.

³⁰⁴ La section générale de la Caisse des dépôts et consignations a enregistré une perte historique de 1,47 Md€ en 2008, en raison de la crise financière qui a entraîné de lourdes dépréciations dans ses portefeuilles de participations et d'actions. Il a renoué avec des bénéfices proches de 2 Md€ en 2009 et 2010 mais ceux-ci sont retombés à 206 M€ en 2011. Un nouveau dispositif définissant et clarifiant les relations financières entre l'Etat et la Caisse a été approuvé par la commission de surveillance le 13 octobre 2010. Les filiales contribuent à hauteur de 67 % à la formation du résultat récurrent.

³⁰⁵ Dans son rapport public annuel de 2012, la Cour a relevé que les banques centrales de l'Eurosystème ont vu la taille de leur bilan augmenter fortement et leur exposition au risque s'accroître à la suite de la crise financière et des mesures de politique monétaire non conventionnelles qu'elles ont mises en œuvre. La Banque de France est exposée à des risques de crédit au titre de ces opérations de politique monétaire mais aussi de sa gestion financière pour compte propre, ce qui a justifié la recommandation de la Cour d'augmenter les fonds propres. La Banque de France est convvenue avec l'Etat de porter son capital à 1 Md€ et le plafond de la réserve spécifique à 2 Md€. Les dotations au Fonds pour risques généraux ont, par ailleurs, été poursuivies.

En outre, le secteur financier public rencontre également des problèmes de rentabilité. La marge sur l'essentiel des nouveaux prêts au logement social est aujourd'hui négative et ne devrait revenir à l'équilibre qu'à l'horizon 2014, avec un taux de marge nul. La Banque Postale garde un coefficient d'exploitation particulièrement élevé (86,6 % en 2011) par rapport aux normes du secteur bancaire. La CNP, de son côté, subit comme ses concurrentes la baisse de rentabilité de l'assurance-vie ; elle a trouvé un relais, peut-être seulement transitoire, dans sa filiale brésilienne et doit encore développer davantage d'autres produits d'assurances plus rentables.

c) Les enjeux de gouvernance

La Caisse des dépôts et consignations représente un enjeu tout particulier en termes de gouvernance tant en raison des risques qu'elle porte dans son bilan que de son rôle de coactionnaire aux côtés de l'Etat dans une large partie du secteur public financier.

La commission de surveillance a vu son rôle renforcé en 2008. Elle bénéficie notamment de la création d'un comité d'investissement dont la mission est d'évaluer de façon indépendante la pertinence des investissements qu'envisage la Caisse³⁰⁶. De même, l'endettement total de cette dernière est désormais soumis à l'autorisation de la commission de surveillance. Par ailleurs, l'inamovibilité de fait du directeur général³⁰⁷ durant la durée de son mandat est de nature à renforcer l'indépendance de l'institution.

La gouvernance de la Caisse des dépôts et consignations n'en reste pas moins exposée à certaines limites.

La Caisse intervient désormais au confluent des sphères financières, industrielles et immobilières ; elle présente à certains égards le caractère d'un conglomérat, avec les risques financiers qui y sont associés. Cette évolution fait peser des contraintes nouvelles sur sa direction générale, tant en termes de pilotage que de stratégie. La Caisse

³⁰⁶ Le comité émet un avis dès lors que le montant excède 150 M€.

³⁰⁷ Le directeur général de la Caisse des dépôts est nommé par décret du Président de la République pour un mandat de cinq ans. Selon l'article 13 de la Constitution, cette nomination ne s'exerce qu'après avis public des commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat. Elle ne peut intervenir si la somme des votes négatifs dans chaque commission représente au moins 3/5^e des suffrages exprimés. A son entrée en fonction, le directeur général prête serment devant la commission de surveillance « *de maintenir de tout son pouvoir l'inviolabilité* » de la Caisse. Seule la commission de surveillance peut mettre fin à ses fonctions.

s'était dotée d'un plan stratégique « Elan 2020 » mais ce dernier a été élaboré avant la crise. Les exigences opérationnelles depuis le déclenchement de la crise financière ont conduit l'Etat à se tourner vers la Caisse pour des interventions qui ne sont pas, de manière évidente, au cœur de sa stratégie d'investisseur avisé de long terme.

La Caisse des dépôts et consignations ne s'est d'ailleurs pas dotée d'un nouveau plan stratégique alors que le précédent n'était pas parvenu pleinement à assurer la cohérence d'un groupe qui demeure marqué par la culture d'autonomie de ses filiales.

Au-delà de ces enjeux de pilotage, la diversification des activités de la Caisse n'est pas sans poser, sur certains points, des difficultés :

- au fil du temps, la Caisse a pris de nombreuses participations minoritaires dans de grands groupes financiers ou industriels tels La Poste, Oséo et surtout Dexia ainsi qu'une participation à parité avec Véolia dans Véolia Transdev. Sans systématiquement disposer de la maîtrise de leur gestion, elle porte, de ce fait, une part de plus en plus grande de risque financier subi ;
- la diversification sectorielle et la multiplicité des interactions avec des fonds privés complexifient l'évaluation des risques qu'elle supporte et rend délicate leur comptabilisation. Elle expose la Caisse à des risques de nature très différente des aléas immobiliers et des risques de marché auxquels elle faisait traditionnellement face.

d) Un impact inéluctable sur les comptes publics

La stratégie du secteur financier public présente une forme de neutralité sur les comptes des administrations publiques. En effet, les différentes comptabilités rendant compte de leur situation et de leurs finances retracent de mieux en mieux l'externalisation des leviers d'action de l'Etat dans le financement de l'économie.

Dans ses travaux de certification des comptes de l'Etat, la Cour des comptes examine la valorisation des entités publiques consolidées dans les comptes de l'Etat et vérifie la correcte présentation de ses engagements et garanties dans l'annexe aux comptes. Pour ce qui concerne la comptabilité nationale, l'INSEE a décidé fin 2009 de classer le Fonds stratégique d'investissement dans les administrations publiques

(APU), au sein des organismes divers d'administration centrale (ODAC)³⁰⁸.

Cependant, le fait que le contrôle parlementaire s'exerce essentiellement sur la comptabilité budgétaire, qui ne retrace que les encaissements et décaissements de l'exercice, l'effet retard qu'induit le délai d'ajustement des normes et des périmètres comptables ainsi que les incertitudes de leurs référentiels³⁰⁹, peuvent conduire l'Etat à privilégier des moyens d'intervention indirects. L'inscription hors-bilan, la non-consolidation de structures du secteur public financier ou les modalités de comptabilisation des participations représentent ainsi des leviers lui permettant de minimiser, transitoirement, la part de risque qu'il supporte, comme l'illustrent les diverses modalités du soutien apporté à Dexia en 2008 et 2011.

IV - Les relations de l'Etat avec le secteur financier

Au-delà des interventions, directes et indirectes, qu'il conduit dans le financement de l'économie et des relais qu'il établit dans la sphère publique financière à cette fin, l'Etat veille à la stabilité du secteur financier. Ce faisant, il exerce une influence majeure sur l'orientation des flux financiers, notamment en période de crise.

Ainsi, l'Etat participe à l'élaboration, au niveau communautaire, de la réglementation applicable au secteur financier, et notamment aux établissements de crédit et aux assureurs. Dans les limites fixées par les contraintes d'harmonisation européenne, il peut adopter certaines mesures spécifiques à l'échelle nationale.

En lien avec les autorités internationales et communautaires, l'Etat est en outre chargé d'organiser la supervision du secteur financier français, afin d'en contrôler le niveau de risque. En France, la supervision est assurée par deux autorités indépendantes : l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et l'Autorité des marchés financiers (AMF).

³⁰⁸ L'INSEE classe le groupe Caisse des dépôts dans les sociétés financières.

³⁰⁹ Jusqu'au 15 juillet 2009, Eurostat n'a pas considéré la Société de financement de l'économie française (SFEF) comme une société financière mais comme une administration publique et à ce titre, a consolidé son bilan dans l'agrégat de la dette publique française. Les agences de notation ont adopté de longue date une vision agrégée des risques supportés par l'Etat, que ce soit en propre, au titre du secteur financier public ou même à travers son soutien au secteur privé.

Plus généralement, l'Etat, par l'intermédiaire notamment de la direction générale du Trésor, assure la régulation du secteur financier en assurant une veille sur les conditions de financement de l'économie et en prenant, le cas échéant, les mesures nécessaires à la protection des offreurs ou des demandeurs de capitaux.

Enfin et sur un plan différent, l'Etat s'est doté depuis le déclenchement de la crise financière d'un mécanisme original, la Médiation du crédit, en vue de faciliter les relations du secteur financier avec les entreprises.

A - La supervision financière et ses limites

Si la réglementation applicable au secteur financier est pour l'essentiel élaborée aux niveaux européen, voire mondial, la supervision du secteur financier demeure très largement exercée dans un cadre national.

1 - Un dispositif français de supervision récemment amélioré

La supervision financière a pour objectif de maintenir la confiance dans le système financier utilisé pour mettre en correspondance l'épargne disponible avec les besoins de financement des agents économiques. Elle agit donc de manière indirecte sur le financement de l'économie, en créant un cadre stable favorable à la décision d'investissement et en garantissant la pérennité, notamment par le contrôle des établissements concernés, par la formulation de recommandations, l'émission d'alertes, voire le prononcé de sanctions.

a) Un système dual

A la suite de la crise financière, les autorités de contrôle des banques et des assurances ont été fusionnées au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) tandis que la supervision des marchés restait confiée à l'Autorité des marchés financiers (AMF). En 2010, la loi de régulation bancaire et financière est venue renforcer les prérogatives de ces deux autorités.

Aux termes du code monétaire et financier (CMF), l'Autorité de contrôle prudentiel a notamment pour mission de « *veiller à la préservation de la stabilité du secteur financier* ». De son côté, l'Autorité des marchés financiers « *veille à la protection de l'épargne investie dans*

les instruments financiers », « à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers »³¹⁰.

Outre leurs missions d'agrément, les superviseurs exercent leur surveillance sur les établissements assujettis en contrôlant leur situation financière, leurs conditions d'exploitation, le respect des normes professionnelles et la correcte commercialisation des produits financiers. Ils exercent leurs missions en combinant contrôle sur pièce et sur place.

En période de crise systémique, l'Autorité de contrôle prudentiel peut resserrer sa stratégie de contrôle permanent : les *reporting* sollicités sont plus fréquents et plus poussés, notamment les indicateurs de trésorerie. Depuis la mi-2010, elle suit ainsi de manière rapprochée l'exposition des établissements de crédit aux risques liés aux dettes souveraines, en sollicitant, outre le *reporting* semestriel sur les engagements internationaux, un *reporting ad hoc* mensuel, voire hebdomadaire. Dans le domaine des assurances, l'Autorité de contrôle prudentiel suit également les conséquences de la crise financière : examen des taux de revalorisation des provisions des assureurs-vie, suivi des risques, participation aux exercices des tests de résistance européens, coordonnés par le comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions privées, puis, en 2011, par l'EIOPA³¹¹. L'évolution de la collecte nette en matière d'assurance-vie fait également l'objet d'un suivi étroit.

Le contrôle de l'Autorité des marchés financiers s'exerce sur les prestataires de services d'investissement (951 entités régulées) et sur les infrastructures de marché (tel NYSE Euronext) et de post-marché (LHC Clearnet, chambre de compensation et Euroclear France, dépositaire central). Il s'applique également aux 3 566 conseillers en investissement financier (CIF). L'Autorité des marchés financiers dispose de pouvoirs issus du code monétaire et financier, comme le pouvoir d'injonction, qui lui permet d'ordonner – ou de faire ordonner par le Président du Tribunal de grande instance (TGI) de Paris – à toute personne manquant à ses obligations professionnelles de mettre fin à ces pratiques.

En matière de protection des épargnants, l'Autorité des marchés financiers dispose de prérogatives exceptionnelles, en application de son règlement général. Ainsi l'article 516-5 de ce règlement prévoit que « *l'AMF peut, en tant que de besoin, fixer, de manière temporaire ou permanente, des règles de couverture plus strictes pour un instrument financier ou un marché déterminé* ». De fait, en exigeant un taux de couverture de 100%, l'Autorité des marchés financiers dispose du

³¹⁰ L.621-1 du code monétaire et financier.

³¹¹ Autorité européenne des assurances et pensions professionnelles (cf. *infra*).

pouvoir d'interdire des ventes à découvert. Ce pouvoir a été utilisé en septembre 2008 puis en août 2011 sur les titres de capital émis par certains établissements de crédit et entreprises d'assurance négociés sur les marchés réglementés français³¹².

b) Des missions tendant à garantir l'ordre public financier

Les missions des autorités de supervision financière tendent aussi à garantir l'ordre public financier : protection des clientèles contre les abus des professionnels, égal accès à l'information financière et lutte contre la diffusion d'informations erronées et de rumeurs.

