

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.

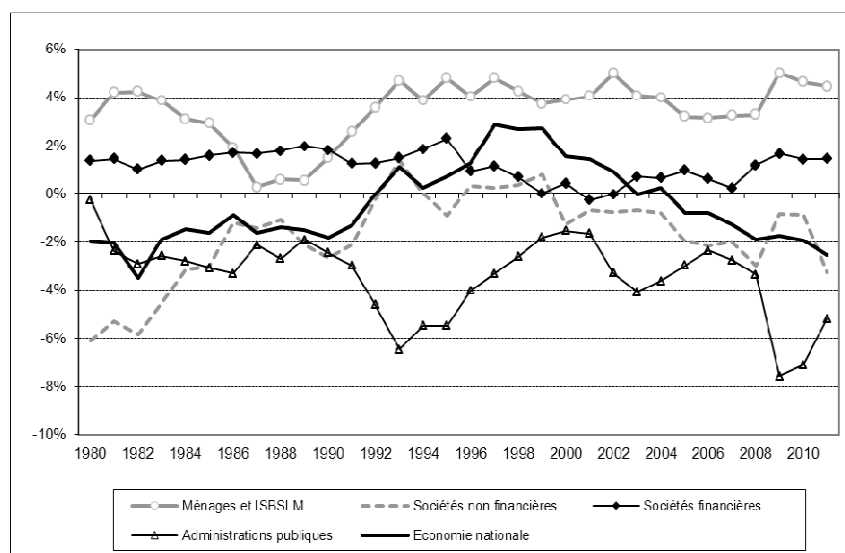
Cette situation peut être rapprochée de l'évolution qu'ont connue les administrations publiques dont le besoin de financement, permanent depuis 1980, s'est fortement accru entre 1988 et 1993, entre 2001 et 2004 puis encore plus entre 2006 et 2009.

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)

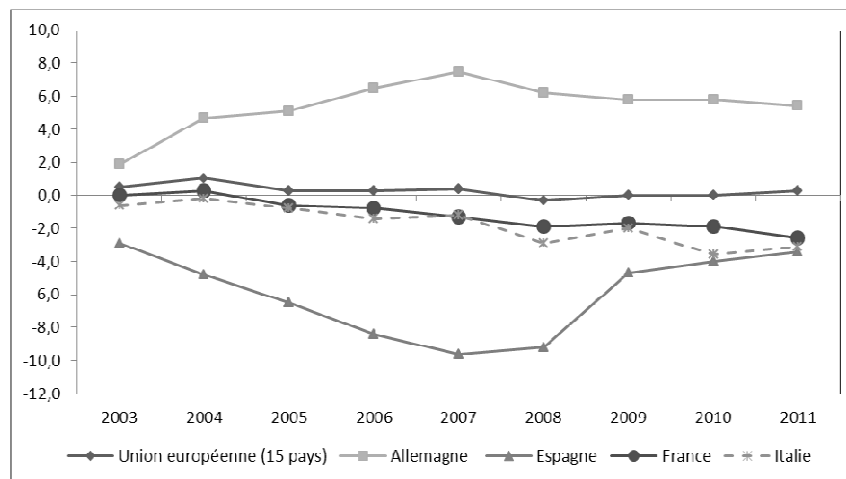


Source : INSEE - comptes nationaux

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 Slovaquie 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

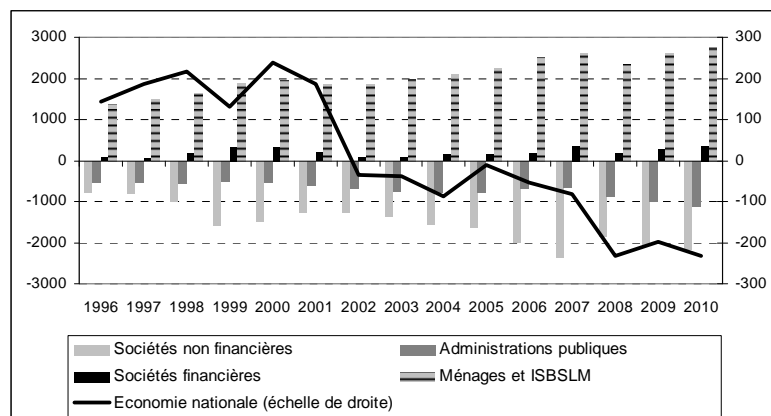
b) Une position financière nette qui se dégrade

