Bulletin de la Banque de France

Novembre-décembre 2017

214

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

SOMMAIRE

CRÉDIT ET FINANCEMENTS

Où s'investit l'épargne des Français ? 5
Émilie CANDUS, Christian PFISTER, Franck SÉDILLOT
L'épargne des Français est abondante mais peu orientée vers les actions, source de financement de long terme des entreprises et donc de croissance. Le comportement des ménages n'est pas irrationnel, il s'explique par un ensemble de facteurs allant du rendement des actions aux variables d'environnement, réglementaires et fiscales.

Les organismes d'assurance en France : évolution des placements en 2016 23
Samuel SLAMA, Hector TOUBON
Avec un total de 2 543 milliards d'euros de placements réalisés à fin 2016, le marché français de l'assurance, investisseur institutionnel majeur, est le premier de la zone euro. L'article présente la dynamique de placement des assureurs en 2016 dans un contexte de taux durablement bas et de mise en place de nouvelles normes prudentielles (Solvabilité II).

ÉCONOMIE ET FINANCEMENTS INTERNATIONAUX

Le solde des flux d'investissements directs de la France à nouveau excédentaire en 2016 35
Andréa PARASMO, Jean-Luc CAYSSIALS
Les résidents français ont deux fois plus investi en 2016 à l'étranger que ne l'ont fait les non-résidents en France. Ils recommencent à investir dans l'industrie manufacturière non-résidente et cherchent des relais de croissance dans les pays émergents.

MACROÉCONOMIE, MICROCONOMIE ET STRUCTURES

Les inégalités croissantes du modèle américain 45
François HAAS
La question des inégalités économiques aux États-Unis a trouvé une nouvelle actualité avec l'élection de Donald Trump à la présidence du pays. En progression depuis plusieurs décennies maintenant, ces inégalités pourraient, à terme, menacer le modèle économique américain.

ENTREPRISES

Des résultats semestriels 2017 très solides pour les principaux groupes industriels et commerciaux français 57
Marie BALARD, Adrien BOILEAU
Les quatre-vingts principaux groupes industriels et commerciaux français ont réalisé un très bon premier semestre 2017. Comparées au premier semestre 2016, l'activité est en croissance de près de 7 % et la profitabilité de 10 %. Ces groupes bénéficient de la confiance des investisseurs comme en témoigne la hausse de leurs capitalisations boursières (+ 21 % par rapport à juin 2016).

ENTREPRISES (SUITE)

- **L'endettement des grands groupes français : comment évolue-t-il ? Que finance-t-il ?** 73
  Hélène CHARASSON-JASSON
  En 2016, la solvabilité des grands groupes s'améliore en raison de l'augmentation de leurs fonds propres. Par ailleurs, leurs nouvelles dettes financent davantage la croissance externe que l'investissement corporel et incorporel.

STATISTIQUES

- **https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/supplement-statistique-du-bulletin-de-la-banque-de-france**

DIVERS

- **Documents publiés/parutions** 85

Achevé de rédiger le 13 novembre 2017

Où s'investit l'épargne des Français ?

Emilie CANDUS
Christian PFISTER
Franck SÉDILLOT
Direction générale
des Statistiques

L'épargne est abondante en France mais elle bénéficie peu aux entreprises pour leur financement de long terme, en particulier en actions.

Au sein d'un patrimoine où les actifs immobiliers sont prépondérants, le patrimoine financier est constitué essentiellement de contrats d'assurance-vie et de placements bancaires. Moins de 12 % des ménages détiennent directement des actions en 2015, contre 16,3 % en 2004.

Les éléments d'explication ne sont pas à rechercher dans un comportement irrationnel des ménages. Ils résident plutôt dans une rentabilité du placement en actions insuffisante, bien qu'en amélioration, en comparaison notamment du marché boursier américain, une taille trop limitée de ce marché, une éducation et un conseil financiers perfectibles, ainsi que des incitations réglementaires et fiscales peu favorables à la prise de risque.

Mots clés : ménages, patrimoine financier, épargne, comptabilité nationale, intermédiation, détention de titres, choix de portefeuille, actions, titres de créance, OPC, assurance-vie, fonds de pension

Codes JEL : D14, D91, E21, G11, G12, G20, H21, H24, H31, I20, N22, N24

NB : Nous remercions Adeline Bachellerie et Clémence Charavel pour l'actualisation de la mise en transparence de la chaîne d'intermédiation en France à 2016.

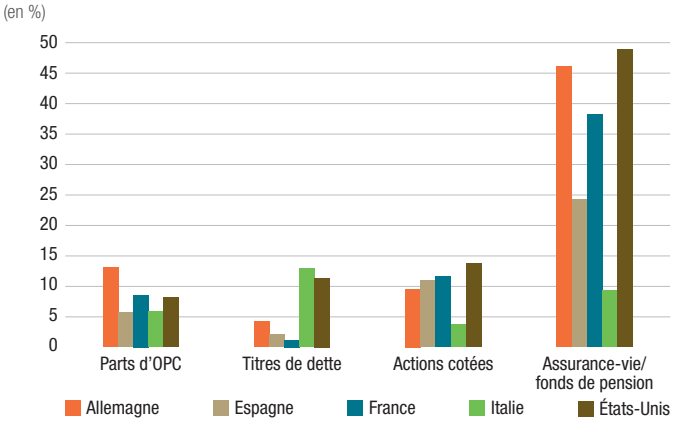
Chiffres clés

De 26 % à 40 %
augmentation de la part de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des Français entre 2000 et 2016

11,7 %
taux de détention d'actions cotées par les ménages en 2015 (– 4,6 points par rapport à 2004)

39 %
part du patrimoine financier des ménages allouée à des sociétés non financières résidentes

Taux de détention des ménages par type d'actifs financiers



Sources : Banque de France, BCE, HFCS 2014-2015, *Survey of Consumer Finance* 2013, Fed, Eurostat, ONS.

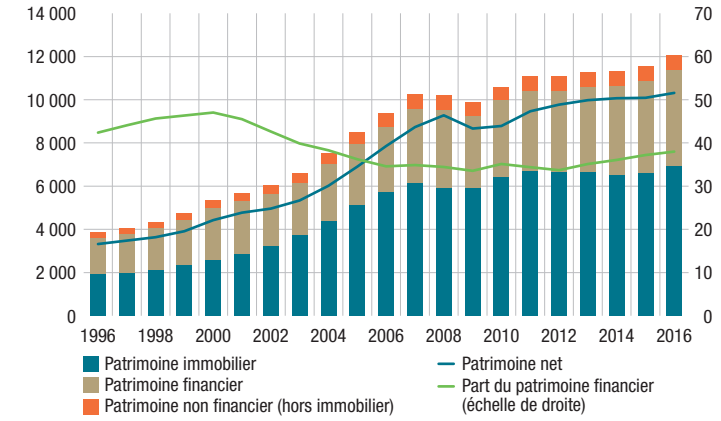
L'épargne est abondante en France mais elle bénéficie peu aux entreprises pour leur financement de long terme (Le Lorier, 2017), avec des conséquences potentiellement négatives pour leurs investissements (Villeroy de Galhau, 2015). La première partie de l'article étaye cette observation ; la deuxième partie fournit des éléments d'explication. Ce faisant, une attention particulière est portée à l'investissement en actions. En effet, du point de vue des entreprises émettrices, les actions sont l'instrument le mieux adapté au financement de l'investissement de long terme car il supporte le risque en premier rang. Du point de vue des épargnants, un portefeuille devrait en théorie comporter une part investie en actions, d'autant plus importante que l'horizon de l'investisseur est éloigné, afin de percevoir la prime de détention d'actions et de bénéficier d'éventuels « retours à la moyenne », améliorant ainsi les deux composantes du couple rendement/risque. Les actions sont donc un instrument particulièrement bien adapté au financement de long terme des entreprises.

1. Les Français investissent de plus en plus en assurance-vie et à l'étranger

Un patrimoine constitué majoritairement d'actifs immobiliers

Le taux d'épargne des Français, relativement stable sur les deux dernières décennies, se situe à un niveau parmi les plus élevés en Europe (14,5 % fin 2016). En vingt ans, le patrimoine brut des ménages a triplé, s'élevant à plus de 12 000 milliards d'euros fin 2016 (cf. graphique 1). Ce stock d'épargne est majoritairement constitué d'actifs immobiliers (55 %), les actifs financiers représentant seulement 38 % des actifs détenus par les ménages. Cette part, qui s'élevait à 47 % à la fin des années quatre-vingt-dix a diminué au cours de la période 2000-2005 sous l'effet d'une forte progression de l'investissement en logements et d'une hausse des prix de l'immobilier alors que les marchés financiers étaient moins porteurs. Depuis 2011, toutefois, la part des placements financiers dans le patrimoine des ménages progresse légèrement.

G1 Composition du patrimoine des Français
(en milliards d'euros)

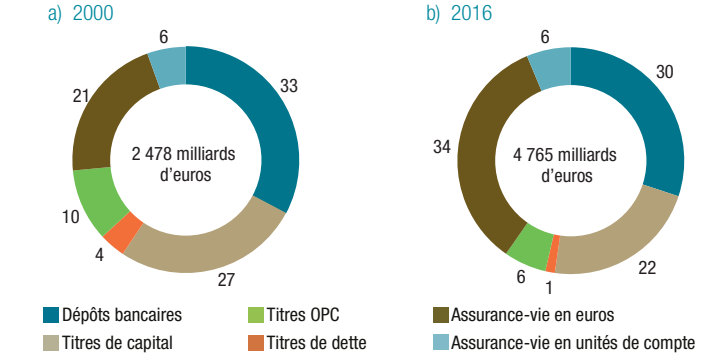


Sources : Insee, Banque de France.

Un patrimoine financier composé essentiellement de contrats d'assurance-vie et de placements bancaires

En France, le patrimoine financier s'élève à 4 765 milliards d'euros à fin décembre 2016 (cf. graphique 2) soit plus de deux fois le produit intérieur brut (PIB) (214 %). Les ménages orientent massivement leur épargne vers l'assurance-vie et

G2 Évolution de la structure du patrimoine financier des Français
(en %)



Source : Banque de France.

les dépôts bancaires (dépôts à vue, livrets, plan d'épargne logement – PEL, etc.) qui représentent respectivement 40 % et 30 % de leurs placements en termes d'encours. Parmi les 1 433 milliards de placements bancaires, près de la moitié (705 milliards) se dirige vers l'épargne réglementée (livret A, livret de développement durable et solidaire – LDDS, livret d'épargne populaire – LEP, PEL, etc.). Les titres représentent 30 % du patrimoine dont 22 % de titres de capital, 6 % de titres d'organismes de placement collectif (OPC) et 2 % de titres de dette. Les titres de capital sont pour une large part des actions non cotées et autres participations (17 % du total) qui correspondent pour l'essentiel à la valorisation des entreprises détenues par leurs dirigeants et/ou leurs salariés. La détention directe d'actions cotées représente seulement 5 % des placements (contre 8 % en 2000). Depuis 2000, la structure du patrimoine se déforme principalement au profit de l'assurance-vie (dont la part passe de 26 % à 40 %) et au détriment des titres (de 41 % à 30 %).

L'épargne intermédiée se renforce

Les ménages placent 76 % de leurs avoirs auprès d'intermédiaires financiers (banques, sociétés d'assurance, organismes de placement collectif) en 2016, contre 69 % en 2000. Dès lors, une mise en transparence de la chaîne d'intermédiation [1] est utile pour savoir où l'épargne des Français se dirige *in fine* (Bachellerie *et al.*, 2016) : l'épargne des ménages finance *in fine* pour la plus large part (42 %) des agents non résidents tandis que 39 % de cette épargne est allouée aux entreprises non financières résidentes (cf. graphique 3).

La part des non-résidents augmente considérablement depuis le milieu des années quatre-vingt-dix en passant de 24 % en 1995 à 42 % en 2016. En sens opposé, une large part du financement des grandes entreprises françaises et de l'État français provient d'investisseurs étrangers : 44,5 % du capital des sociétés françaises du CAC 40 (Guette-Khieter, 2017) et un peu moins des deux tiers de la dette publique appartiennent à des non-résidents (communiqués Agence France Trésor [2]). Ces évolutions montrent que l'unification monétaire et financière permet aux épargnants français et étrangers de mieux tirer parti des bénéfices de la diversification internationale de leurs portefeuilles. En termes de classes d'actifs, la mise en transparence des supports d'assurance-vie et des titres d'OPC détenus par les ménages [3] fait apparaître une faible part des produits investis en fonds propres (31 %) comparativement aux produits de taux (69 %) (cf. graphique 3).

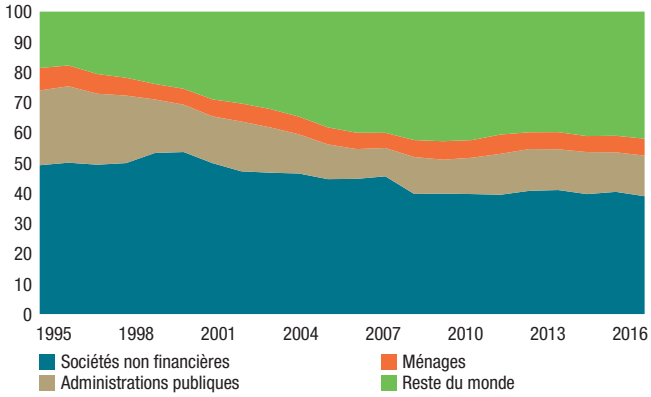
1 La mise en transparence tient compte de la manière dont les intermédiaires financiers orientent les ressources collectées auprès des ménages vers les agents non financiers (sociétés non financières, administrations publiques, non-résidents, et ménages eux-mêmes).

2 À partir des données transmises par la Banque de France. Voir *http ://www.aft.gouv.fr/rubriques/qui-detient-la-dette-de-l-etat-_163.html.*

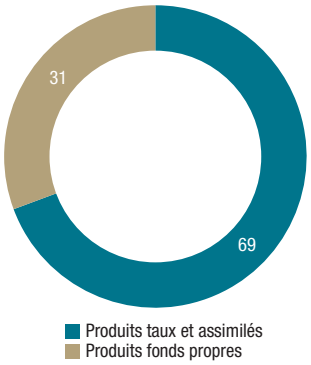
3 Hors mise en transparence des dépôts effectués auprès des établissements de crédit.

G3 Structure des placements finaux des ménages (fin 2016)
(en %)

a) Par secteur bénéficiaire

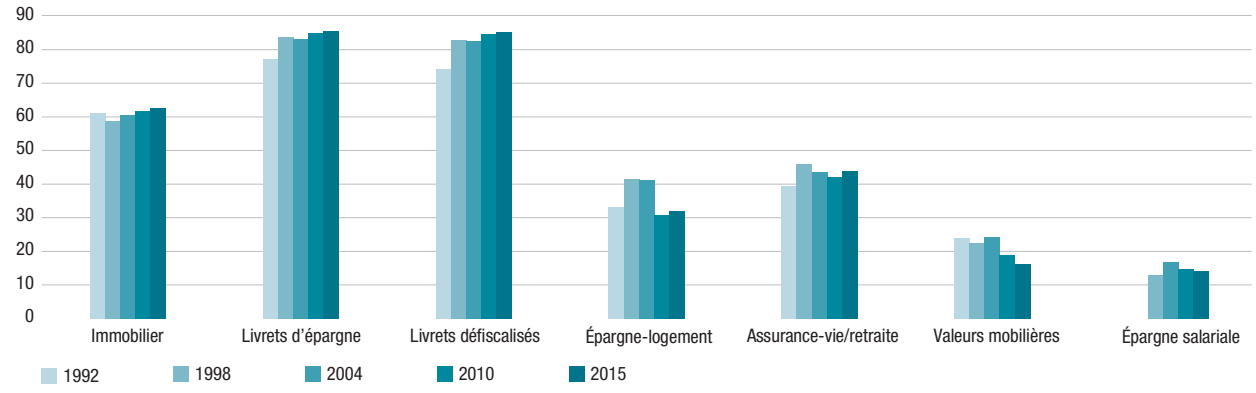


b) Par type d'actif



Source : Banque de France.

G4 Taux de détention des ménages par type d'actifs
(en %)



Source : Insee.

Si la détention des livrets ordinaires ou réglementés est largement répandue (près de 85 % des ménages), moins d'un ménage sur deux utilise d'autres types de placements financiers (cf. graphique 4). Depuis 1992, la part des propriétaires de biens immobiliers s'accroît légèrement (de 61 % à 63 %). Le taux de détention de livrets bancaires a le plus augmenté (de près de 10 points) tandis que l'investissement dans les valeurs mobilières a diminué (passant de 24 % des ménages en 1992 à 16 % en 2015). En particulier, la part des ménages actionnaires est passée de 16,3 % en 2004 à 11,7 % en 2015, selon l'enquête européenne sur le patrimoine des ménages (HFCS). Cependant ce taux progresse entre mars 2016 et mars 2017, pour la première fois depuis 2008 (+ 1,4 point d'après la dernière enquête de Kantar TNS Sofres en 2017).

Encadré 1

Comparaisons internationales : le niveau de patrimoine financier et sa structure diffèrent sensiblement selon les pays

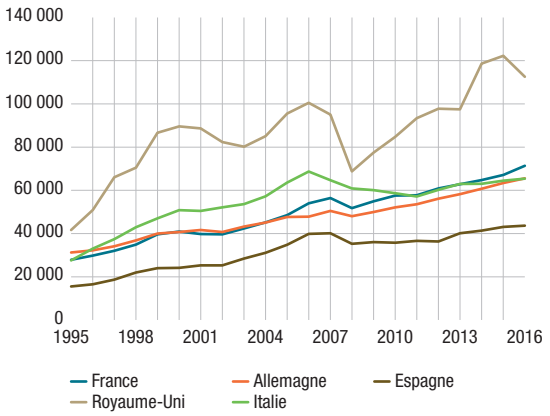
Le niveau de patrimoine financier et sa ventilation varient assez largement selon les grands pays européens, en raison notamment de facteurs économiques et institutionnels. Au Royaume-Uni par exemple, la spécificité du système de retraite (par capitalisation) explique le rôle prépondérant des fonds de pension et de l'épargne retraite dans le patrimoine financier des ménages britanniques.

La richesse moyenne des ménages français (71 375 euros) est comparable à celle des Italiens et des Allemands. Le niveau de patrimoine moyen individuel au Royaume-Uni est nettement plus élevé (112 580 euros) pour les raisons évoquées précédemment. Le patrimoine moyen des espagnols est nettement plus faible (43 660 euros) et est à mettre en relation avec un PIB moins élevé. Le patrimoine financier moyen par tête a été multiplié par 2,5 en France entre 1995 et 2016, passant de 27 870 euros à 71 375 euros. Ce rythme de croissance est comparable à celui observé dans les autres grands pays européens (cf. graphique a), à l'exception du Royaume-Uni où l'augmentation a été plus forte, avec un profil de croissance plus volatil en raison de la forte pondération des titres.

.../...

Ga Patrimoine financier par habitant en 2016

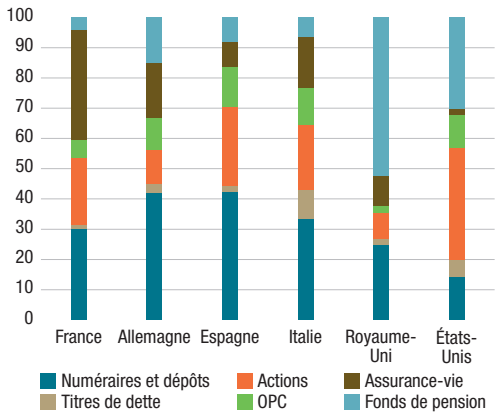
(en euros)



Sources : Eurostat, Banque de France, Fed.

Gb Structure de placement des ménages en 2016

(en %)



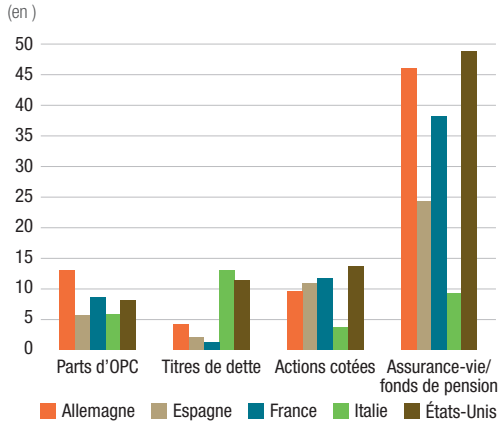
Sources : Eurostat, Banque de France, Fed.

Sur le continent, l'Allemagne et l'Espagne se distinguent par une part élevée des dépôts bancaires (plus de 40 %) tandis que l'Italie se caractérise par une part relativement importante de titres de dette, notamment de titres d'État qui font l'objet d'un traitement fiscal avantageux (cf. graphique b). L'assurance-vie tient une place significative en France et en Allemagne. S'agissant des actions détenues directement, cotées ou non cotées, elles occupent une place comparable en France, en Espagne et en Italie, plus élevée qu'en Allemagne [1] et au Royaume-Uni.

Les enquêtes sur le patrimoine des ménages menées au niveau européen (*Household finance and consumption survey*) et aux États-Unis (*Survey of consumer finance*) soulignent des taux de détention sensiblement différents, en particulier pour l'assurance-vie et les fonds de

Gc Taux de détention par type d'actifs financiers

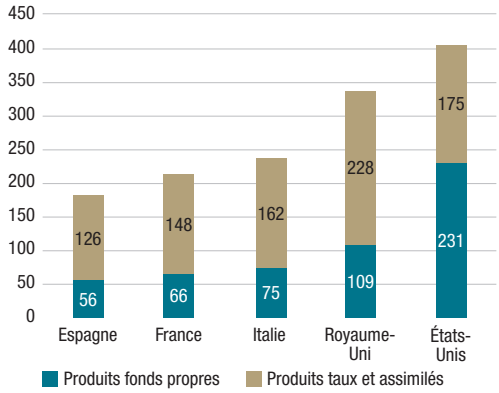
(en)



Sources : Banque de France, BCE, HFCS 2014-2015, *Survey of Consumer Finance* 2013, Fed, Eurostat, ONS.

Gd Poids du patrimoine financier par type d'actifs après mise en transparence de l'épargne intermédiée fin 2016 [a)]

(en % du PIB)



a) Mise en transparence des placements sous forme d'assurance-vie, de parts de fonds de pension et d'organismes de placements collectifs.
Sources : Banque de France, BCE, HFCS 2014-2015, *Survey of Consumer Finance* 2013, Fed, Eurostat, ONS.

1 L'évaluation de la part des actions non cotées est incertaine pour l'Allemagne.

pension (cf. graphique c). En revanche, la détention de titres est plus homogène entre les quatre plus grandes économies de la zone euro : moins de 15 % des ménages détiennent des titres quel que soit le pays, bien que le taux de détention d'actions cotées en France (11,7 %) y soit légèrement plus élevé que chez ses voisins. La diffusion des valeurs mobilières auprès des ménages tend à diminuer ces dernières années et ce mouvement est général en Europe. En comparaison, 13,8 % des ménages américains détiennent directement des actions cotées et ils sont 48,8 % à en détenir de manière directe ou indirecte (au travers notamment des fonds de pension qui représentent près de 30 % de leur patrimoine financier). La part des produits investis en fonds propres, après mise en transparence des fonds de pension et des fonds d'investissement, s'élève ainsi à 230 % du PIB aux États-Unis et à 109 % au Royaume-Uni alors que ce type d'épargne ne représente que deux tiers du PIB en France (cf. graphique d).

2. L'énigme apparente de l'insuffisante participation des ménages au marché des actions

Que ce soit en France ou à l'étranger, il existe une « énigme de la participation au marché des actions » (« *Stock market participation puzzle* », Haliassos et Bertaut, 1995). Alors que, comme indiqué en introduction, tout portefeuille devrait en théorie comporter au moins une part investie en actions, le taux de participation (pourcentage de ménages actionnaires) et les montants détenus sont en général faibles (Badarinza *et al.*, 2016) ; cela est particulièrement frappant pour les ménages titulaires de revenus élevés, en principe plus enclins à prendre des risques et mieux informés. Pour tenter de résoudre cette énigme, il est usuel de distinguer entre facteurs de demande, faisant appel à la rationalité de l'épargnant, et facteurs d'offre, relevant d'imperfections de marché ou de considérations institutionnelles (voir par exemple Arrondel et Masson, 2014b).

Des épargnants plutôt rationnels face à des placements aux rendements insuffisants et compte tenu d'un niveau d'éducation financière encore perfectible

Les travaux universitaires mettent en jeu de nombreux facteurs déterminant la détention par les ménages d'actifs risqués (Badarinza *et al.*, 2016). Ces facteurs relèvent parfois du domaine personnel, voire psychologique (quotient intellectuel : Grinblatt *et al.*, 2011, opinions politiques : Kaustia et Torstila, 2011, confiance dans les institutions : Guiso *et al.*, 2008 et dans les institutions financières : Gennaioli *et al.*, 2015, expériences vécues dans sa jeunesse : Malmendier et Nagel, 2011), plus que du domaine rationnel. Pour rendre compte des observations faites en première partie, il n'est toutefois pas utile de faire appel à de tels facteurs si les épargnants se comportent conformément à la théorie des choix de portefeuille (voir par exemple Markovitz, 1952, et Sharpe, 1964). Or, les épargnants français semblent pour l'essentiel se montrer rationnels. Il n'en reste pas moins qu'il faut se demander si l'investissement en actions n'a pas été, dans le passé, plus risqué en France qu'ailleurs et si une amélioration du niveau d'éducation financière des Français ne contribuerait pas à corriger l'écart entre le comportement attendu en théorie et celui constaté.

Une rentabilité peut-être insuffisante de l'investissement en actions

Utilisant une série du CAC 40 reconstituée de 1854 à 1987, puis celle du CAC 40 de début 1988 à fin 2008, Le Bris (2009, 2012) met en évidence les résultats suivants :

• La rentabilité totale (variation de prix + taux de dividende) réelle (inflation déduite) du placement en actions est faible, de 1,08 % par an en moyenne géométrique, sans tenir compte des coûts de détention et de transaction ou de la fiscalité et la prime de risque par rapport aux emprunts d'État qui est de 0,5 point (Le Bris, 2009). Par comparaison, la rentabilité totale réelle des actions américaines serait de 6,7 % (Siegel, 1994).

Encadré 2

Des épargnants pour l'essentiel rationnels

Selon la théorie, la détention d'actifs risqués est fonction de trois catégories de facteurs (voir par exemple Arrondel et Masson, 2014b) : i) les préférences, notamment à l'égard du temps et du risque, ii) les ressources disponibles en termes de revenu et de patrimoine, sous contrainte éventuelle de liquidité, et iii) les anticipations sur ses revenus et dépenses ainsi que sur les rendements des différentes catégories d'actifs, avec une incertitude plus ou moins forte. C'est pour l'essentiel les facteurs qui ressortent, que l'on analyse les données d'enquêtes (i) ou les données de comptabilité nationale ii).

Données d'enquêtes

Pour rendre compte de l'évolution des placements des ménages français, notamment leur moindre détention d'actifs risqués, Arrondel et Masson (2016 et 2017) se servent des enquêtes PATER (PAtrimoine et préférences vis-à-vis du TEmps et du Risque) construites à leur initiative, selon une formule de panel, réalisées par l'institut TNS Sofres et comportant quatre vagues de 3 500 ménages entre mai 2017 et décembre 2014 (Arrondel et Masson, 2014a). Ils trouvent que :

- suite à la crise financière et plus encore à la crise de la dette souveraine, les ménages ont adopté un comportement financier plus prudent, désirant épargner davantage dans des placements plus sûrs et limiter parallèlement leurs investissements risqués ;
- de même, les anticipations des ménages relatives à leurs revenus du travail ont été revues à la baisse, de plus en plus, entre 2007 et 2014 ;
- corrigée des effets de l'âge (les portefeuilles devraient comporter moins d'actifs risqués aux âges avancés), l'aversion au risque mesurée selon une méthode de *scoring* développée par les auteurs n'a pas augmenté depuis 2007 ;
- la moindre prise de risque tiendrait donc à des anticipations plus sombres.