La complexité des produits financiers et l'impact qu'ils sont susceptibles d'avoir sur la richesse nette des épargnants comme des investisseurs justifient que le superviseur prudentiel en assure un contrôle étroit. Depuis la loi sur la sécurité financière du 1^{er} août 2003, l'Autorité des marchés financiers exerce ainsi un rôle de protection de l'épargne. Elle partage cette mission avec l'Autorité de contrôle prudentiel à qui l'ordonnance du 21 janvier 2010 a conféré la mission de protéger la clientèle des banques et des assurances et le pouvoir d'élaborer, à l'instar de l'Autorité des marchés financiers, un « droit souple » en la matière. Un pôle commun, mécanisme de coordination entre superviseurs, en matière de contrôle et de veille publicitaire a en outre été créé entre les deux autorités.

L'égalité d'accès à l'information financière suppose en premier lieu la transparence des marchés, c'est-à-dire celle du processus de formation des prix pré-négociation, mais aussi post-négociation, au travers des systèmes de compensation, règlement-livraison et tenue de compte conservation. La loi de sécurité financière a placé l'information et la transparence financière au cœur des missions de l'Autorité des marchés financiers et l'a chargée de l'application de la directive « Marchés d'instruments financiers » (MIF) à l'ensemble des acteurs du marché.

Aux termes du règlement général de l'Autorité des marchés financiers « *l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* ». Cette autorité dispose à cette fin d'outils pour lutter contre la diffusion d'informations erronées au marché.

De façon préventive, l'Autorité des marchés financiers a formulé des recommandations au secteur financier, notamment par la publication le 3 novembre 2010 d'un guide relatif à la prévention des manquements

³¹² Etaient concernés les titres Axa, April Group, BNP Paribas, CIC, CNP Assurances, Crédit Agricole, Euler Hermès, Natixis, Scor et Société Générale.

d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées. Ce guide recommande des mesures de prévention : « fenêtres négatives »³¹³, codification des obligations, etc.

2 - Les limites de la supervision financière

La structuration des marchés, les limites de leur transparence et l'absence de réglementation applicable à certains secteurs de la finance limitent la capacité d'intervention des superviseurs financiers. En outre, leur coordination et l'harmonisation de leurs pratiques de supervision restent à renforcer, tant à l'échelle européenne que nationale.

a) Des marchés insuffisamment transparents

La directive « Marchés d'instruments financiers » (MIF) adoptée le 21 avril 2004 est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007. Elle avait pour objet de favoriser la concurrence entre les marchés et de renforcer la transparence des négociations sur les marchés actions. Elle a instauré un passeport unique qui permet aux prestataires de services d'investissement d'opérer sur une base transfrontière et a supprimé la concentration des ordres dans un lieu unique (comme cela était le cas en France) ce qui a permis la multiplication de plates-formes dénommées « systèmes multilatéraux de négociation » (SMN) et corrélativement, la baisse des coûts de transaction de négociation.

Toutefois, du fait de cette fragmentation des plates-formes de négociation, les émetteurs rencontrent des difficultés à rassembler l'ensemble des données sur leurs propres titres. En outre, des exceptions à la transparence pré-négociation fixées par la directive³¹⁴ ainsi que la persistance de négociations de gré à gré ne donnant pas lieu à une publicité pré-négociation ont entraîné la multiplication des chambres de compensation privées (*dark pools*), dans lesquelles l'information pré et post-transaction est limitée. Lieux de négociations financières sans la qualité de marché réglementé, ces chambres traitent des volumes d'ordres importants sans que le prix ne soit connu avant finalisation de la transaction. Même si les transactions doivent être déclarées *a posteriori*, les régulateurs auraient identifié³¹⁵ qu'une partie d'entre elles ne leur était

³¹³ C'est-à-dire de périodes sensibles (comme avant la parution des résultats annuels) pendant lesquelles la société ne pourrait pas attribuer d'options, et les titulaires d'option ne pourraient céder les actions obtenues par levée d'option.

³¹⁴ Les systèmes multilatéraux de négociation permettent d'exécuter des transactions sur des blocs d'ordres sans que le prix ne soit révélé avant leur conclusion.

³¹⁵ Selon une étude de PriceWaterhouseCoopers.

pas communiquée. La directive « Marchés d'instruments financiers » aurait donc paradoxalement favorisé le développement de zones d'ombres alors que son objectif était de renforcer la transparence sur les marchés.

Le 20 octobre 2011 la Commission européenne a présenté un projet de révision de la directive pour remédier à ces failles. Il prévoit de ramener les produits dérivés vers des marchés transparents en créant des « plates-formes de négociation organisée » dites OTF (*organised trading facilities*) afin de limiter les échanges de gré à gré réalisés hors marché (*over the counter*, OTC). Ces plateformes seraient soumises à supervision.

b) Un champ de la régulation encore partiel

Plus généralement, la Commission européenne et le G20 ont entrepris, depuis le déclenchement de la crise financière, de renforcer les mécanismes de supervision et de lutter contre la finance parallèle, notamment les véhicules de titrisation qui avaient contribué au déclenchement de la crise financière et les fonds alternatifs (*hedge funds*).

La titrisation est une technique d'ingénierie financière consistant à émettre des titres de crédits afin de répartir le risque sur une plus grande quantité de porteurs. Elle permet de soustraire la politique de crédit d'un établissement à la supervision prudentielle dans la mesure où les crédits titrisés sortent du bilan après cession à des structures juridiques distinctes non régulées. Si la titrisation a des effets positifs, puisqu'elle réduit le coût du crédit et offre plus de flexibilité aux banques, elle emporte également des risques en raison de la structure des véhicules de titrisation qui ne permet pas toujours d'évaluer correctement le risque associé.

A la suite de ces difficultés mises au jour lors de la crise, le conseil de stabilité financière, mandaté par le G20, a entamé une réflexion sur ce thème et s'apprête, à l'été 2012, à formuler des recommandations en matière de régulation de la titrisation, de régulation prudentielle des fonds monétaires, de traitement des prêts/emprunts de titres. Ces travaux n'auront cependant pas d'impact effectif avant plusieurs années.

Pour leur part, les fonds alternatifs sont des acteurs importants de la finance de marché. Fin 2010, on comptait plus de 10 000 fonds alternatifs comportant 2 100 Md€ d'actifs gérés. Ils sont soupçonnés d'entretenir, par des stratégies à fort effet de levier sur les marchés dérivés, l'alimentation de bulles spéculatives.

Plusieurs pistes ont été évoquées pour limiter la contribution des *hedge funds* à la montée des risques systémiques. La principale consiste à améliorer la transparence vis-à-vis des investisseurs, des courtiers sur le

marché primaire (*primes brokers*) et des régulateurs en instaurant un *reporting* obligatoire aux superviseurs prudentiels en sus de la régulation « indirecte » imposant des obligations de transparence aux contreparties des fonds alternatifs, notamment leurs courtiers. Le Conseil de l'Union européenne a récemment adopté une directive visant à intégrer les fonds alternatifs dans le champ de la supervision.

La directive sur les gérants de fonds alternatifs d'investissement

La directive sur les gérants de fonds alternatifs d'investissement a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 1^{er} juillet 2011 et devra être transposée dans les deux ans qui suivent. Elle s'applique à tous les gérants de fonds (hors OPCVM) qui devront désormais être agréés par les autorités nationales compétentes et disposeront d'un passeport pour opérer dans les différents Etats membres. L'agrément sera accordé au vu d'un niveau de fonds propres minimum en actifs liquides. Les gestionnaires seront tenus d'informer les superviseurs des principaux marchés sur lesquels ils agissent, des instruments qu'ils utilisent et de leurs niveaux de risque.

La directive ne prévoit pas de plafond d'effet de levier autorisé, mais les gérants devront informer leur superviseur ainsi que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et le Comité européen du risque systémique (CERS) des limites qu'ils se fixent. Les autorités pourront fixer des niveaux maximaux de levier. L'AEMF est chargée de détecter et de traiter les risques systémiques liés aux fonds alternatifs. En cas de risques trop importants, l'AEMF pourra demander à l'autorité de supervision nationale compétente d'interdire ou de limiter l'accès du fonds au marché européen.

c) La coordination des acteurs européens de la supervision

Les enseignements de la crise financière ont mis en évidence la nécessité de bâtir un cadre européen de surveillance du système financier et de coordination des autorités nationales.

En conséquence, ont été créés, à compter du 1^{er} janvier 2011, un comité européen du risque systémique (CERS) (règlement 1092/2010) qui assure une surveillance macroprudentielle ainsi que trois autorités européennes de surveillance, dotées de personnalité juridique et responsables devant le Parlement européen et le Conseil :

- l'Autorité bancaire européenne chargée de surveiller le secteur bancaire (ABE ou en anglais EBA, règlement 1093/2010) ;
- l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles chargée de la surveillance des services

d'assurance (AEAPP ou en anglais EIOPA, règlement 1094/2010) ;

- l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou en anglais ESMA, règlement 1095/2010).

Le comité européen du risque systémique (CERS) a deux missions principales : la collecte, le partage et l'analyse des informations relatives au risque financier systémique ; l'alerte et la formulation de recommandations. Il participe également à la coordination de l'ensemble des acteurs, internationaux (Fonds monétaire international, *Financial stability board* du G20), européens (Conseil, autorités européennes) et nationaux (banques centrales).

Les autorités prudentielles européennes sont, quant à elles, chargées de l'harmonisation de la supervision des établissements et des marchés financiers au sein de l'Union afin de réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire entre pays, par le développement de normes communes, une application harmonisée et une protection similaire des clients et investisseurs au sein du marché unique. Pour ce faire, elles peuvent émettre des propositions de normes techniques communes ; formuler des orientations et recommandations ; faciliter le dialogue et, le cas échéant, régler tout litige entre autorités nationales. En cas de crise, elles disposent de pouvoirs exceptionnels, y compris celui d'imposer aux autorités nationales (ou, à défaut, directement aux établissements financiers) de prendre les mesures qu'elles estimeraient nécessaires.

Le cadre réglementaire et les pouvoirs dont disposent les nouvelles autorités européennes sont de nature à améliorer la coordination des superviseurs nationaux. Il demeure toutefois difficile d'évaluer si ce dispositif sera suffisant pour faire face à des crises systémiques. La publication des résultats des tests de résistance de 2011 par l'Autorité bancaire européenne et la lenteur de la mise en place de la supervision des agences de notation par l'Agence européenne des marchés financiers soulignent l'existence de fortes marges d'amélioration.

Au surplus, l'Etat a tardé à assurer une présence française significative dans ces nouvelles structures, notamment au regard de la représentation d'autres pays européens de taille comparable. En 2010, seuls 10 agents de la Banque de France étaient détachés dans les institutions européennes et internationales³¹⁶ en charge de la réglementation et de la supervision prudentielles.

³¹⁶ deux à l'Autorité européenne des assurances et pensions professionnelles, un à l'Autorité bancaire européenne et sept à la Banque des règlements internationaux.

d) Les pratiques des superviseurs nationaux

Les superviseurs nationaux que sont l'Autorité de contrôle prudentiel et l'Autorité des marchés financiers disposent des prérogatives leur permettant de faire face efficacement à une crise touchant soit une entité qu'ils régulent, soit l'ensemble du secteur financier. Durant la crise financière, ils ont fait usage de ces pouvoirs.

Toutefois, le volume des transactions conclues, l'interconnexion du marché national avec les places étrangères, la sophistication des techniques d'ingénierie financière et la réactivité des opérateurs (notamment automatisés, comme en témoigne le développement du *trading haute fréquence*) limitent l'exercice des prérogatives de contrôle du superviseur sur les marchés. Ainsi, l'interdiction des ventes à découvert posée par l'Autorité des marchés financiers en août 2011 a-t-elle pu être largement contournée, notamment grâce à des produits dérivés *ad hoc*.

Le *trading haute fréquence* (THF)

L'accroissement du nombre d'ordres passés résulte pour une grande partie du *trading haute fréquence*, c'est-à-dire de l'exécution à grande vitesse (de l'ordre de la micro-seconde) d'ordres adressés au marché. Le *trading haute fréquence* représente environ 40% des volumes échangés quotidiennement sur les marchés actions européens. Il requiert d'importants investissements technologiques permettant d'identifier les opportunités d'arbitrage et par exemple d'intercaler, dans un laps de temps très court, des ordres lors de la confrontation du carnet d'ordres par les teneurs de marché. Ces ordres peuvent tout aussi rapidement être retirés. On estime les ratios d'exécution des transactions de l'ordre de 1 à 5%.

Les partisans du *trading haute-fréquence* estiment qu'il contribue à la liquidité du marché, et participe à son efficacité en équilibrant les prix entre places et entre valeurs liées. Toutefois, plusieurs risques ne sont pas à négliger :

- un risque d'abus de marché, puisque l'identification des pratiques de manipulation utilisées par les opérateurs sont masquées par la masse d'ordres ;
- un problème d'égalité d'accès à l'information, voire de concurrence déloyale entre des intervenants sur un même marché ;
- un risque technologique, qu'illustre la chute soudaine de l'indice Dow Jones (*flash crash*) à la bourse de New York le 6 mai 2010.

