

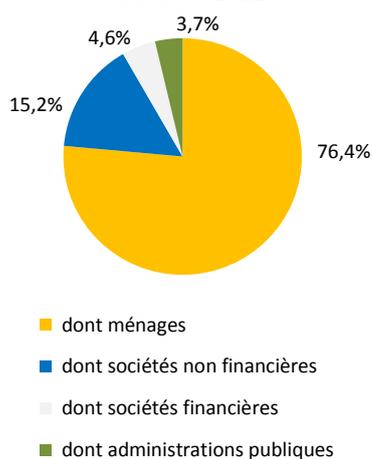
Vendredi 8 février 2013

Dans un nouveau contexte réglementaire particulièrement chargé (réformes dites « Solvabilité II » et « Bâle III »), la question du financement de l'économie fait l'objet d'une attention accrue de la part des professionnels et des pouvoirs publics. Le présent flash éco vise à présenter les grandes tendances présentes et à venir en la matière, en rappelant au préalable les principaux faits et chiffres relatifs au patrimoine de l'économie française.

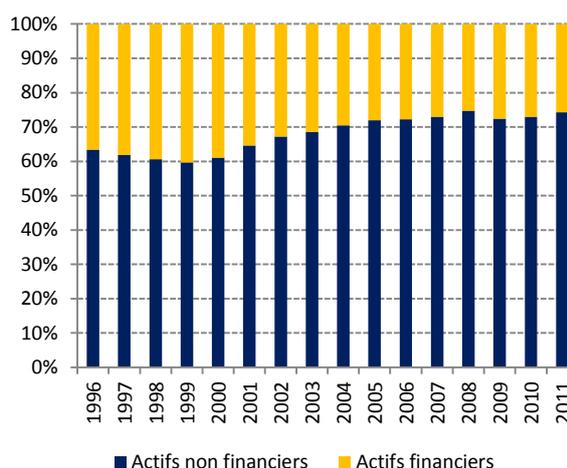
## 1. Quel est le patrimoine de l'économie française ?

Fin 2011, le patrimoine<sup>1</sup> de l'économie française s'élevait à **13 620Md€**, soit une hausse de 5 % par rapport à 2010. Pour les trois quarts (voir graphique de gauche), ce montant reflète l'importance du patrimoine des ménages, le quart restant se répartissant entre les sociétés financières, non financières et les administrations publiques. Le patrimoine des ménages représentait 7,9 fois leur revenu disponible net de 2011, ce ratio ayant presque doublé (il a été multiplié par 1,7) entre 1996 et 2011. Pour l'essentiel, ce patrimoine est constitué d'actifs non financiers (ANF, 74 %), l'immobilier en constituant l'actif prépondérant. Du côté des actifs financiers (AF), l'assurance-vie demeure le premier placement des ménages, avec un encours évalué à 1 430Md€ fin 2011, suivis par les numéraires et dépôts à vue et les actions et titres d'OPCVM. En dynamique, la croissance annuelle moyenne du patrimoine a été de 7,1 % entre 1999 et 2009, dont 9,2 % sur les ANF (+ 9,8 % sur l'immobilier) et 4,2 % sur les AF (+ 8,2 % sur l'assurance-vie, + 3,0 % sur les numéraires et dépôts, + 1,5 % sur les actions et titres d'OPCVM) avec, sur la période récente, une forte préférence des ménages pour les produits liquides et sans risque (notamment livrets d'épargne) et une moindre appétence pour l'assurance-vie. Ces rythmes de croissance dissemblables ont conduit à une déformation de la structure du patrimoine des ménages, dont la composition était encore de 60 % d'ANF et 40 % d'AF à la fin du siècle dernier (graphique de droite). Cette déformation trouve son origine dans la forte progression des prix de l'immobilier et, symétriquement, dans le recul des marchés d'actions<sup>2</sup>.

Ventilation du patrimoine économique de la Nation en 2011



Ventilation du patrimoine des ménages



Source : élaboration propre à partir de données INSEE.

<sup>1</sup> Soit la somme des actifs financiers et non financiers minorée des passifs financiers. Les données qui suivent sont extraites de l'INSEE première n° 1431 « Le patrimoine économique national en 2011 : hausse de 5 % », janvier 2013.

<sup>2</sup> Selon l'INSEE, les prix de l'immobilier ont doublé en France entre 2000 et 2008 alors que, dans le même temps, l'indice CAC 40 était divisé par près de deux.