L'absence de détérioration dans l'aversion au risque et le rôle des anticipations sont conformes à la théorie du portefeuille. Néanmoins, Arrondel et Masson (2017) relèvent un hiatus entre une amélioration des anticipations de rendement des actions depuis 2011, ainsi qu'un souhait accru de prise de risque depuis 2014 d'une part, et la poursuite de la baisse des taux de détention directe et indirecte d'actions d'autre part. Ils conjecturent que ce hiatus pourrait s'expliquer par un décalage temporel et/ou des facteurs non pris en compte, par exemple en matière d'offre de conseil financier (cf. *infra*, « Un conseil financier à améliorer »). La remontée du nombre d'actionnaires individuels et du taux de détention d'actions en 2017 d'après l'enquête Kantar TNS Sofres (cf. *supra*) semble plaider pour le décalage temporel.

Données de comptabilité nationale

Avouyi-Dovi *et al.* (2017a et b) décomposent les placements financiers en six catégories : dépôts, livrets, comptes à termes, plans d'épargne logement (PEL), actions et assurance-vie. Ils modélisent le poids relatif de chacune de ces catégories d'actifs financiers en les faisant dépendre des rendements relatifs et du niveau de richesse. Cette approche facilite la compréhension d'ensemble en regroupant des classes d'actifs économiquement pertinentes, entre lesquelles les substitutions s'effectuent.

Le faible nombre d'actifs retenus permet une modélisation fondée sur une approche de choix de portefeuille dans laquelle une analyse conjointe (dite « multivariée ») des actifs est mise en œuvre. Le cadre retenu est celui d'un modèle FAIDS avec la spécification proposée par Blake (2004), issue d'un processus d'optimisation (maximisation d'une fonction d'utilité sous contrainte de budget). Dans cette formulation, la part de l'actif i en t θ_i dépend des rendements des différents actifs i en t r_{it}, de la richesse en t W_t et de variables exogènes Z_{Jt}.

$$\theta_{it}^* = a_i^* + b_i^* \ln [W_t (1 + r_{wt})] + \sum_{j=1}^{N} c_{ij}^* \ln (1 + r_{jt}) + \sum_{j=1}^{M} h_{ij}^* z_{jt} + u_{it} \quad (1)$$

.../...

L'estimation directe de l'équation (1) n'étant en général pas possible en raison des propriétés statistiques des séries, le plus souvent non stationnaires, des coûts d'ajustement quadratiques sont introduits (Christophides, 1976 ; Blunt et Upcher, 1979). La spécification finale est la suivante :

$$\theta_{it} = a_i^* + b_i^* ln[W_t(1 + r_{wt})] + \sum_{j=1}^{N} c_{ij}^* ln\,(1 + r_{jt}) + \sum_{j=1}^{M} h_{ij}^* z_{jt} + \sum_{s=0}^{K-1} b_{is}^* \Delta ln[W_t(1 + r_{wt-s})] + \sum_{s=0}^{K-1} \sum_{j=1}^{N} c_{ijs}^* \Delta ln(1 + r_{jt-s}) + \sum_{s=0}^{K-1} \sum_{j=1}^{M} h_{ijs}^* \Delta ln\,(z_{jt-s}) + \sum_{j=1}^{N-1} \lambda_{ij}^* \Delta\theta_{it} + \zeta_{it} \quad (2)$$

N dénote le nombre d'actif modélisés (6) et *M* le nombre de variables exogènes [1] (4). Ce système est estimé par la méthode 3SLS entre 1978T1 et 2015T4 (156 trimestres) pour cinq parts, la sixième (PEL) étant obtenue par différence. Les résultats sont les suivants :

Rendements associés à	Impact sur les parts des 6 catégories de placements					
	Dépôts	Livrets	Comptes à terme	PEL	Actions	Assurance-vie
Dépôts	0,94	- 0,06	- 0,41	0,19	0,15	- 0,01
Livrets	0,04	1,12	0,68	- 0,20	- 0,19	0,00
Comptes à terme	- 0,03	- 0,09	0,65	0,16	0,17	- 0,02
PEL	0,04	- 0,03	0,59	0,29	0,10	0,04
Actions	- 0,09	- 0,01	0,04	0,28	1,25	- 0,10
Assurance-vie	0,00	0,07	0,33	- 0,30	- 0,08	1,02

Ainsi, par exemple, une hausse de 100 points de base du rendement des actions a pour effet une augmentation de la part des actions de 1,25 point de pourcentage, une hausse de la part des PEL de 0,28 point de pourcentage (les produits sont complémentaires) et une diminution de 0,10 point de celle des dépôts et de l'assurance-vie (les produits sont substituables), tandis que la détention des autres catégories d'épargne est peu affectée.

1 Le modèle est estimé en introduisant quatre variables exogènes : le revenu disponible (rapporté à la richesse financière), le ratio de dépendance (part des plus de 65 ans dans la population totale) et deux variables captant des contraintes de liquidité des ménages (Blake, 2004).

• La volatilité des actions françaises est plus élevée que celle des actions américaines. La volatilité des actions françaises, mesurée par l'écart-type annualisé des variations de cours mensuelles sur douze mois glissants et dix ans glissants, faible (le plus souvent de l'ordre de 5 %) et inférieure à celle des actions américaines avant 1914, connaît une hausse ininterrompue jusque dans les années quarante (entre 25 % et 30 %), redescend un peu ensuite (aux alentours de 15 % dans les années soixante) mais repart à la hausse depuis les années quatre-vingt (environ 20 %), de sorte que les niveaux de volatilité en période normale sont depuis l'après-guerre supérieurs aux maxima atteints avant 1914 pendant les périodes de crise (guerre de 1870, grande crise de la fin du XIX[e] siècle) (Le Bris, 2012). Par comparaison, la volatilité des actions américaines est stable dans le temps (le plus souvent entre 8 % et 15 %), à part un pic dans les années trente.

L'auteur impute ces mauvais résultats aux conséquences des deux guerres mondiales et à l'inflation en ce qui concerne la faiblesse de la rentabilité (en raison de mesures de contrôle des prix et de répression financière [4], puisque les actions sont des actifs réels donc en principe abrités de l'inflation), à l'instabilité monétaire (fin de l'étalon-or et hausse de l'inflation) ainsi qu'à l'augmentation des déficits publics pour ce qui concerne la volatilité.

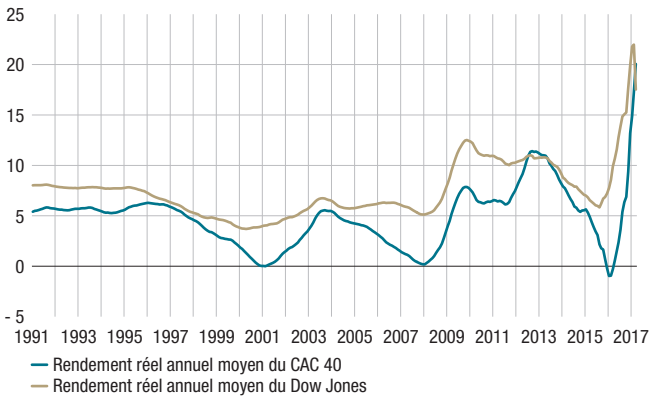
4 Dans les travaux universitaires sur la finance, le terme désigne l'ensemble des mesures faisant obstacle à la libre allocation de l'épargne.

Néanmoins, sur la période récente (janvier 1991-mars 2017), sans être encore aussi bonne que celle du Dow Jones, la performance réelle annualisée du CAC 40 (dividendes réinvestis) est de 5,4 %. C'est un niveau attractif pour des investisseurs dont l'horizon de placement est suffisamment long, malgré un niveau de volatilité relativement élevé et la survenance de krachs boursiers (tableau 1 et graphique 5). Ainsi, au début de 2017, le rendement annuel moyen de l'indice CAC 40 est positif quelle que soit la date d'investissement initial si celui-ci a été réalisé avant décembre 2015 ou après mars 2016. Même pour un placement initial en haut de cycle (fin 2007 et fin 2000), le risque de perte en capital apparaît limité, la performance réelle demeurant légèrement positive. La durée de détention et la date d'investissement restent toutefois des paramètres essentiels à prendre en considération lors d'un investissement en actions [5].

De plus, la comparaison du rendement total (variation du prix du titre et coupons/intérêts réinvestis) des actions du CAC 40 et des obligations d'État françaises sur longue période montre que la prime de risque sur les actions est modérée pour une volatilité moyenne nettement plus forte. Pour un investissement initial effectué en 1978 et une durée de détention supérieure à dix ans, le rendement total annuel moyen du CAC 40 est nettement supérieur à celui du livret A mais modérément plus élevé que le rendement moyen des obligations de l'État français d'échéance supérieure à sept ans (cf. tableau 2). L'écart de rendement est assez élevé entre 1978 et 2000 (environ 5 % en moyenne) mais il ne ressort qu'à 1,1 % sur l'ensemble de la période 1978-2016, en raison des deux krachs boursiers survenus dans les années 2000. En revanche, la volatilité du rendement des actions est en moyenne près de trois fois plus forte que celle des obligations souveraines. En outre, si l'investissement en actions se fait à travers un fonds, la retenue des frais de gestion qui est plus conséquente pour les fonds actions (1,7 % en moyenne entre 2005 et 2016) que pour les fonds obligataires (0,5 %) vient annuler le surplus de

G5 Rendement réel annuel moyen en mars 2017 selon la date d'investissement initial

(en %)



Sources : Bloomberg, Insee, StatBureau ; calculs Banque de France.

T1 Rendements réels et volatilités du CAC 40 et du Dow Jones

(en %)

	Rendement réel annuel moyen du CAC 40	Volatilité moyenne du CAC 40	Rendement réel annuel moyen du Dow Jones a)	Volatilité moyenne du Dow Jones a)
2012-2017	7,9	8,9	10,3	5,5
2008-2017	0,2	11,1	5,1	8,7
2002-2017	1,5	10,2	4,7	8,0
1997-2017	5,9	11,1	6,3	8,1
1991-2017	5,4	11,0	8,0	7,8

a) Les calculs réalisés avec le S&P 500 donnent des résultats très proches de ceux dégagés sur la base du Dow Jones.

Sources : Bloomberg, Insee, StatBureau ; calculs Banque de France.

T2 Rendement total (variation de cours et coupons/dividendes réinvestis) et volatilité comparés des placements en actions, obligations et livret A

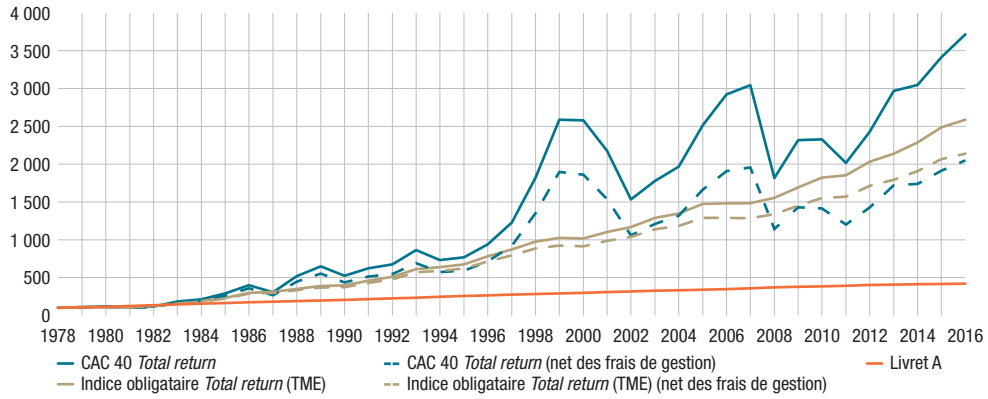
(en %)

	Rendement annuel moyen			Volatilité annuelle moyenne		
	CAC 40	TME	Livret A	CAC 40	TME	Livret A
1978-1990	14,8	12,2	6,2	29,2	10,7	1,5
1978-2000	15,9	11,1	5,1	24,7	8,9	1,7
1978-2016	10,0	8,9	3,8	23,6	7,5	2,0

Source : Bloomberg, calculs Banque de France.

5 Ces résultats correspondent à un comportement de type « *buy and hold* » alors qu'en pratique la constitution d'une épargne s'étend le plus souvent sur plusieurs années, permettant de « lisser » les rendements. De même, on considère ici un placement pur en actions françaises alors que la diversification des portefeuilles, géographique et en termes de classes d'actifs, permet d'en améliorer le profil rendement/risque.

G6 Comparaison des rendements cumulés entre un placement en actions, en obligations d'État ou sur le livret A (base 100 en 1978)



Source : Bloomberg, calculs Banque de France. TME : Taux moyen des emprunts de l'Etat français d'une échéance supérieure à 7 ans. Frais de gestion calculés à partir des frais observés sur les fonds « actions françaises » et les fonds « obligations » depuis 2005 (estimation pour la période 1978-2004).

rendement généré par les actions sur la période considérée (1978-2016) (cf. graphique 6).

Un niveau d'éducation financière perfectible

Un plus haut niveau d'éducation financière va de pair avec une probabilité accrue de détenir des actions (Van Roij *et al.*, 2011). Les comparaisons internationales montrent qu'à cet égard la France n'est pas très bien classée :

• Lusardi et Mitchell (2014) mesurent le niveau d'éducation financière par le pourcentage de personnes enquêtées capables de répondre correctement à trois questions portant sur le calcul d'intérêts composés, la manière dont l'inflation influence le rendement réel d'un placement à taux fixe et la notion de diversification. Dans seulement deux (Allemagne et Suisse) des douze pays où des enquêtes ont été menées, au moins la moitié des répondants fournissent la bonne réponse aux trois questions. La France, pour laquelle les résultats sont étudiés plus en détail par Arrondel *et al.* (2013), apparaît dans une position moyenne (30,9 % de réponses correctes aux trois questions) mais devant l'Italie et le Japon et à un niveau proche de celui des États-Unis (30,2 %) où le taux de détention d'actions est bien plus élevé.

• À l'occasion d'une enquête conduite en novembre 2016 dans dix pays d'Europe de l'Ouest, Allianz met une partie des résultats précédents à jour. Le taux de bonnes réponses aux trois mêmes questions est quasi inchangé (30 %) pour la France et égal à celui de la moyenne des pays enquêtés. En revanche, lorsque deux questions plus difficiles, portant sur des notions de risque (rendement anticipé et arbitrage rendement-risque), sont ajoutées, la France tombe en dernière position, *ex aequo* avec le Portugal avec environ 7 % de réponses correctes aux cinq questions, contre un peu moins de 12 % pour la moyenne des dix pays enquêtés.

Toutefois, dans une publication récente (OCDE, 2017), la France est classée première en éducation financière parmi les dix-huit pays du G20 ayant fourni des données comparables, avec une moyenne de 14,9, pour un maximum possible de 21 et une moyenne de ces pays de 12,7. En tout état de cause, comme le relèvent Guiso et Viviano (2015), la relation positive entre niveau d'éducation financière et taux de détention d'actions pourrait aussi refléter une « causalité inverse » (les détenteurs d'actions ont intérêt à investir dans l'éducation financière). À cet égard, Arrondel *et al.* (2013) trouvent d'ailleurs que les personnes disposant d'un niveau élevé

d'éducation financière ont plus de chances d'être engagées dans un plan financier défini, comme la préparation de leur retraite. Mais Guiso et Viviano (2015), suivant mois par mois les décisions d'investissement des clients d'une grande banque italienne entre janvier 2007 et octobre 2009, montrent que les investisseurs disposant d'une meilleure culture financière ont effectivement effectué de meilleurs choix financiers pendant la crise, sans pour autant que leurs performances soient très supérieures à ceux d'investisseurs moins bien éduqués. Sans être une panacée, l'éducation financière serait ainsi utile pour mieux allouer les portefeuilles, c'est-à-dire mieux comprendre les vertus et les risques associés aux placements et permettre ainsi une « dédiabolisation du risque ». D'après une enquête IFOP commandée par le ministère de l'Économie en septembre 2016, 85 % des Français n'ont pas bénéficié d'enseignements d'éducation budgétaire et financière, que ce soit à l'école ou à l'université. À cet égard, le gouvernement a initié une stratégie nationale d'éducation financière pour laquelle il a nommé la Banque de France opérateur national. Des actions concrètes ont d'ores et déjà été réalisées, telles que la création d'un portail internet « Mes questions d'argent », ou encore la signature de conventions pédagogiques avec les rectorats et les académies. Si l'objectif premier est de lutter contre l'exclusion sociale et le surendettement, le développement des compétences budgétaires et financières ne peut que favoriser la diffusion de produits avec un profil risque/rendement plus adapté, dans l'intérêt des épargnants.

Des marchés d'actions insuffisamment développés, imparfaits et rendus peu attractifs par l'environnement réglementaire et fiscal

Parmi les facteurs d'offre sur lesquels les politiques publiques peuvent agir, il y a notamment le volume d'actions disponibles, qu'on peut moduler directement *via* les privatisations, la qualité du conseil financier, qui semble perfectible selon les épargnants, et les incitations réglementaires et fiscales, peu favorables en France à la prise de risque.

Taille du marché des actions et privatisations

La plus forte pénétration des actions dans le patrimoine des ménages américains doit être mise en regard d'une capitalisation boursière de plus de 27 000 milliards de dollars, soit 1,5 fois le PIB américain. En comparaison, la capitalisation d'Euronext, bourse paneuropéenne issue de la fusion des marchés de cotation de Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne, s'élève à 3 300 milliards d'euros, soit 0,9 fois le PIB des quatre pays où se situent ces places financières européennes. Or, l'augmentation du volume d'actions émises peut susciter davantage de demande (Christelis *et al.*, 2013 ; Arrondel *et al.*, 2016). C'est ce qu'illustrent les grandes vagues de privatisations en France (1986-1988, 1993-1995, 1997-2002). Le taux de détention d'actions, défini comme les détenteurs d'actions cotées rapportés à la population de plus de 15 ans [6], augmente sensiblement entre 1986 et 1992 (de 7,3 % à 9,1 %), puis de 1992 à 1994 (de 9,1 % à 12,3 %) et de 1999 à 2003 (de 12,6 % à 16,8 %).

Un conseil financier à améliorer

A priori, un conseil financier de bonne qualité devrait permettre de rapprocher la composition des portefeuilles observée de celle recommandée par la théorie, avec une place plus importante pour les actions, notamment pour les ménages aux âges intermédiaires titulaires de revenus élevés. Par ailleurs, les résultats d'un sondage TNS Sofres réalisé pour « Les journées de l'économie en 2012 » montrent que, s'agissant de leurs placements, les Français s'estiment moins bien informés sur les titres que sur les produits bancaires. Toutefois, les travaux réalisés dans ce domaine, le plus souvent sur le cas des États-Unis, montrent que le conseil financier est souvent d'une faible utilité pour les épargnants, biaisé par des problèmes d'agence et peu suivi par les ménages :

- Le rôle des courtiers a été en particulier étudié aux États-Unis où ils interviennent souvent dans le placement de produits financiers. Bergstresser *et al.* (2009) trouvent que, par rapport à des

6 Sources : Insee et TNS Sofres.

OPC vendus directement, ceux vendus par des courtiers fournissent des rendements plus faibles, même avant prise en compte des frais de gestion. S'agissant des commissions qu'ils perçoivent, Christoffersen *et al.* (2013) montrent qu'elles influencent significativement à la fois les flux (ces derniers augmentent avec les commissions) et les performances (des commissions plus élevées sont associées à des rendements moindres) ;

• S'agissant des conseillers financiers, Mullainathan *et al.* (2012) indiquent, toujours pour les États-Unis, qu'ils ne corrigent pas les biais des investisseurs et encouragent même ceux qui sont dans leur intérêt tout en s'opposant à ceux qui ne leur procurent pas de commissions. Utilisant des données sur l'Allemagne, Hacketal *et al.* (2012) trouvent que, par rapport à des comptes gérés directement par leurs détenteurs, l'implication de conseillers financiers dans la gestion de comptes-titres se traduit par une détérioration des rendements nets et du rapport rendement/risque, en raison notamment de transactions trop fréquentes. Sur des portefeuilles détenus par des ménages canadiens entre janvier 1999 et juin 2013, Foerster *et al.* (2017) mettent certes en lumière un accroissement significatif (30 %) de la part des actifs risqués grâce à l'intervention de conseillers financiers, mais aussi que ces derniers n'adaptent pas leurs conseils au profil de leurs clients (âge, aversion au risque, statut professionnel, etc.) qui payent cher leurs conseils (les frais sont de 2,7 % par an, de sorte que les conseillers financiers semblent capturer l'essentiel du supplément de rendement apporté aux clients, sans que ceux-ci soient rémunérés de la prise de risque accrue) ;

• En tout état de cause, Bhattacharya *et al.* (2012) trouvent, sur données allemandes provenant d'un des principaux courtiers du pays, qu'il n'existe qu'une très faible demande de conseil financier non biaisé, provenant d'investisseurs qui n'en ont pas le plus besoin, dans la mesure où ils sont à la fois riches et détenteurs d'un niveau élevé d'éducation financière, et qui ne suivent pas les conseils reçus. Dans ces conditions, bien qu'il puisse lui-même poser des questions, le conseil automatisé (*robo-advisors*) devrait pouvoir apporter des améliorations (Philippon, 2017).

Des incitations réglementaires et fiscales peu favorables à la prise de risque

Aussi bien la réglementation des taux créditeurs que la fiscalité des revenus de l'épargne ne sont guère favorables à la détention d'actifs risqués par les ménages (Banque de France, 2015).

L'épargne réglementée

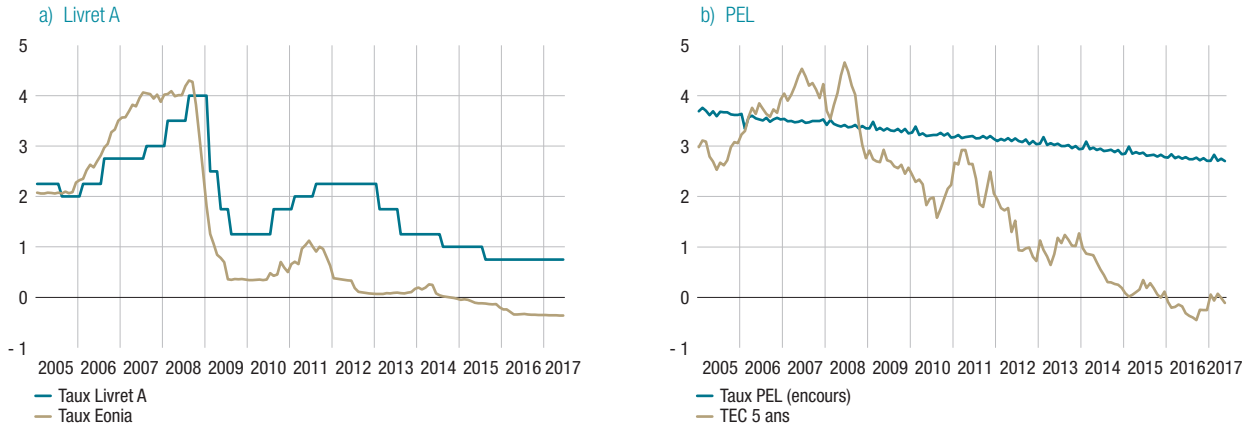
Depuis la crise financière, les taux d'intérêt de l'épargne réglementée sont supérieurs aux taux de marché (cf. graphique 7). À la fin de 2016, le taux moyen de rémunération des PEL s'établissait ainsi à 2,74 % pour un taux sur les emprunts d'État à 5 ans à – 0,2 %. Par ailleurs, la distribution du livret A, garanti par l'État, a été banalisée en 2009 et les plafonds des livrets A et du LDD ont été fortement relevés entre fin 2012 et début 2013. En conséquence, à la fin de 2016, l'encours des livrets réglementés (livret A, bleu, LDD et livrets jeunes) s'élevait à 356 milliards et celui des PEL à 259 milliards, soit au total 12,7 % de leur patrimoine financier brut, contre respectivement 190 milliards et 206 milliards, ou au total 11,6 % de leur patrimoine financier brut en 2006. Dans un contexte marqué par la crise financière puis par celle des dettes souveraines, il est rationnel que les ménages français aient dirigé leur épargne vers des placements à la fois sûrs et liquides [7], mais aussi rémunérés à des taux supérieurs à ceux du marché, l'intervention publique leur garantissant le « meilleur des mondes ».

La fiscalité des revenus de l'épargne

En théorie, afin d'éviter d'introduire des distorsions dans les choix des agents, la fiscalité des revenus de l'épargne devrait être neutre, à la fois dans le temps et entre instruments d'épargne.

7 À la fin de 2016, 58,3 % des encours de PEL étaient logés dans des comptes ouverts depuis plus de quatre ans, permettant de les liquider sans réduction de taux d'intérêt par rapport au niveau fixé initialement ou imposition des intérêts au titre de l'impôt sur le revenu pourvu que le plan ait été ouvert moins de douze ans plus tôt.

G7 Les taux de l'épargne réglementée et les taux de marché
(en %)



Source : Banque de France.

• La fiscalité ne devrait pas conduire à des distorsions dans l'allocation temporelle de l'épargne (Atkinson et Stiglitz, 1976). En particulier, elle ne devrait pas être spoliatrice, c'est-à-dire ne pas frapper l'épargne de manière cumulative en conduisant à des rendements réels négatifs (Judd, 1985 ; Chamley, 1986). À cet égard, un problème réside dans la prise en compte de l'inflation, dont le niveau optimal est généralement évalué, pour un ensemble de raisons, comme légèrement inférieur à 2 % (Drumetz *et al.*, 2015) [8]. La solution la plus simple serait une imposition nulle. À défaut, le taux de taxation devrait être le plus bas possible.

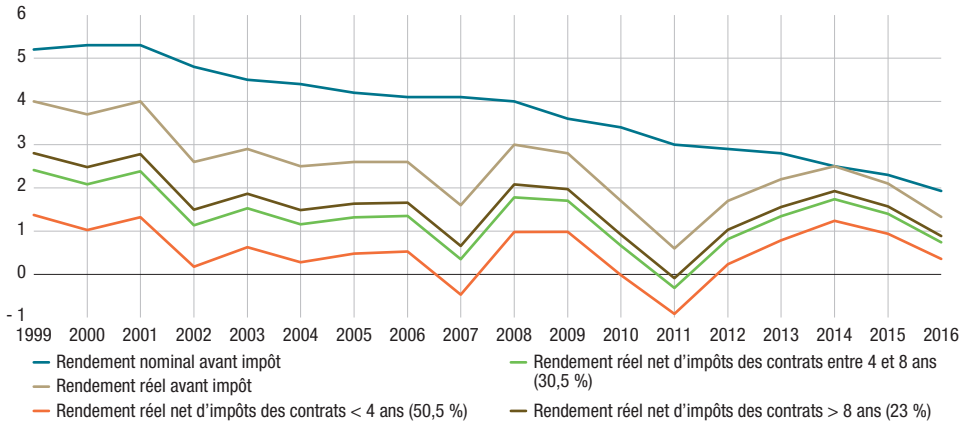
• Par ailleurs, afin que les épargnants effectuent des choix efficaces liés à leurs caractéristiques personnelles (préférences, revenus, anticipations) et pour éviter la formation de rentes, la fiscalité ne devrait pas créer de distorsions en faveur de certains instruments (Aubier *et al.*, 2005 ; Monfront *et al.*, 2005 ; cf. graphique 8).