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

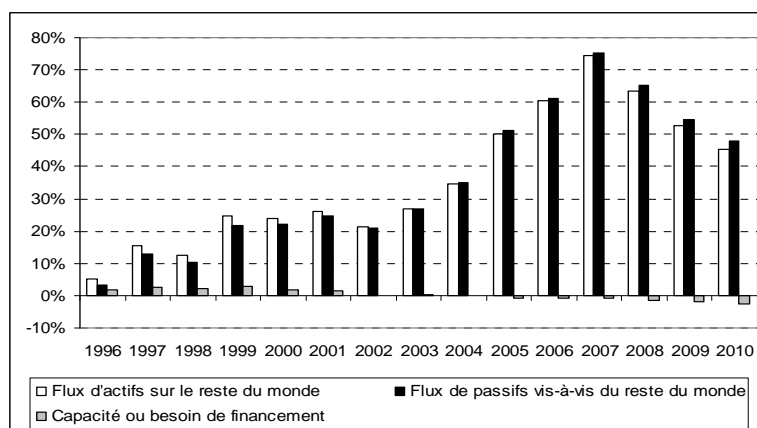
financière nette de l'économie est concomitante à une dégradation continue de la balance des paiements française. Elle doit cependant être mise en regard du volume total des passifs détenus par des non-résidents dans l'économie, mais également des actifs détenus par les résidents dans le reste du monde.

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

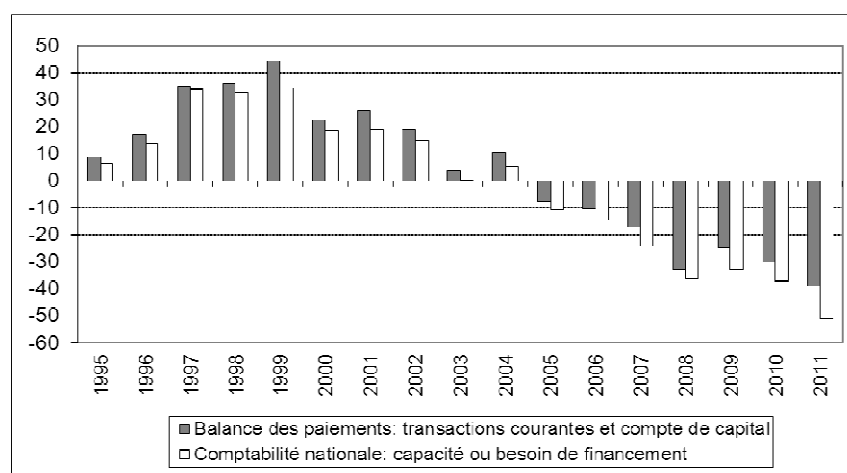
¹⁴ Les produits dérivés sont des contrats financiers portant sur la valeur anticipée d'un support donné qui peut être des matières premières, une devise, une action, un taux d'intérêt, un indice boursier. Ils ont pu représenter jusqu'à 80 % du total des échanges.

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 stabiliserait 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 acception 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'affecter 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>	<i>4 581</i>	<i>6 447</i>	<i>-1 866</i>
	<i>long terme</i>	<i>6 865</i>	<i>4 659</i>	<i>2 206</i>

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.

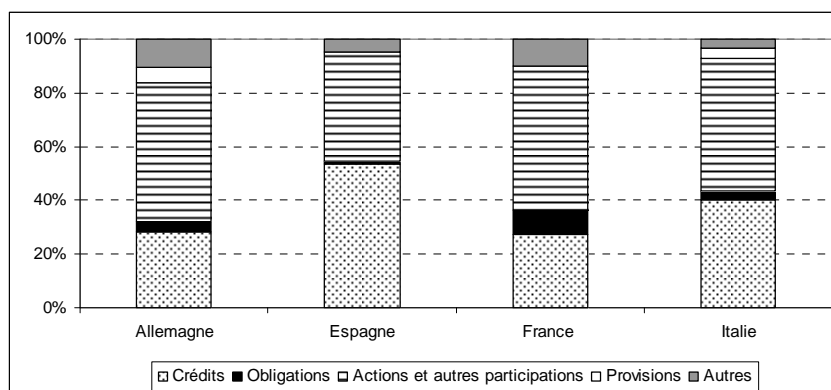
³³ En 2010, Alternext a accueilli 31 cotes supplémentaires portant l'effectif à 145 entreprises, dont 133 françaises. (20 introductions, 15 transferts et 4 retraits).