Au-delà de ces enjeux, la Cour a relevé plusieurs points d'attention lors de son contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel à l'automne 2011. La cible d'effectifs n'étant pas atteinte, l'Autorité manquait de moyens face à des produits de plus en plus complexes et à la nécessité de contrôles plus fréquents. En outre, les mesures de police administrative étaient largement privilégiées par rapport aux sanctions³¹⁷, ce qui pourrait poser le problème de la transparence de l'information financière, les mesures de police administratives n'étant pas publiques, et celui du caractère dissuasif des interventions du superviseur.

Ces contraintes s'exercent avec une acuité particulière en période de crise. En effet, le superviseur prudentiel se trouve alors contraint de préserver la stabilité de l'ensemble de l'édifice financier. Il n'a donc pas toute latitude pour prendre des mesures contre les établissements fragilisés. Toute action engagée pourrait en effet se révéler contreproductive puisqu'interprétée par le marché comme un signal de la gravité de la situation. Sa marge de manœuvre s'avère ainsi très limitée.

La crise financière a également mis en évidence certaines lacunes du cadre d'intervention des superviseurs prudentiels, que ce soit l'inexistence d'un droit européen de la faillite, l'absence de concepts communs pour une harmonisation des politiques de sanction nationales ou les difficultés de coordination des différents superviseurs des établissements financiers multinationaux.

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

Les services de l'Etat, à l'échelon central ou dans les territoires, en particulier sous l'impulsion de l'autorité préfectorale, travaillent à rapprocher demandeurs et offreurs de financement. Au travers de structures comme le comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) ou les comités départementaux d'examen des difficultés de financement des entreprises (CODEFI)³¹⁸, ils assurent notamment l'accompagnement des entreprises en difficultés.

³¹⁷ La commission des sanctions n'avait été saisie que 7 fois, dont 3 sur le même dossier, entre la mise en place de l'Autorité de contrôle prudentiel et 2011.

³¹⁸ Le CODEFI est une instance administrative locale compétente pour les entreprises de moins de 400 salariés. Elle agit en amont des difficultés de l'entreprise, en permettant notamment le financement du diagnostic et d'un audit.

Durant la crise, ce rôle traditionnel, souvent informel, a été institutionnalisé au travers d'un mécanisme original – la Médiation du crédit – dont le succès a appelé la prolongation.

1 - Un instrument établi dans un contexte de crise

a) La mise en place de la Médiation du crédit

Créée en novembre 2008, la Médiation du crédit a pour mission d'assister les entreprises rencontrant des difficultés pour obtenir un crédit. Elle assure un rôle de bons offices auprès des établissements de crédit et recherche, au cas par cas, des solutions préservant les intérêts des entreprises qui recherchent des financements et les impératifs de gestion des banques.

La Banque de France est étroitement associée au dispositif, le directeur général adjoint des activités fiduciaires et de place ayant été nommé médiateur délégué et assurant le lien avec la Fédération bancaire française (FBF). Au niveau local, la Médiation du crédit, qui associe les directeurs des finances publiques, s'appuie sur le réseau territorial de la Banque de France dont les directeurs départementaux instruisent les demandes des entreprises, en lien avec le comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) et les comités départementaux d'examen des difficultés de financement des entreprises (CODEFI). La médiation mobilise également des tiers de confiance issus d'organisations socioprofessionnelles ou consulaires. Dans le cadre du plan de relance, elle a, par ailleurs, établi un partenariat avec Oséo afin de faciliter l'octroi de garanties de crédits aux entreprises.

Le dispositif français a inspiré des pays voisins, notamment la Belgique et l'Allemagne, qui ont lancé leurs propres systèmes de médiation respectivement en février et décembre 2009.

b) Des résultats dans l'ensemble satisfaisants

Entre son lancement en novembre 2008 et la fin août 2011, près de 32 000 entreprises ont saisi la Médiation du crédit et plus de 26 000 ont été acceptées en médiation. Près des deux tiers d'entre elles ont trouvé le financement nécessaire au développement de leurs projets. Le taux de médiation réussie, c'est-à-dire aboutissant à un accord entre l'entreprise et les établissements financiers, s'établit ainsi à 63 %, stable depuis le lancement du dispositif. Depuis sa création, la Médiation du crédit a ainsi contribué à débloquer plus de 3,6 Md€ d'encours de crédit, dont une large partie dans les premiers trimestres de son activité.

Les rapports du médiateur du crédit montrent que le nombre de dossiers traités, très élevé en décembre 2008 (2 000 dossiers par mois) s'est progressivement réduit (1 000 dossiers par mois jusqu'en 2009, puis autour de 600 en 2010). A compter de 2011, le nombre de dossiers traités avoisine les 400 par mois.

La Médiation du crédit reste donc toujours sollicitée, notamment par les entreprises de petite taille : à fin août 2011, 81 % des dossiers en médiation émanait d'entreprises de moins de 10 salariés, 96 % d'entreprises de moins de 50 salariés. Près de 60 % des dossiers traités concernent des besoins de financement inférieurs à 50 000 €. Les secteurs les plus concernés sont les services (38 % des cas), le commerce (27 %), le BTP (18 %) et l'industrie (13 %). La grande majorité (72 %) des entreprises faisant appel à la Médiation du crédit est estimée « fragile » voire « très fragile » par la Banque de France.

Sans surprise, le taux de défaillance des entreprises aidées varie fortement avec l'issue de la médiation. S'établissant à 13,8 % pour les médiations réussies, il est près de 2,5 fois supérieur pour les entreprises pour qui la médiation a échoué : statistiquement, 34,5 % d'entre elles connaissent une défaillance dans les 12 mois suivant le passage en médiation.

2 - La prolongation et l'extension à de nouvelles missions

a) La prolongation de la Médiation du crédit

Le 27 juillet 2009, un accord de place a été signé entre le ministre de l'économie, le médiateur du crédit, le gouverneur de la Banque de France, les directeurs de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM) et de l'Institut d'émission d'outre-mer (IEOM) et le comité exécutif de la Fédération bancaire française afin de définir les modalités de coopération des banques au dispositif de médiation. Il a, par ailleurs, entériné le maintien du dispositif, au moins jusqu'à la fin 2010. Celui-ci a, depuis, été renouvelé le 4 avril 2011 jusqu'au 31 décembre 2012.

b) De nouvelles missions

Alors qu'elle connaissait à sa création pour l'essentiel des situations de retrait de lignes de trésorerie, la Médiation du crédit traite

désormais des dossiers de nature diversifiée : assurance-crédit, crédit interentreprises, voire même financement en fonds propres³¹⁹.

Au-delà de son rôle d'accompagnement des entreprises rencontrant des difficultés à lever des financements auprès des établissements de crédit, la Médiation s'est progressivement installée comme un pôle d'expertise pour le Gouvernement en matière de financement des entreprises. Le médiateur du crédit est ainsi président de l'Observatoire du financement des entreprises, créé à la suite des Etats généraux de l'industrie.

Dans le même temps, la Médiation a développé une approche préventive, en complément de son action d'accompagnement. En septembre 2011, elle a notamment publié un guide de conseils aux chefs d'entreprises en vue de faciliter leurs relations avec les banques, en partenariat avec certaines organisations socioprofessionnelles.

Les représentants des entreprises consultés par la Cour lors de son enquête ont émis un jugement positif sur l'action de la Médiation.

CONCLUSION

Depuis une dizaine d'années, le montant global des subventions d'investissement versées par les administrations publiques aux entreprises et aux ménages s'est maintenu. En revanche, leurs modalités de distribution ont profondément changé. L'Etat y contribue beaucoup moins que par le passé, les aides versées par les ODAC ou les collectivités territoriales compensant le recul de celles octroyées directement par l'Etat. La part versée par les administrations centrales (Etat et ODAC) s'est néanmoins également érodée.

L'Etat a choisi de manière croissante d'agir via les ODAC pour deux raisons : d'une part, confier la gestion des aides à des organismes spécialisés et disposant d'une technicité adaptée, d'autre part, freiner l'augmentation apparente de ses dépenses et de l'ensemble de son budget.

³¹⁹ La Médiation du crédit participe au conseil de surveillance et au comité d'investissement du Fonds de consolidation et de développement des entreprises (FCDE), créé fin 2009 pour financer le rebond et le développement de PME à fort potentiel. Il est financé par le Fonds stratégique d'investissement à hauteur de 200 M€ et géré par une société de gestion, filiale de CDC Entreprises. Il intervient ainsi notamment auprès d'entreprises identifiées par la Médiation du crédit.

L'Etat ne s'est toutefois pas désengagé financièrement, malgré un repli apparent : en augmentant sur la même période ses concours aux collectivités, il a soutenu, indirectement mais significativement, leur effort en faveur des entreprises. Ces évolutions se sont cependant accompagnées d'une perte de maîtrise de l'Etat sur l'orientation des aides à l'investissement.

Dans le même temps, son intervention directe dans le capital d'entreprises publiques ou privées s'est raréfiée sous l'effet conjoint de la dégradation des conditions de marché, qui décourage les cessions, et du resserrement des contraintes budgétaires, qui limite les possibilités d'opérer des dotations en capital ou de nouveaux investissements. En conséquence, les entreprises dont l'Etat est actionnaire ont dû de façon croissante se financer par l'endettement, tant pour maintenir le niveau de leur investissement que pour satisfaire les exigences élevées de l'Etat en matière de dividendes.

Globalement, en faisant masse des subventions et de l'apport en fonds propres, l'intervention directe de l'Etat dans le financement de l'économie est en repli. Son recul s'est toutefois accompagné d'une montée en puissance de formes indirectes d'intervention.

Le souci de respecter la norme de dépenses, celui d'alléger les prélèvements obligatoires et celui d'obtenir des effets de levier ont entraîné à partir de 2005 le recours croissant à la méthode de la dépense fiscale. Ainsi, les dépenses fiscales en faveur du financement de l'économie ont vu leur coût total presque doubler entre 2005 et 2010, s'établissant à plus de 20 Md€ par an.

La contrainte budgétaire, les limites de l'expansion des dépenses fiscales et la recherche d'effets de levier encore accrus ont entraîné la recherche d'autres moyens d'action. Le cofinancement public-privé s'est nettement développé, en particulier pour les contrats de partenariats.

Le programme des investissements d'avenir financé par l'emprunt a octroyé des dotations à des opérateurs afin qu'elles soient utilisées pour des cofinancements avec d'autres intervenants publics ou privés.

Le périmètre de la garantie financière de l'Etat s'est lui aussi fortement élargi, notamment en ce qui concerne la dette garantie dont l'encours a plus que doublé depuis 2006.

Grâce à ces nouveaux outils, l'Etat a pu partiellement contourner les contraintes que sa situation budgétaire faisait peser sur son action. Cependant, en mobilisant une partie de ses recettes actuelles, de ses recettes futures, de sa capacité d'emprunt et jusqu'à sa garantie, l'Etat s'est, de fait, exposé à des risques nouveaux. Une large part d'entre eux

s'inscrit hors-bilan et appelle une réflexion sur l'effet de levier global de l'Etat et l'identification des aléas auxquels il est soumis. En effet, la surveillance de la soutenabilité de ses finances, qu'elle soit le fait des organes communautaires ou des marchés, se fait de plus en plus exigeante.

Dans ce contexte, l'Etat a été amené à solliciter de façon croissante le secteur financier public. Après avoir mobilisé les ressources disponibles hors du champ de la dépense publique, puis hors du champ budgétaire et même hors de son propre bilan, l'Etat tente désormais d'externaliser l'action publique hors du périmètre des « administrations publiques ».

Cette stratégie s'est appuyée sur le groupe Caisse des dépôts et singulièrement sur le Fonds d'épargne dont les emplois se sont diversifiés. Par ce biais, elle a permis à l'Etat de jouer un rôle de plus en plus actif dans le financement des entreprises, que ce soit en fonds propres (Fonds stratégique d'investissement) ou par l'emprunt (Oséo). Si ces relais se sont révélés précieux, ils ne sont pas sans limites. L'Etat se trouve engagé, directement ou indirectement, dans une multiplicité croissante de dispositifs. En outre, l'augmentation des risques portée par le secteur financier public ne s'est pas suffisamment accompagnée d'améliorations correspondantes en matière de gouvernance, de fonds propres et de supervision prudentielle. Plus généralement, l'implication du secteur financier public ne pourra à elle seule satisfaire l'ensemble des besoins de financement actuel et se substituer au retrait de l'initiative privée.

Si l'Etat ne peut davantage recourir aux instruments qu'il a mobilisés ces dernières années, il n'est cependant pas totalement dépourvu de marges de manœuvre.

A défaut d'intervenir plus, l'Etat peut intervenir mieux, notamment en réorientant certains de ses moyens, comme par exemple la dépense fiscale, vers des secteurs ou des acteurs qu'il estime prioritaires. Pour être efficace, cette stratégie de redéploiement nécessite que l'Etat opère des choix de politiques budgétaire et financière et se dote, dans la durée, des moyens de leur mise en œuvre.