Créant des distorsions en faveur d'instruments liquides et peu risqués, aggravées par son caractère complexe et instable et par le jeu de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) (Monfront *et al.*, 2005), la fiscalité française des revenus de l'épargne est peu satisfaisante de ce double point de vue. Ainsi, Aubier *et al.* (2005), s'appuyant sur une modélisation du comportement d'épargne, montrent que ces distorsions conduisent, en minorant la part des actions dans les portefeuilles des ménages français, à en abaisser le rendement de 30 % et à renchérir de 40 points de base le coût du capital des entreprises françaises. Par ailleurs, encore relativement modérée avant la crise, la fiscalité des revenus de l'épargne s'est depuis fortement accrue en France : en 2014, l'imposition du capital au titre des revenus des ménages (hors entrepreneurs individuels) représentait 1,5 % du PIB en France, au lieu de 0,8 % en 2009, plaçant notre pays en quatrième position dans l'Union européenne, derrière le Danemark (2,9 %), la Grèce (1,8 %) et le Portugal (1,5 %) (Commission européenne, 2016).

Un moyen de réduire les distorsions serait d'imposer les revenus de l'épargne à un taux moyen uniforme (*flat tax*) permettant de conserver un niveau *a priori* (c'est-à-dire sans tenir compte d'effets positifs éventuels sur l'épargne et la croissance économique) identique de recettes fiscales. Monfront *et al.*

8 Soit une épargne placée au taux de 2 % dont le revenu est imposé à 30 %. Si l'inflation est nulle, le rendement réel est de 1,4 % ; si l'inflation est de 2 %, le rendement réel chute à – 0,6 %. Si le taux d'imposition est de 40 %, les rendements réels respectifs sont de 1,2 % et – 0,8 %. La distorsion s'accroît à la fois avec le taux d'inflation et le taux d'imposition. Le graphique 8 illustre la distorsion liée à l'imposition, montrant qu'elle peut conduire à des rendements négatifs, même dans le cas de l'assurance-vie en euros où les épargnants qui choisissent cet instrument bénéficient pourtant d'effets favorables de mutualisation en période de baisse prolongée des taux d'intérêt.

G8 Rendement de l'assurance-vie avant et après imposition
(en %)



Sources : ACPR, FFA.

(2005) proposent ainsi un taux unique de 12 %. Garnier et Thesmar (2009) actualisent leurs calculs mais, suggérant aussi d'introduire deux dérogations (abattement forfaire à la base des « premières centaines d'euros » et déductions ou exonérations en faveur de dispositifs d'épargne à long terme, type PERCO, PERP ou assurance-vie « allongée »), recommandent un taux plus proche de 20 %. L'alourdissement de l'imposition des revenus de l'épargne conduirait à un taux uniforme un peu inférieur à 20 % (ou 30 % avec les dérogations préconisées par Garnier et Thesmar, 2009).

Conclusion

Le comportement des Français en matière d'épargne ne semble pas être exceptionnel. Non seulement il ne diffère pas sensiblement de celui que l'on trouve à l'étranger, notamment en Europe, mais, pour l'essentiel, il apparaît rationnel au regard des incitations fournies. Les résultats de Christelis *et al.* (2013) montrant un rôle de l'environnement économique plus important que celui des caractéristiques des ménages et opposant pays disposant de marchés d'actions développés ou non sont ainsi confortés. Pour créer un environnement plus propice à la détention d'actions, les pouvoirs publics disposent de leviers dont certains peuvent être efficaces à court terme (déréglementation des taux créditeurs, privatisations) ou à échéance plus éloignée (politiques économiques favorables à la croissance des entreprises et à la concurrence entre gestionnaires d'épargne, développement de fonds de pension, neutralité fiscale). Améliorer l'éducation financière et promouvoir un conseil financier transparent et non biaisé favoriseraient aussi la détention d'actifs risqués par les ménages. Même si ces actions ne devraient avoir qu'un impact limité, elles mériteraient d'être suivies. En effet, elles augmenteraient le bien-être collectif *via* une moindre exclusion sociale et une allocation plus performante des portefeuilles.

Bibliographie

Allianz (2017)
« *When will the penny drop? Money, financial literacy and risk in the digital age* », *International Pension Papers*, 1.

Arrondel (L.), Bartiloro (L.), Fessler (P.), Lindner (P.), Mathä (T. Y.), Rampazzi (C.), Savignac (F.), Schmidt (T.), Schürz (M.) et Vermeulen (P.) (2016)
« *How do households allocate their assets? Stylized facts from the Eurosystem household and consumption survey* », *International Journal of Central Banking*, 12(2), 129-220, *http ://www.ijcb.org/journal/ijcb16q2a4.htm*

Arrondel (L.), Debbich (M.) et Savignac (F.) (2013)
« *Financial literacy and financial planning in France* », *Numeracy*, 6(2), article 8.

Arrondel (L.) et Masson (A.) (2014a)
« Mesurer les préférences des épargnants – Comment et pourquoi (en temps de crise) ? », *Économie et Statistique*, 467-468, 5-49.

Arrondel (L.) et Masson (A.) (2014b)
« Allocation de l'épargne et investissement de long terme », AMF, Labex Louis Bachelier, *Opinions et Débats*, 6, septembre, *http ://www.louisbachelier.org/wp-content/uploads/2014/12/OD6-09_09-BD.pdf*

Arrondel (L.) et Masson (A.) (2016)
« Pourquoi la demande d'actions baisse-t-elle pendant la crise : préférences ou anticipations ? », Paris School of Economics, décembre.

Arrondel (L.) et Masson (A.) (2017)
« Chute continue du taux d'actionnaires français depuis la crise de 2008 : une énigme ? », Agora de la gestion : « Épargne et détention d'actions par les épargnants », AFG & ILB, École des Mines, 2 mars.

Atkinson (A. B.) et Stiglitz (J.) (1976)
« *The design of tax structure: direct and indirect taxation* », *Journal of Public Economics*, 6, 55-75.

Avouyi-Dovi (S.), Borgy (V.), Pfister (C.) et Sédillot (F.) (2017a)
« *A revisited financial almost ideal demand system: An application to the French households' Portfolio* », février, manuscrit.

Avouyi-Dovi (S.), Borgy (V.), Pfister (C.) et Sédillot (F.) (2017b)
« Portefeuille stable des ménages depuis la crise », billet pour le Blog de la Banque de France, 6 avril, *https ://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/portefeuille-stable-des-menages-depuis-la-crise*

Bachellerie (A.), Charavel (C.) et Pfister (C.) (2016)
« La destination finale des placements financiers des ménages avant et pendant la crise », *Bulletin de la banque de France*, 205, mai-juin, 55-61, *https ://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-de-la-banque-de-france_205_2016-05-06.pdf*

Badarinza (C.), Campbell (J. Y.) et Ramadorai (T.) (2016)
« *International comparative household finance* », National Bureau of Economic Research, *NBER Working Papers*, n° 22066.

Banque de France (2015)
« L'épargne des ménages français : davantage drainée par des produits réglementés qu'orientée par les mécanismes de marché », Focus, 14, 21 juillet, *https ://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/focus-14_2015-07-21_fr.pdf*

Bergstresser (D.), Chalmers (J. M. R.) et Tufano (P.) (2009)
« *Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry* », *Review of Financial Studies*, 22(10), 4129-4156.

Bhattacharya (U.), Hackethal (A.), Kaesler (S.), Loos (B.) et Meyer (S.) (2012)
« *Is unbiased financial advice to retail investors sufficient? Answers from a large field study* », *Review of Financial Studies*, 25(4), 975-1032.

Blake (D.) (2004)
« *Modelling the composition of personal sector wealth in the US* », *Applied Financial Economics*, 14, 611-630.

Blunt (B. F.) et Upcher (M. R.) (1979)
« *Generalized adjustments of assets equations* », *Australian Economics Papers*, 33, 308-321.

Chamley (C.) (1986)
« *Optimal taxation of capital income in economies with identical private and social discount rates* », *Econometrica*, 54, 607-622.

Christelis (D.), Georgarakos (D.) et Haliassos (M.) (2013)
« *Differences in portfolios across countries: Economic environment versus household characteristics* », *Review of Economics and Statistics*, 95(1), 220-236.

Christoffersen (S. E. K.), Evans (R.) et Musto (D. K.) (2013)
« *What do consumers' fund flows maximize? Evidence from their brokers' incentives* », *Journal of Finance*, 68(1), 201-235.

Christophides (L. N.) (1976)
« *Quadratic cost and multi-assets partial adjustments equations* », *Applied Economics*, 8, 301-305.

Commission européenne (2016)
Taxation trends in the European Union, *http ://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2016/econ_analysis_report_2016.pdf*

Drumetz (F.), Pfister (C.) et Sahuc (J.-G.) (2015)
Politique monétaire, de Boeck.

Foerster (S.), Linnainmaa (J. T.), Melzer (B. T.) et Previtero (A.) (2017)
« *Retail finance advice: Does one size fit all?* », *Journal of Finance*, 72(4), 1441-1482.

Garnier (O.) et Thesmar (D.) (2009)
Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers, rapport du Conseil d'analyse économique, 86, *http ://www.cae-eco.fr/Epargner-a-long-terme-et-maitriser-les-risques-financiers.html*

Gennaioli (N.), Shleifer (A.) et Vishny (R.) (2015)
« *Money doctors* », *Journal of Finance*, 70(1), 91-114.

Grinblatt (M.), Keloharju (M.) et Linnainmaa (J.) (2011)
« *IQ, trading behavior, and performance* », *Journal of Finance*, 66(6), 339-362.

Guette-Khiter (C.) (2017)
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2016 », *Bulletin de la Banque de France*, 213, 5-14.

Guiso (L.), Sapienza (P.) et Zingales (L.) (2008)
« *Trusting the stock market* », *Journal of Finance*, 63(6), 2557-2600.

Guiso (L.) et Viviani (E.) (2015)
« *How much can financial literacy help?* », *Review of Finance*, 19(4), 1347-1382.

Hackethal (A.), Haliassos (M.) et Japelli (T.) (2012)
« *Financial advisors: A case of babysitters?* », *Journal of Banking and Finance*, 36, 509-524.

Haliassos (M.) et Bertaut (C. C.) (1995)
« *Why do so few people hold stocks?* », *Economic Journal*, 105(5), 1110-1129.

Judd (K. L.) (1985)
« *Redistributive taxation in a simple foresight model taxation* », *Journal of Public Economics*, 28, 59-83.

Kaustia (M.) et Torstila (S.) (2011)
« *Stock market aversion? Political preferences and stock market participation* », *Journal of Financial Economics*, 100(1), 98-112.

Le Bris (D.) (2009)
« L'épargne en valeurs mobilières depuis 150 ans », complément B au rapport *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, rapport du Conseil d'analyse économique, 86, 123-137, *http ://www.cae-eco.fr/Epargner-a-long-terme-et-maitriser-les-risques-financiers.html*

Le Bris (D.) (2012)
« La volatilité des actions françaises sur le long terme », *Revue économique*, 63(3), 569-580.

Le Lorier (A.) (2017)
« Mieux canaliser l'épargne vers un investissement de qualité », discours de clôture de la conférence Financer la croissance : Comment l'épargne nationale soutient-elle les investissements de long terme ?, Banque de France et France Stratégie, avril, *https ://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2017/04/11/20170403_conference_financer_la_croissance_all.pdf*

Lusardi (A.) et Mitchell (O.) (2014)
« *The economic importance of financial literacy: theory and evidence* », *Journal of Economic Perspectives*, 52(1), 5-44.

Malmendier (U.) et Nagel (S.) (2011)
« *Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?* », *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 1449-1496.

Markovitz (H.) (1952)
« *Portfolio selection* », *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

Monfront (R.), Paul (L.) et Pfister (C.) (2005)
« La fiscalité des revenus de l'épargne », complément D au rapport du Conseil d'analyse économique *Croissance équitable et concurrence fiscale*, 56, 247-266, *http ://www.cae-eco.fr/Croissance-equitable-et-concurrence-fiscale.html*

Mullainathan (S.), Noeth (M.) et Schoar (A.) (2012)
« *The market for financial advice: an audit study* », National Bureau of Economic Research, *NBER Working Papers*, n° 17929.

Observatoire de l'épargne réglementée (2017)
Rapport annuel de l'Observatoire de l'épargne réglementée, juillet, *https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/observatoire-de-lepargne-reglementee*

Organisation de coopération et de développement économiques (2017)
G20/OECD INFE Report on Adult Financial Literacy in G20 Countries, *http://www.oecd.org/finance/g20-oecd-infe-report-adult-financial-literacy-in-g20-countries.htm*

Philippon (T.) (2017)
« *The fintech opportunity* », *BIS Working Paper*, n° 655, *http ://www.bis.org/publ/work655.htm*

Sharpe (W. F.) (1964)
« *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk* », *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Siegel (J.) (1994)
Stocks for the long run, Irwin, New York.

Van Rooij (M.), Lusardi (A.) et Alessie (R.) (2011)
« *Financial literacy and stock market participation* », *Journal of Financial Economics*, 101, 449-472.

Villeroy de Galhau (F.) (2015)
« Le financement de l'investissement des entreprises », Rapport à Manuel Valls, Premier ministre de la République française, *http ://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2015/10/rapport_sur_le_financement_de_linvestissement_des_entreprises.pdf*

Les organismes d'assurance en France : évolution des placements en 2016

Samuel SLAMA
Secrétariat général
de l'Autorité de contrôle
prudentiel et de résolution
Direction des Études

Hector TOUBON
Direction générale
des Statistiques
Direction des Statistiques
monétaires et financières

Avec un total de 2 543 milliards d'euros de placements détenus par les assureurs soumis au régime Solvabilité II (cf. glossaire en annexe) à fin 2016, le marché français de l'assurance est le premier de la zone euro.

Les assureurs sont confrontés à deux défis majeurs qui influencent leur comportement d'investissement. D'une part, l'environnement de taux d'intérêt historiquement bas dilue progressivement le rendement financier de leurs placements en raison du réinvestissement des liquidités dans des obligations à taux très faible. Ce contexte peut inciter les organismes vie ou mixtes à chercher des sources de rendement complémentaires afin d'assurer des niveaux de revalorisation satisfaisants à leurs clients. D'autre part, la détermination des exigences en capital sous Solvabilité II repose sur des calculs de pertes économiques fondées notamment sur le risque de marché lié aux placements détenus, ce qui incite à une gestion plus dynamique des placements. Comme le souligne cette étude, la structure du portefeuille des assureurs s'ajuste lentement, leurs placements étant pour l'essentiel composés de titres remboursables détenus jusqu'à leur terme. En 2016, on observe un allongement des maturités résiduelles des titres de créance à taux fixe et un recours accru aux actifs de diversification.

Mots clés : assurance, placements, taux bas, Solvabilité II, mise en transparence

Code JEL : G22

Chiffres clés en 2016

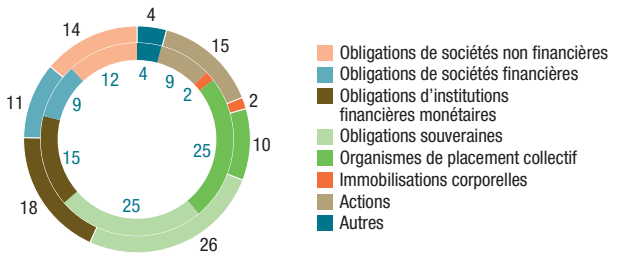
2 543 milliards d'euros
les encours de placements des organismes d'assurance soumis à Solvabilité II dont
1 553 milliards de titres obligataires
et **221 milliards de titres de capital**
avant mise en transparence des OPC

11 milliards d'euros
flux nets négatifs sur des titres obligataires relativement proches de leur échéance (maturité résiduelle comprise entre 1 et 5 ans)

126 milliards d'euros
les investissements immobiliers, en hausse de 12 %

Ventilation des portefeuilles d'actifs des assureurs par support à fin 2016
(avant et après mise en transparence des OPC résidents)

(en %)



Notes : En bleu les pourcentages avant mise en transparence.
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles Solvabilité II.

1. Une structure des placements stable et majoritairement orientée vers les produits de taux

Le marché de l'assurance français est le premier de la zone euro en termes d'actifs détenus, avec près de 35 % du bilan des assureurs européens [1]. À fin 2016, les assureurs vie et mixtes représentent 91% du total des placements des assureurs français (2 321 milliards d'euros sur un total de 2 543 milliards). Selon les rapports prudentiels remis à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) [2] ces placements sont essentiellement constitués d'obligations (environ 60 % des placements en valeur) et de parts d'organismes de placement collectif (OPC, 25 %) – cf. graphique 1a. Ils sont investis sur des titres majoritairement émis par des résidents (64 %) et des émetteurs de la zone euro (23 %) – cf. graphique 1b. Tous titres confondus, ils financent à hauteur de 55 % les sociétés financières (y compris les institutions financières et monétaires et OPC non monétaires), 25 % les administrations publiques et 16 % les sociétés non financières (cf. graphique 1c).

La structure des placements est très stable, comme le confirme le rapprochement des bilans prudentiels à fin 2015 et fin 2016.

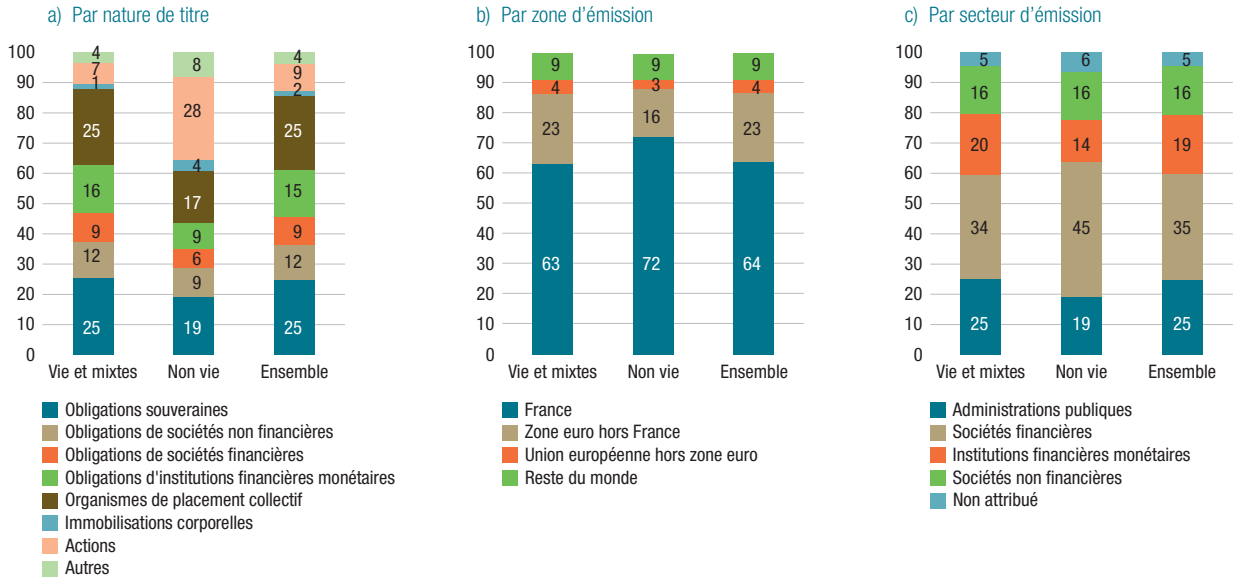
Des spécificités selon l'activité des organismes, la nature des engagements souscrits et des titres détenus

La structure des portefeuilles diffère selon l'agrément de l'organisme (cf. graphiques 1a, b et c) : les organismes non vie détiennent davantage d'actions et sont plus exposés au secteur financier ainsi qu'aux titres émis par des résidents. À l'inverse, les organismes vie et mixtes délèguent une plus large partie de la gestion de leurs placements à des OPC et détiennent une plus grande part de titres obligataires. En effet, la détention d'obligations peu

1 Source : BCE (*http://sdw.ecb.europa.eu*).

2 Données issues des rapports annuels harmonisés au niveau européen remis par les assureurs soumis à Solvabilité II à l'ACPR (cf. glossaire en annexe).

G1 Répartition des placements des organismes d'assurance selon leur activité à fin 2016
(parts en %)



Note : La ventilation des organismes d'assurance selon leur activité vie/mixtes ou non vie est issue des déclarations des organismes dans leurs remises annuelles Solvabilité II.
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles Solvabilité II.

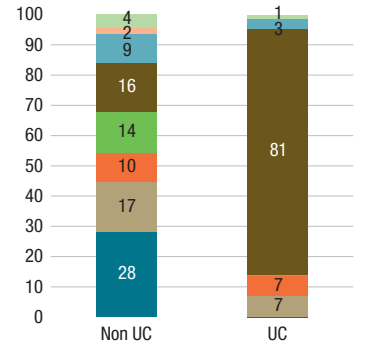
risquées et à taux fixes est cohérente avec les garanties sur les prestations (garantie en capital, minimum garantie, etc.) proposées par ces organismes.

Les placements détenus en représentation de contrats en unités de compte [3] (UC), pour lesquels les assurés supportent un risque de perte, sont plus largement investis dans des OPC et plus fortement exposés, *via* ces OPC, au risque actions (après mise en transparence) [4] – cf. graphique 2.

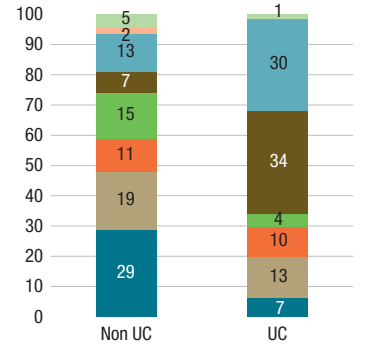
Par ailleurs, les expositions sectorielle et géographique diffèrent sensiblement selon la nature des titres détenus (cf. graphique 3).

G2 Répartition des placements des assureurs selon la nature des contrats à fin 2016
(en %)

a) Avant mise en transparence des OPC résidents



b) Après mise en transparence des OPC résidents

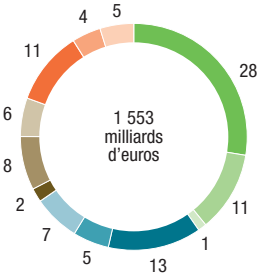


Obligations souveraines
Obligations d'institutions financières monétaires
Obligations de sociétés financières
Obligations de sociétés non financières
OPC non résidents
Actions
Immobilisations corporelles
Autres (dont non ventilés)

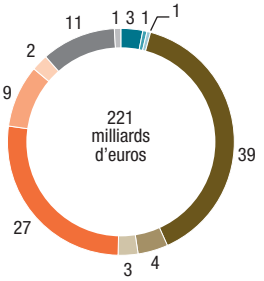
Note : UC correspond à « unités de compte ».
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles 2016 Solvabilité II, mise en transparence par la collecte « Fonds d'investissements » de la Banque de France.

G3 Répartition sectorielle et géographique des placements des assureurs au quatrième trimestre 2016
(parts en %)

a) En obligations



b) En titres de capital



Institutions financières monétaires — France, Zone euro hors France, Reste du monde
Sociétés financières — France, Zone euro hors France, Reste du monde
Sociétés non financières — France, Zone euro hors France, Reste du monde
Administrations publiques — France, Zone euro hors France, Reste du monde
Autres secteurs — France, Zone euro hors France

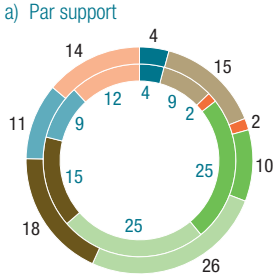
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles 2016 Solvabilité II.

3 Cf. glossaire en annexe.

4 Cf. *Analyses et synthèses* n° 81 : « *La situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France au quatrième trimestre 2016* ». La mise en transparence consiste à remplacer les parts d'OPC résidents par la quote-part correspondante des portefeuilles titres des OPC.

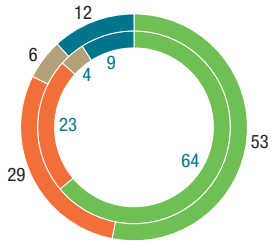
G4 Ventilation des portefeuilles d'actifs des assureurs à fin 2016
(avant et après mise en transparence des OPC résidents)
(parts en %)

a) Par support



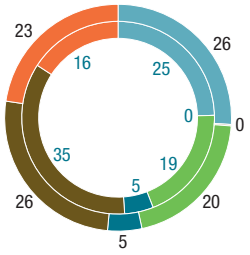
- Obligations de sociétés non financières
- Obligations de sociétés financières
- Obligations d'institutions financières monétaires
- Obligations souveraines
- Organismes de placement collectif
- Immobilisations corporelles
- Actions
- Autres

b) Par zone géographique



- France
- Zone euro hors France
- Union européenne hors zone euro
- Reste du monde

c) Par secteur d'émission



- Administrations publiques
- Institutions financières monétaires
- Non attribué
- Sociétés financières
- Sociétés non financières

Notes : En bleu les pourcentages avant mise en transparence des OPC résidents. Seule la mise en transparence des OPC résidents est effectuée, faute de données suffisantes sur les portefeuilles des OPC étrangers, ce qui explique qu'il reste des parts d'OPC non mises en transparence.
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles Solvabilité II.

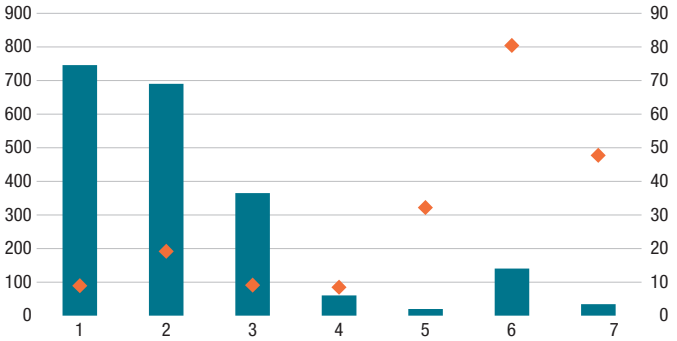
Des placements *via* les OPC plus diversifiés que ceux détenus en direct

Les placements détenus *via* des OPC ont des caractéristiques sensiblement différentes de ceux détenus directement par les assureurs (cf. graphiques 4 a, b et c). À fin 2016, la mise en transparence des OPC résidents augmente ainsi l'exposition totale des assureurs aux actions de 6 points de pourcentage, aux titres émis par des résidents de la zone euro hors France de 6 points, et aux sociétés non financières de 7 points.

Des plus-values latentes toujours très importantes

Calculés grâce aux informations contenues dans les bilans des remises annuelles Solvabilité II, les taux de plus ou moins-values latentes (PMVL) [5], qui représentent l'écart en pourcentage entre la valeur de marché et la valeur nette comptable des titres détenus, restent à des niveaux élevés (15 % pour l'ensemble des placements hors UC). Notamment, les taux de PMVL obligataires atteignent 13 % sous l'effet des taux très bas. Un niveau similaire s'observe pour les actions (cf. graphique 5).