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 nivellements 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 financées 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.

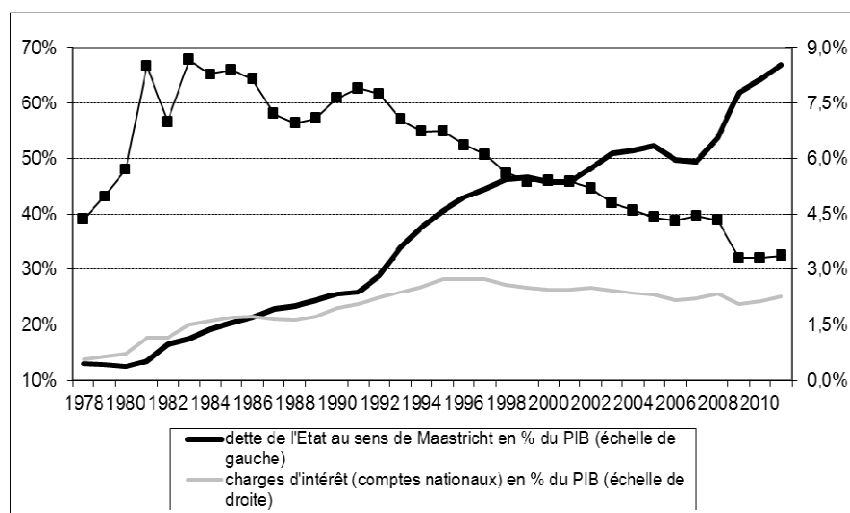
b) Une charge de la dette stabilisée par la baisse des taux d'intérêt

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 durée 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 inexistants 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

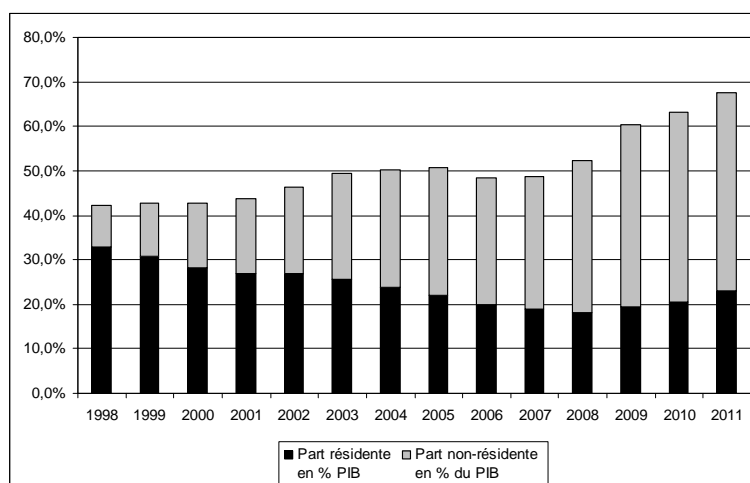
La part de la dette négociable de l'Etat détenue par des non-résidents est passée de 22,6 % en 1998 à 65,4 % fin 2011. Elle a donc presque triplé en 13 ans⁶⁴ bien qu'elle tende à se stabiliser depuis 2008.

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 satisfaite. 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 %.

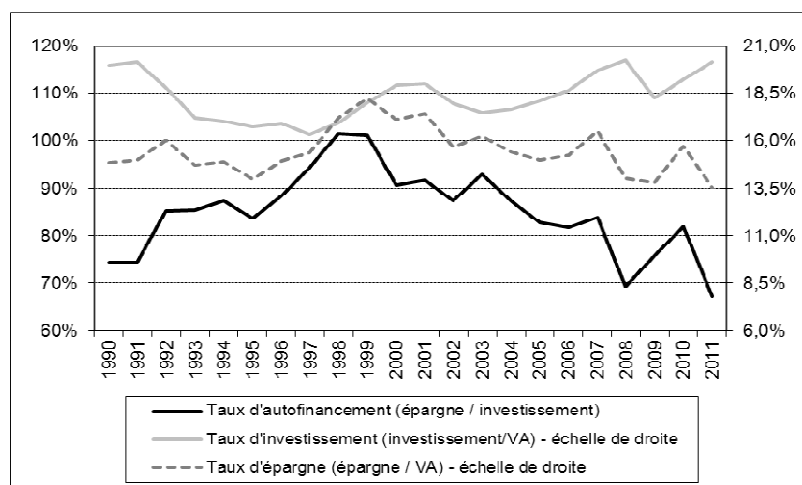
⁷⁷ Observatoire du financement des entreprises, *Le financement des PME-PMI et ETI en France*, avril 2011.