Chapitre IV

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 reconstruire 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 renchérisant 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'efficience 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 plafonds 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 réunis, 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 précédent 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'efficience 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 evaluation 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 reconstruit. 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'Etat 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'Etat 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'imparfairement 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, protègeront 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 connaît 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 constraint 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 pérenne 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'avantageant 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

et l'Autorité de contrôle prudentiel, de demeurer vigilant sur le sujet de la liquidité des banques françaises afin qu'il n'ait aucun impact systémique.

Dans le même temps, l'Etat doit également réorienter l'épargne vers le long terme, dans un contexte où le cadre prudentiel applicable aux établissements financiers risque de les contraindre à réduire la durée des prêts qu'ils distribuent. Un réaménagement des mécanismes d'incitation financière est nécessaire, dans le cadre notamment de l'assurance-vie, afin de répondre aux besoins du cycle de vie des ménages et de soutenir l'investissement de long terme des entreprises et des collectivités territoriales. Il implique, pour être efficace, de maintenir une hiérarchie des rémunérations entre les livrets d'épargne réglementée, qui représentent une épargne liquide de court terme, et l'épargne longue.

De même, l'encouragement à une épargne financière longue doit conduire à reconsidérer, hors logement social et zones de forte pénurie de logement, les incitations publiques résiduelles dont bénéficie l'immobilier. Les ressources dégagées devraient être redéployées en faveur du financement de l'investissement productif.

L'Etat doit, enfin, assumer pleinement ses responsabilités de régulateur et de superviseur. 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, impliquera une vigilance particulière.

Les orientations de cette stratégie d'ensemble sont décisives afin d'assurer une allocation efficace des flux financiers et contribuer au redressement du potentiel de croissance de l'économie française. En dépendent la possibilité de financer des besoins collectifs clés tels les projets d'infrastructures, le développement des PME et des entreprises de taille intermédiaire ou l'investissement des collectivités territoriales.

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

L'accroissement des interventions à opérer et la raréfaction des moyens disponibles exigent que l'Etat et le secteur public financier gagnent en efficacité, gouvernance mais aussi maîtrise des risques à tous niveaux. L'Etat doit être capable de mieux connaître les évolutions en cours et de mettre en œuvre les régulations nécessaires ; il doit pouvoir s'adapter, avec une grande réactivité, à des évolutions désormais parfois brusques. Il doit se mettre en mesure à la fois de lutter contre le sur-investissement et d'orienter les ressources vers les poches de sous-investissement critiques telles que les infrastructures et l'innovation afin de soutenir le potentiel de croissance de l'économie. Le groupe Caisse

des dépôts, de son côté, doit également mieux définir sa stratégie, identifier ses priorités et renforcer sa gouvernance.

Compte tenu des faibles marges de manœuvre dont dispose l'Etat et des nombreux engagements que porte déjà la sphère financière publique, et en particulier le groupe Caisse des dépôts, l'action de l'Etat en faveur du financement de certaines catégories d'acteurs économiques doit aujourd'hui être cantonnée aux défaillances de marché caractérisées et peu susceptibles d'être réglées à bref délai par d'autres moyens.

Certaines voies sont inopérantes dans les conditions actuelles, comme la recherche, à grande échelle, de partenariats public-privé ou l'apport de la garantie de l'Etat à une « agence » de financement des collectivités territoriales. Elles doivent donc être, momentanément du moins, écartées. L'Etat n'en conserve pas moins des moyens d'agir, par exemple en réduisant la dépense fiscale et en la ciblant mieux vers l'investissement productif. Le secteur financier public dispose également encore de marges de manœuvre. Le groupe Caisse des dépôts est et sera conduit à jouer un rôle majeur dans le contexte actuel, même s'il ne saurait à lui seul satisfaire l'ensemble des besoins.

Enfin, pour être efficace, cette stratégie d'ensemble doit être lisible pour les entreprises. En particulier, les dispositifs de financement mis en place doivent leur être facilement accessibles, notamment pour les PME.

Au-delà de ses effets sur l'activité du pays, le financement de l'économie représente un enjeu collectif pour l'ensemble de la communauté nationale. Il intéresse tous les citoyens, que ce soit en tant que contribuables, qu'épargnans, qu'entrepreneurs ou qu'investisseurs. Par bien des aspects, il concerne en outre les générations futures et engage le rapport de notre société à l'avenir. Il appartient à l'Etat de faire émerger, à l'échelle nationale, une prise de conscience de ces enjeux.

Principales orientations et recommandations

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

1. rationaliser la dépense fiscale dans le domaine de l'assurance-vie afin de mieux inciter à la détention dans la durée. En particulier :
 - redéfinir la durée fiscale des contrats en fonction de l'historique des versements ;
 - réaménager le profil des taux de prélèvements forfaitaires libératoires s'appliquant aux revenus de l'assurance-vie de façon à encourager plus efficacement la détention longue ;
 - promouvoir une rémunération des contrats d'assurance-vie différenciée selon la durée de détention ;
2. réservier l'action publique dans le domaine de l'immobilier (hors logement social) aux zones qui connaissent une pénurie de logements ;

Mieux régler et orienter la liquidité du Fonds d'épargne

3. en cas de doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable, appliquer un prélèvement social sur tous les revenus tirés des dépôts pour leur partie supérieure aux plafonds actuels des livrets et répartir par paliers sur plusieurs années ce relèvement ;
4. préciser le modèle prudentiel du Fonds d'épargne sur le plan de la liquidité pour bien calibrer sa marge de manœuvre ;
5. assurer globalement l'équilibre financier à terme des prêts au logement social ;
6. moduler les taux des prêts du Fonds d'épargne aux organismes de logements sociaux en fonction du caractère tendu de l'offre de logement ;

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

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

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

Cibler les défaillances de marché pour le financement des PME

9. soutenir la capitalisation des entreprises en phase de création, d'amorçage et de premiers développements :
 - améliorer les véhicules fiscaux existant (FCPI, FIP, FCPR) ;
 - redéployer une partie des moyens de CDC Entreprises ;
10. renforcer l'orientation des interventions d'Oséo vers la compensation des défaillances de marché, notamment l'innovation et le développement ;
11. maintenir une vigilance sur l'évolution de l'offre de crédit à destination des très petites entreprises et des PME et, à cette fin, prolonger la Médiation du crédit ;
12. engager une réflexion sur le droit des faillites, notamment sur la nature du contrôle de l'entreprise pendant le processus précédant la liquidation ;

Faire évoluer le modèle de financement des collectivités territoriales

13. mettre en place rapidement la structure commune entre La Banque Postale et la Caisse des dépôts et consignations ;
14. éviter que la responsabilité financière de l'Etat puisse être engagée par la création éventuelle d'une agence de financement des collectivités territoriales ;
15. interdire l'offre aux collectivités territoriales de produits financiers complexes ou structurés ;

Adapter la surveillance financière au nouveau contexte

16. continuer à adapter les pratiques et les moyens de la supervision aux risques financiers actuels, et à l'éventuelle progression des flux financiers gérés par le secteur non-régulé ;
17. renforcer la présence française au sein des autorités européennes et internationales de régulation financière ;

Renforcer le pilotage exercé par l'Etat

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

- élaborer un rapport annuel sur l'ensemble des problématiques du financement de l'économie ;
- présenter dans les documents budgétaires, et notamment sous forme d'un document de politique transversale, une vue cohérente et homogène de l'ensemble des instruments concourant à une même politique, en faisant apparaître les effets respectifs de chaque aide ;
- élaborer des données agrégées sur la distribution sectorielle des aides des collectivités territoriales aux entreprises ;

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

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

Adapter la Caisse des dépôts et consignations à la nouvelle donne

21. élaborer un nouveau plan stratégique ;

22. améliorer la gouvernance du groupe Caisse des dépôts :

- élargir les avis de la commission de surveillance aux comptes du Fonds d'épargne et aux principales décisions du ministre de l'économie concernant les prêts du Fonds ;
- améliorer le processus de prise de décisions du Fonds stratégique d'investissement ;
- renforcer le rôle des comités d'audit des filiales de la Caisse ;

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

ANNEXES

Annexe 1 : Liste des personnalités consultées

- Daniel Bouton, président de DMJB Conseil
- Michel Bouvard, président de la Commission de Surveillance de la Caisse des dépôts et Consignations
- François Drouin, président directeur général d'Oséo
- Ramon Fernandez, directeur général du Trésor
- Charles-Henri Filippi, président de Citigroup France
- Alain Fradin, directeur général du Crédit Mutuel
- Thierry Francq, secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers
- Antoine Gosset-Grainville, directeur général de la Caisse des dépôts et consignations f.f.
- Denis Kessler, président directeur général de SCOR
- Gérard de La Martinière, président du Comité de la charte du don en confiance
- Jacques de Larosière, président du comité stratégique de l'Agence France Trésor
- Jean-Christophe Le Duigou, secrétaire de la Confédération Générale du Travail
- François Lemasson, président d'honneur de l'ASF
- Marie-Christine Lepetit, directrice de la législation fiscale
- Jean-François Lequoy, délégué général de la Fédération française des sociétés d'assurances
- Cyril Le Touzé, directeur des risques du Crédit Mutuel
- Dominique Marcel, président directeur général de la Compagnie des Alpes
- Pierre Mariani, président du Comité de direction de Dexia
- Emmanuel Massé, chef du bureau pôle analyse économique du secteur financier à la direction générale du Trésor
- Gérard Mestrallat, président de l'Association Paris Europlace

- Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France
- Ariane Obolensky, directeur général de la Fédération bancaire française
- Robert Ophèle, second sous-gouverneur de la Banque de France
- Frédéric Oudéa, président directeur général de la Société générale
- Françoise Palle-Guillabert, déléguée générale de l'ASF
- Michel Pébereau, président du Conseil d'administration de BNP Paribas
- François Pérol, président du directoire BPCE
- Jean-Pierre Pollin, président de la Commission « système financier et financement de l'économie » du Conseil National d'Information statistique
- Gérard Rameix, médiateur du crédit
- René Ricol, commissaire général à l'investissement
- Augustin de Romanet, directeur général de la Caisse des dépôts et consignations
- Jean-François Roubaud, président de la CGPME
- Luc Rousseau, directeur général de la Compétitivité, de l'industrie et des services
- Bruno Salmon, président de BNP Paribas Personal Finance
- Ludovic Sénécaut, président du directoire d'Euler Hermès SFAC
- Bernard Spitz, président de la Fédération française des sociétés d'assurances
- Jean-Luc Tavernier, commissaire général adjoint à l'investissement
- Jean-Philippe Thierry, vice-président de l'Autorité de contrôle prudentiel
- Patrice Vial, président d'Hawkpoint France
- Edouard Vieillefond, secrétaire général adjoint de l'Autorité des marchés financiers
- Hervé de Villeroché, chef du service de financement de l'économie à la Direction générale du Trésor
- Philippe Wahl, président du directoire de La Banque Postale

Ont participé à la procédure de contradiction : la direction générale du Trésor, la direction du budget, la direction de la législation fiscale, la direction générale des finances publiques, la direction générale de la compétitivité, de l'industrie et des services, la direction générale des collectivités locales, l'agence France Trésor, la mission d'appui aux partenariats publics-privé, l'agence des participations de l'Etat, le commissariat général à l'investissement, la Médiation du crédit, l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), l'Autorité de contrôle prudentiel, l'Autorité des marchés financiers, la Banque de France, la direction générale de la Caisse des dépôts et consignations, Oséo et la Banque Postale.

Annexe 2 : Eléments de méthodologie relatifs au calcul des dépenses fiscales en faveur du financement de l'économie

Le champ des dépenses fiscales est celui du projet de loi de finances pour 2012. Les mesures classées en dépenses fiscales dans les projets de loi de finances pour 2002 et 2007 puis retirées ultérieurement n'ont pas été prises en compte. Des dispositifs qui n'étaient pas sur la liste des dépenses fiscales dans les projets de loi de finances pour 2002 et 2007 y ont été ajoutés depuis mais leur coût était négligeable.

Certaines mesures non chiffrées dans les projets de loi de finances pour 2002 et 2007 le sont dans celui de 2012. La hausse du taux de chiffrage dans les années 2000 a eu un effet assez limité sur le coût de l'ensemble des dépenses fiscales, mais cet effet pourrait être significatif pour des groupes particuliers de dépenses fiscales. Il est néanmoins négligé ici.

Les méthodes de calcul ont aussi changé. Un seul changement a été pris en compte, celui qui concerne les revenus des contrats d'assurance-vie, en appliquant aux coûts figurant dans les projets de loi de finances pour 2002 et 2007 le rapport entre les coûts avant et après ce changement de méthode.

Un des changements de méthodes les plus importants de ces dernières années a consisté à prendre pour norme de référence de l'imposition des revenus de capitaux mobiliers le choix entre le barème et le prélèvement libératoire, alors que le barème était auparavant considéré comme la seule norme. Le coût des dépenses fiscales relatives à ces revenus en a été sans doute fortement réduit, mais on ne sait pas de combien. Pour le savoir, il faudrait faire des comparaisons avant/après changement de méthode pour chacun de ces dispositifs. Ces comparaisons sont en outre fragiles car la variation du coût d'une dépense fiscale pour une même année peut résulter du changement de méthode mais aussi de nouvelles informations (fragilité qui affecte aussi la correction sur l'assurance-vie).