G5 Taux de plus ou moins-values latentes (PMVL) et montants des principales poches d'investissement à fin 2016
(avant mise en transparence des OPC résidents)
(montants en milliards d'euros, taux en %)



1 Obligations d'entreprise
2 Obligations souveraines
3 Organismes de placement collectif
4 Actions cotées
5 Actions non cotées
6 Détentions dans des entreprises liées
7 Biens immobiliers

Montant (échelle de gauche) ◆ Taux de PMVL (échelle de droite)

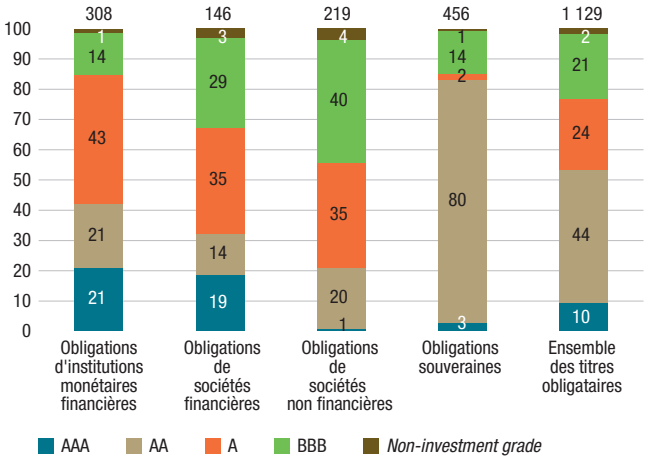
Note : Ne sont pris en compte que les titres obligataires disposant d'une notation externe.
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles Solvabilité II.

5 Cf. glossaire en annexe.

Des titres détenus bénéficiant de bonnes notations

La qualité des titres détenus par les assureurs s'apprécie également au regard de leur niveau de notation (cf. graphique 6). La quasi-totalité des titres obligataires directement détenus par les assureurs (98 %) sont notés *investment grade* (notation BBB- et supérieure, selon l'échelle de Standard & Poor's) et la moitié d'entre eux disposent des plus hauts niveaux de notation (AAA et AA, selon l'échelle de Standard & Poor's) [6].

G6 Niveau de notation des titres obligataires à fin 2016
(avant mise en transparence des OPC résidents)
(en % ; montants en milliards d'euros)



Note : Ne sont pris en compte que les titres obligataires disposant d'une notation externe.
Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles Solvabilité II.

2. Un allongement de la maturité des portefeuilles et une recherche de diversification des placements

Allongement de la maturité résiduelle moyenne des portefeuilles

Au cours des trois derniers trimestres 2016, les organismes d'assurance enregistrent un flux net [7] négatif de 11 milliards d'euros sur des titres obligataires relativement proches de leur échéance (maturité résiduelle comprise entre 1 et 5 ans [8]). La majeure partie de ces obligations cotant au-dessus du pair, ces cessions d'obligations avant terme permettent la réalisation de plus-values ; celles-ci ne sont pas versées en résultat financier pour les assureurs vie et mixtes mais abondent la réserve de capitalisation [9], ce qui renforce la solvabilité des organismes.

Dans leur stratégie de réinvestissement, les assureurs visent deux objectifs : d'une part ne pas dégrader le niveau de risque afin de limiter la consommation de fonds propres et d'autre part limiter la baisse du rendement de leurs actifs dans un contexte de taux bas. Le taux de coupon moyen diminue de nouveau en 2016 de 0,2 point, passant de 3,6 % au premier arrêté trimestriel à 3,4 % au dernier arrêté trimestriel 2016. La concentration des flux sur des maturités résiduelles supérieures à 10 ans (50 milliards d'euros) permet aux assureurs de maintenir des taux de coupons moyens compris entre 2,3 % et 5,3 % [10] au dernier trimestre 2016, avec en contrepartie une sensibilité plus forte du portefeuille en cas de remontée des taux. Les 50 milliards d'euros de flux nets de maturités résiduelles supérieures à 10 ans sont composés à 40 % de titres d'État, soit 20 milliards. Cela peut s'expliquer par la profondeur du marché des titres publics [11] et par les faibles exigences prudentielles en fonds propres liées à la détention de ces titres.

Une diversification accrue portée par le développement des unités de compte

Les encours de titres de capital s'accroissent

En 2016, les encours d'investissements en titres de capital [12] ont crû de 17 milliards d'euros pour atteindre 221 milliards au dernier trimestre, la part de ces titres dans le total de l'actif des assureurs est ainsi passée de 8 à 9 %. Cette hausse s'est principalement portée vers les sociétés financières, en particulier résidentes (les flux d'actions vers les émetteurs résidents se sont élevés à 12 milliards

6 Les obligations ne disposant pas de notation externe sont exclues de l'échantillon.

7 Flux nets : achats moins cessions de titres (91 milliards d'euros) hors tombées (80 milliards). Toute la deuxième partie de l'article porte sur les flux des trois derniers trimestres 2016 (cf. annexe – Méthodologie pour le calcul des flux).

8 Les flux obligataires nets de maturités résiduelles inférieures à un an sont essentiellement composés de titres de créances négociables de maturité d'origine inférieure à un an.

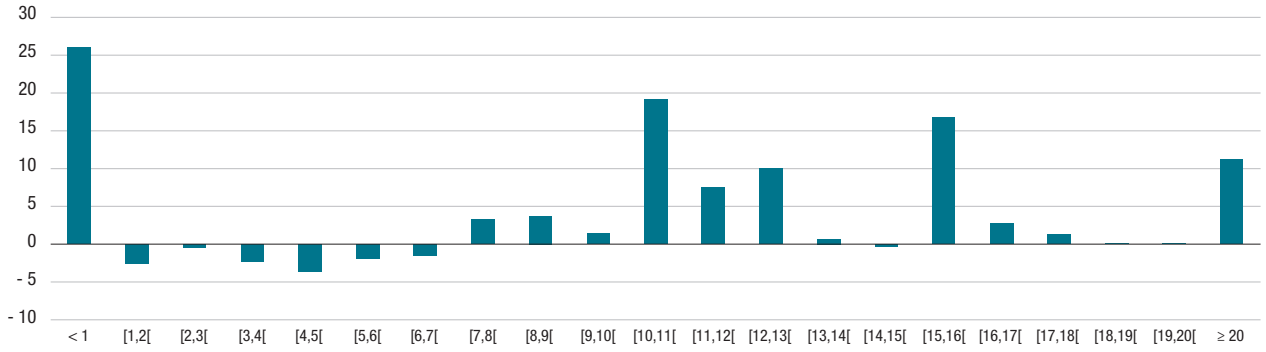
9 Cf. glossaire en annexe.

10 Taux de coupon moyen pondérés des encours par année de maturités résiduelles.

11 Les titres d'État constituent 38 % des encours obligataires de maturités résiduelles supérieures à 10 ans.

12 Titres de capital : actions cotées, non cotées et autres participations.

G7 Flux obligataires nets cumulés du deuxième au quatrième trimestres 2016 par maturités résiduelles
(abscisses en année ; ordonnées en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles Solvabilité II.

d'euros). Hors effet de valorisation, cette variation résulte d'un flux net positif de 6,2 milliards sur les trois derniers trimestres 2016 réparti entre actions cotées (+ 2,7 milliards), actions non cotées (+ 1,7 milliard) et autres participations [13] (+ 1,8 milliard).

Par ailleurs, la détention indirecte d'actions a également augmenté : la hausse des encours d'OPC en 2016 s'est traduite, après mise en transparence, en investissements en actions cotées (22 milliards), OPC non-résidents (20 milliards) et obligations (9 milliards).

Les actifs détenus *via* des OPC et contreparties des contrats en UC sont composés de 42 % d'OPC non-résidents, 33 % d'actions et 25 % d'obligations (cf. graphique 8). La croissance de 2 % du total de l'actif des assureurs entre les premier et quatrième trimestres 2016 a été quasi-exclusivement portée par les contreparties à l'actif des fonds UC et plus particulièrement par la détention directe et *via* OPC résidents d'actions.

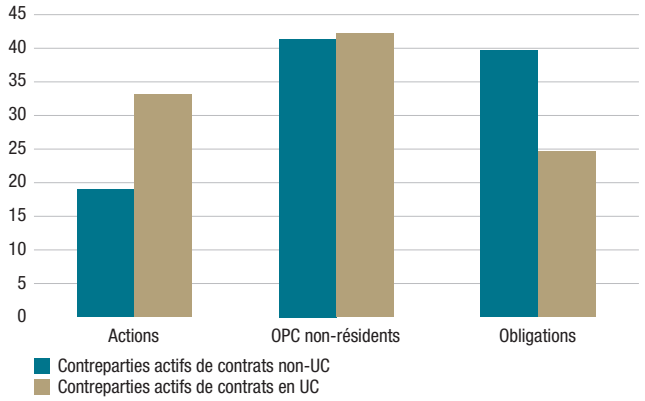
Outre l'investissement en actions, les assureurs utilisent également les OPC pour accroître leur diversification internationale. Ainsi, l'actif des assureurs hors OPC [14] est investi à 65 % en titres émis par des résidents alors que les parts d'OPC résidents détenues sont investies à 65 % hors de France.

L'investissement dans les OPC résidents accroît par ailleurs la part des investissements réalisés dans les sociétés non financières. En particulier, 79 % des actions cotées, lorsqu'elles sont détenues au travers d'OPC, sont investies dans le secteur des sociétés non financières (contre 38 % lorsqu'elles sont détenues en direct).

13 Titres de capital non échangeables sur un marché réglementé.

14 Top 10 des pays émetteurs, représentatif de 90 % du portefeuille.

G8 Représentation des OPC mis en transparence par classe d'actifs et par type de fonds
(en %)



Sources : ACPR, Banque de France – remises annuelles 2016 Solvabilité II, mise en transparence par la collecte « Fonds d'investissements » de la Banque de France.

Encadré

Autres aspects de l'adaptation des assureurs à l'environnement macroéconomique de taux très bas

Les organismes d'assurance disposent de plusieurs leviers, au-delà d'une modification de leur allocation d'actifs, pour résister à court ou moyen terme à une situation de taux bas, tels que :

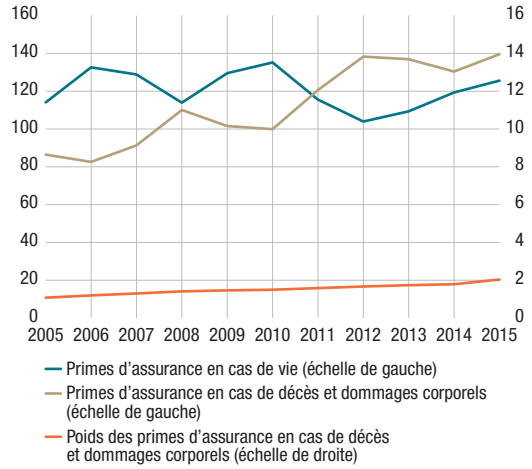
- la baisse des taux de revalorisation des contrats d'épargne (de 4,10 % en 2007 à 1,93 % en 2016 pour les contrats individuels en euros [1]) et des taux garantis pour les nouveaux contrats [2] ;

- la réorientation de la collecte vers les unités de compte (+ 37 milliards d'euros de collecte nette entre janvier 2015 et mai 2017), pour lesquelles le risque en capital est supporté par les assurés. Le succès des contrats en unités de compte contraste en revanche avec le faible développement des contrats euro-croissance [3] (+ 1,3 milliard d'euros de primes cumulées entre janvier 2015 et mai 2017).

L'impact négatif de l'environnement de taux bas encourage en outre les assureurs à optimiser leur activité, voire à la réorienter, selon plusieurs dimensions.

D'une part, un effort significatif a été entrepris entre 2015 et 2016 par les assureurs pour réduire les frais qu'ils engagent dans le cadre de la gestion de leurs placements : ces derniers sont ainsi passés en moyenne de 0,21 % à 0,18 % de l'actif des organismes vie et mixtes, et de 0,24 % à 0,22 % de l'actif des organismes non vie. La baisse des frais de gestion des différents types d'OPC, qui a un impact direct sur les frais de gestion des placements des assureurs, y a probablement contribué.

Part des primes de l'assurance en cas de décès et de l'assurance des dommages corporels dans l'ensemble des primes des assureurs vie et mixtes
(montants en milliards d'euros, parts en %)



Source : ACPR.

D'autre part, on observe une réorientation de l'activité des assureurs vie et mixtes en faveur des activités de santé et de prévoyance (décès et dommages corporels), dont les primes ont tendance à augmenter sur les dix dernières années (de 8 % à 14 % de l'ensemble des primes des assureurs vie et mixtes entre 2005 et 2015) au détriment des primes d'assurance en cas de vie, plus volatiles et globalement orientées à la baisse sur la même période [4].

Enfin, le développement des « AssurTech » (« *InsurTech* » en anglais), organismes d'assurance ou prestataires d'activités d'assurance (courtiers, gestionnaires) mettant à profit les technologies récentes, pourrait également avoir un impact à moyen terme sur le modèle économique du secteur. Il reste cependant encore difficile d'en évaluer l'ampleur et les conséquences. En France, l'ACPR a agréé un « AssurTech » en octobre 2016.

1 Cf. *Analyses et synthèses* n° 78 : « Assurance vie en France et environnement de taux bas », pour plus de détails (*https ://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/201705-as78-taux-bas-version-3_0.pdf*).
2 Cf. *Analyses et synthèses* n° 66 : « Le taux technique en assurance vie (Code des Assurances) », pour plus de détails (*https ://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/201606_as66_le_taux_technique_en_assurance_vie.pdf*).
3 Cf. glossaire en annexe.
4 Cf. *Analyses et synthèses* n° 78 : « Assurance vie en France et environnement de taux bas », pour plus de détails (*https ://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/201705-as78-taux-bas-version-3_0.pdf*).

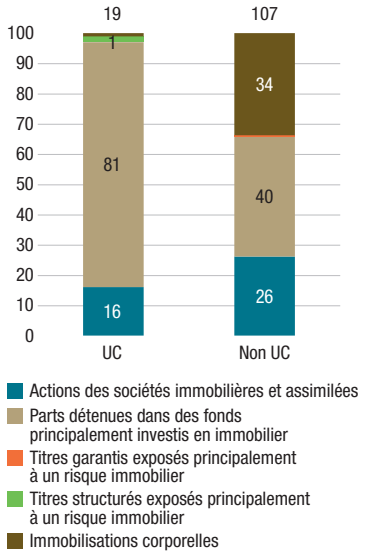
Le relatif dynamisme des investissements immobiliers

Entre les premier et dernier trimestres 2016, les encours d'investissements immobiliers au sens large [15] ont crû de 15 milliards d'euros pour atteindre 126 milliards au dernier trimestre, soit un peu moins de 5 % des placements des assureurs. Cette hausse est principalement portée par la détention de parts de fonds immobiliers (15 milliards) et de titres de sociétés immobilières (2,3 milliards), au détriment de la détention directe des immobilisations corporelles.

Les encours immobiliers, avant mise en transparence, sont, pour 17 %, des contreparties de contrats en UC. Particularité propre à ces contreparties, 81 % de ces encours représentatifs de contrats en unités de compte sont détenus indirectement, *via* des fonds immobiliers (cf. graphique 9), ce qui s'explique par le besoin de détenir des placements plus liquides et caractérisés par un horizon de détention moins long pour couvrir les contraintes des contrats en UC.

G9 Placements immobiliers détenus par les organismes d'assurance au quatrième trimestre 2016, par nature des engagements représentés au passif

(en % ; montants en milliards d'euros)



Sources : ACPR, Banque de France – états trimestriels – quatrième trimestre 2016 – Solvabilité II.

15 Sont considérés comme investissements immobiliers avant mise en transparence : les actions des sociétés immobilières et assimilées, les parts détenues dans des fonds immobiliers, les immobilisations corporelles au sens de Solvabilité II (immobilier, terrains, autres constructions inamovibles et équipements), les titres structurés et garantis exposés principalement à un risque immobilier.

Annexe
Méthodologie

Rappel : Caractéristiques des différents types d'organismes d'assurance en France

Les assureurs vie et mixtes gèrent la majeure partie des « contrats en euros » et l'ensemble des « contrats en unités de compte », produits d'assurance majoritairement utilisés comme support de l'épargne des ménages.

Les assureurs non vie couvrent les dommages aux biens, la responsabilité et les risques d'accidents relatifs à la personne : ils prennent essentiellement des engagements à court terme (en moyenne un an) et règlent en général les dossiers de sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile, la caution ou l'assurance construction. Les sociétés d'assurance et les sociétés d'assurance mutuelles sont régies par le *Code des assurances*, les mutuelles dites « mutuelles 45 » par le Livre II du *Code de la mutualité* et les institutions de prévoyance par le *Code de la sécurité sociale*.

Les sociétés d'assurance mutuelles, les « mutuelles 45 » et les institutions de prévoyance sont des structures à but non lucratif. Les « mutuelles 45 » et les institutions de prévoyances assurent essentiellement les personnes.

Les « mutuelles 45 », dont la gouvernance est assurée par les adhérents, assurent principalement le risque santé et sont dans une dynamique de concentration et de re-segmentation du jeu concurrentiel.

Historiquement, les institutions de prévoyance, structures à gouvernance paritaire, sont spécialisées dans l'assurance collective (d'entreprises ou de branches professionnelles). De ces différences juridiques et historiques, découlent des structures de portefeuille d'actifs spécifiques.

Données de l'étude

	Collecte 2014		Collecte 2016 Solvabilité II	
	Effectifs	En valeur de réalisation à fin 2014	Effectifs	En valeur de réalisation à fin 2016
Total	632	2 299	466	2 543

L'échantillon traité dans l'étude 2016 compte 466 organismes actifs et soumis à Solvabilité II essentiellement sur un critère de taille de bilan [1] (contre 632 organismes dans l'étude précédente) détenant 2 543 milliards d'euros de placements en valeur de réalisation au 31 décembre 2016.

L'analyse réalisée en 2014 reposait principalement sur l'exploitation des tableaux complémentaires aux états des placements (TCEP) remis annuellement à l'ACPR par les organismes d'assurance, conformément à l'article A344-3 du *Code des assurances*. Ces tableaux comportent pour chaque ligne de titres détenue la valeur brute et nette au bilan ainsi que la valeur de réalisation au 31 décembre de l'année. Ces états ont été croisés avec les référentiels titres et émetteurs de la Banque de France enrichis des référentiels de la Banque centrale européenne pour les titres des non-résidents. Ces croisements permettent d'identifier la nature des titres, leur durée initiale ainsi que le secteur institutionnel de l'émetteur.

L'analyse des données 2016 repose essentiellement sur l'exploitation des données, remises par 466 assujettis dans le cadre du *reporting* prudentiel solo, de l'état S.06.02 listant les actifs détenus par les assureurs, pour un montant global de 2 543 milliards d'euros. En l'absence de données Solvabilité II à fin 2015, l'analyse des flux présentée dans l'étude a été réalisée sur la base des remises trimestrielles : ces remises concernent

1 Sont soumises à Solvabilité II les entreprises d'assurance dont l'encaissement annuel de primes brutes émises excède 5 millions d'euros et dont le total des provisions techniques est supérieur à 25 millions d'euros. Des possibilités d'exemptions ou de soumissions existent cependant indépendamment de ces seuils (Art. 4 de Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice, Solvabilité II).

135 organismes dont les placements s'élevaient à 2 409 milliards à la fin du quatrième trimestre 2016, soit 95 % des remises annuelles. Les données de placements utilisées sont celles issues des états annuels dits de « liste des actifs » (S.06.02). Ces données, tout comme dans le TCEP, sont enrichies à partir de données extérieures (référentiels titres et émetteurs de la Banque de France, référentiels de la Banque centrale européenne pour les titres des non résidents, collecte des fonds d'investissement de la Banque de France, etc.)

Mise en transparence des OPC

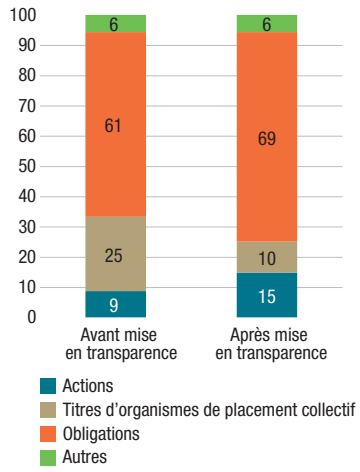
La mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif (OPC) détenus par les assureurs est opérée en exploitant les bases de données de la Banque de France (essentiellement la collecte des fonds d'investissement). Elle permet d'identifier les bénéficiaires finaux des investissements effectués : les titres d'OPC figurant dans les portefeuilles des assureurs sont ainsi remplacés par les titres dans lesquels ces OPC investissent.

Plus de 58 % des investissements des assureurs en titres d'OPC ont ainsi pu être répartis au terme de ce processus entre deux catégories d'instruments financiers sous-jacents : obligations (pour 33 % environ) et actions (25 %). Les 42 % restants des titres investis par les assureurs en OPC correspondent à des OPC non résidents (cf. graphique).

Ainsi, la part des actions (cotées et non cotées) détenues par les assureurs, est estimée à 9 % de leurs placements avant mise en transparence, et à 15 % après mise en transparence des OPC. De même, pour les obligations, leur part passe de 61 % avant mise en transparence à 69 % après.

En revanche, les taux de plus ou moins-value latente et les niveaux de notation sont estimés uniquement avant mise en transparence des OPC résidents, en l'absence des données nécessaires après mise en transparence.

Effet de la transparisation sur la structure de l'actif des assureurs
(en %)



Sources : ACPR, Banque de France – états annuels Solvabilité II S.06.02., mis en transparence par collecte « Fonds d'investissements » de la Banque de France.

Les flux

Conformément au Règlement (UE) n° 549/2013 [2], « les flux présentés *font référence à des actions et aux conséquences d'événements ayant lieu au cours d'une période déterminée, tandis que les stocks reflètent une situation à un moment précis dans le temps*. En ce sens, *un flux économique rend compte de la création, de la transformation, de l'échange, du transfert ou de la disparition d'une valeur économique*. » Au sein de l'étude, les flux sont calculés, pour les trois derniers trimestres 2016 à partir des données d'encours et de valorisation des titres pour chaque trimestre T, par la formule :

$$\text{Flux}_T = (\text{Encours}_T - \text{Encours}_{T-1}) - \text{Valo}_T - \text{Changements de volume}_T$$

La valorisation correspond à la moyenne des valorisations du titre considéré au cours du trimestre T.

2 Règlement (UE) n o 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne.

Les changements de volume prennent essentiellement en compte les changements de classement ou de structure.

Les flux nets des remboursements correspondent à la somme des flux pour chaque titre et chaque entité juridique.

Glossaire

Contrats euro croissance

Mis en place à la suite du rapport *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité* (avril 2013) des députés Karine Berger et Dominique Lefebvre pour permettre « une allocation d'actifs combinant le risque et la sûreté, et mieux orientée vers l'économie », les contrats euro-croissance sont des contrats d'assurance vie lancés en 2014 et garantissant à une échéance supérieure à 8 années un pourcentage convenu contractuellement du capital versé. L'environnement de taux bas a toutefois freiné le développement de la collecte de ce type de produits. Le décret n° 2016-959 du 13 juillet 2016 relatif aux transferts d'actifs vers des engagements donnant lieu à constitution d'une provision de diversification a amendé son fonctionnement afin d'en dynamiser le rendement, en cas d'arbitrage des contrats en euros en faveur de contrats euro-croissance.

Cotation au-dessus/au-dessous du pair

On dit qu'une obligation cote au pair si son prix est égal à sa valeur faciale, elle cote au-dessus/au-dessous du pair si son taux de coupon est supérieur/inférieur à son taux de rendement actuariel (taux de rentabilité interne associé à l'achat de l'obligation à son prix du marché à une date donnée).

Placements représentatifs de contrats en unités de compte (UC)

Ensemble des actifs détenus par l'assureur en couverture des engagements techniques des contrats dont les engagements sont exprimés en UC et pour lesquels les assurés supportent un risque de perte de capital.

Placements hors UC

Ensemble des actifs détenus par l'assureur en dehors de ceux détenus en couverture des engagements techniques des contrats dont les engagements sont exprimés en UC.

Plus-value et moins-value

Une plus-value correspond au profit qui serait réalisé à l'occasion de la vente d'un actif. Elle peut être potentielle (*i.e.* latente) ou réalisée en cas de vente effective. À l'inverse, lorsque le prix de cession est inférieur à la valeur vénale de cet actif, telle qu'elle est mentionnée au bilan de l'entreprise il existe réellement ou potentiellement une moins-value. Une plus ou moins-value se calcule donc en retranchant de la valeur de marché, la valeur nette comptable figurant au bilan de l'entreprise.

Réserve de capitalisation

La réserve de capitalisation est une réserve alimentée par les plus-values réalisées sur les cessions d'obligations et reprise symétriquement uniquement en cas de réalisation de moins-values sur ce type d'actifs. Ceci permet de lisser les résultats correspondant aux plus ou moins-values réalisées sur des obligations cédées avant leur terme, en cas de mouvements de taux. Ainsi, les organismes d'assurance vie ne sont pas incités, en cas de baisse des taux, à vendre leurs obligations distribuant des coupons élevés et dégager des bénéfices ponctuels tout en rachetant d'autres obligations, moins performantes ultérieurement.

Solvabilité II

Réforme opérée par la directive Solvabilité II, votée par le Parlement européen le 22 avril 2009 et entrée en application le 1er janvier 2016. Le régime Solvabilité II, applicable, sur des critères de taille (cf. article 4 de la directive Solvabilité II), aux trois-quarts des assureurs qui représentent plus de 99 % des actifs du marché français de l'assurance [3], place la gestion des risques au cœur du système prudentiel applicable aux assurances. Il se caractérise notamment par ses exigences prudentielles visant à mieux refléter les risques supportés par les organismes d'assurance selon trois piliers. La valorisation, en valeur de marché, des provisions techniques et de deux niveaux d'exigences en capital (MCR – *Minimum capital requirement*, minimum de capital requis – et SCR – *Solvency capital requirement*, capital de solvabilité requis – ce dernier s'évaluant en fonction du profil de risque de l'assureur), constitue le pilier 1. Le pilier 2 énonce les règles à respecter en matière de gouvernance, y compris celles relatives aux placements (selon le principe de la personne prudente). Le pilier 3 énonce les exigences en matière d'information prudentielle et de publication. Enfin, Solvabilité II introduit un contrôle renforcé des groupes d'assurance.

3 Cf. « *Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2016* », publié par l'ACPR, pour plus de détails (*https ://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/rapport_chiffres_2016_assemble_20171002-2.pdf*).

Le solde des flux d'investissements directs de la France à nouveau excédentaire en 2016

Andréa PARASMO
Jean-Luc CAYSSIALS
Direction des Enquêtes
et Statistiques sectorielles
Service des Investissements
et Échanges transfrontières
des entreprises

L'amélioration de l'environnement économique mondial continue à soutenir les opérations d'investissements directs en France.

En 2016, le solde des transactions d'investissements directs de la France est excédentaire de 26 milliards d'euros, après avoir été légèrement négatif l'année précédente. Les résidents français investissent à l'étranger deux fois plus que ne le font les non-résidents en France.

Les investissements directs des résidents français à l'étranger atteignent 52 milliards, soit plus de trois fois le point bas de 15 milliards de 2013. La France recommence à investir dans l'industrie manufacturière non résidente. Les investissements se concentrent toujours sur la zone euro et les États-Unis, tout en progressant auprès des relais de croissance que constituent les pays émergents. Pour la première fois depuis 2008, les résidents français désinvestissent du Royaume-Uni.

Les non-résidents maintiennent leur intérêt pour les entreprises françaises, avec environ 26 milliards d'investissements directs. Ils diversifient leurs opérations en intervenant dans des levées de fonds pour les entreprises de nouvelles technologies. La Finlande et le Luxembourg sont les principaux pays investisseurs en France. La Chine et Hong Kong, ainsi que les pays du Proche et Moyen-Orient, jouent un rôle croissant. En revanche, les États-Unis procèdent pour la deuxième année consécutive à des désinvestissements en France.