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 alourdissant 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

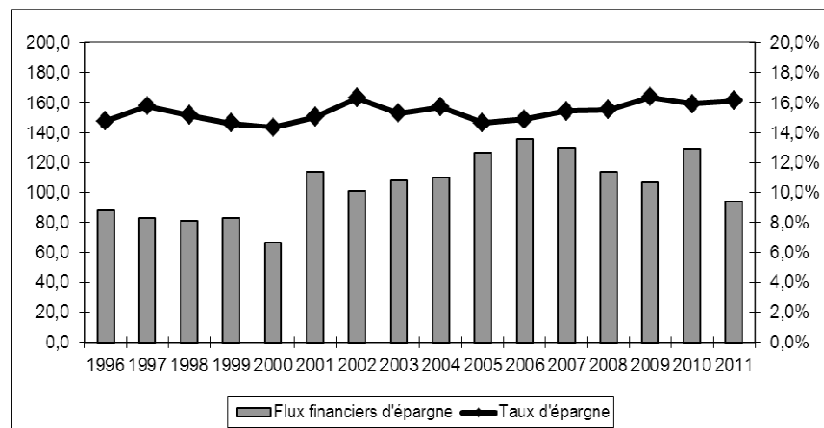
Traditionnellement forte en France, l'épargne des ménages est susceptible de s'orienter vers divers supports : livrets, assurance-vie, titres de marché, organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). L'analyse de l'allocation des flux d'épargne, c'est-à-dire de l'épargne nouvelle de 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€	Risqué	Non-risqué	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 %
Part en %	12,6 %	87,4 %	100 %	

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.

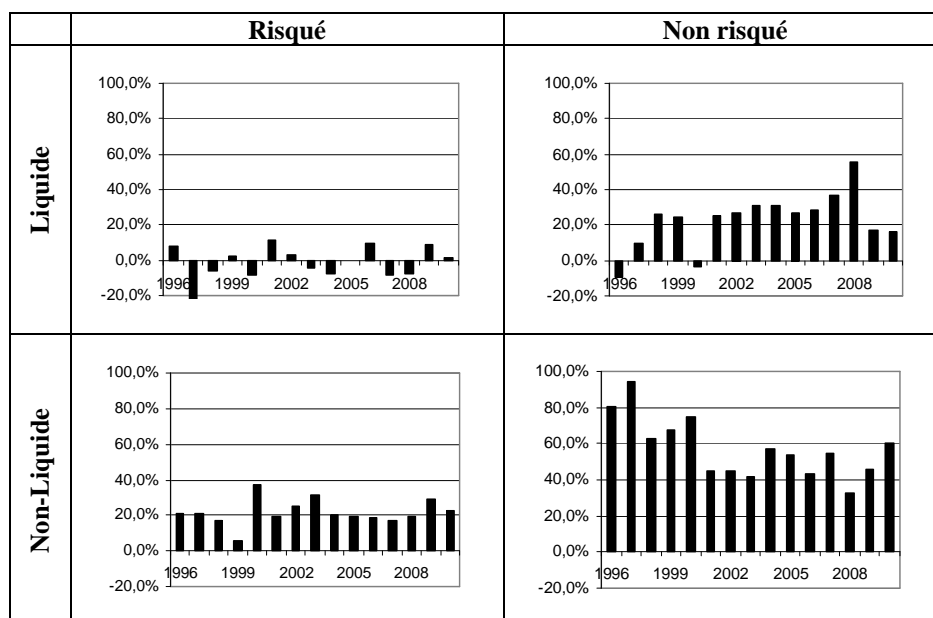
100 Md€ et 120 Md€). Les encours cumulés du livret A et du livret de développement durable s'établissaient à 298,3 Md€ fin avril 2012.