Les crédits et réductions d'impôts sont au cœur des dépenses fiscales. Elles sont quasiment toujours classées en dépense fiscale. Leur coût est relativement facile à mesurer et les séries temporelles ne posent pas de problèmes de variation du taux de chiffrage ou de changements de méthode.

Au sujet des dépenses fiscales en faveur de l'investissement immobilier, la plupart des dispositifs dérogatoires relatifs aux plus-values immobilières ont été sortis du champ. L'évolution du coût de ceux qui y sont restés n'est pas significative.

En ce qui concerne les dépenses fiscales en faveur de l'épargne financière, les dispositifs concernant les plus-values ont été retirés car ils sont peu nombreux et ont des coûts très variables dans le temps. De surcroît, l'un des dispositifs relatifs aux plus-values (plus-values sur les actions de groupes familiaux) coûtait 1 400 M€ en 2000, n'était pas chiffré en 2005 et n'existe plus en 2010. Les réductions et crédit d'impôt constituent les dépenses fiscales les plus significatives car leur champ est demeuré stable sur la période.

Malgré ces limites méthodologiques, la hausse des dépenses fiscales consacrées au financement de l'économie entre 2000 et 2010 est significative.

Annexe 3 : Principaux instruments publics mobilisés pour le financement de l'économie : montants et effets de levier (flux annuels 2010)

Nature du financement	Instruments mobilisés	Montants en 2010 (en Md€)	Intensité de l'effet de levier
Dotations budgétaires	Aides à l'investissement	13,9	Faible
	Dotations en capital aux entreprises publiques	1	Faible
Dépenses fiscales	Dépenses fiscales dont	19,6	Moyenne (environ 2)
	<i>Dépenses fiscales pour l'investissement immobilier des ménages</i>	5,1	Faible
	<i>Dépenses fiscales pour l'épargne financière des ménages</i>	4,9	Moyenne
	<i>Dépenses fiscales pour la capacité d'autofinancement des entreprises</i>	9,6	Moyenne
Investissements d'avenir regroupant des subventions, prêts, dotations non consommables, investissement en capital	Investissements d'avenir dont (à fin août 2011)	1,4	Moyenne (environ 2)
	<i>Industrie et PME</i>	0,3	Moyenne
	<i>Enseignement supérieur, recherche et formation</i>	0,8	Faible
	<i>Numérique</i>	0,1	Moyenne
	<i>Développement durable</i>	0,2	Faible
Investissement en capital	Contrats de partenariat	2	Moyenne (environ 3)

Prêts	Prêts du Fonds d'épargne dont	17,4	Elevée
	<i>Prêts au logement social</i>	16,1	<i>Moyenne</i>
	<i>Autres emplois</i>	1,3	<i>Elevée</i>
Prêts	Cofinancements et avances sur trésorerie d'Oséo	10	Elevée
Garantie	Concours garantis par Oséo	11,7	Elevée
Investissement en capital	Investissements de CDC Entreprises	1,1	Très élevée
	Investissements du FSI	1,7	Très élevée

Annexe 4 : Sigles

- ABE : Autorité bancaire européenne
- ACP : Autorité de contrôle prudentiel
- ADEME : Agence de l'environnement et de la maîtrise de l'énergie
- ADP : Aéroports de Paris
- AEAPP : Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
- AEMF : Autorité européenne des marchés financiers
- AFIC : Association française des investisseurs en capital
- ALF : Allocation de logement familial
- ALS : Allocation de logement social
- AMF : Autorité des marchés financiers
- AP-HP : Assistance publique - Hôpitaux de Paris
- APE : Agence des participations de l'Etat
- APL : Aide personnalisée au logement
- APU : Administration publique
- BCE : Banque centrale européenne
- CACES : Collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier
- CADES : Caisse d'amortissement de la dette sociale
- CAS : Compte d'affectation spéciale
- CCR : Caisse centrale de réassurance
- CDC : Caisse des dépôts et consignations
- CDS : *Credit default swaps*
- CERS : Comité européen du risque systémique
- CET : Contribution économique territoriale
- CGPME : Confédération générale des petites et moyennes entreprises

- CIR : Crédit impôt recherche
- CIRI : Comité interministériel de restructuration industrielle
- CMF : Code monétaire et financier
- CODEFI : Comité départemental d'examen des difficultés de financement des entreprises
- CODEVI : Compte pour le développement industriel
- COREFRIS : Conseil de régulation financière et du risque systémique
- COS : Comité d'orientation stratégique
- CPA : Contrat de partenariat assimilable
- CREDOC : Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie
- DGE : Dotation globale d'équipement
- EDF : Electricité de France
- EIOPA : Autorité européenne des assurances et pensions professionnelles
- EPFR : Etablissement public de financement et de restructuration
- EPIC : Etablissement public à caractère industriel et commercial
- ETI : Entreprises de taille intermédiaire
- FASB : *Financial accounting standards board*
- FBCF : Formation brute de capital fixe
- FBF : Fédération bancaire française
- FCDE : Fonds de consolidation et de développement des entreprises
- FCP : Fonds commun de placement
- FCPI : Fonds commun de placement dans l'innovation
- FCPR : Fonds commun de placement à risque
- FESF : Fonds européen de stabilité financière
- FFSA : Fédération française des sociétés d'assurances
- FIP : Fonds d'investissement de proximité
- FMI : Fonds monétaire international

- FRR : Fonds de réserve des retraites
- FSI : Fonds stratégique d'investissement
- GAAP : *Generally accepted accounting principles*
- GE : Grandes entreprises
- IASB : *International accounting standards board*
- IEDOM : Institut d'émission des départements d'Outre-mer
- IFM : Institution financière monétaire
- IFRS : *International financial reporting standards*
- ISF : Impôt de solidarité sur la fortune
- LBO : *Leverage buy-out*
- LCR : *Liquidity coverage ratio*
- LDD : Livret de développement durable
- LFI : Loi de finances initiale
- LME : Loi de modernisation de l'économie
- LOLF : Loi organique relative aux lois de finances
- LTRO : *Long-term refinancing operation*
- MCR : Minimum de capital requis
- MIF : Marchés d'instruments financiers (directive)
- NACRE : Nouvel accompagnement à la création des entreprises
- NSFR : *Net stable funding ratio*
- OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques
- ODAC : Organismes divers d'administration centrale
- OLS : Organisme de logement social
- OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
- OTF : *Organised trading facilities* (plates-formes de négociation organisée)
- PEA : Plan épargne actions
- PEL : Plan épargne logement

- PEP : Plan d'épargne populaire
- PERP : Plan d'épargne retraite populaire
- PIA : Programme d'investissements d'avenir
- PIB : Produit intérieur brut
- PLF : Projet de loi de finances
- PME : Petites et moyennes entreprises
- PPP : Partenariats public-privé
- PTZ : Prêt à taux zéro
- R&D : Recherche et développement
- RFF : Réseau ferré de France
- RTE : Réseau de transport d'électricité
- SCR : Capital de solvabilité requis
- SEML : Société d'économie mixte locale
- SFEF : Société de financement de l'économie française
- SIAGI : Société de caution mutuelle de l'artisanat et des activités de proximité
- SIEG : Services d'intérêt économique général
- SMN : Système multilatéral de négociation
- SNCF : Société nationale des chemins de fer français
- SPPE : Société de prise de participation de l'Etat
- THF : *Trading* haute fréquence
- TIC : Technologies de l'information et de la communication
- TIPP : Taxe intérieure sur les produits pétroliers
- TPE : Très petite entreprise
- TRI : Taux de rendement interne
- TVA : Taxe sur la valeur ajoutée
- UE : Union européenne
- USD : Dollar américain

Annexe 5 : Glossaire

Actif financier : élément du patrimoine positif correspondant à des titres de valeurs mobilières (actions ou obligations), à des créances et à des disponibilités monétaires (monnaie, devise).

Administrations publiques (APU) : classification de comptabilité nationale regroupant les administrations publiques centrales (Etat et organismes divers), les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale.

Agence de notation : organisme privé qui attribue, en général à la demande des émetteurs, des notes sur des entreprises ou sur des titres de dettes émis par des entreprises. La note plus ou moins élevée reflète la solvabilité et le risque de l'émetteur.

Assurance monoline : activité spécialisée d'assureurs qui apportent une garantie de remboursement à des titres de dettes (émis notamment par des collectivités territoriales américaines, ou des structures de titrisation). Les titres ainsi assurés sont mieux notés par les agences de notation, et bénéficient de taux d'intérêt plus faibles.

Asymétrie d'information : situation dans laquelle certains des participants d'un marché disposent d'informations pertinentes que d'autres n'ont pas.

Augmentation de capital : émission d'actions qui accroît le capital social de l'entreprise.

Banque de détail : elle s'adresse aux particuliers et aux entrepreneurs individuels et exerce la fonction d'intermédiation qui consiste à mettre en relation les agents économiques qui présentent une capacité de financement (collecte de dépôts) avec ceux qui présentent un besoin de financement (octroi de crédits).

Banque universelle : modèle économique d'un groupe bancaire constitué d'activités de banque de financement et d'investissement, et d'activités de banque de détail.

BFI (Banque de financement et d'investissement) : activités bancaires de prêts aux grandes entreprises et activités de marchés pour compte propre et pour le compte de grandes entreprises.

Capital-retournement : catégorie du capital-investissement centrée sur les entreprises en difficulté devant être redressées.

Capitalisation boursière : valeur en bourse d'une entreprise cotée, soit le cours de bourse multiplié par le nombre d'actions émises.

CECEI (Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement) : organisme qui délivre les agréments nécessaires aux activités bancaires. En janvier 2010, il a été fusionné avec la Commission bancaire, l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles et le Comité des entreprises d'assurances pour former l'Autorité de contrôle prudentiel.

CDO (Collateralized Debt Obligation) / CLO (Collateralized Loan Obligation) : produits titrisés à partir de diverses créances (prêts bancaires pour les CLO, obligations d'entreprises dans les CDO).

Collatéral : actif transférable qui sert de gage pour le remboursement d'un prêt, dans le cas où le bénéficiaire du prêt ne pourrait pas honorer ses obligations de paiement (situation de défaut de l'emprunteur).

Core Tier 1 : noyau dur des fonds propres de base. Il regroupe les actions ordinaires, les réserves, les résultats accumulés et non distribués, les actions de préférence sous certaines conditions et les intérêts minoritaires provenant de la consolidation des filiales opérationnelles. Une banque ayant un Core Tier 1 élevé obtiendra des prêts à un taux plus avantageux.

Coût du risque : ensemble des coûts inhérents aux risques de crédit, y compris les effets de change.

CDS (Credit default swap) : dérivé de crédit, permettant de s'assurer contre le risque de crédit. La personne désireuse de se protéger contre la défaillance d'une contrepartie paie périodiquement à un tiers une prime, et reçoit de ce tiers un paiement défini à l'origine en cas de survenance de l'événement de crédit (faillite, défaut de paiement, restructuration de la dette).

Crédit-bail : contrat de location de durée déterminée conclu entre une entreprise et un établissement de crédit, assorti d'une promesse de vente à l'échéance du contrat. Le crédit bail contient une option d'achat du bien loué à la main de l'entreprise.

Crédit mobilisable : part non consommée mais disponible de lignes de crédits confirmés.

Crédit mobilisé : crédit effectivement distribué.

Crise systémique : effondrement du système bancaire résultant de l'enchaînement de faillites de banques.

Délai global de paiement : délai séparant la date de réception de la facture par les services de l'Etat de la date de la mise en paiement de la dépense par le comptable.

Dérivé de crédit : produit financier dont le sous-jacent est une créance ou un titre représentatif d'une créance. Ces produits permettent de transférer les risques relatifs aux crédits sans transférer l'actif lui-même (voir *Credit default swap*).

Désintermédiation : désigne le fait que les financements transitent moins par les banques, et sont assurés par d'autres moyens, par exemple directement par le marché (voir intermédiation).

Dilution : la dilution caractérise la réduction du pourcentage détenu par un actionnaire dans le capital d'une société à la suite d'une augmentation de capital ou d'une fusion.

EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*) : désigne les revenus avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations (mais après dotations aux provisions sur stocks et créances clients).

Effet de levier : le levier mesure le degré d'endettement atteint pour acquérir un actif. L'effet de levier est positif si la rentabilité de l'actif est supérieure au coût de l'endettement. Dans ce cas, la rentabilité des capitaux propres augmente fortement avec l'endettement. Dans le cas contraire, un effet de levier négatif dégrade rapidement la rentabilité des capitaux propres.