Mots clés : investissements directs, position extérieure, nouvelle économie, pays investisseur, pays de destination, investisseur ultime

Codes JEL : F21, F23, G34, L22

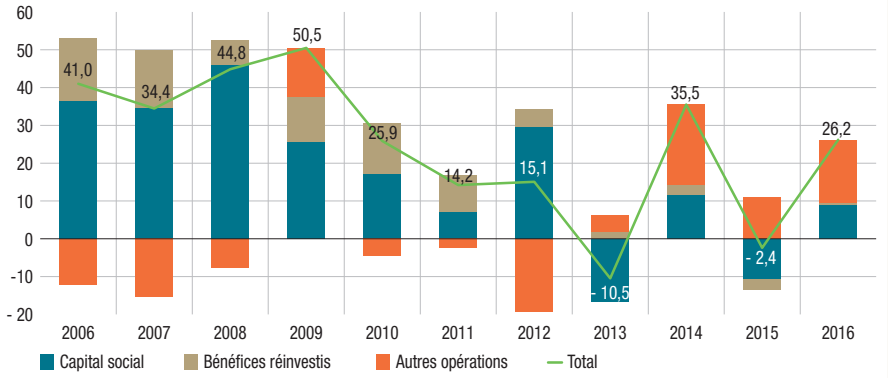
Chiffres clés

25,6 milliards d'euros
le flux net d'investissements directs étrangers en France en 2016

51,8 milliards d'euros
le flux net d'investissements directs français à l'étranger en 2016

Solde des opérations d'investissements directs de la France avec le reste du monde, par type d'opération

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - septembre 2017.

1. En 2016, les Français investissent deux fois plus à l'étranger que les étrangers en France

Les entreprises résidentes prêtent à des sociétés affiliées à l'étranger

En 2016, le solde des opérations d'investissements directs , différence entre les investissements français à l'étranger et étrangers en France, remonte à 26 milliards d'euros. Les résidents français investissent à l'étranger 52 milliards d'euros, soit deux fois plus que ne le font les non-résidents en France (26 milliards d'euros) (cf. sections 2 et 3 *infra*).

Les prêts financiers et créances commerciales intragroupes, c'est-à-dire vis-à-vis de sociétés non-résidentes affiliées [1], sont à l'origine de près des deux tiers du solde (17 milliards). Ces prêts permettent notamment de financer des opérations de croissance externe effectuées par des filiales implantées localement.

Le reste provient principalement de l'excédent des opérations en capital, qui induit 9 milliards de solde positif (cf. tableau 1).

Avant 2016, trois périodes se distinguent dans l'évolution du solde des flux d'investissements directs :

• entre 2003 et 2009, il s'est accru chaque année, passant de 10 à 50 milliards d'euros (cf. graphique 1) ;

• il s'est ensuite dégradé jusqu'en 2013, année au cours de laquelle il est devenu négatif : cette évolution est liée à un environnement économique mondial dégradé conduisant au report de plusieurs projets ;

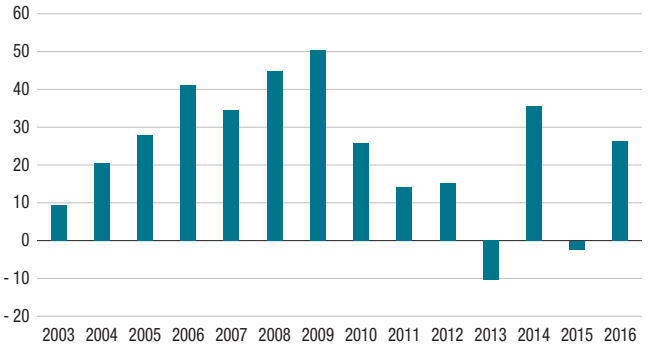
• enfin, après un net rebond en 2014, il a de nouveau été négatif en 2015 , avec en particulier les acquisitions par des non-résidents des sociétés françaises Lafarge et Alstom Power (cf. section 2).

T1 Solde des flux d'investissements directs de la France
(en milliards d'euros)

	2014	2015	2016
Solde	35,5	- 2,4	26,2
Capital social (y compris immobilier)	11,6	- 10,7	8,8
Bénéfices réinvestis	2,5	- 2,8	0,7
Prêts et crédits commerciaux affiliés	21,3	11,1	16,6

Source : Banque de France - septembre 2017.

G1 Solde des flux d'investissements directs
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - septembre 2017.

Les opérations d'investissements directs portent majoritairement sur du capital social au cours des onze dernières années

Le solde cumulé depuis 2006 des opérations d'investissements directs entre la France et le reste du monde atteint 275 milliards d'euros. À travers ces sorties de capitaux, la France renforce sa présence à l'étranger (cf. graphique 2). Ces flux d'investissements directs contribuent à la progression de la position nette extérieure en investissements directs de la France [2].

À l'inverse de ce que l'on observe sur la seule année 2016, les opérations en capital (y compris les bénéfices réinvestis) sont à l'origine de la quasi-totalité du

1 Cf. note méthodologique en annexe 2 : notions de société sœur, tête de groupe et filiale définies en référence au seuil de détention de 10 % des droits de vote.

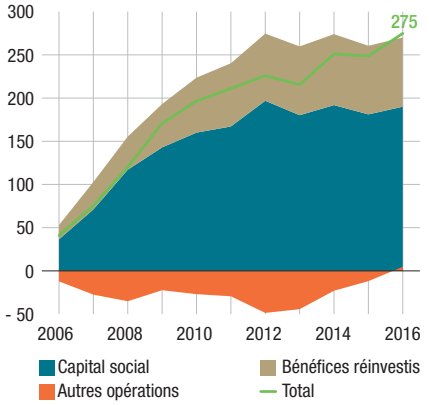
2 Se reporter à l'article « Les stocks d'investissements directs de la France » du *Bulletin de la Banque de France* n° 213, septembre-octobre 2017.

solde cumulé sur la période 2006-2016 : le total des investissements nets en capital social s'élève à 270 milliards.

Les prêts et créances commerciales entre sociétés affiliées sont neutres sur la période (cf. tableau a en annexe 1). Ces opérations ont généré des entrées de capitaux jusqu'en 2012, à l'exception de l'année 2009, puis leur solde est devenu positif en 2016, correspondant à des sorties de capitaux (cf. graphique a en annexe 1).

Avant que les taux d'intérêt n'atteignent des niveaux très faibles, plusieurs groupes résidents ont implanté à l'étranger des centres de trésorerie en vue d'optimiser la gestion de leurs liquidités. Ainsi, le solde cumulé des opérations de prêts entre affiliés était négatif de près de 50 milliards d'euros fin 2012. Dans un contexte de taux d'intérêt devenu particulièrement bas depuis 2012-2013, l'attrait de ces opérations s'est amenuisé ; certains groupes rapatrient d'ailleurs leur centre de trésorerie sur le territoire français.

G2 Solde cumulé des investissements directs de la France à partir de 2006
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - septembre 2017.

2. Les investisseurs étrangers en France : montée des pays émergents et attrait pour les nouvelles technologies

Les investisseurs étrangers confirment leur intérêt pour la France

En 2016, les opérations d'investissements directs étrangers en France se situent à 26 milliards d'euros, montant proche de la moyenne des dix dernières années. Elles sont certes en repli par rapport à l'année 2015, totalisant plus de 40 milliards d'investissements de non-résidents, année atypique en raison de deux opérations d'envergure : les rachats de Lafarge par l'entreprise suisse Holcim et d'Alstom Power par l'américain General Electric (cf. tableau a en annexe 1).

En données cumulées depuis 2006, les investissements directs étrangers en France s'élèvent à 256 milliards, soit un peu plus de 1 % du PIB généré sur la période. Ce montant correspond à celui de la composante « opérations en capital » (capital social, y compris immobilier et bénéfices réinvestis). Les prêts financiers et commerciaux affiliés sont généralement des transactions sans impact sur le long terme. En cumul depuis 2006, les investissements directs des non-résidents génèrent 13 % des flux d'engagements de la France envers le reste du monde [3]. Pour la seule année 2016, cette part est de 9 %.

Les non-résidents investissent dans l'industrie et les entreprises de nouvelles technologies

En 2016, les investissements des non-résidents sont orientés pour 11 milliards d'euros vers l'industrie manufacturière, soit un retour à un niveau comparable à celui des années 2007-2008 ; depuis 2009, les flux à destination de ce secteur étaient faibles, voire négatifs (cf. graphique 3).

Les non-résidents participent aussi à des levées de fonds significatives de « jeunes pousses » (cf. encadré ci-après). Environ la moitié de leurs investissements

3 Les autres composantes des engagements sont notamment les investissements de portefeuille, les produits dérivés financiers, et les prêts et crédits commerciaux qui ne sont pas des investissements directs.

Encadré

Présence d'investisseurs non-résidents dans 14 « jeunes pousses » françaises

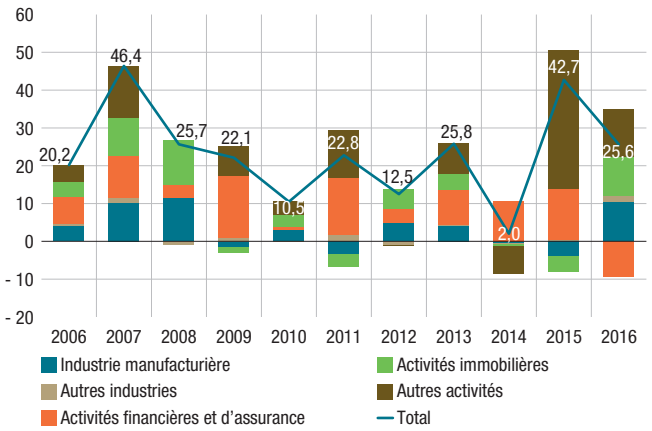
Les non-résidents participent aux levées de fonds les plus importantes des « jeunes pousses ». Ces *start-up* sont de jeunes entreprises innovantes et en croissance. Elles opèrent dans les nouvelles technologies : ingénierie du son, de l'image et des réseaux, technologies et services internet, économie du partage, technologies médicales de pointe, biotechnologies.

En 2016, les non-résidents ont investi un montant global supérieur à 1 milliard d'euros dans 14 « jeunes pousses » françaises, à travers notamment :

- la prise de participation au capital de l'hébergeur de sites internet OVH par les fonds d'investissement américains KKR et Towerbrook ;
- la prise de contrôle du site de *streaming* musical Deezer par le fonds américain Access Industries ;
- l'acquisition de Withings (objets connectés) par le groupe finlandais Nokia ;
- l'absorption de Capitaine Train (billets de train sur internet) par son homologue britannique Trainline ;
- le rachat de Sticky ADS TV (publicité vidéo sur internet) par une filiale du groupe américain Comcast.

Cette tendance se poursuit en 2017 avec l'acquisition de Zenly par le réseau social américain Snapchat.

G3 Flux d'investissements directs étrangers en France par secteur de destination
(en milliards d'euros)



Note : Les autres industries concernent les industries extractives ainsi que la production, la distribution de l'énergie et de l'eau. Les autres activités sont principalement le commerce, l'hôtellerie et les activités de siège social.
Source : Banque de France - septembre 2017.

portent sur les secteurs autres que l'industrie, les activités immobilières et financières.

En revanche, les non-résidents procèdent en 2016 à des désinvestissements nets dans les activités financières, à hauteur de 9 milliards d'euros. Ce secteur comprend les activités de *holding*, dont certaines font l'objet de désinvestissements importants en 2016 dans le cadre de restructurations de groupes ou de réductions de capital [4].

La Finlande et le Luxembourg sont les deux principaux investisseurs en 2016

Les investissements étrangers proviennent principalement de la zone euro en 2016. Le recul de la part des pays de l'Union européenne hors zone euro est lié au caractère exceptionnel de l'année 2015, marquée par le rachat déjà mentionné de Lafarge par l'entreprise suisse Holcim (cf. graphique 4). Pour la deuxième année consécutive, les États-Unis procèdent à des désinvestissements nets en France (sept milliards d'euros pour chacune des deux années 2015 et 2016).

4 Lorsque l'information est disponible, les opérations sont reclassées dans le secteur d'activité opérationnel du groupe auquel la *holding* ou le siège social appartiennent.

Les investissements étrangers réalisés en France au cours de l'année 2016 proviennent essentiellement de la Finlande et du Luxembourg (cf. tableau b en annexe 1).

L'entrée de 12 milliards d'euros en provenance de Finlande découle principalement de la fusion-acquisition des groupes Nokia et Alcatel-Lucent.

Le flux de 11 milliards en provenance du Luxembourg illustre un mécanisme de financement des acquisitions. Le Luxembourg est en effet un lieu d'accueil de structures destinées à prendre en charge l'acquisition d'entreprises dans d'autres pays (*special purpose entities* – SPEs – et autres sociétés *holdings*). Par exemple, le rachat du groupe de prêt-à-porter SMCP (Sandro, Maje et Claudie Pierlot) par le groupe textile chinois Shandong Ruyi a été opéré *via* le Luxembourg.

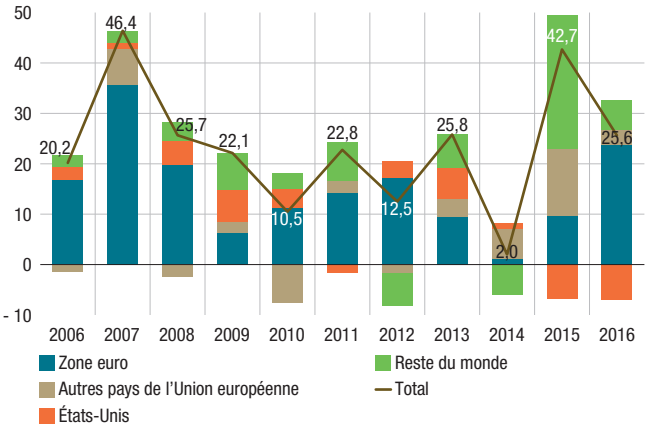
La Chine avec Hong Kong et les pays du Proche et Moyen-Orient investissent de plus en plus en France

Une analyse des opérations en fonction du pays de contrôle ultime permet de mieux appréhender les relations financières internationales. Elle met en évidence le rôle croissant de la Chine et de Hong Kong d'une part, et des pays du Proche et Moyen-Orient d'autre part.

Sur la seule année 2016, les flux nets d'investissements directs en France provenant de ces deux zones sont, au total, supérieurs à quatre milliards d'euros [5]. Le stock en capital qu'ils détiennent en France est estimé à plus de vingt-deux milliards d'euros fin 2016.

Plusieurs groupes implantés à Hong Kong ou en Chine acquièrent partiellement ou totalement des entreprises françaises : le groupe chinois Shandong Ruyi a réalisé la prise de contrôle susmentionnée du groupe de prêt à porter SMCP, et le groupe de Hong Kong JinJiang a acquis des titres d'AccorHotels. Ce dernier a par ailleurs reçu une augmentation de capital réservée au fonds souverain qatari Qatar Investment Authority.

G4 Flux d'investissements directs étrangers en France par origine géographique
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - septembre 2017.

3. Les investissements français dans l'industrie non-résidente soutiennent les sorties de capitaux

Les investissements directs français à l'étranger sont au plus haut depuis sept ans

En 2016, les opérations d'investissements directs vers le reste du monde atteignent 52 milliards d'euros. Elles poursuivent leur progression par rapport au point bas de 2013, à 15 milliards. Il faut remonter à 2009 pour trouver un montant supérieur (cf. tableau c en annexe 1).

Le cumul depuis 2006 des investissements directs français à l'étranger atteint 531 milliards d'euros (2,4 % du PIB cumulé sur la période), soit 275 milliards de plus que les investissements directs étrangers en France. Comme pour ces derniers, les flux de prêts financiers et commerciaux entre affiliés sont généralement des transactions sans

5 La Chine et Hong Kong sont au troisième rang des pays investisseurs en France après la Finlande et l'Allemagne, le Qatar étant au cinquième rang.

impact sur le long terme. Le montant cumulé est quasi-exclusivement lié aux opérations en capital.

En cumul depuis 2006, les opérations d'investissements directs à l'étranger représentent 32 % des flux de créances de la France sur le reste du monde. Sur l'année 2016, cette part est de 20 %.

La France recommence à investir dans l'industrie manufacturière à l'étranger

L'industrie manufacturière regagne de l'importance dans les secteurs investis par la France à l'étranger, avec un flux net de 16 milliards d'euros en 2016 [6] (cf. graphique 5).

La chimie et les industries agroalimentaires sont les deux branches les plus investies à l'étranger en 2016, suivies par l'électronique et l'industrie textile. Seule la pharmacie fait l'objet de désinvestissements.

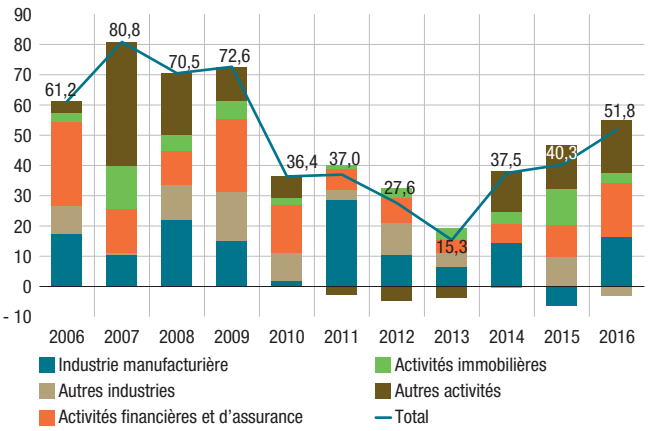
Les entreprises françaises désinvestissent du Royaume-Uni en 2016

Les groupes français recherchent des relais de croissance parmi les principaux partenaires de la France. En 2016, les deux tiers ont pour destination la zone euro ; ceux du tiers restant ont pour destination majoritaire les États-Unis (cf. graphique b en annexe 1). Le montant total des investissements aux États-Unis, en Allemagne, en Belgique et en Italie atteint 54 milliards d'euros (cf. tableau d en annexe 1).

Pour la première fois depuis 2008, le flux net d'investissements français à destination du Royaume-Uni est négatif (4 milliards d'euros).

G5 Flux d'investissements directs français à l'étranger par secteur de destination

(en milliards d'euros)



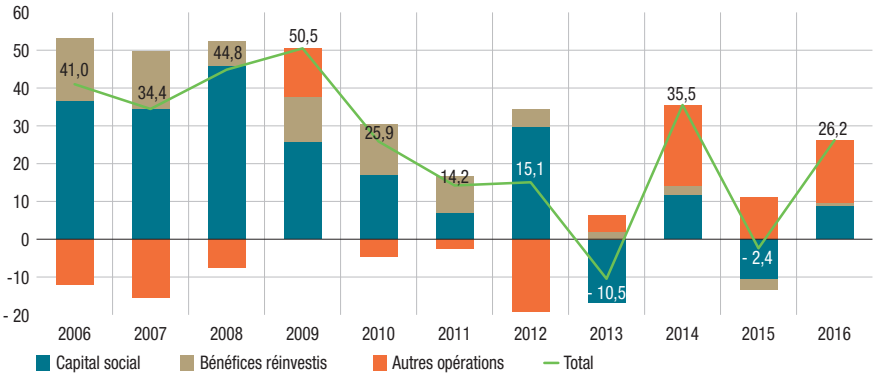
Note : Les autres industries concernent les industries extractives ainsi que la production, la distribution de l'énergie et de l'eau. Les autres activités sont principalement le commerce, l'hôtellerie et les activités de siège social.
Source : Banque de France - septembre 2017.

6 Le retrait des investisseurs français de l'industrie non résidente en 2015 correspondait notamment à des cessions de sociétés détenues par Lafarge à l'étranger, dans le cadre de la fusion-absorption avec Holcim.

Annexe 1
Statistiques complémentaires sur les flux d'investissements directs

Solde des investissements directs de la France avec le reste du monde

Ga Solde des opérations d'investissements directs de la France avec le reste du monde, par type d'opération
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - septembre 2017.

Investissements directs étrangers en France

Ta Flux nets d'investissements directs étrangers en France, par type d'opération
Principe directionnel étendu
(en milliards d'euros)

Année	Investissements directs étrangers en France	Opérations en capital		Autres opérations [a] (prêts intragroupe)
		Capital social y compris inv. immobiliers	Bénéfices réinvestis	
2006	20,2	21,8	9,5	- 11,1
2007	46,4	22,0	10,8	13,5
2008	25,7	15,0	1,8	8,8
2009	22,1	14,5	- 2,3	10,0
2010	10,5	11,5	6,3	- 7,4
2011	22,8	21,2	- 1,6	3,1
2012	12,5	10,7	6,2	- 4,5
2013	25,8	20,0	6,6	-0,8
2014	2,0	9,4	5,1	- 12,4
2015	42,4	28,7	6,8	6,9
2016	25,6	27,5	5,8	- 7,6
Total	255,9	202,3	55,0	- 1,4

a) Après reclassement des prêts intragroupe selon la règle du principe directionnel étendu.
Notes : Les augmentations de passifs sont signées positivement, tandis que les réductions de passifs sont signées négativement.
Ainsi, un investissement étranger en France est affecté d'un signe positif car il conduit à une augmentation du passif français.
En raison des écarts d'arrondis, un agrégat peut ne pas être exactement égal au total de ses composantes.
Source : Banque de France - septembre 2017.

Tb Principaux pays de provenance des investissements étrangers en France
(en milliards d'euros)

		2013	2014	2015	2016
Union européenne (UE)		13,0	7,1	23,1	26,7
Zone euro		9,4	1,1	9,6	23,8
dont :	Finlande	- 0,4	0,3	- 0,2	12,4
	Luxembourg	11,8	5,4	1,8	11,5
	Pays-Bas	4,6	- 2,1	- 5,2	0,7
	Italie	2,1	0,0	1,5	1,2
	Allemagne	- 1,3	- 1,8	5,0	0,1
	Belgique	- 8	- 0,4	4,5	- 0,7
Autres pays de l'UE		3,6	5,9	13,5	2,9
dont :	Royaume-Uni	2,2	7,3	12,8	3,2
Reste du monde		12,8	- 5,1	19,3	- 1,1
dont :	États-Unis	6,2	1,0	- 6,9	- 6,9
	Suisse	0,6	- 4,5	20,6	0,2
Total		25,8	2,0	42,4	25,6

Source : Banque de France - septembre 2017.

Investissements directs français à l'étranger

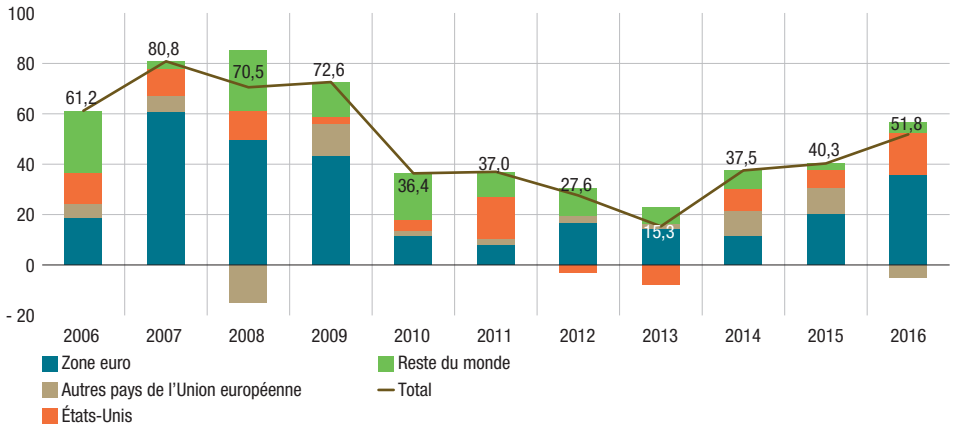
Tc Flux nets d'investissements directs français à l'étranger, par type d'opération
Principe directionnel étendu
(en milliards d'euros)

Année	Investissements directs français à l'étranger	Opérations en capital		Autres opérations [a] (prêts intragroupe)
		Capital social y compris inv. immobiliers	Bénéfices réinvestis	
2006	61,2	58,3	26,1	- 23,2
2007	80,8	56,6	26,0	- 1,8
2008	70,5	61,0	8,4	1,2
2009	72,6	40,3	9,6	22,7
2010	36,4	28,6	19,7	- 11,9
2011	37,0	28,4	8,0	0,7
2012	27,6	40,5	10,8	- 23,7
2013	15,3	3,3	8,5	3,5
2014	37,5	21,0	7,6	8,9
2015	40,0	18,0	4,0	18,0
2016	51,8	36,3	6,5	9,0
Total	530,8	392,3	135,1	3,3

a) Après reclassement des prêts intragroupe selon la règle du principe directionnel étendu.
Notes : Les augmentations d'actifs sont signées positivement, tandis que les réductions d'actifs sont signées négativement.
Ainsi, un investissement français à l'étranger est affecté d'un signe positif car il conduit à une augmentation des avoirs français.
En raison des écarts d'arrondis, un agrégat peut ne pas être exactement égal au total de ses composantes.
Source : Banque de France - septembre 2017.

Gb Flux d'investissements directs français à l'étranger par destination

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - septembre 2017.

Td Destination des investissements directs français à l'étranger

(en milliards d'euros)

		2013	2014	2015	2016
Union européenne (UE)		16,6	21,7	30,7	31,0
Zone euro		14,4	11,6	20,5	35,9
dont :	Allemagne	- 1,1	- 0,4	2,2	13,1
	Belgique	13,5	- 3,0	- 5,6	12,1
	Italie	0,3	2,1	5,9	11,5
	Pays-Bas	- 3,3	13,6	4,5	2,9
	Luxembourg	1,5	- 2,6	3,8	- 4,3
Autres pays de l'UE		2,2	10,1	10,3	- 4,9
dont :	Royaume-Uni	2,7	8,7	6,8	-3,6
Reste du monde		- 1,3	15,8	9,3	20,8
dont :	États-Unis	- 7,7	8,5	6,9	16,7
	Suisse	0,8	- 3,9	- 0,5	2,5
Total		15,3	37,5	40,0	51,8

Source : Banque de France - septembre 2017.

Annexe 2
Note méthodologique

Définition des investissements directs

Les investissements directs sont des investissements internationaux par lesquels des entités résidentes d'une économie acquièrent ou détiennent le contrôle ou une influence importante sur la gestion d'une entreprise résidente d'une économie autre que celle de l'investisseur.

Conformément aux recommandations du 6e *Manuel de balance des paiements* (BPM6) du FMI, les statistiques d'investissements directs à l'étranger portent en premier lieu sur les entreprises non résidentes dont au moins 10 % des droits de vote en assemblée générale des actionnaires sont détenus directement par une entreprise résidente. Une fois la relation d'investissement direct constituée, l'ensemble des relations financières transfrontières entre l'investisseur, les sociétés qu'il contrôle, l'entreprise « investie » et les sociétés qu'elle contrôle (par prêts, emprunts, crédits commerciaux, investissements en capital, bénéfices réinvestis) sont également considérées comme des investissements directs et comptabilisées comme tels. Entrent donc dans le calcul des flux d'investissements directs les capitaux propres, y compris les investissements immobiliers, et les bénéfices réinvestis sur place, au prorata de la participation des investisseurs au capital des entreprises investies, augmentés des prêts et dépôts consentis par les résidents à leurs affiliés non-résidents.

Ventilation géographique

Selon la méthodologie définie dans le BPM6, la ventilation géographique est établie sur la base du pays de première contrepartie. Si une entreprise française investit en Chine *via* une filiale déjà implantée dans un autre pays ou territoire (Hong Kong ou Luxembourg par exemple), les statistiques géographiques des flux d'investissements directs ne prendront en compte que le premier pays, et non la Chine, destination finale de l'investissement.

Ventilation sectorielle

La ventilation sectorielle est réalisée par référence aux activités attribuées à chaque société résidente dans le registre des entreprises tenu par l'Insee. Elle est établie sur la base de la classification NAF REV2.