## 2. Le financement de l'économie au 21<sup>e</sup> siècle

Un récent rapport du Conseil d'analyse économique (CAE)<sup>3</sup> détaille les **cinq** grandes tendances de ce qui est qualifié comme « *un durcissement structurel du financement en amont des changements réglementaires* », permettant ainsi de prendre du recul par rapport à l'actualité immédiate de la banque et de l'assurance. Première tendance à l'œuvre, et sans doute la plus déterminante : le **vieillessement de la population** dans les pays développés, ainsi que dans de grands pays émergents (Chine par exemple). Sur la base des enseignements de la théorie du cycle de vie<sup>4</sup>, selon laquelle les agents épargnent durant leur période d'activité puis en retirent le produit une fois inactifs, le départ en retraite des générations du *baby-boom* pourrait peser fortement sur le prix des actifs financiers, en particulier aux Etats-Unis, en cas de vente massive des actions achetées au cours de la vie active. Ce risque de « désépargne » pourrait être atténué en cas de changements de comportements du fait de la montée en puissance du risque de dépendance : toutefois, si celui-ci pourrait constituer un motif de prolongation de l'épargne, il ne résoudrait pour autant ni « *l'equity gap* » (soit l'écart entre la demande d'actions et les besoins de financement des entreprises) ni la **pénurie d'actifs sûrs**, deux risques qui devraient se matérialiser. Ce dernier point est intrinsèquement lié au vieillissement de la population, ainsi qu'à la **résorption de l'excès d'épargne** qui devrait avoir lieu dans les années à venir. En particulier, la fin prévisible de la transition démographique dans certains grands pays émergents (Brésil, Chine) devrait accélérer la construction (ou le renforcement) de systèmes de protection sociale pour affronter les futurs défis en matière de santé et d'assurance vieillesse et faire reculer le taux d'épargne des ménages, l'effort d'épargne devant par ailleurs se réorienter à l'intérieur des émergents et au détriment des pays développés. En conséquence, le **relèvement du coût du capital** paraît inéluctable, et ce d'autant plus que les politiques monétaires menées par les banques centrales pourraient bien se durcir une fois l'économie repartie.

## 3. Fiscalité, biais domestique et coût du capital

Du point de vue de l'entreprise, un financement optimal de l'économie suppose un coût du capital maîtrisé le plus abrité possible des distorsions. Celles-ci peuvent provenir à la fois de la fiscalité du capital et de la structure de l'épargne des financeurs (notamment les ménages). Dans une étude de 2005<sup>5</sup>, la Direction générale du Trésor montre que les distorsions induites par la fiscalité française des produits en action sont significatives, en **réduisant le rendement net** d'un portefeuille financier moyen de **30 %**. En outre, ce travail rappelle l'existence d'un **effet de « biais domestique »** (« *home bias* » dans la littérature) : le moindre investissement en actions des ménages français renchérit le coût du capital des entreprises nationales, car il conduit ces dernières à recourir aux investisseurs étrangers, qui exigent une prime de risque pour placer en dehors de leur pays d'origine. **Ce phénomène accentuerait de 40 points de base le coût du financement** en fonds propres des entreprises françaises.

\*\*\*

*Le financement de l'économie mondiale fait face à deux défis considérables : d'une part, des évolutions réglementaires conséquentes et, d'autre part, des mutations socio-économiques profondes. Pour les entreprises, le creusement de « l'equity gap » constitue un risque sérieux pour leur développement futur. En France, ces phénomènes sont renforcés par la structure du patrimoine des ménages, très orientée vers l'immobilier et les actifs liquides et peu risqués. Il convient donc d'adopter des mesures fiscales contra cycliques ou, à tout le moins, permettant d'assurer une plus grande neutralité entre les différents types de placements.*

<sup>3</sup> « *Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire* », J. Coupey-Soubeyran, O. Garnier, J.-P. Pollin, Conseil d'analyse économique, 2012. Voir en particulier le chapitre n° 1 pour le détail des cinq grandes tendances.

<sup>4</sup> Formalisée par F. Modigliani, cette théorie est parfois partiellement remise en cause au plan empirique par l'allongement de la durée de vie, qui fait apparaître un taux d'épargne positif des ménages à la retraite (épargne de précaution, santé...).

<sup>5</sup> « *Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne* », DGTPÉ, n° 92, décembre 2005.