EONIA (*Euro OverNight Index Average*) : taux de référence quotidien des dépôts interbancaires en blanc (c'est-à-dire sans être gagés par des titres) effectués au jour-le-jour dans la zone euro. Il s'agit de la moyenne, pondérée par les montants, des taux effectivement traités sur le marché interbancaire de l'euro pendant la journée par un large échantillon de grandes banques. C'est l'un des deux taux de référence du marché monétaire de la zone euro, avec l'Euribor.

Epargne réglementée : désigne l'ensemble des livrets et comptes d'épargne pour lesquels l'Etat définit les conditions de rémunération. Ce sont, à titre principal, le livret A, le livret d'épargne populaire, le livret de développement durable, les plans et comptes d'épargne logement.

EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) : référence du prix de l'argent emprunté pendant des durées d'une semaine et d'un à douze mois sur le marché interbancaire de la zone euro. C'est l'index usuel du marché monétaire. Il est calculé quotidiennement par une moyenne simple, après élimination des valeurs extrêmes, des taux des transactions pratiquées par

57 banques de la zone euro. C'est l'un des deux taux de référence du marché monétaire de la zone euro, avec l'Eonia.

Eurosystème : institution européenne regroupant la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales des Etats ayant adopté l'euro. Les décisions de l'Eurosystème sont centralisées au sein du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. La mise en œuvre des décisions est décentralisée dans les banques centrales nationales.

Etablissement de crédit : selon l'article L-511.9 du code monétaire et financier, les établissements de crédit sont agréés en qualité de banque, de banque mutualiste ou coopérative, de caisse de crédit municipal, de société financière ou d'institution financière spécialisée. Sont seules habilitées d'une façon générale à recevoir du public des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme : les banques, les banques mutualistes ou coopératives et les caisses de crédit municipal. Les banques peuvent effectuer toutes les opérations de banque (collecte de dépôt, octroi de crédits, gestion de moyens de paiement). Les banques mutualistes ou coopératives et les caisses de crédit municipal peuvent effectuer toutes les opérations de banque dans le respect des limitations qui résultent des textes législatifs et réglementaires qui les régissent.

Fonds propres : sont constitués des fonds propres de base et des fonds propres complémentaires tels que définis par le règlement n°90-02 modifié du 23 février 1990. Ils sont garants de la solvabilité de la banque face aux pertes que les risques pris à l'actif sont susceptibles d'engendrer. Ils sont, au plan comptable, égaux à la différence entre la valeur totale de l'actif et celle des dettes financières et d'exploitation.

Fonds propres de base (Tier 1): ils sont composés :

- d'éléments non plafonnés (*Core Tier 1*), tels les actions ordinaires, les réserves publiées ;
- d'éléments plafonnés, tels les instruments hybrides innovants ;
- déduction faite des actifs incorporels, des plus ou moins-values sur instruments de capitaux propres. Ils permettent d'absorber les pertes à tout moment et sont disponibles en permanence.

Fonds propres complémentaires : ils comprennent les titres hybrides, notamment ceux à durée indéterminée, et les autres éléments de dette dont la durée initiale est supérieure à 5 ans.

Goodwill ou survaleur : écart d'acquisition correspondant à l'excédent du coût d'acquisition, lors d'une prise de participation ou d'une

fusion, sur la quote-part de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs et passifs identifiables (selon la norme internationale IFRS 3).

Hors-bilan : droits et obligations de l'entreprise autres que ceux qui doivent être enregistrés au bilan. Sont classés dans cette catégorie, notamment les engagements de financement et les garanties données ou reçues, et en normes comptables françaises, notamment les instruments de gestion des risques de taux et de change.

IAS 39 : norme comptable relative aux instruments financiers du référentiel comptable international IFRS.

Instrument financier : désigne tout contrat qui donne lieu à un actif financier d'une entité et à un passif financier ou à un instrument de capitaux propres d'une autre entité.

Intermédiation : le mécanisme d'intermédiation financière traduit le rôle d'interface joué par les banques, entre demandeurs et offreurs de capitaux. Ainsi les intermédiaires financiers (banques) d'une part, prêtent à leur clientèle ou achètent les titres émis par les entreprises et, d'autre part, émettent eux-mêmes pour se financer, des titres placés auprès des épargnants ou collectent des fonds sous forme de dépôts ou de livrets.

ISBLSM (Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages) : secteur institutionnel qui regroupe l'ensemble des unités privées dotées de la personnalité juridique qui produisent des biens et services non marchands au profit des ménages. Il s'agit notamment des associations, des syndicats ou des partis politiques. Leurs ressources proviennent essentiellement de contributions volontaires des ménages, de versements des administrations publiques ou de revenus de la propriété.

Juste valeur : montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale. Ceci implique la valorisation d'actifs et de passifs sur la base de la valeur de marché (*mark-to-market*) ou d'une estimation à partir d'un modèle (*mark-to-model*), par actualisation des flux de trésorerie estimés attendus de leur utilisation.

LBO (Leverage buy-out) : achat d'actions d'une entreprise financé pour une large part par endettement. La rentabilité de l'opération dépend de son effet de levier.

Liquidité : pour une banque, il s'agit de sa capacité à honorer ses échéances à court terme. Pour un actif financier, la liquidité est définie comme la possibilité de l'acheter ou de le vendre rapidement sur un marché.

Marché financier : lieu de rencontre de l'offre de capitaux à moyen et long terme (actions, obligations par exemple) et de la demande liée à des besoins de financement à moyen-long terme.

Marché interbancaire : marché des prêts et emprunts entre banques à moins d'un an, avec ou sans garantie (respectivement, pensions livrées et dépôts en blanc).

Marché monétaire : marché des titres de créances négociables émis à moins d'un an par des entreprises (sous forme de billets de trésorerie), des établissements de crédit (sous forme de certificats de dépôts) ou par l'Etat (sous forme de bons du Trésor).

Marché primaire : marché sur lequel les nouveaux titres financiers sont émis et souscrits par des investisseurs. Il peut être assimilé à un marché du « neuf » par opposition au marché secondaire qui est le marché « d'occasion ».

Marché secondaire : marché sur lequel sont échangés des titres financiers (instruments de dette ou de capitaux propres) déjà créés sur le marché primaire. En assurant la liquidité des investissements financiers, ce marché assure la qualité du marché primaire et l'évaluation des titres financiers.

Mark-to-market : (valorisation à la valeur de marché) : méthode qui consiste à valoriser un actif à sa valeur de marché.

Maturité : date contractuelle de la dernière échéance de remboursement.

Normes IFRS : normes comptables édictées au niveau international par l'*International Accounting Standard Board* (IASB). Elles sont utilisées par les entreprises cotées ou qui font appel public à l'épargne. Leur application en Europe a permis d'harmoniser la présentation des états financiers dans l'Union européenne.

ODAC : classification de comptabilité nationale regroupant les organismes divers d'administration centrale (ODAC) qui ont une compétence fonctionnelle spécialisée confiée par l'Etat.

Passif financier : ensemble des dettes financières contractées par un agent économique.

Point de base : centième de pourcent.

Portefeuille : ensemble d'actifs financiers détenus et gérés par un particulier, une entreprise ou un établissement de crédit.

Prime de risque : plus un investissement est risqué, plus sa prime de risque est élevée. Les créanciers d'une entreprise risquée lui prêteront donc à un taux d'intérêt plus élevé.

Produit dérivé : contrat financier dont le prix est dérivé de la valeur anticipée d'un sous-jacent donné qui peut être des matières premières, une devise, une action, un taux d'intérêt, un indice boursier.

Produit structuré : produit conçu par une banque pour satisfaire les besoins de ses clients. Il résulte de la combinaison complexe de plusieurs instruments financiers (options, contrats d'échange de taux, etc.). Comme un produit structuré ne peut pas se trouver coté sur un marché, son prix est déterminé en utilisant des modèles mathématiques, qui simulent le comportement du produit en fonction du temps et des différentes évolutions du marché.

Provision : catégorie de passif qui répond à trois critères : l'existence d'une obligation à l'égard d'un tiers ; une sortie probable ou certaine de ressources sans contrepartie ; une évaluation fiable du montant de l'obligation.

Ratios prudentiels : ratios permettant de savoir si l'institution financière respecte les critères de prudence financière en vigueur (par exemple ratio de liquidité, ratio de solvabilité, etc.).

Refinancement : ensemble des opérations d'emprunt justifiées par les besoins de liquidité d'un particulier, d'une entreprise ou d'un établissement de crédit.

Refinancement en blanc : fourniture de liquidités à court terme sur le marché interbancaire ou à moyen-long terme par des prêts ou des titres de dette obligataire non-sécurisée.

Rendement : le rendement d'une action est le rapport du dernier dividende versé au cours de l'action ; il se calcule par rapport à une valeur financière. Le rendement d'une obligation correspond au rapport de son coupon à la valeur de l'obligation.

Réserve : elle provient des résultats annuels qui n'ont pas été distribués aux actionnaires ou des réévaluations d'éléments de patrimoine, et constitue un élément des capitaux propres.

Risque de crédit ou risque de contrepartie : risque de perte sur une créance ou plus généralement celui d'un tiers qui ne paie pas sa dette à temps. Il est fonction de trois paramètres : le montant de la créance, la probabilité de défaut et la proportion de la créance qui ne sera pas recouvrée en cas de défaut.

Risque de liquidité : le risque pour la banque de ne pas pouvoir couvrir ses échéances à court terme. Pour un actif, risque de ne pas pouvoir l'acheter ou le vendre rapidement sur un marché.

Risque de marché : variations de valeur des positions de négociation d'une banque liées à des paramètres de marché.

Risque de transformation : résulte du fait que les actifs à plus d'un an sont financés en tout ou partie par des ressources à court terme. Il met donc en évidence le risque de liquidité et de taux d'intérêt global, lié au financement à court terme d'investissements à long terme.

Risque opérationnel : risques de pertes qui résultent des erreurs du personnel au sens large, des systèmes ou processus, ou des événements externes, tels que les risques technologiques, les risques climatiques, ou encore les risques environnementaux.

Sociétés non financières : producteurs marchands dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non financiers.

Solvabilité : capacité à faire face à tout moment au remboursement de l'ensemble de ses dettes.

Sous-jacent : actif sur lequel porte un produit dérivé. Il peut être financier (actions, obligations, devises, indices boursiers, etc.) ou physique (matières premières agricoles ou minérales, immobilisations, créances, etc.).

Spread : écart entre le taux d'un titre de dette et d'un emprunt sans risque (emprunt d'Etat) de même durée.

Subprime : prêts hypothécaires apparus aux Etats-Unis accordés à des ménages à faibles revenus. Ce crédit immobilier est généralement garanti par le logement de l'emprunteur (hypothèque), avec un taux d'emprunt le plus souvent variable au cours du temps.

Superviseur bancaire : autorité en charge du contrôle de la correcte application des règles prudentielles applicables aux établissements de crédit. En France, il s'agit de l'Autorité de contrôle prudentiel qui a succédé à la Commission bancaire.

Syndication bancaire : opération par laquelle un crédit est accordé par plusieurs banques.

Test de résistance (ou stress test) : dans le cadre de l'application des règles prudentielles de Bâle 2, les établissements de crédit sont tenus de vérifier leur capacité de résistance à des chocs macroéconomiques et financiers, en mesurant l'impact sur leur ratio de solvabilité. En France, l'Autorité de contrôle prudentiel examine les tests effectués par

les banques, et conduit elle-même des tests de résistance depuis 2004, afin d'évaluer la stabilité du système bancaire français.

Titrisation : technique financière qui consiste à transformer des créances en titres négociables. Cette transformation s'effectue à l'aide d'un véhicule *ad hoc*, qui se finance par émission de titres en direction des investisseurs.

Unités de compte : un contrat d'assurance-vie en unités de compte est un contrat d'assurance-vie au sein duquel le souscripteur effectue un placement en actions, obligations, parts de SICAV, de fonds commun de placement (FCP), de société civile immobilière (SCI), de société civile de placement immobilier (SCPI) ou autres unités de compte. A l'échéance du contrat, l'assureur garantit le nombre d'unités de compte mais pas leur valeur. Le souscripteur d'un contrat en unités de compte est exposé à un risque de placement, contrairement à celui d'un contrat en euros, à l'échéance duquel il reçoit une somme égale aux primes versées, diminuées des frais de gestion et augmentées des produits capitalisés.

US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) : règles comptables en vigueur aux Etats-Unis qui sont définies par le FASB (*Financial Accounting Standards Board*).

Valeur de marché : prix auquel un titre financier peut être acheté ou vendu, en particulier sur le marché secondaire.

RÉPONSES
DES ADMINISTRATIONS ET
DES ORGANISMES CONCERNÉS

SOMMAIRE

Premier ministre	291
Ministre de l'économie et des finances	292
Gouverneur de la banque de France	295
Directeur général de la caisse des dépôts et consignations	297
Président de la commission de surveillance de la caisse des dépôts et consignations	301
Président directeur-général d'OSEO	303
Président du directoire de la banque postale	304
Directeur général de la compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur (COFACE)	305

REPONSE DU PREMIER MINISTRE

Je vous remercie de l'envoi du projet de rapport, qui a retenu toute notre attention et s'inscrit utilement dans le cadre des travaux en cours menés par le Gouvernement sur la réforme du financement de l'économie.