Les sociétés *holdings* sont reclassées dans la mesure du possible selon le secteur économique de leur tête de groupe lorsque celle-ci est cotée. De façon à pouvoir disposer d'une structure sectorielle proche de celle des indices boursiers, l'ICB (*industry classification benchmark*) a été choisi comme système de référence pour le reclassement des sociétés *holdings* investisseuses.

L'ICB est un système de classification sectorielle créé conjointement par les groupes Dow Jones et FTSE. Ce référentiel est utilisé pour définir le secteur économique d'appartenance des sociétés cotées sur plusieurs bourses de valeurs représentant environ les deux tiers de la capitalisation boursière mondiale, parmi lesquelles Paris et New York ainsi que Londres.

Les inégalités croissantes du modèle américain

François HAAS
Représentant en chef
aux Amériques (New York)

Le sujet des inégalités économiques est aujourd'hui devenu un thème central de la réflexion académique comme pour de nombreux décideurs politiques. Aux États-Unis, si la recherche d'explications à l'élection de Donald Trump est l'une des motivations à l'arrière-plan de l'intérêt renouvelé pour ce sujet, elle ne l'épuise pas : avant même cette élection, les travaux de Thomas Piketty sur la croissance des inégalités avaient déjà suscité un intérêt notoire et alimenté nombre de travaux de recherche. Les réflexions sur la globalisation et l'ouverture commerciale ont également abordé la question des impacts de ces mouvements sur les inégalités économiques. Les États-Unis étant une société fondée sur la promotion de l'accès de tous aux opportunités, c'est-à-dire sur l'équité et l'égalité des chances plus que sur l'égalité elle-même, la question de l'équilibre entre inégalités et opportunités (les premières alimentent-elles les secondes ou au contraire les bloquent-elles ?) se pose de façon récurrente.

Cette question présente une acuité particulière aujourd'hui. Certains dressent un constat sévère : le « rêve américain » serait confisqué par la frange la plus aisée de la population ou par une fraction de la classe moyenne. La société américaine glisserait progressivement vers une société de classes.

Mots clés : inégalités, globalisation, redistribution, éducation, revenus

Codes JEL : D31, E25, E62, H20, I32

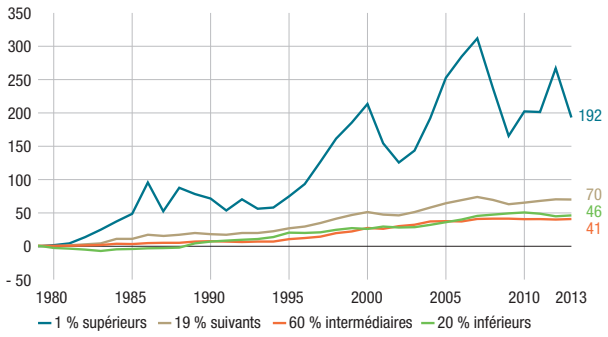
Chiffres clés

De 92 % à 50 %
la chute de l'indicateur de mobilité salariale absolue entre 1940 et 1985

31 % et 54 %
la part du salaire avant impôt reçue et de la richesse détenue par les ménages appartenant à la frange la plus aisée (3 %) de la population en 2013

Évolution du revenu net réel depuis 1979 aux États-Unis

(en pourcentage de variation du revenu réel après impôts)



Source : Congrès, services budgétaires (Congressional Budget Office – CBO).

Les États-Unis sont une société fondée sur la promotion de l'égalité des chances et de l'accès de tous aux opportunités bien davantage que sur l'égalité des conditions. Dès lors, la question de l'équilibre entre inégalités et opportunités – les premières alimentent-elles les secondes ou au contraire les bloquent-elles ? – s'y pose de façon récurrente. La progression des inégalités économiques dans le pays au cours des dernières décennies, et plus récemment la recherche d'explications à l'élection de Donald Trump, ont logiquement suscité nombre de réflexions et de travaux dans les cercles académiques et parmi les *policy makers*. De la mise en cause de la globalisation économique à la dénonciation de l'absence de politiques publiques d'accompagnement de ce phénomène, des effets de la financiarisation à la critique de certaines caractéristiques du modèle éducatif, les tentatives d'explication sont nombreuses, et complémentaires plus qu'exclusives. Cette confiscation du « rêve américain » par une frange de la société que dénoncent certains est-elle le signe annonciateur d'une transformation plus radicale du modèle américain ?

1. Les effets économiques de la globalisation et leurs conséquences sociales et politiques

La dénonciation de la globalisation nourrit les phénomènes populistes

Un récent papier de Dani Rodrik (*Populism and the economics of globalization*) défend la thèse que si la montée en puissance de la vague populiste, en réponse à la globalisation, n'est pas une surprise, les formes qu'elle a prises (au-delà d'un moule commun anti-élites, opposé au libéralisme économique et avec souvent un penchant autoritaire) varient et doivent être rapprochées des manières, différentes, selon lesquelles le choc de la globalisation a produit ses effets sur les pays.

Les premières manifestations de ce type de mouvement peuvent être identifiées dès la fin du XIX^e^ siècle, alimentées par la baisse des prix agricoles, dans le contexte déflationniste du *gold standard* : réimposition de barrières commerciales sur les produits agricoles, mise en place de politiques anti-immigration (*Chinese Exclusion Act* de 1882, et mesures similaires à l'encontre de l'immigration japonaise en 1907). La globalisation économique et le développement des flux migratoires (ce dernier aspect est *in fine* très peu analysé par Rodrik, alors que c'est l'un des facteurs clés de ses conclusions quant à la forme que prennent les mouvements populistes) sont en effet des phénomènes de nature à alimenter d'importants clivages politiques et sociaux du fait de leurs fortes implications redistributives (augmentant les inégalités dans tel pays et les diminuant dans tel autre). Par exemple le théorème de Stolper-Samuelson, sur l'ouverture aux échanges commerciaux, énonce que l'ouverture des frontières aux échanges entre deux pays se traduira par une hausse des inégalités dans le pays ayant un avantage comparatif dans la production de biens échangeables au plus fort contenu technologique (et produits par la main-d'œuvre la plus qualifiée), et par une diminution des inégalités dans le pays ayant un avantage comparatif dans la production des biens échangeables à faible contenu technologique. Avec l'ouverture des frontières, les travailleurs peu qualifiés du premier pays se retrouveront en concurrence avec les travailleurs peu qualifiés, et plus nombreux, du second pays. Les inégalités salariales augmenteront dans le premier pays (pertes absolues pour les travailleurs non qualifiés), alors qu'elles auront tendance à diminuer dans le second pays (pertes absolues pour les travailleurs qualifiés).

Pour Rodrik, alors que les gains nets tirés de l'ouverture des frontières tendent à diminuer, à mesure que les barrières commerciales se réduisent, les effets redistributifs, eux, tendent à augmenter, et dépassent bientôt les premiers.

Par ailleurs, selon les pays, les gains tirés de l'ouverture des frontières sont, ou non, redistribués au sein de la société de façon à amortir la perte des agents économiques les plus directement affectés. En Europe continentale, le modèle social de l'État providence a ainsi facilité l'acceptabilité de l'ouverture commerciale. Cette situation contraste avec celle des États-Unis, qui se sont par ailleurs ouverts plus tardivement au commerce international, et où ce mécanisme redistributeur et amortisseur n'est pas à l'œuvre.

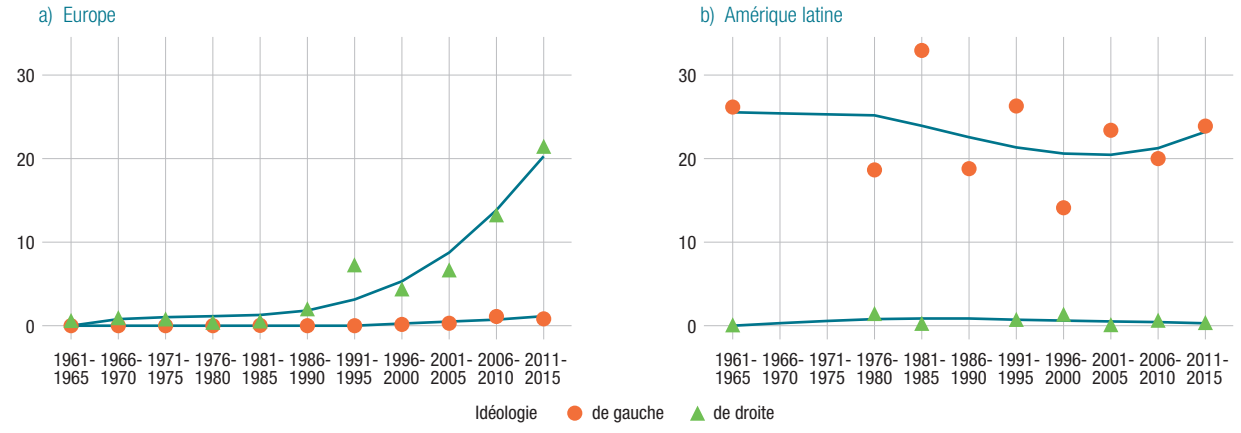
Si la globalisation s'avère être un catalyseur facile des mécontentements, plus que d'autres sources de chocs économiques (les changements technologiques par exemple), c'est parce qu'elle se prête davantage, d'après Rodrik, à une lecture (et à une condamnation) par rapport à des normes nationales d'équité (et non d'inégalité) économique et/ou sociale (absence de protection sociale, de normes environnementales, etc.).

La même grille de lecture peut être appliquée à la globalisation financière, et se double d'une attitude beaucoup plus ambivalente des économistes quant à ses bénéfices effectifs. Si ce débat était centré initialement sur la situation des pays émergents, et l'impact des flux de capitaux à court terme, il est, depuis la crise financière, également pertinent dans les économies avancées : la globalisation financière est désormais vue non seulement comme une source d'amplification des crises, mais aussi d'augmentation des inégalités.

D'un pays à l'autre, d'un continent à l'autre, les réactions populistes à ces évolutions prennent des formes différentes, favorisant des mouvements aux orientations et plates-formes politiques différentes. Lorsque la mobilisation (la demande de protection) se réalise autour des problématiques de l'immigration ou des réfugiés, l'offre politique se fait autour de thèmes ethniques et culturels (c'est le cas de l'Europe du Nord). À l'inverse, lorsque les problématiques financières, d'équité économique et commerciale dominent, l'offre politique se focalise sur des thèmes de déclassement économique et social (cas de l'Europe du Sud et de l'Amérique latine, cf. graphique 1). Les États-Unis et le Royaume-Uni (ainsi que la France) présentent la particularité d'avoir vu émerger simultanément ces deux formes de populisme.

G1 Formes divergentes de populisme en Europe et en Amérique latine

(abscisse : intervalles de cinq ans ; ordonnée : part des suffrages)



Source : Rodrick (D.) (2017).

Les conséquences de la globalisation sur l'emploi américain sont amplifiées par les politiques publiques menées

La question des politiques publiques mises en place pour gérer le choc de la globalisation est au centre des travaux de Josh Bivens (2017). Son rapport revient sur la gestion de la globalisation par les autorités américaines, et en particulier sur les accords commerciaux internationaux. Repartant du constat des effets redistributifs inhérents à l'ouverture aux échanges internationaux, l'analyse met en avant les effets amplificateurs sur l'emploi des politiques publiques (ou de leur absence) suivies par les États-Unis :

• une capture du processus de négociation des accords commerciaux internationaux par les grandes entreprises et la priorité donnée à la protection d'un facteur capital mobile par rapport à un facteur travail qui l'est moins (affaiblissement des capacités de négociation collective) ;

• le laisser-faire en matière de change, le désalignement croissant du dollar pesant directement sur l'emploi industriel domestique (on retrouve ici le point central défendu par Gagnon et Bergsten du Peterson Institute) et considéré comme le principal, sinon le seul, facteur responsable de l'hémorragie d'emplois dans le secteur manufacturier.

Si l'ouverture aux échanges internationaux est une démarche « gagnant-gagnant » au niveau macroéconomique pour les pays qui y participent, elle ne l'est pas pour les différents groupes affectés au sein de chacune des économies. Dans le cas d'un pays comme les États-Unis, la spécialisation croissante en faveur des biens à fort contenu technologique se traduit par une moindre demande de travail moins qualifié. Et l'impact de cette moindre demande ne se limite pas aux seuls agents économiques directement concernés : elle se diffuse à l'ensemble des agents, y compris dans les secteurs protégés, sous la forme d'une pression générale à la baisse des salaires.

La réalité de ces effets redistributifs massifs n'étant pas reconnue et les impacts des accords commerciaux étant considérés comme faibles et concentrés dans les secteurs économiques directement affectés par la concurrence internationale, aucune politique publique visant à compenser ces effets redistributifs n'a été mise en place, au-delà des dispositifs, insuffisants, de type « *trade adjustment assistance* » (TAA) [1]. De telles politiques seraient en tout état de cause difficiles à mettre en place si l'on considère que le commerce international, selon l'auteur, redistribue cinq à six fois plus de revenus qu'il n'en crée.

La transformation des accords commerciaux internationaux au cours des dernières décennies a amplifié leurs effets négatifs « habituels » sur l'emploi : la multiplication des clauses type *investor-state dispute settlement/investment court system* – ISDS/ICS, en renforçant la protection des investissements à l'extérieur favorise la mobilité du capital, et la délocalisation, par les mêmes entreprises, de productions qui viendront remplacer *in fine* la production domestique initiale [2].

Face à un tel diagnostic, les remèdes proposés par Josh Bivens apparaissent assez largement en deçà des enjeux identifiés, voire parfois naïfs et rarement articulés : interruption de toute nouvelle négociation d'accords commerciaux multilatéraux et renégociation des accords existants pour en sortir les clauses perturbatrices type ISDS et y injecter des critères environnementaux et sociaux ; coordination internationale en faveur d'un réalignement des changes ; coordination internationale en matière de lutte contre l'évasion fiscale ; mise en place d'une taxe sur les transactions financières (TTF).

2. Les interrogations sur le modèle économique et social américain

Au-delà de l'analyse des effets de la globalisation au sens strict sur la fragilisation du tissu économique et social américain, la réflexion académique a rapidement élargi ses travaux au thème plus large de la croissance

1 Le TAA est un dispositif fédéral visant à compenser les secteurs/agents directement « victimes » d'accords commerciaux internationaux, au travers par exemple d'incitations à la relocalisation ou d'offre de programmes de formation. Les programmes mis en place dans le cadre du TAA sont largement considérés comme peu efficaces et insuffisants.

2 La question des avantages collectifs qui peuvent accompagner l'émergence de standards communs sur ces sujets, et plus largement la mise en place d'une règle de droit international, n'est curieusement pas évoquée.

des inégalités aux États-Unis, à ses manifestations et ses causes. Ce thème n'est pas un thème nouveau. Il a cependant trouvé une actualité renouvelée d'abord avec la publication des travaux de Thomas Piketty [3], et plus encore après la victoire de Donald Trump.

Un constat parfois contesté d'une croissance des inégalités économiques dans la société américaine

Ce constat même fait l'objet d'un débat animé au sein des *think tanks* et de l'université, débat très connoté idéologiquement. Ainsi, en septembre 2016, une étude du Cato Institute par Michael D. Tanner, après avoir mis en avant les failles méthodologiques de l'ouvrage de Thomas Piketty, *Le capital au XXIe siècle*, s'employait à montrer, souvent avec force manipulations de données :

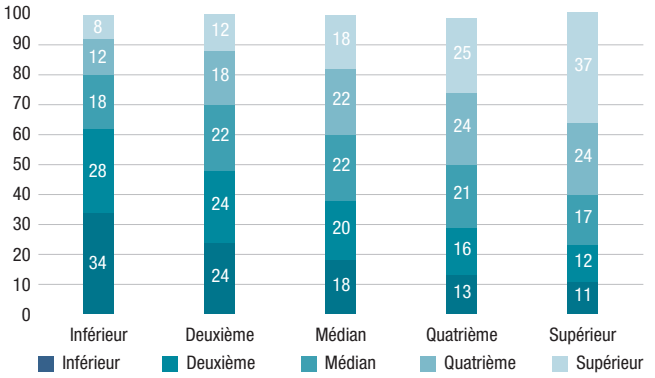
• le caractère hautement redistributif du système américain (fiscalité et transferts fédéraux) ; selon le Congressional budget office – CBO –, la prise en compte de la fiscalité et des transferts réduirait de 18 % le niveau des inégalités de revenus (données 2013). Selon l'auteur, cet effet est beaucoup plus significatif (26 %) si l'on prend en compte l'ensemble des transferts fédéraux et locaux, notamment les programmes publics visant à lutter contre la pauvreté et les transferts dits « *in-kind* » ;

• le fait que les ménages les plus aisés ont acquis leur richesse plus qu'ils n'en ont hérité. Par ailleurs, les transferts de richesse ont de fait un caractère « égalisateur », « dès lors qu'en proportion de la richesse détenue, ces transferts sont plus importants pour les ménages les plus défavorisés (un phénomène plus marqué encore pour les minorités) » ;

• surtout, le bon fonctionnement de l'ascenseur social puisque 20 % des enfants nés dans la tranche la plus démunie de la population atteindront l'une des deux tranches de revenus les plus élevées (cf. graphique 2). Au-delà, une hausse des inégalités, si elle était avérée, ne signifierait pas pour autant une progression de la pauvreté (cf. graphique 3) ;

G2 Mobilité économique relative des enfants selon le revenu des parents

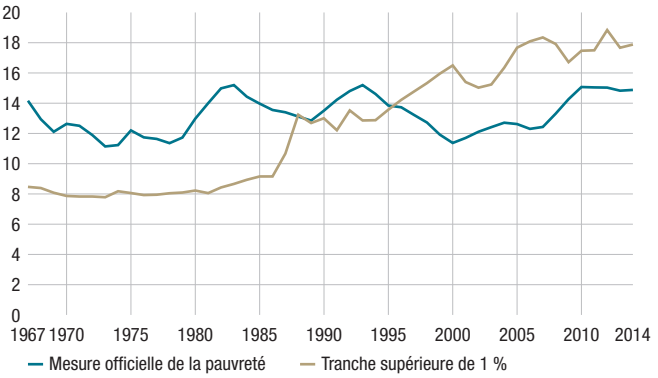
(abscisse : quintile de revenus familiaux des parents - pour cent ; ordonnée : pourcentage des enfants adultes dans chaque quintile de revenus familiaux)



Source : Chetty *et al.* (2014).

G3 La pauvreté et la tranche supérieure de 1 %

(en %)



Note : La « mesure officielle de la pauvreté » représente le pourcentage de la population sous le seuil de pauvreté et la « tranche supérieure de 1 % » correspond à la part des revenus après impôts de la tranche la plus riche de la population.

Sources : Études de Alvaredo (F.) (2013), Atkinson (T.) (2011), Piketty (T.) (2001, 2005), Saez (E.) (2003) et Zucman (G.) (2013, 2014), à partir de la *world wealth and income database* (WID) ; US Census Bureau (Bureau du recensement des États-Unis), *Historical poverty tables: people, https://www.census.gov/ hhes/www/poverty/data/historical/people.html*

• les inconvénients de l'interventionnisme de l'État, qui peut contribuer à amplifier les inégalités en favorisant les rentes de situation dans le monde de l'entreprise, en limitant (par l'excès de réglementation notamment) la concurrence, au bénéfice des entreprises établies et au détriment des nouveaux entrants, diminuant *in fine* le dynamisme économique et la mobilité sociale.

3 *http://piketty.blog.lemonde.fr/2016/03/06/inequality-in-america/*. De fait, les débats que l'on voit se développer sur ce thème des inégalités sont très fréquemment organisés en réponse aux travaux de Thomas Piketty, et prennent souvent l'apparence d'un affrontement entre ses partisans et ses opposants.

Des inégalités néanmoins bien réelles et croissantes depuis les années 1970

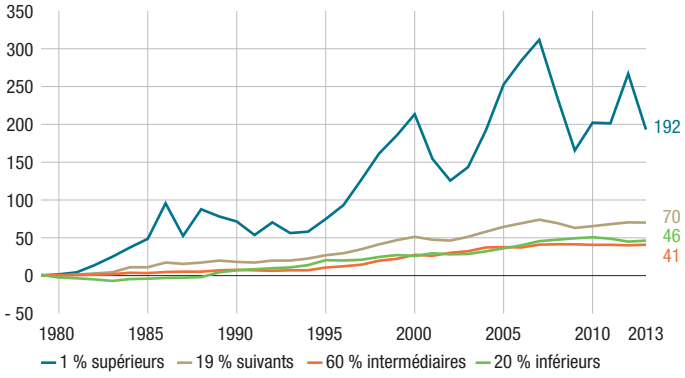
La prospérité, partagée jusqu'aux années 1970, a laissé ensuite place à des disparités croissantes dans la hausse des revenus [4] (cf. graphique 4).

Ce phénomène a connu son apogée à la veille de la crise financière et a été quelque peu corrigé par la suite par les éléments de progressivité du système américain des transferts fédéraux (cf. graphiques 5 et 6).

Sur le même sujet, à partir de données remontant aux années 1940, Chetty *et al.* [5] montrent que la mobilité salariale absolue est passée de 92 % pour les enfants nés en 1940 à 50 % pour les enfants nés en 1984 (cf. graphique 7) [6].

G5 Évolution du revenu net réel depuis 1979 aux États-Unis

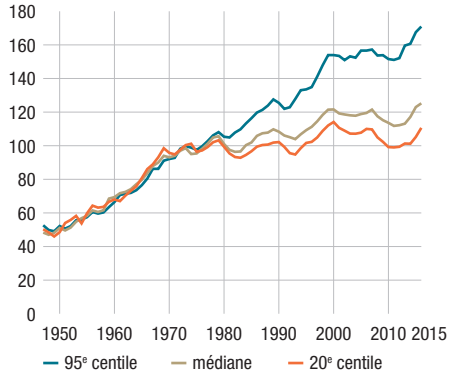
(en pourcentage de variation du revenu réel après impôts)



Source : Congrès, services budgétaires (CBO).

G4 Évolution du revenu familial réel de 1947 à 2015

(en pourcentage du niveau de 1973)

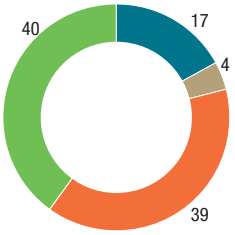


Notes : En 2014, le Bureau du recensement américain (US Census Bureau) a partagé son échantillon de personnes interrogées en deux groupes afin de tester une refonte du questionnaire relatif aux revenus. En 2015 (déclarations relatives aux revenus 2014 selon le nouveau questionnaire), il a publié deux estimations des revenus 2013, l'une basée sur l'ancien questionnaire et l'autre sur le nouveau. Le graphique représente l'estimation fondée sur l'ancien questionnaire, reposant sur l'évaluation du CBPP (Center on Budget and Policy Priorities) d'une précision probablement plus grande pour 2013, en partie en raison de la taille de l'échantillon.
Source : US Census Bureau (Bureau du recensement des États-Unis) ; calculs du CBPP.

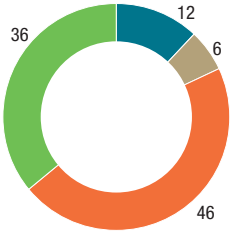
G6 Distribution du revenu en 2013

(en %)

a) Avant impôts fédéraux et transferts



b) Après impôts fédéraux et transferts



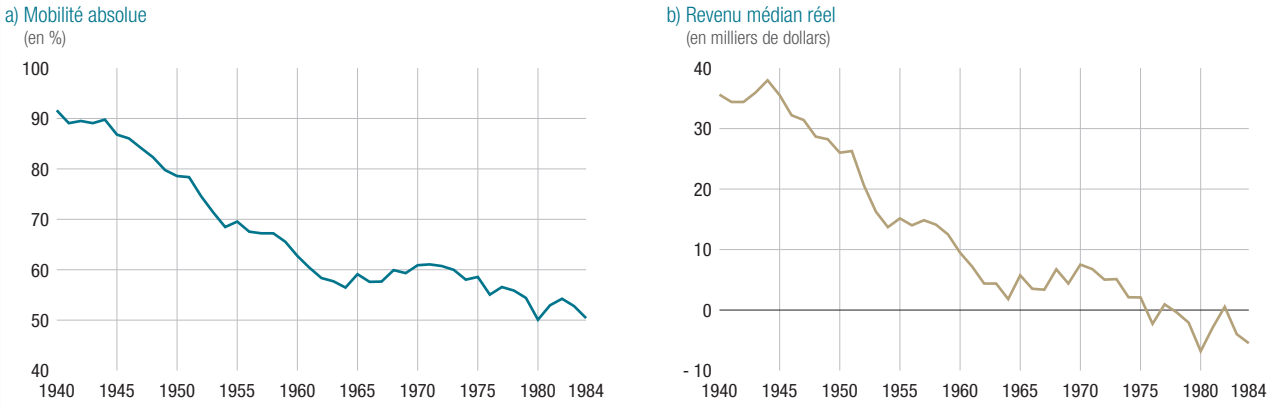
Source : Congrès, services budgétaires (CBO) ; calculs du Center on Budget and Policy Priorities (CBPP).

4 Les données statistiques relatives à l'évolution des inégalités sont difficiles à rassembler, et très souvent utilisées de façon quelque peu biaisée. On essaie ici de s'appuyer sur des présentations objectives. Les données sont issues de « *A guide to statistics on historical trends in income inequality* » *CBPP*, novembre 2016.

5 Cf. Chetty *et al.* (2016).

6 *Absolute income mobility*, définie comme la part des individus dans une cohorte qui ont à un âge donné – 30 et 40 ans – un revenu supérieur à celui de leurs parents au même âge (ou au salaire médian de la génération parentale).

G7 Mobilité et écart de revenus enfants-parents
Relation dans le temps



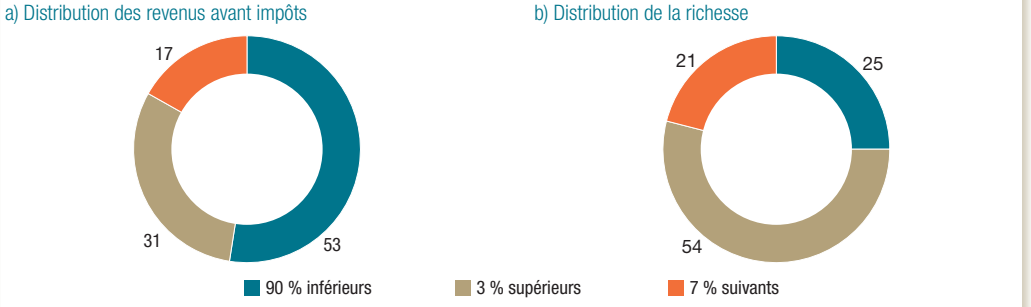
Sources : Calculs de Katz (L. F.) et Krueger (A. B.) (2017) à partir des données de Chetty (R.) *et al.* (2016).

Ce déclin de la mobilité salariale absolue trouve son origine pour l'essentiel dans une distribution de plus en plus inégale de la croissance économique, davantage que dans un ralentissement de la croissance économique. L'étude montre également que la stagnation associée du salaire médian résulte pour une large part du blocage de l'accession à une meilleure éducation : les enfants nés au début des années 1940 bénéficiaient en moyenne de deux années d'éducation de plus que leurs parents. Ce gain est passé à 0,75 année pour la génération née au début des années 1980, et s'est trouvé concentré de façon de plus en plus marquée au bénéfice de la partie supérieure de la distribution.

Les inégalités constatées proviennent également d'une concentration de la richesse plus forte que celle des revenus comme le montrent les données du *Survey of consumer finance* 2014 du Système fédéral de réserve américain (Fed) (cf. graphique 8).