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 : Attrait 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 appréhender 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.

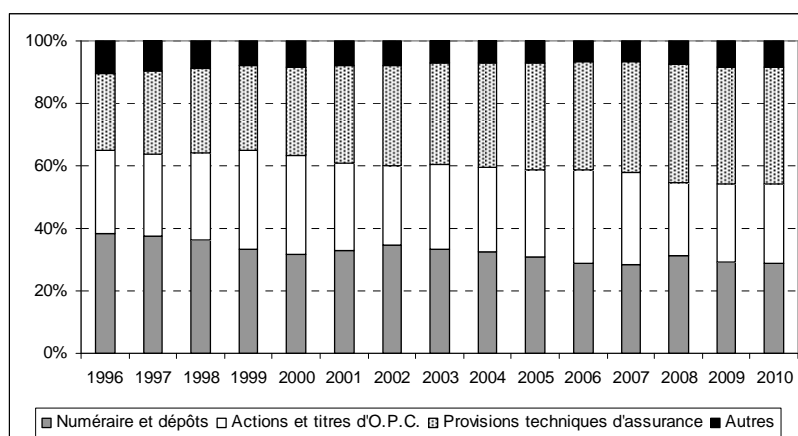
La répartition du patrimoine financier des ménages français et allemands est relativement équilibrée entre dépôts, titres et assurance-vie (y compris épargne-retraite). Aux Etats-Unis, au Japon et en Espagne, la part des dépôts et des liquidités est plus importante qu'en France tandis

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

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

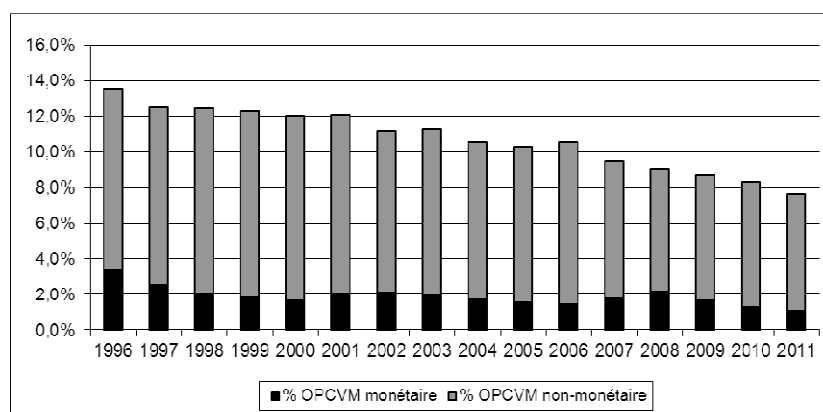
¹⁰¹ La règle de congruence impose aux assureurs d'investir les sommes recueillies dans des actifs émis dans la devise du contrat sous réserve des dérogations prévues à l'article R 332-1-1 du code des assurances.

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 intermédiés 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,

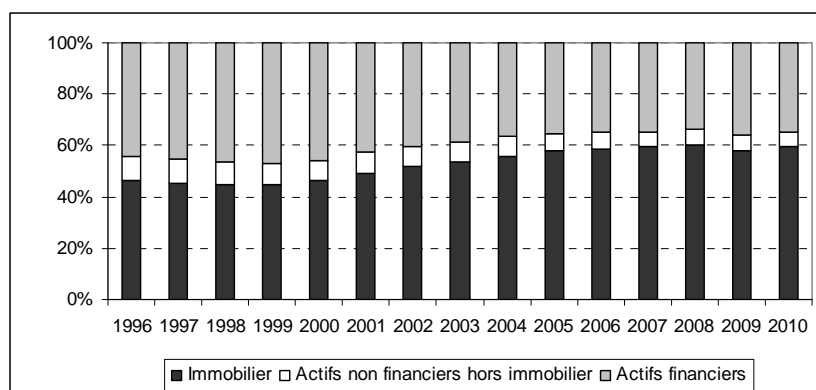
¹¹⁵ Dans un « tunnel » de 10 % (cf. Jacques Friggit, *Quelles perspectives pour le prix des logements après son envolée ?*, mai 2011).

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 euros)¹²³ 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€²⁴.

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 remploie 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 prélèvements 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 prélèvements 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 prélèvements 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 prélèvement 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'accroîtraient 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. Confiée 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.