Les observations sur ce rapport seront apportées à la Cour par le ministre de l'économie et des finances.

RÉPONSE DU MINISTRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

Le bon fonctionnement du système financier, s'il n'est pas à lui seul gage de performance de l'économie, n'en constitue pas moins un préalable nécessaire à notre croissance sur le court comme le moyen-long terme. Dans ce contexte, l'important travail de synthèse effectué par la Cour pour en dégager l'architecture globale, ses forces et ses faiblesses ainsi que le rôle qu'y joue l'État apparaît tout à fait utile pour servir de cadre de réflexion aux adaptations nécessaires dans le nouveau contexte de régulation et de supervision financière d'une part, de consolidation budgétaire d'autre part - adaptations qui font l'objet de recommandations en fin de rapport.

De manière générale, il convient de souligner le bon fonctionnement global du financement de l'économie. On peut ainsi noter que les encours de crédits à l'économie ont continué à progresser pendant la crise ; les taux d'intérêt moyens auxquels les banques prêtent aux entreprises françaises restent inférieurs à ceux pratiqués en zone euro ; les PME ne semblent pas avoir souffert d'un rationnement du crédit stricto sensu, même pendant la crise, tandis que les grandes entreprises utilisent les émissions de titres comme un relais de financement à moindre coût. Aujourd'hui, les encours de crédit sont en ralentissement mais restent dynamiques, en niveau absolu (+ 4,2 % en rythme annuel) et relativement au reste de la zone euro.

Ce constat globalement satisfaisant n'est pas exempt toutefois de tensions spécifiques qui existent ou pourraient apparaître dans le nouvel environnement macroéconomique et réglementaire du fait de spécificités du système financier français. Le gouvernement y est particulièrement vigilant. Sur ce point, et avec parfois quelques nuances, je rejoins le diagnostic posé par la Cour. Les recommandations qu'elle formule pour y répondre me paraissent dessiner des pistes de réflexion intéressantes, dont certaines sont d'ores et déjà discutées dans le cadre des priorités du Gouvernement, notamment :

- le rôle important que jouent les banques dans le financement de l'économie française, notamment pour les ménages et les PME qui en sont structurellement dépendants ; et la nécessité d'accompagner les banques dans l'évolution de leur modèle économique afin de remédier à l'insuffisance de leur base de dépôts qui les conduit à opérer une importante transformation de maturité et à se refinancer de manière significative sur les marchés ;

- l'impact de la faible rentabilité des entreprises françaises qui peinent à autofinancer leurs investissements tandis que les entreprises innovantes rencontrent des difficultés pour lever les capitaux nécessaires à leur développement ;

- la nécessaire diversification des sources de financement des PME et ETI, en faisant notamment davantage appel aux marchés financiers, et la rationalisation des dispositifs d'intervention publics par la création d'une Banque Publique d'Investissement qui est le premier engagement du Président de la République et que j'ai commencé à mettre en œuvre ;

- la nécessité d'asseoir le financement de l'économie sur une épargne de long terme tandis que l'immobilier joue un rôle prépondérant dans l'épargne de ménages et que l'épargne financière est avant tout orientée vers les produits d'assurance-vie et les livrets réglementés ;

- la nécessité de réfléchir à l'utilisation de la liquidité du fonds d'épargne ; toutes les pistes qu'évoque la Cour ont vocation à être expertisées dans le cadre de la réforme globale de l'épargne réglementée annoncée par le Gouvernement ;

- les évolutions à apporter au financement des collectivités locales.

Je souhaitais également signaler que je ne partage pas les constats et les recommandations que la Cour formule sur deux sujets essentiels, celui de la Caisse des dépôts et celui des choix de l'Etat actionnaire.

En effet, s'agissant de la Caisse des dépôts, l'analyse de la Cour surestime le pouvoir de contrôle dont l'Etat dispose qui est soumis à des restrictions fortes aussi bien dans sa gouvernance, avec le rôle très particulier de la Commission de surveillance, que dans la maîtrise de l'activité opérationnelle et financière de la Caisse qui est de la responsabilité de son directeur général. En conséquence, la Cour fait plusieurs propositions sur la gouvernance de la Caisse des dépôts, qui ne me semblent pas opportunes en particulier s'agissant de la composition de la commission de surveillance. Le rapport propose, par ailleurs, de placer les décisions du ministre de l'économie concernant le fonds d'épargne sous le contrôle de la Commission de surveillance. Cette idée me semble contraire à l'exigence de prévention des conflits d'intérêts entre la section générale de la Caisse des dépôts et le fonds d'épargne, qui demanderait au contraire une séparation plus stricte entre l'organe chargé de la surveillance de la Caisse et celui chargé de surveiller la bonne gestion du fonds d'épargne. Le rôle de garant du fonds d'épargne que la loi attribue à l'Etat justifie pleinement son implication forte.

En revanche, les recommandations de la Cour sur l'élaboration d'un nouveau plan stratégique de la Caisse des dépôts et sur la mise en place d'une politique active de gestion de ses participations vont dans le bon sens. En particulier, il me paraît très important que la Caisse des dépôts procède à une évaluation de ses filiales et participations afin d'envisager des évolutions de son périmètre d'intervention en fonction de leur caractère stratégique et de leur rentabilité.

En ce qui concerne le rôle de l'Etat actionnaire, il fait l'objet d'une analyse de la Cour mais pas de recommandations. Cette analyse mérite également d'être nuancée.

En premier lieu, l'Etat doit savoir accompagner le développement des entreprises à participation publique dans un contexte de crise, et ce malgré le tarissement des dotations budgétaires, que la Cour relève à juste titre, et l'absence de recettes de cessions. Ainsi, lorsque cela est nécessaire, l'Etat procède au renforcement des fonds propres des entreprises de son périmètre, en respectant une logique d'investisseur avisé, comme pour la Poste ou Areva. Loin de constituer un échec de la politique de l'Etat actionnaire, la présence de co-investisseurs a le mérite de conforter la logique d'investisseur avisé de l'Etat et d'apporter aux entreprises le regard et l'expérience d'un actionnaire stratégique financier ou industriel.

En second lieu, l'Etat tente de concilier un faisceau de contraintes quand il apporte des fonds à ses entreprises. Il a ainsi été particulièrement vigilant sur le niveau de trésorerie du FSI qui a pu ainsi jusqu'à présent mettre en œuvre son programme d'investissement conformément à son mandat sans contrainte de trésorerie.

Enfin, l'Etat doit mener une politique de dividendes visant à concilier à la fois (i) la nécessité de maintenir l'attractivité de l'entreprise pour les marchés en assurant une rémunération du risque comparable aux entreprises du secteur et (ii) la préoccupation de préserver la capacité d'autofinancement des entreprises à participation publique. A cet égard, la comparaison des taux de distribution du résultat net que fait la Cour avec ceux du CAC 40 est moins pertinente qu'avec ceux des comparables du secteur. Parallèlement, l'Etat sait opter pour les dividendes en actions (EDF, GdF-Suez, France Télécom) ou adapter la politique de dividendes (France Télécom) quand cela s'avère nécessaire pour préserver les marges de manœuvre financières, industrielles et stratégiques de l'entreprise.

RÉPONSE DU GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE

J'ai pris connaissance du projet de rapport sur « L'État et le financement de l'économie » qui offre une description détaillée des fragilités actuelles du financement de l'économie française révélées par la crise. Je partage la plupart des appréciations qui sont formulées. Cependant, je souhaite vous faire part des observations suivantes, sous l'importante réserve de principe que le chapitre relatif à la récapitulation des recommandations qui m'a été communiqué est incomplet, le texte de certaines parties ne figurant pas dans l'exemplaire qui m'a été transmis.

S'agissant des remarques du rapport portant sur l'exercice de la supervision financière nationale, qui reprennent largement les conclusions de l'enquête de la Cour relative à la mise en place de l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP), je rappelle les observations que j'ai déjà fournies sur ces conclusions : je pense à cet égard plus particulièrement aux contrôles sur place et à la politique de sanction suivie par l'ACP. Je souligne au demeurant que le rapport de la Cour, s'il relevait des points d'amélioration, constatait une parfaite continuité des fonctions des quatre anciennes autorités et soulignait la détermination avec laquelle l'ACP exerçait toutes ses fonctions. S'agissant de la Médiation du crédit, j'attire votre attention sur la nécessité d'un remboursement des coûts exposés par la Banque de France si cette activité devait être pérennisée.

Le rapport souligne à juste titre, notamment dans sa partie conclusive, la nécessité de maintenir un large accès à des financements soutenant les projets ou la trésorerie des entreprises. Il indique aussi « qu'il importe de ne pas accroître encore les risques financiers supportés par l'État et la sphère financière publique, qui portent de nombreux engagements ».

J'adhère pleinement à ces vues, car le renforcement de la compétitivité et du dynamisme des entreprises françaises, et partant, le développement de l'emploi et l'amélioration des équilibres financiers globaux, impliquent la poursuite d'un financement bancaire actif, en particulier au bénéfice des PME qui ne disposent pas d'un accès aux marchés financiers.

En revanche, je ne partage pas la sévérité de l'appréciation des rapporteurs quant à l'impact négatif des nouvelles règles prudentielles bancaires, notamment de liquidité et de transformation.

Bien qu'il soit toujours malaisé de déterminer exactement ce qui relève de l'offre et de la demande de crédit, les indicateurs objectifs dont dispose la Banque de France ne pointent pas vers une restriction de l'offre bancaire :

- *les grandes entreprises ont le plus souvent volontairement recours au marché de titres, qui leur offre actuellement des conditions exceptionnellement avantageuses de financement, ce qui réduit leurs besoins de crédits de trésorerie ;*
- *les taux des nouveaux crédits aux PME - du reste, les plus faibles des grands pays de la zone euro - diminuent dans l'ensemble, ce qui étaye aussi l'hypothèse d'une absence de baisse générale de l'offre ;*
- *l'existence d'une liquidité monétaire abondante, grâce aux deux opérations à trois ans de financement à plus long terme de l'Eurosystème incite les banques à ne pas restreindre globalement les crédits aux entreprises. D'ailleurs, celles-ci leur apportent des dépôts et forment souvent le cœur de leur fonds de commerce, notamment dans les régions.*

En réalité, la faiblesse de la conjoncture économique paraît constituer actuellement la cause centrale du ralentissement de la croissance des crédits à l'économie.

D'un point de vue plus structurel, les rapporteurs me paraissent ne pas avoir suffisamment mis en lumière, en particulier dans le chapitre conclusif, la spécificité de l'épargne française (notamment place de l'assurance vie, de l'épargne réglementée et de la centralisation des fonds collectés à la Caisse des Dépôts) qui paraît de plus en plus difficile à concilier avec les règles prudentielles internationales. Il me paraîtrait souhaitable que ce sujet, crucial pour l'avenir, puisse être abordé de front.

Enfin, l'objectif de sortir progressivement d'une économie d'endettement pour aller vers une économie de fonds propres est louable mais la façon d'aborder cette transition reste à préciser pour garantir un financement durable de l'économie et la préservation de la stabilité financière.

REPONSE DU DIRECTEUR GENERAL DE LA CAISSE DES DÉPOTS ET CONSIGNATIONS

Sans remettre en cause la qualité du travail effectué, la lecture de ce projet appelle de ma part quelques observations tenant aux analyses relatives à (i) la gouvernance de la Caisse des dépôts, (ii) son plan stratégique, (iii) ses filiales et participations, (iv) le fonds stratégique d'investissement et (v) le fonds d'épargne.

a) Gouvernance

La gouvernance de la Caisse des dépôts repose depuis 1816 sur un principe fort de dissociation des pouvoirs et responsabilités. Elle témoigne du soin constant porté par le législateur de garantir en toute circonstance l'intégrité de l'institution qui s'est vue confier la gestion de fonds privés nécessitant une protection particulière. La gouvernance actuelle de l'institution, organisée autour des rôles respectifs du Directeur général et de la Commission de Surveillance, vise à garantir le respect de cette exigence tout en créant les conditions d'un bon accomplissement des missions. Cette gouvernance repose sur un équilibre subtil qui me paraît devoir être préservé.

C'est la raison pour laquelle la Caisse des Dépôts souhaite rappeler qu'une règle nouvelle qui imposerait le non renouvellement du Directeur général comme le suggère la Cour pourrait pervertir cet équilibre. Elle contreviendrait à l'identité d'investisseur de long terme de cette institution. La Caisse des dépôts pourrait ainsi pâtir de se voir contrainte de se séparer d'un dirigeant compétent et aguerri à une date butoir qui n'est pas nécessairement la plus appropriée au regard de la conjoncture économique et de la mobilisation attendue de l'institution.

b) Plan stratégique

En qualité d'investisseur de long terme, le groupe Caisse des dépôts a entrepris au 2nd semestre 2007 dans le cadre de son plan stratégique Elan 2020 une projection à l'horizon d'une décennie des besoins du pays. Cette démarche l'a conduit à centrer ses forces au cours des cinq dernières années sur quatre priorités stratégiques : le logement, le financement des PME, les universités et l'économie de la connaissance, le développement durable pour accompagner la transition vers une économie verte. Chacune de ses filiales à un titre ou à un autre contribuent à ces priorités. Grâce à ce plan, les investissements réalisés par le groupe ces dernières années - comme ceux en haut de bilan des PME dont le projet de rapport note qu'ils se sont singulièrement renforcés - constituent assurément un levier essentiel de

sortie de crise. Enfin, ces priorités conservent un sens aujourd’hui et répondent à des besoins essentiels de notre pays et de son économie.