Ce constat d'inégalités de revenus croissantes depuis les années 1970 est confirmé notamment par des travaux récents de Lansing (Fed San Francisco) et Markiewicz (Erasmus University of Rotterdam) – 2016. Ceux-ci montrent également le rôle joué par les transferts fédéraux (davantage que celui d'une plus grande progressivité fiscale) pour atténuer les effets de ces inégalités croissantes. Saez et Zucman

G8 Distribution des revenus et de la richesse, en 2013
(en %)



Source : Système fédéral de réserve américain, *Survey of consumer finance*, 2014.

(2016) mettent aussi en avant l'influence de la frange extrême des 0,1 % des ménages les plus aisés dans la distorsion de la distribution des richesses au cours des décennies récentes et leur concentration croissante.

3. Les causes de la croissance des inégalités aux États-Unis : partielles et multiples

Le constat de la croissance des inégalités amène nécessairement à s'interroger sur les causes de cette situation et leur traduction immédiate dans la stagnation/baisse des salaires.

Au plan purement économique, le phénomène de la globalisation, ou plus précisément l'inadéquation des politiques publiques destinées à absorber ce type de chocs et à en traiter les effets, a pu contribuer au développement de cette situation. Les effets des transformations technologiques relèvent de la même analyse dès lors que ces transformations ne s'accompagnent pas de dispositifs de formation appropriés des agents économiques, faisant ainsi jouer un rôle crucial à l'éducation et à la formation.

Les transformations du modèle économique américain sont aussi fréquemment mises en cause, selon deux approches principalement :

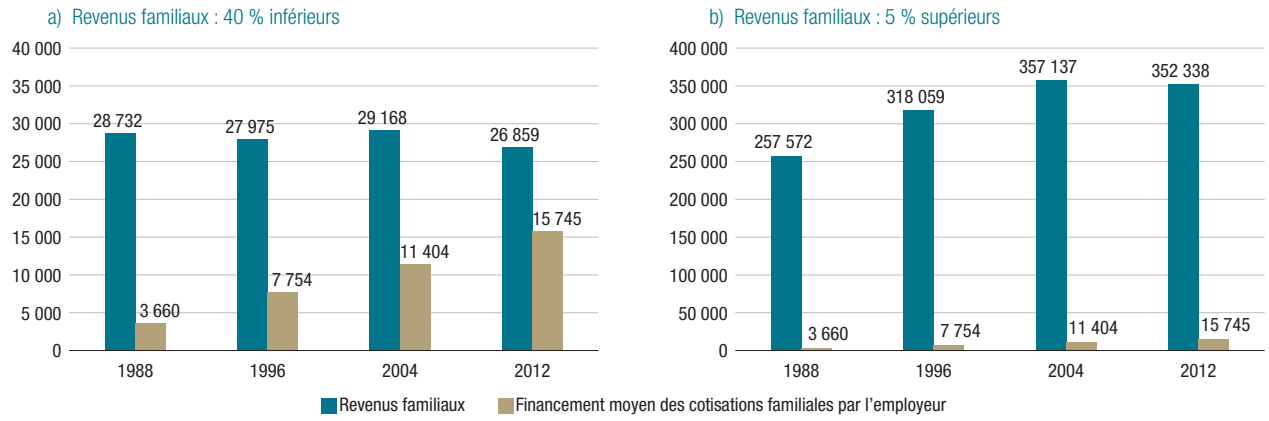
- la « révolution actionnariale » et les transformations de la finance d'entreprise, qui auraient amené les entreprises à privilégier au cours des décennies récentes la création de valeur rapide au bénéfice des actionnaires à l'investissement en capacités de production, et dont les programmes de *buy-back* massifs ou le recours à l'emprunt pour distribuer des dividendes ne sont que les manifestations extrêmes les plus récentes [7] ;

- le « partenariat » qui s'est mis en place entre la puissance publique et les grandes entreprises, et de fait la « capture » de la première par les secondes, qui aurait permis de mettre en place les conditions du développement de cette révolution actionnariale (et la mise en place d'entreprises « rentières ») [8]. On retrouve dans ces analyses une logique similaire, et de fait complémentaire, à celle mise en avant dans l'analyse de la montée en puissance de la classe moyenne supérieure (cf. graphique 9 montrant que la hausse des cotisations d'assurance maladie

7 Cf. Mason (2015).

8 Cf. Lindsey et Teles (2017).

G9 Relation entre cotisations d'assurance familiale employeur et revenus familiaux
(en dollars)



Notes : Tous les chiffres sont corrigés de l'inflation (dollars 2012 ; indice des prix à la consommation du BLS – Bureau of labor statistics – pour les consommateurs urbains).
Sources : Bureau du recensement des États-Unis (US Census Bureau) pour les revenus familiaux, incluant uniquement les « revenus monétaires » et non les avantages en nature ;
Kaiser Family Foundation/HRET, *Survey of employer-sponsored health benefits*, 2004 et 2012, pour les cotisations d'assurance maladie moyennes pour une famille financées par l'employeur ;
KPMG, *Survey of employer-sponsored health benefits*, 1996 ; Health Insurance Association of America, 1988.

affecte de façon disproportionnée les travailleurs à revenus modestes).

Le système d'assurance santé est également souvent mis en avant comme l'une des sources de croissance des inégalités dans la mesure où la hausse du coût de la santé pèse de façon disproportionnée sur les revenus faibles et intermédiaires, directement au travers de la hausse des primes d'assurance, indirectement par le biais de la hausse des franchises, jusqu'à absorber les gains salariaux.

Une autre analyse, celle de Richard Reeves (Brookings Institute), place le rôle de l'éducation, au sens large, au cœur du problème. Reeves défend l'idée, assez provocante, que le problème des États-Unis, désormais, n'est pas tant la concentration de la richesse auprès des 1 % de ménages les plus aisés que le fossé croissant qui s'est créé entre les 20 % les plus aisés (les ménages ayant plus de 200 000 dollars de revenus annuels) et le reste de la population. Parce qu'elle a réussi à préserver ses avantages et à les transmettre à la génération suivante, cette classe moyenne supérieure accapare aujourd'hui le « rêve américain », réduit drastiquement la mobilité sociale et le dynamisme économique, transformant *in fine* la société américaine en une société de classes, sur le modèle britannique.

Cette confiscation du rêve américain, c'est-à-dire celui d'une « vraie » méritocratie, se manifeste au travers d'une captation des opportunités, qui crée de fait un plafond de verre (et un plancher effectif pour les 20 % les plus aisés), et prend des formes variées, mais qui gravitent en effet autour de la question de l'accès à l'éducation [9]. Parmi les illustrations de ce phénomène, on pourra mentionner :

- le système des *legacy admissions*, favorisant l'accès des enfants de diplômés aux universités (en général les plus prestigieuses) de leurs parents ;

- les *exclusionary zoning practices*, en matière immobilière, qui aboutissent à réduire la mixité et la mobilité sociale ; une situation qui a des impacts directs sur la qualité de l'éducation dispensée dans la mesure où les ressources affectées au système éducatif sont directement dépendantes des taxes locales (et de la « force de frappe » financière des associations de parents d'élèves). En retour, ces situations contribuent à soutenir les prix de l'immobilier et l'exclusivité des zones résidentielles. Ce phénomène se trouve amplifié par la déductibilité fiscale dont bénéficient non seulement les intérêts sur les prêts immobiliers (l'intouchable *mortgage interest deductibility*), mais aussi sur les taxes locales ;

- les *529 college savings plans*, des véhicules d'investissement non imposés au niveau fédéral (et très largement au niveau étatique également) et dont l'avantage fiscal bénéficie de fait à près de 90 % aux ménages de la classe moyenne supérieure.

La société américaine n'a jamais été une société égalitaire et ne s'est jamais revendiquée comme telle. De fait, l'existence d'inégalités en son sein a longtemps été (et reste, pour certains groupes, dans une certaine mesure) synonyme d'opportunités à saisir par ceux qui se trouvent être les plus affectés par ces inégalités. Dès lors que le système est équitable, il peut être inégalitaire.

Ce qui semble avoir changé au cours des dernières décennies est précisément le fait que ces opportunités et la mobilité sociale et économique associée se réduisent. L'ampleur des études académiques consacrées à ce sujet, sa place dans le débat public, l'élection de Donald Trump (paradoxalement, en dépit des politiques qu'il a proposées) sont des illustrations de ce changement radical mais aussi de la difficulté à y apporter des réponses pertinentes. Si les États-Unis se transforment en effet en une société de classe, bloquée, alors la réponse appropriée n'est pas purement quantitative, sous la forme d'un taux de croissance élevé, mais elle relève de la nécessité que cette croissance soit complétée par des politiques volontaristes, dans le domaine de l'éducation, de la santé, en matière fiscale etc.

9 Aboutissant à ce que certains ont qualifié d'apartheid de classe naissant (cf. Putnam (R. D.), 2016).

Enfin, on notera que la Fed est partie prenante à ce débat sur l'évolution des inégalités, ses causes et ses conséquences, et cela depuis de nombreuses années. Ses responsabilités dans la mise en œuvre du *Community Reinvestment Act*, la réalisation du *Survey of Consumer Finances*, sa force de frappe en matière de recherche économique lui donnent les moyens d'analyser ses sujets en profondeur. Au-delà, l'évolution des inégalités et de ses formes, ses implications sur le dynamisme de l'économie américaine ne sont évidemment pas sans incidence sur la « qualité » de la mise en œuvre de la politique monétaire et justifient l'implication de la Fed sur ces sujets. Lors d'un séminaire organisé à l'automne dernier par la réserve fédérale de Boston, Janet Yellen avait ainsi encouragé la communauté académique (et les économistes de la Fed) à creuser davantage la question des inégalités et de ses implications sur la politique monétaire. Au-delà, nombre des discours tant du président que du vice-président illustrent cette tradition de participation à ces débats publics, participation que la stature morale autant que l'expertise de l'institution autorisent, quitte à alimenter parfois les controverses : « *Je suis très préoccupée par l'ampleur des inégalités aux États-Unis et leur croissance continue (…) Selon certaines estimations, les inégalités de revenus et de richesse sont proches de leurs plus hauts niveaux sur les cent dernières années, bien plus élevées que la moyenne au cours de cette période et probablement plus élevées que durant une grande partie de l'histoire américaine avant cela. Ce n'est un secret pour personne que les dernières décennies de creusement des inégalités peuvent se résumer comme une période de gains significatifs en termes de revenus et de richesse pour ceux qui se situent tout en haut de l'échelle sociale et de stagnation du niveau de vie pour la majorité des citoyens. Je pense qu'il est pertinent de se demander si cette tendance est compatible avec les valeurs enracinées dans l'histoire de notre nation, notamment la grande importance que les Américains ont traditionnellement accordée à l'égalité des chances.*

Bien sûr, une certaine inégalité de revenus et de richesse apparaîtrait même avec une totale égalité des chances, dans la mesure où les différences en termes d'efforts, de qualifications et de chance entraîneront des différences dans les résultats. De fait, ces différences contribuent à l'évidence à la croissance économique car elles créent des incitations à travailler dur, à s'instruire, à épargner, à investir et à prendre des risques. Toutefois, dans la mesure où les opportunités elles-mêmes sont améliorées par l'accès aux ressources économiques, l'inégalité des résultats peut accentuer l'inégalité des chances, prolongeant ainsi une tendance à l'accroissement des inégalités. Un tel lien est suggéré par la « Great Gatsby curve », *avec la conclusion selon laquelle, dans les économies avancées, une plus grande inégalité de revenus est associée à une diminution de la mobilité intergénérationnelle.* » [10]

10 Traduction assurée par les services de la Banque de France.

Bibliographie

Bivens (J.) (2017)
« *Adding insult to injury: how bad policy decisions have amplified globalization's costs for American workers?* », Economic Policy Institute, juillet.

Chetty (R.), Grusky (D.), Hell (M.), Hendren (N.), Manduca (R.) et Narang (J.) (2016)
« *The fading American dream: trends in absolute income mobility since 1940* », NBER, *Working Papers,* n° 22910, décembre.

Chetty (R.), Hendren (N.), Kline (P.) et Saez (E.) (2014)
« *Where is the land of opportunity? The geography of intergenerational mobility in the United States* », NBER, *Working Papers,* n° 19843, révisé en juin.

Horton (E.), Sherman (A.), Stone (C.) et Trisi (D.) (2017)
« *A guide to statistics on historical trends in income inequality* », Center on Budget and Policy Priorities, octobre.

Katz (L. F.) et Krueger (A. B.) (2017)
« *Documenting decline in U.S. economic mobility* », *Science*, avril.

Lansing (K. J.) et Markiewicz (A.) (2016)
« *Top incomes, rising inequality and welfare* », *The Economic Journal*, doi :10.1111/ecoj.12411.

Lindsey (B.) et Teles (S.)
« *The captured economy: how the powerful become richer, slow down growth, and increase inequality* », Oxford University Press, à paraître en décembre 2017.

Mason (J. W.) (2015)
« *Disgorge the cash: the disconnect between corporate borrowing and investment* », Roosevelt Institute, février.

Piketty (T.) (2016)
« *Inequality in America* », Le blog de Thomas Piketty, mars.

Putnam (R. D.) (2016)
Our kids: the American dream in crisis, Simon & Schuster paperbacks, mars.

Reeves (R. V.) (2017)
Dream hoarders: how the American upper middle class is leaving everyone else in the dust, why that is a problem, and what to do about it, Brookings Institution Press, juin.

Rodrik (D.) (2017)
« *Populism and the economics of globalization* », NBER, *Working Papers,* n° 23559, révisé en juillet.

Saez (E.) et Zucman (G.) (2016)
« *Wealth inequality in the US since 2013: evidence from capitalized tax data* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131(2), mai, p. 519-578.

Tanner (M. D.) (2016)
« *Five myths about economic inequality in America* », *Policy analysis*, n° 797, Cato Institute, septembre.

Des résultats semestriels 2017 très solides pour les principaux groupes industriels et commerciaux français

Marie BALARD
Adrien BOILEAU
Direction des entreprises
Observatoire des entreprises

L'activité des quatre-vingts plus grands groupes industriels et commerciaux français cotés sur le compartiment A d'Euronext Paris fait un bond de 6,8 % sur les six premiers mois de l'année, comparés à la même période en 2016. La croissance de l'activité à périmètre constant a été très robuste et les effets de périmètre et de change ont également apporté une contribution positive à leur chiffre d'affaires (CA).

Les indicateurs sont également au vert pour la profitabilité de ces groupes (43 milliards d'euros au premier semestre 2017). Ces derniers ont d'ores et déjà réalisé, en un semestre, un résultat net supérieur à celui enregistré, par exemple, pour l'ensemble de l'année 2013.

Les flux de trésorerie d'exploitation couvrent les investissements du premier semestre (50 milliards d'euros). Les groupes ont fait évoluer leurs périmètres d'activités avec des acquisitions mais aussi des cessions record (20 milliards d'euros).

La capitalisation boursière rebondit par rapport à juin 2016 (21 %), preuve de la confiance accordée par les investisseurs aux grands groupes français.

Mots clés : comptes consolidés, IFRS, résultats, rachats d'actions, grandes entreprises industrielles et commerciales, grands groupes français, autres éléments du résultat global, OCI, entreprises cotées au compartiment A d'Euronext

Codes JEL : F23, G30, G32, L25

Chiffres clés

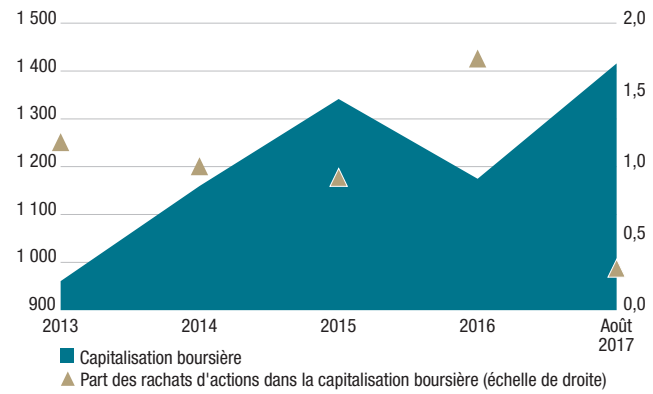
+ 6,8 %
la hausse du chiffre d'affaires au premier semestre 2017

+ 10 %
la hausse du résultat net au premier semestre 2017

61,5 milliards d'euros
le volume des rachats d'actions entre janvier 2013 et août 2017

0,4 %
la part des rachats d'actions dans la capitalisation boursière en 2017 (à fin août)

Capitalisation boursière et proportion des rachats d'actions
(montants en milliards d'euros ; parts en %)



Note : Sur l'échelle de droite : flux de rachats d'actions annuel/capitalisation boursière en fin de période.
Sources : Euronext, Autorité des marchés financiers (AMF).

1. Le chiffre d'affaires des grands groupes français est au plus haut depuis cinq ans

Le chiffre d'affaires est en forte progression au premier semestre 2017

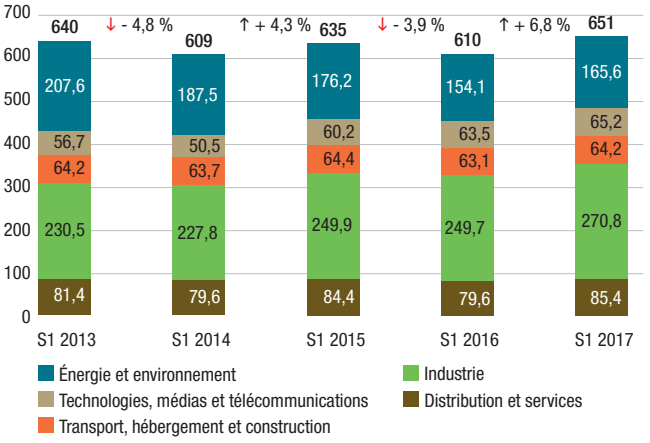
Au cours du premier semestre 2017, les quatre-vingts principaux groupes ont vu leur chiffre d'affaires progresser significativement (+ 6,8 % par rapport au premier semestre 2016 – cf. graphique 1), pour atteindre 651 milliards d'euros. Ce montant record s'explique notamment par la forte hausse du chiffre d'affaires des secteurs industrie (8,5 %), énergie et environnement (7,5 %) et distribution et services (7,3 %). Les autres secteurs enregistrent également une hausse de leur activité, profitant d'une conjoncture économique favorable au cours du premier semestre 2017.

Bien que la zone Europe demeure le principal débouché des quatre-vingts principaux groupes français (58 % du CA), la répartition géographique du chiffre d'affaires a quelque peu évolué au cours du premier semestre 2017 (cf. tableau 1). Les groupes français se sont davantage implantés sur le marché américain pour aller chercher des relais de croissance et intensifier leur volume d'activité (17 %, + 2 points par rapport au premier semestre 2016). À ce titre, les deux dernières opérations de croissance externe les plus significatives (supérieures à 10 milliards d'euros) de ces groupes sont des acquisitions de cible américaine, preuve de leur volonté de se renforcer sur ce marché stratégique. Il résulte de l'ensemble de ces évolutions une progression du chiffre d'affaires sur le marché américain de 17 % au premier semestre 2017 (par rapport au premier semestre 2016).

Le chiffre d'affaires est en hausse sous l'effet d'une croissance organique très robuste

La progression marquée du chiffre d'affaires (6,8 %) est principalement liée à la très bonne tenue de l'activité à périmètre constant (cf. graphique 2).

G1 Chiffre d'affaires par secteur d'activité
(en milliards d'euros)



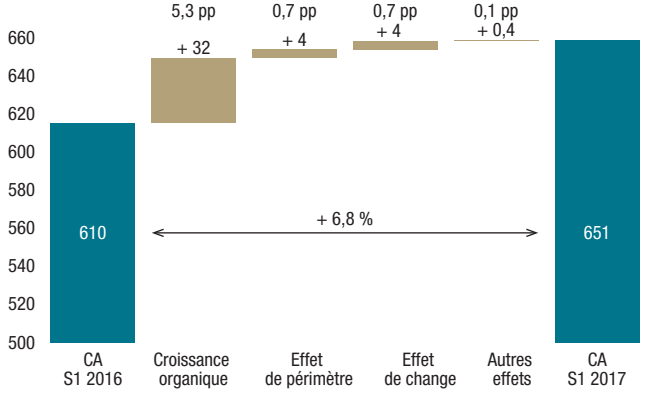
Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

T1 Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique
(en %)

	2013	2014	2015	2016	2017
Europe	63	63	60	61	58
Amériques	15	14	16	15	17
Reste du monde	22	23	24	24	25
Total	100	100	100	100	100

Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G2 Décomposition de la variation du chiffre d'affaires
(montants en milliards d'euros ; variations en points de pourcentage)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

Encadré 1

Actualités IFRS

La norme « IFRS 9 – Instruments financiers » [1] remplacera, à compter du 1er janvier 2018, la norme « IAS 39 – Instruments financiers ». Pour les dettes financières, la norme conserve la plupart des exigences de la norme IAS 39. IFRS 9 fixe de nouveaux principes pour l'utilisation de la comptabilité de couverture. Elle vise à aligner plus étroitement la comptabilité de couverture avec les activités de gestion des risques de l'entité, ceux de marché, notamment en élargissant les instruments de couverture éligibles et en assouplissant certaines règles jugées trop restrictives sous IAS 39.

Il est à ce jour difficile de mesurer les impacts de cette nouvelle norme sur les comptes consolidés des groupes de l'étude, mais ils devraient être peu significatifs.

La norme « IFRS 15 – Produits des activités ordinaires tirés des contrats conclus avec des clients » [2] entrera en application à compter du 1er janvier 2018, et remplacera notamment les normes IAS 11 et IAS 8. Le principe de cette nouvelle norme est de comptabiliser le produit au moment du transfert de biens ou de services à un client, et ce pour un montant qui reflète le paiement que l'entité s'attend à recevoir en contrepartie de ces biens ou services. Cette norme aura notamment des effets sur le marché de la téléphonie mobile et plus spécifiquement sur la comptabilisation des contrats lorsqu'ils associent la vente à prix réduit d'un équipement avec la souscription d'un abonnement : le chiffre d'affaires global du contrat sera identique, mais le rythme de reconnaissance et la répartition entre le terminal vendu et la prestation de service seront modifiés (hausse des revenus liés à l'équipement, baisse des revenus liés aux services rendus).

La norme IFRS 16 « Contrats de location » [3] remplacera, à compter du 1er janvier 2019, la norme IAS 17 ainsi que les interprétations de l'*International financial reporting interpretations committee* (IFRIC) associées. Cette norme a pour but de modifier la comptabilisation des contrats de location chez les preneurs afin d'améliorer la visibilité de leurs actifs et de leurs passifs, quelle que soit leur forme. Désormais, tous les contrats (de location simple ou de location-financement) pour les preneurs seront traités comme des contrats de location-financement, c'est-à-dire comme si le bien loué avait pour vocation de figurer à l'actif. Une étude d'impact de cette modification réglementaire avait été menée dans notre précédent article [4]. Les engagements de location représentaient 83 milliards d'euros soit 14,1 % des dettes financières et 12,5 % des capitaux propres à fin décembre 2016 pour les quatre-vingts principaux groupes de notre étude.

1 Norme publiée par l'*International accounting standards board* (IASB) en juillet 2014 et adoptée par l'Union européenne le 29 novembre 2016.

2 Norme publiée par l'IASB le 28 mai 2014.

3 Norme publiée par l'IASB le 13 janvier 2016.

4 Cf. « En 2016, les principaux groupes français présentent un niveau de profitabilité et d'investissement au plus haut depuis cinq ans », *Bulletin de la Banque de France,* n° 212, juillet-août 2017.

Ainsi, la croissance organique est très robuste et représente un chiffre d'affaires additionnel de 32 milliards d'euros (+ 5,3 points de contribution à la croissance sur le premier semestre 2017). Une large majorité des groupes (supérieure à 90 %) a généré un volume d'activité supplémentaire à isopérimètre.

Les effets nets des variations de périmètre [1] sont également positifs au premier semestre (+ 4 milliards d'euros) et traduisent une politique de croissance externe dynamique en 2016 mais aussi des cessions significatives notamment dans le secteur distribution et services. L'impact de ces variations de périmètre est répercuté majoritairement sur l'exercice comptable suivant.

Au cours du premier semestre 2017, les effets de change [2] ont un impact positif sur le chiffre d'affaires des quatre-vingts groupes français (+ 4 milliards d'euros). Ils participent à l'augmentation du chiffre d'affaires à hauteur de 0,7 point de pourcentage. Les groupes exposés aux marchés brésilien et russe ont des effets de change largement positifs compte tenu de la forte appréciation du réal et du rouble par rapport à l'euro. L'impact de change est également positif, mais dans des proportions inférieures, pour les groupes facturant leurs ventes de biens et prestations de services en dollar. En revanche, les groupes opérant au Royaume-Uni ont été largement pénalisés par la baisse de la livre sterling suite au vote du Brexit.

2. La profitabilité des principaux groupes français est au plus haut sur la période

Le résultat opérationnel progresse au premier semestre 2017

Pour les quatre-vingts grands groupes étudiés, le résultat opérationnel [3] représente, au premier semestre 2017, 53 milliards d'euros soit une progression d'environ 6 % (par rapport au premier semestre 2016). Cette augmentation représente une contribution additionnelle équivalente à 3 milliards d'euros sur les six premiers mois (cf. graphique 3).

Le résultat opérationnel retrouve un niveau proche de celui de 2013 mais cache d'importantes disparités sectorielles. Le poids du secteur énergie et environnement, premier contributeur en 2013, est en recul de près de 20 points sur la période 2013-2017. Cela représente une baisse de son résultat opérationnel de 53 % sur les cinq dernières années.

La vitalité du secteur industrie, en hausse de 14 % par rapport au premier semestre 2016 et de 61 % sur cinq ans, compense les difficultés rencontrées par les entreprises du secteur énergie et environnement.

Compte tenu de ces éléments, le taux de marge opérationnelle des grands groupes [4] est en très légère baisse, à 8,1 %, suite à la hausse marquée du chiffre d'affaires.

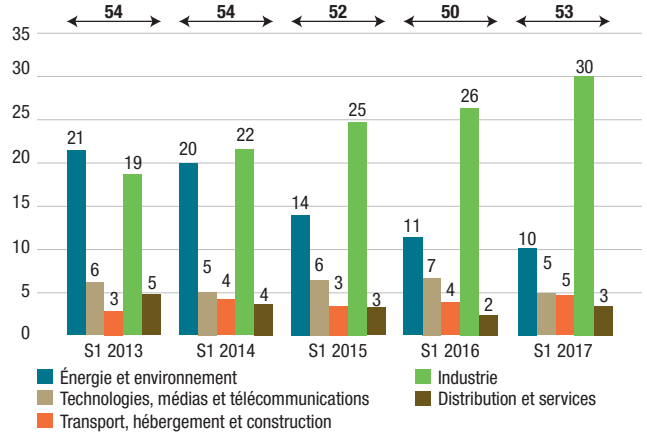
1 Les effets de périmètre retranscrivent les acquisitions et les cessions de filiales des grands groupes et, par conséquent, la contribution en chiffre d'affaires des entités entrantes et sortantes du périmètre de consolidation. La plupart des entreprises communiquent sur cette notion ou fournissent des éléments qui permettent d'en évaluer l'importance.

2 Les effets de change matérialisent l'impact de la conversion en euro des comptes en devises de filiales étrangères au moment de l'arrêté des comptes.

3 Le résultat opérationnel – résultat d'exploitation auquel on intègre les dotations aux amortissements – mesure la performance intrinsèque des activités du groupe, avant prise en compte du résultat financier ainsi que de l'impôt.