La mobilisation exceptionnelle du groupe et son action contracyclique sans précédent n’ont contredit en aucune manière la réalisation de ce plan, dont les objectifs, année après année, ont été tenus. Au plus fort de la crise en 2008, elle a soutenu le plan de relance gouvernemental en injectant plus de 40 milliards d’euros sur fonds d’épargne dans l’économie - pour permettre aux banques de maintenir leur offre de prêts aux PME, pour renforcer les moyens d’Oséo, ou soutenir les investissements dans les infrastructures ou encore le secteur immobilier - et il a créé aux côtés de l’Etat le Fonds stratégique d’investissement, qui est devenu son premier véhicule d’investissement dans les PME. Il a renouvelé cet effort en 2011, au sortir de l’été, pour mettre sur pied une solution pérenne aux difficultés rencontrées par Dexia, dont elle avait déjà participé à la recapitalisation en 2008, et permettre aux collectivités locales françaises de continuer à financer leurs projets. Sans ce plan stratégique, il est fort à craindre que la Caisse des dépôts n’ait été fortement accaparée par des interventions plus court-termistes, et sans aucun doute, moins créatrices de richesses pour le pays.

c) Filiales et participations

La Caisse des dépôts s’attache à renforcer le rôle des comités d’audit en matière de contrôle des risques, comme le souhaite la Cour dans son rapport. Elle veille en particulier à systématiser, au travers de séances dédiées, la présentation et l’analyse de la cartographie des risques, l’appréciation de la maîtrise du dispositif d’audit et de contrôle interne, ainsi que l’identification des principaux risques de l’entreprise.

Les équipes de la Caisse des dépôts en charge de la préparation de ces instances s’assurent auprès des directions de l’audit et des risques du groupe que l’ensemble des questions clés et points sensibles sont bien couverts. Les représentants de l’institution au sein de ces comités d’audit sont désignés pour leurs compétences financières ainsi que dans le domaine de la gestion des risques. Enfin, parmi ces représentants, les présidents des comités d’audit s’attachent à laisser aux auditeurs de la société le temps nécessaire à la présentation de leurs travaux d’audit en matière de risque.

Par ailleurs il convient de noter que dès lors qu’elle occupe une position d’actionnaire minoritaire stratégique (La Poste, Oséo, ...), la Caisse des dépôts veille à assurer la présidence du comité d’audit et à mettre en pratique ces principes.

d) Fonds stratégique d’investissement

En dépit des délais serrés qui ont présidé à sa création, le Fonds Stratégique d’investissement (FSI) s’est doté dès le début d’une doctrine d’intervention rigoureuse. L’objectif du fonds est de prendre des participations minoritaires dans des entreprises en développement et jugées

profitables à l'économie française, du fait de leurs capacités d'innovation et d'exportation, de leurs effets d'entraînements sur une filière considérée comme stratégique pour le pays, ou de leurs impacts en termes de création ou de consolidation d'emplois en France. Il se comporte en investisseur patient et socialement responsable.

La Caisse des dépôts regrette que la Cour nie dans son rapport cette démarche pourtant notable ainsi que les développements qu'elle a connus depuis. Sans exception depuis 2008, tous les investissements du FSI ont été décidés à la lumière de cette doctrine, qui s'est progressivement affinée avec l'expérience acquise. Plus récemment, le FSI a engagé une démarche unique en France de recensement et d'étude de 18 filières industrielles françaises dans un triple objectif : mieux connaître les leviers de croissance de ces différentes filières ; identifier des opportunités d'investissements et détecter des consolidations éventuelles ; proposer des actions collectives (fonds sectoriels) quand elles sont justifiées.

Enfin, intervenant à fois directement mais aussi indirectement, notamment via CDC Entreprises, le FSI ne peut être assimilé, comme cela pourrait se comprendre dans le rapport de la Cour, à un outil de financement des entreprises dont la mission consisterait à satisfaire la demande non couverte par le marché du capital investissement et qui prendrait de ce fait des risques inconsidérés.

e) Fonds d'épargne

La question du volant de liquidité dont dispose réellement le fonds d'épargne ne peut être appréhendée que de manière dynamique. En effet le fonds d'épargne est engagé depuis maintenant plus de 5 ans dans une croissance forte de son activité de prêts, qui se traduit (1) par l'augmentation régulière de ses encours de prêts, de l'ordre de 10 Md€ par an, et (2) par l'accroissement régulier de ses engagements de prêter inscrits au hors-bilan, qui atteignent 38 Md€ à fin 2011. Autrement dit, sous des hypothèses raisonnables de collecte future sur les livrets et hors toute mobilisation du fonds d'épargne sur de nouvelles missions, la configuration du bilan et son volant de liquidité seront radicalement différents à l'horizon de 5 ans. De ce point de vue, la focalisation sur la mesure ponctuelle d'un « surplus de liquidité » à fin 2011 a un sens limité et pourrait donner une image inexacte de la réalité des marges de manœuvre.

S'agissant de la définition de ce surplus, le raisonnement consistant à élargir le calcul de ratio de 125% des prêts tant au numérateur (en incluant le LEP) qu'au dénominateur (en incluant les prêts hors logement social) est approprié. Toutefois, le fait de définir un « surplus » par référence à une situation où le niveau minimum de ce ratio élargi serait atteint pourrait faire accroire que le niveau minimum représenterait une forme d'optimum dont le fonds d'épargne se serait éloigné. Or, comme le rappelle très justement la Cour, le risque de liquidité est de loin le premier risque du fonds d'épargne,

du fait de son activité unique de transformation d'une épargne de court terme en des prêts de très long terme (40 et 50 ans) ; il est donc normal et prudent que le niveau de liquidité se situe au-dessus du minimum fixé par la loi ou le règlement. A contrario, il est important de rappeler que si le fonds d'épargne atteignait son seuil minimum de liquidité, toute stagnation de la collecte (et a fortiori toute baisse de la collecte), dans le contexte actuel de croissance de prêts, imposerait de relever le taux de centralisation des livrets. La mise en œuvre d'un tel mécanisme d'ajustement, conçu comme une ultime protection, ne saurait relever d'un « régime de croisière ».

Enfin, la recherche d'une définition d'un « surplus » de liquidité ne doit pas occulter le fait que le portefeuille financier du fonds d'épargne n'a pas pour seule vocation d'assurer la liquidité du fonds, mais assume également deux autres fonctions : d'une part une contribution au résultat, tant pour en alimenter les fonds propres, dont le nécessaire renforcement procède de la croissance de l'activité de prêts, que pour rémunérer la garantie que l'Etat apporte au fonds, et d'autre part la gestion des risques.

Par ailleurs, une remarque et précision plus ponctuelle peut être apportée :

- La diversité apparente des emplois en prêts du fonds d'épargne s'inscrit très majoritairement dans la doctrine d'emploi telle que définie par le cadre de gestion, autour de trois pôles : le logement social et la politique de la ville ; leurs prolongements en termes d'équipements contribuant à l'aménagement du territoire (prêts pour les transports, l'hôpital, l'université et le traitement des eaux usées ; prêts exceptionnelles aux collectivités locales) ; le financement des entreprises (OSEO, FSI, NACRE).

**RÉPONSE DU PRÉSIDENT DE LA COMMISSION DE
SURVEILLANCE DE LA CAISSE DES DÉPOTS ET CONSIGNATIONS**

Les extraits qui m'ont été transmis n'appellent pas de remarque de fond, mais des précisions et des commentaires doivent être apportés sur les points suivants :

• *La mobilisation du Fonds d'épargne*

Il est affirmé que "la situation actuelle pose cependant deux problèmes. En premier lieu, le principe est que les taux sont les mêmes pour tous les organismes bénéficiaires, quelles que soient la localisation géographique du logement et la situation financière de l'organisme".

Ce constat n'est pas un problème, mais un principe clé du modèle du Fonds d'épargne pour assurer une égalité de traitement des OLS sur l'ensemble du territoire.

La rédaction peut être ainsi amendée : « La situation actuelle pose cependant un problème. Les taux de prêts sont les mêmes pour tous les organismes bénéficiaires, quelles que soient la localisation géographique du logement et la situation financière de l'organisme.

Or, l'Etat a décidé (le reste inchangé) ».

• *Les enjeux de la gouvernance*

La Caisse des Dépôts n'est pas, juridiquement, un conglomérat financier.

La phrase "elle présente, à certains égards, le caractère d'un conglomérat avec les risques financiers qui y sont associés" apporte de la confusion et mériterait d'être retirée.

• *Renforcer la gouvernance*

La recommandation proposant un avis de la Commission de Surveillance sur les principales décisions du ministre de l'économie, concerne les emplois du Fonds est tout à fait intéressante.

Sa mise en œuvre complèterait à bon escient les prérogatives spécifiques de la Commission de Surveillance sur le Fonds d'épargne.

La recommandation d'extension de la majorité qualifiée des deux tiers à toutes les décisions d'investissement relevant de la compétence du Conseil d'administration, est intéressante : il y a sept membres au Conseil d'administration du FSI.

Les 2/3 représentent 4,6 membres du Conseil. Attention à ce que cette règle ne modifie pas l'équilibre actuel qui a porté ses fruits et ne donne pas davantage de poids aux représentants de l'État.

RÉPONSE DU PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL D'OSÉO

Je me permets de porter à votre attention les quelques observations suivantes, à propos de constats figurant dans le projet.

Une observation mentionne que « l'activité de financement du crédit-bail immobilier (25 % des financements en 2010) ne correspond pas de manière évidente à une défaillance avérée du marché » [un renvoi en bas de page précise : « Toutefois, OSÉO intervient systématiquement en partenariat avec d'autres établissements financiers (garanties et cofinancement), ce qui limite les risques de distorsions de concurrence et contribue à son acceptation par le système financier. »]

Je crois utile de citer l'article 2.1 du décret n° 2010-1672 du 28 décembre 2010 (approuvant les statuts de la société anonyme OSÉO) qui prévoit que « la société a pour objet, conformément à l'ordonnance du 29 juin 2005 susmentionnée, d'exercer les missions d'intérêt général suivante :

1°) Promouvoir la croissance par l'innovation et le transfert de technologies, dans les conditions mentionnées à l'article 9 de ladite ordonnance ;

2°) Contribuer au développement économique en prenant en charge une partie du risque résultant des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises ;

3°) Contribuer aux besoins spécifiques de financement des investissements et des créances d'exploitation des petites et moyennes entreprises.

Le 2^{ème} point montre qu'OSÉO peut développer une activité classique de financement des investissements des PME, notamment en crédit-bail immobilier (CBI), et se positionner en établissement de place pour intervenir en partenariat, comme l'indique le rapport, sans que pour autant cette activité réponde à une défaillance de marché.

Je souhaite, par ces quelques précisions, avoir répondu à votre attente et vous informe que je n'ai pas d'autres observations à formuler sur le contenu du projet de rapport.

***REPONSE DU PRESIDENT DU DIRECTOIRE DE LA BANQUE
POSTALE***

*A la lecture de ce document, je vous informe que La Banque Postale
ne souhaite pas apporter de réponse particulière à ce rapport.*

**RÉPONSE DU DIRECTEUR GENERAL DE LA COMPAGNIE
FRANÇAISE D'ASSURANCE POUR LE COMMERCE EXTERIEUR
(COFACE)**

Pendant des décennies, le système français de couverture des financements export par la Coface a permis d'aligner les conditions offertes aux entreprises françaises sur celles offertes à leurs concurrents étrangers. Mais il est vrai, comme le note votre rapport, que la crise de liquidité que traversent les banques, notamment lorsque les besoins s'expriment en euros, a changé la donne, et que le soutien aux exportateurs français se fait désormais dans des conditions dégradées de coût de financement, voire de disponibilité du financement, par rapport à nombre de leurs concurrents étrangers.

Le rapport note avec pertinence que les PME sont les premières touchées par cet état de fait : les banques sont réticentes à leur apporter les financements dont Coface pourrait pourtant leur garantir le remboursement. Il n'en reste pas moins que l'augmentation de la part des PME dans le nombre d'entreprises bénéficiaires constitue une tendance lourde de l'évolution des garanties gérées par Coface.

C'est particulièrement vrai de la garantie "risque exportateur", par laquelle Coface, pour le compte de l'Etat, garantit les banques émettrices de cautions et de crédits de préfinancement contre le risque de défaillance de l'exportateur lui-même. Cette garantie, qui ne porte pas directement sur le financement de l'exportation, est devenue essentielle au développement international des PME.