4 Le taux de marge opérationnelle est calculé en rapportant le résultat opérationnel au chiffre d'affaires.

G3 Résultat opérationnel par secteur d'activité
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

Le résultat net poursuit sa hausse

En hausse de 10 % au premier semestre 2017, le résultat net affiche un niveau record sur la période (43 milliards d'euros – cf. graphique 4). À titre de comparaison, ce résultat net semestriel est supérieur à celui de l'ensemble de l'année 2013 (42 milliards).

Compte tenu de son poids, cette bonne performance est d'abord liée à l'industrie (+ 47 % par rapport au premier semestre 2016), mais également aux secteurs transport, hébergement et construction (+ 50 %) et énergie et environnement, en hausse de près de 13 %.

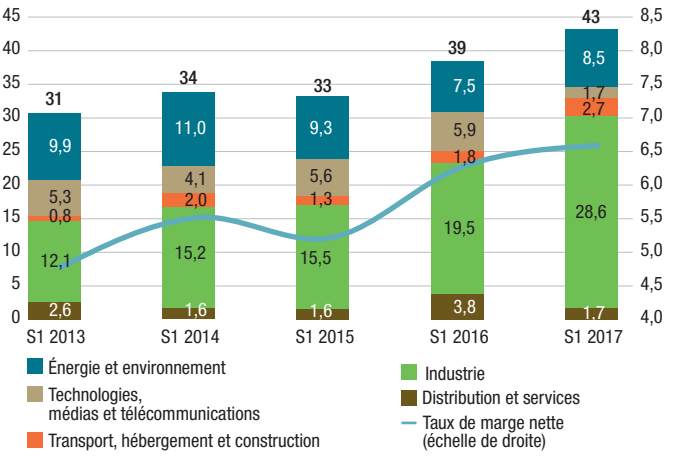
Cette consolidation est le fruit d'une dynamique d'ensemble puisque, dans le secteur industrie, près de 70 % des groupes affichent une progression de leur résultat net. Cette proportion atteint même 90 % pour le secteur transport, hébergement et construction.

Le résultat net recule nettement dans les secteurs technologies, médias et télécommunications et distribution et services (respectivement – 71 et – 55 %). Ce constat est à nuancer dans la mesure où un groupe dans chacun de ces deux secteurs avait réalisé une opération significative de cession d'actifs au cours du premier semestre 2016, impactant positivement le résultat net sur cet exercice.

Le taux de marge [5] nette est à un haut niveau sur la période, que ce soit pour les entreprises appartenant au premier quartile (3,5 %) ou pour celles présentant la plus forte profitabilité (9,5 % – cf. graphique 5). La moyenne progresse au premier semestre 2017 à 6,6 % (+ 0,3 point par rapport au premier semestre 2016), mais la médiane se contracte légèrement à 5,7 % (– 0,3 point).

G4 Résultat net par secteur d'activité

(montants en milliards d'euro ; taux en %)

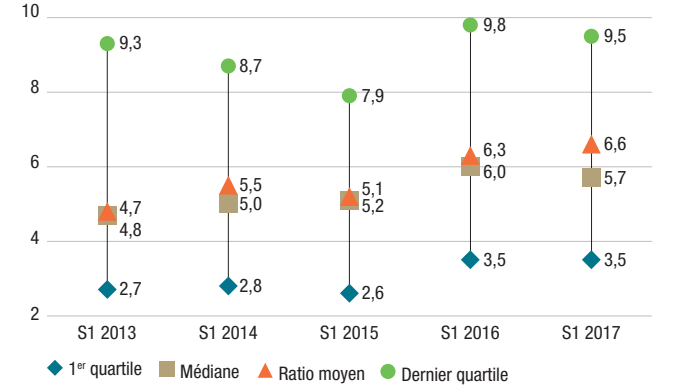


Note : Sur l'échelle de droite, le taux de marge nette est mesuré par le ratio résultat net/CA.
Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G5 Taux de marge nette

Distribution et ratios moyen et médian

(en %)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

5 Le taux de marge nette (résultat net/chiffre d'affaires) mesure la profitabilité des groupes étudiés.

3. Une trésorerie record

La trésorerie est toujours plus abondante

À la fin du premier semestre 2017, la trésorerie des grands groupes poursuit sa hausse et atteint un niveau record sur la période à 190 milliards d'euros (+ 31 milliards d'euros par rapport à juin 2016 – cf. graphique 6). La trésorerie des quatre-vingts grands groupes a progressé de 46 % sur cinq ans.

La majorité des secteurs est concernée par cette accumulation de trésorerie mais celle-ci est particulièrement forte dans le secteur industrie.

En effet, dans ce secteur, le stock de liquidités a progressé d'un tiers par rapport à juin 2016, dans le sillage du bon niveau d'activité et de rentabilité observé.

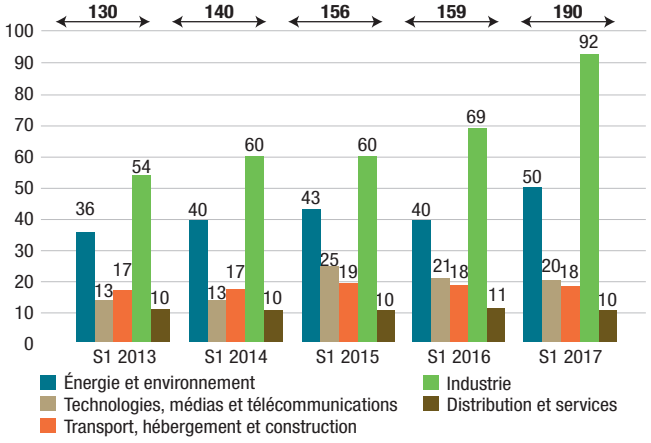
Les dividendes mis en paiement au cours du premier semestre 2017 sont en légère diminution à 28 milliards d'euros, contre 30 milliards pour le premier semestre 2016.

Les flux de trésorerie sont équilibrés

Pour analyser plus finement la variation de la trésorerie des grands groupes au cours du premier semestre 2017, les flux peuvent être dissociés de la façon suivante : le flux de trésorerie relié aux activités opérationnelles, le flux relié aux opérations d'investissement et le flux relié aux opérations de financement (détaillés dans les points suivants).

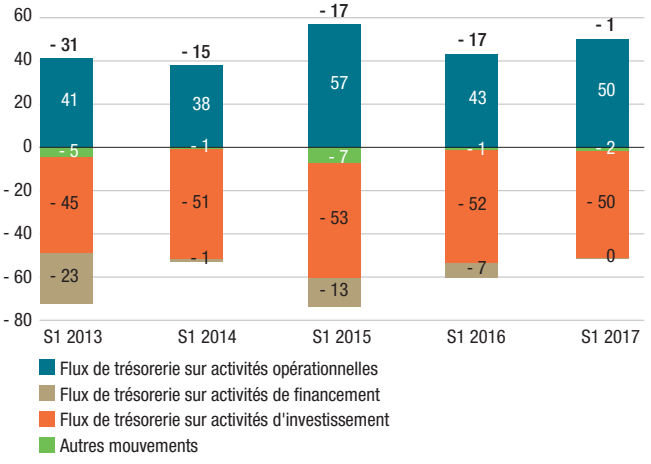
Le flux de trésorerie global est presque à l'équilibre au premier semestre 2017 (– 1 milliard d'euros – cf. graphique 7). Les investissements réalisés au premier semestre 2017 (50 milliards d'euros) représentent des sommes équivalentes aux liquidités dégagées par les activités opérationnelles.

G6 Trésorerie à la clôture par secteur d'activité
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G7 Décomposition des flux de trésorerie
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

- Les flux d'exploitation [6]

Le flux de trésorerie généré par les activités opérationnelles progresse à 50 milliards d'euros, contre 43 milliards au premier semestre 2016.

6 Les flux d'exploitation correspondent, selon une approche classique en analyse financière, à la capacité d'autofinancement dégagée par l'entreprise à la fin d'une période donnée, diminuée de la variation de son besoin en fonds ement d'exploitation (BFRE) sur la même période.

Encadré 2

Taux d'endettement et détention de trésorerie

On constate, sur l'ensemble de la période 2013-2017, une tendance à l'augmentation simultanée de la dette et de la trésorerie. Au 30 juin 2017, cette observation est confirmée avec une hausse simultanée de l'endettement financier et de la trésorerie active (respectivement 5,5 % et 19,5 % par rapport au premier semestre 2016), ce qui se traduit par une stabilité de l'endettement net agrégé des quatre-vingts groupes.

Au niveau individuel et dans un contexte de faibles taux d'intérêt, comment la trésorerie se répartit-elle entre les groupes en fonction de leur endettement ?

Si ces variables sont peu dépendantes[1], le graphique a (ci-contre) met toutefois en évidence que les groupes présentant le niveau d'endettement le plus élevé disposent d'un taux de trésorerie généralement inférieur aux autres. Ce taux est en moyenne de 8,6 %, contre 10,8 % pour les groupes appartenant aux trois autres quartiles (cf. graphique b). Ainsi, les groupes appartenant au dernier quartile portent plus du tiers de l'endettement financier (36 %) et détiennent moins d'un quart de la trésorerie (21 %).

À l'autre extrémité de la distribution, les groupes appartenant au premier quartile de la distribution (faiblement endettés) disposent du taux de trésorerie le plus élevé (14,4 %).

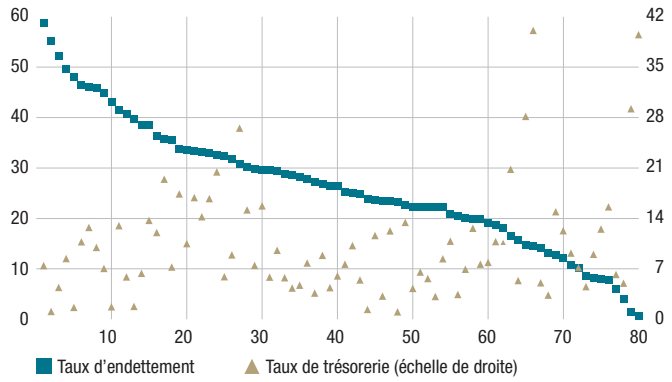
1 Coefficient de corrélation – 0,45.

Taux d'endettement et détention de trésorerie

(en %)

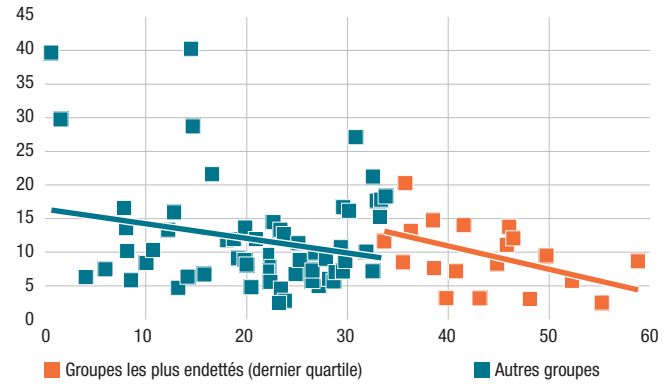
a) pour chacun des principaux groupes français

(en abscisse : positionnement des groupes dans l'ordre décroissant de leur taux d'endettement ; en ordonnée : taux d'endettement – échelle de gauche – et de trésorerie – échelle de droite)



b) pour le dernier et les trois premiers quartiles de répartition des groupes

(en abscisse : positionnement des groupes par quartile de taux d'endettement ; en ordonnée : taux de trésorerie)



Note : Le taux d'endettement correspond au ratio dettes financières brutes/total de bilan, et le taux de trésorerie au ratio trésorerie active/total de bilan.
Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

À ce niveau, il est sensiblement supérieur à la moyenne constatée sur la période (45 milliards).

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) progresse à fin juin 2017 (+ 10 milliards par rapport à 2016), suite à une augmentation du solde du poste clients et des stocks et ce, malgré la progression des dettes fournisseurs (cf. tableau 2). Cette hausse s'explique par la progression sensible du CA (6,8 %) qui fait mécaniquement croître les postes clients et stocks.

- Les flux de financement[7]

Le flux de trésorerie sur activités de financement est nul au premier semestre 2017, ce qui peut sembler contre-intuitif au regard de l'augmentation de l'endettement financier (30 milliards d'euros constatée à fin juin 2017 – cf. section 4 titre « L'endettement financier est en hausse ») et des capitaux propres 49 milliards (cf. section 4 titre « Les groupes sont solidement capitalisés »). Cependant, une partie de l'endettement additionnel et des émissions de capital peut avoir été contractée au second semestre 2016 et ainsi ne pas être prise en considération dans le flux de financement relatif au premier semestre 2017.

- Les flux d'investissement

Le flux d'investissement peut être ventilé en cinq composantes : les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles, les acquisitions d'immobilisations financières, les cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles, les cessions d'immobilisations financières et les autres variations.

Le flux total d'investissement net des quatre-vingts grands groupes représente 50 milliards d'euros au premier semestre 2017, soit une baisse de près de 4 % par rapport à juin 2016 (cf. graphique 8), mais reste globalement en ligne avec les précédents exercices.

T2 Formation du besoin en fonds de roulement d'exploitation
(en milliards d'euros)

	2013	2014	2015	2016	2017
Encours clients (A)	262	243	239	241	256
Encours fournisseurs (B)	224	213	236	234	246
Solde du crédit interentreprises (A – B)	38	30	3	7	10
Stocks (C)	155	156	164	163	170
BFRE (A – B + C)	194	187	166	170	180

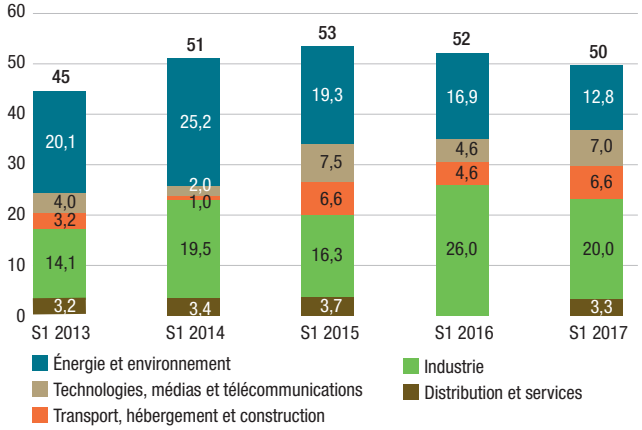
Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

Au niveau sectoriel, malgré une opération de croissance externe d'envergure (11 milliards d'euros), l'investissement net est en recul de près de 23 % dans le secteur industrie. Les entreprises de ce secteur présentent des résultats très satisfaisants mais adoptent une attitude attentiste en matière d'investissements.

Les investissements incorporels et corporels, destinés à assurer la croissance organique future des entreprises, se contractent légèrement à la fin du premier semestre 2017 (4 % – cf. graphique 9).

7 Les flux de trésorerie issus des activités de financement proviennent, à titre principal, des transactions sur le capital des entreprises (dividendes, émissions et rachats d'actions) ou de celles relatives à leur endettement financier (émissions, remboursements).

G8 Flux d'investissement par secteur d'activité
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

En revanche, la politique d'investissement financier demeure très active aussi bien pour les acquisitions (22 milliards d'euros), que pour les cessions d'un niveau record (20 milliards d'euros). Au total six groupes, appartenant aux secteurs énergie et environnement et industrie, ont réalisé des cessions d'immobilisations financières pour un montant supérieur au milliard d'euros.

4 La structure financière des groupes reste solide

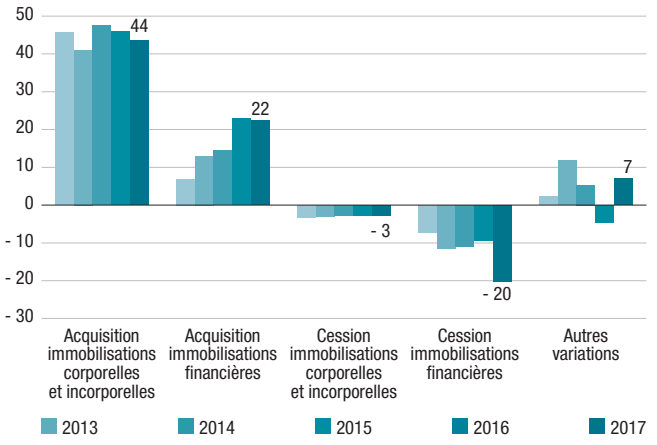
L'endettement financier est en hausse

Les groupes ont eu recours à un endettement additionnel de 30 milliards d'euros soit une hausse de 5,5 % (cf. graphique 10) sur un an.

Cette augmentation est concentrée sur le secteur industrie (29 milliards d'euros sur un an) dont un tiers a servi au financement d'une opération de croissance externe significative, financée intégralement par endettement.

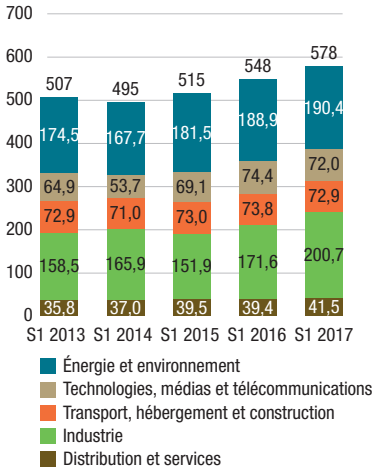
Le marché obligataire est toujours plébiscité par les grands groupes et continue de peser davantage dans les dettes financières (+ 5 points en 4 ans – cf. graphique 11).

G9 Décomposition des flux de trésorerie sur activités d'investissement
(en milliards d'euros)



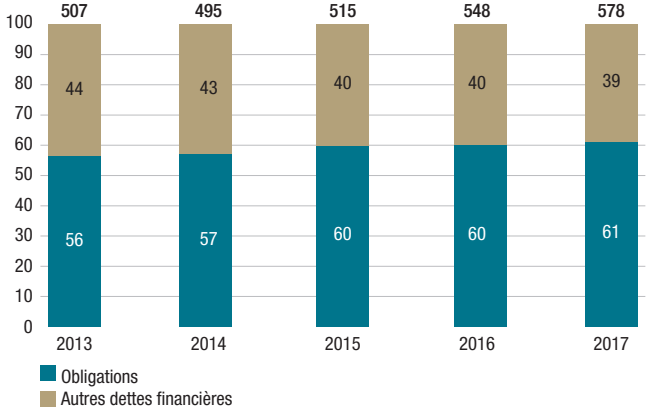
Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G10 Dettes financières par secteur d'activité
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G11 Nature des dettes financières
(montants en milliards d'euros ; répartition en %)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

En juin 2016, la Banque centrale européenne a décidé d'étendre son programme d'achat de titres financiers (dit assouplissement quantitatif) aux obligations privées émises par les grandes entreprises. Ces opérations sont uniquement destinées aux groupes appartenant à la catégorie *investment grade,* c'est-à-dire notés au moins BBB- par les agences de notation [8]. Ce programme a largement bénéficié aux groupes français, puisque la Banque de France a acquis pour 15,7 milliards de titres financiers [9] en 2016. Ainsi, les grands groupes français ont pu profiter de taux attractifs sur le marché obligataire leur permettant de renforcer leurs programmes d'investissement ou de rembourser par anticipation leurs encours résiduels, tout en allongeant la maturité de leur dette. En termes de volume, les encours obligataires sont passés de 286 milliards d'euros à fin juin 2013 à 331 milliards à fin juin 2017 (+ 45 milliards).

Le ratio de levier [10] des quatre-vingts grands groupes français remonte sensiblement aux deux extrémités de la distribution (cf. graphique 12). Pour les entreprises présentant le ratio le plus élevé, ce dernier augmente de 6 points et s'établit au plus haut niveau sur la période (105 %). De même, les entreprises avec un ratio faible, ont également arbitré leur financement en faveur de la dette avec un ratio qui croît de façon régulière (17 points en 5 ans).

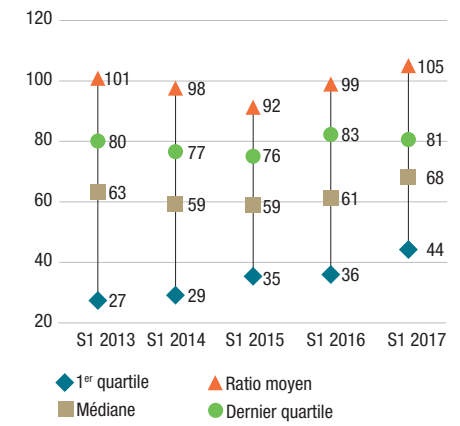
Le ratio médian progresse de 7 points à 68 %, tandis que le ratio moyen recule légèrement (2 points à 81 %).

Ce constat est à relativiser puisqu'en tenant compte de la trésorerie active le ratio de levier net [11] recule en 2017.

Les groupes sont solidement capitalisés

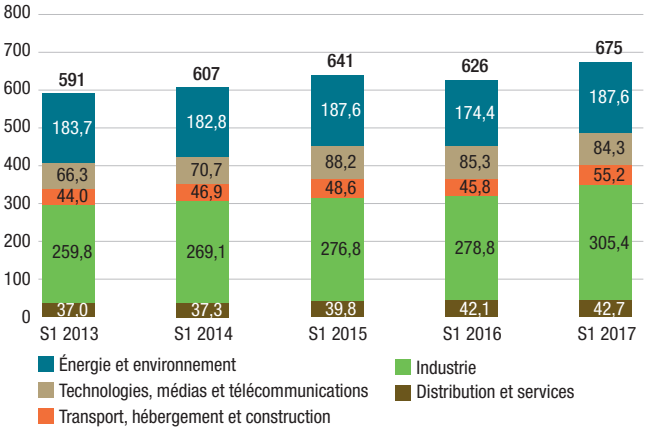
Au 30 juin 2017, les capitaux propres des quatre-vingts grands groupes sous revue se renforcent encore pour atteindre 675 milliards d'euros soit une hausse de près de 8 % sur un an (cf. graphique 13). Cette consolidation est liée d'une part à des augmentations de capital mais également à la mise en réserve des résultats.

G12 Dettes financières sur capitaux propres
Distribution et ratios moyen et médian
(en %)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G13 Capitaux propres part du groupe
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

8 Selon les grilles de notation financière de Standard and Poor's et Fitch.

9 Cf. chiffres clés du Rapport annuel 2016 de la Banque de France.

10 Le ratio de levier (ou taux d'endettement) est calculé en rapportant les dettes financières aux capitaux propres.

11 Le ratio de levier net (ou taux d'endettement net) est calculé en rapportant les dettes financières nettes de la trésorerie active aux capitaux propres.

Les sources de financement sont très équilibrées

On constate sur les cinq dernières années, un arbitrage très équilibré entre le financement par capitaux propres et par endettement (cf. graphique 14). Sur la période 2013-2015, les groupes ont privilégié le financement par capitaux propres, puis ils ont, à partir de 2015, opéré un rattrapage en faveur de la dette financière et notamment obligataire. Ces arbitrages expliquent la baisse du taux d'endettement constaté en 2015 (cf. graphique 12) et sa remontée ensuite.

Les OCI contribuent négativement au résultat global

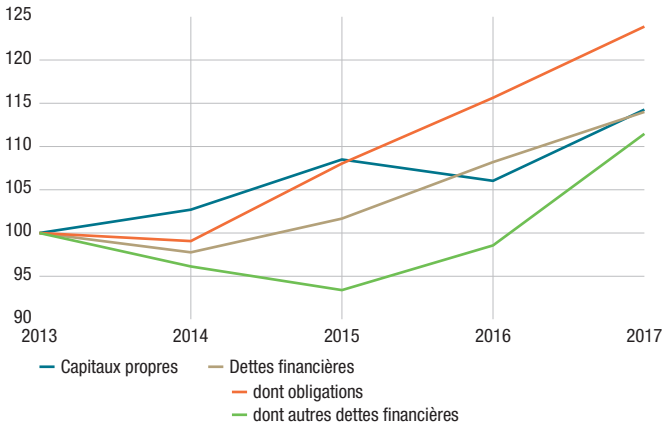
Bien qu'en augmentation, les capitaux propres sont impactés négativement par la diminution des autres éléments du résultat global ou *other comprehensive income* (OCI). Ils sont négatifs au premier semestre 2017 (– 6 milliards d'euros – cf. graphique 15). La fluctuation des OCI dépend de variables exogènes à forte volatilité, telles que le taux de change ou les stratégies de couverture opérationnelle des risques. La forte volatilité de ces variables peut entraîner des modifications significatives d'une année à l'autre. Sur les six premiers mois de l'exercice 2017, ce sont principalement les écarts de conversion (– 14 milliards d'euros) qui pénalisent le résultat global.

Les écarts d'acquisition représentent la moitié des capitaux propres

À la fin du premier semestre 2017, les *goodwills*[12] nets des quatre-vingts groupes français représentent 339 milliards d'euros et affichent une progression constante depuis quatre ans (21 % – cf. graphique 16 *infra*). Sous l'effet de l'augmentation sensible des capitaux propres (8 %), les *goodwills* sont désormais équivalents à la moitié de ces derniers (– 1 point par rapport au premier semestre 2016).

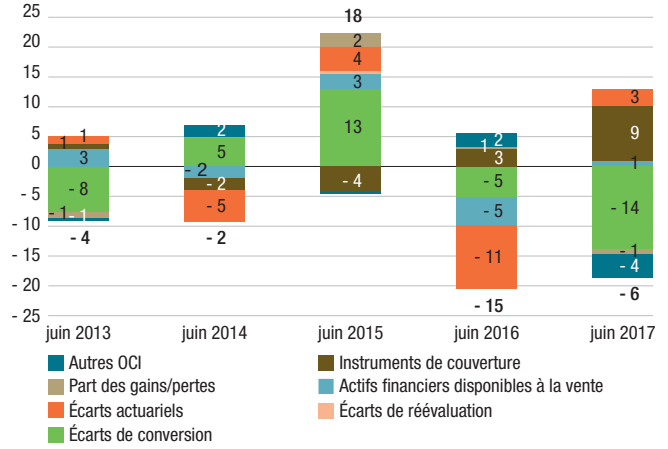
Au niveau sectoriel, les *goodwills* sont en hausse dans la majorité des secteurs à l'exception du secteur énergie et environnement où ils reculent depuis les cinq derniers exercices. Les difficultés rencontrées par les groupes appartenant à ce secteur d'activité ont conduit à des dépréciations de leur *goodwill*,

G14 Évolution des sources de financement
(taux de croissance annuel moyen, en % - base 100 en 2013)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

G15 Composantes des « autres éléments du résultat global » (OCI)
(en milliards d'euros)



Note : OCI, *other comprehensive income*.
Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

12 Le *goodwill* correspond à un écart d'acquisition, c'est-à-dire à la différence entre le coût d'une acquisition et la juste valeur de la société acquise.

Encadré 3

Les rachats d'actions

Les rachats d'actions consistent, pour une société cotée, à intervenir sur son capital en acquérant une partie de ses titres en circulation sur le marché. La société peut racheter sur le marché (au fil de l'eau) jusqu'à 10 % de son capital dans le cadre d'un programme de rachat d'actions d'une durée maximum de 18 mois. Le plus souvent, les actions acquises sont annulées et permettent la restitution de liquidités aux actionnaires. Ces actions peuvent également être conservées par l'entreprise pour servir de contrepartie dans le cas d'une acquisition, être remises aux salariés en cas d'exercice de stock option ou alimenter un contrat de liquidités exécuté par un intermédiaire.

Les rachats d'actions ont connu une forte croissance en 2016 pour atteindre 20,4 milliards d'euros (cf. graphique a). Les groupes Sanofi et Vivendi ont notamment mis en place des programmes significatifs de rachats d'actions (respectivement 3,1 et 1,6 milliards d'euros en 2016). Le premier semestre 2017 a été peu actif, avec seulement 5 milliards d'euros rendus aux actionnaires sous forme de rachat d'actions, et retrouve la tendance des exercices 2013 et 2014.

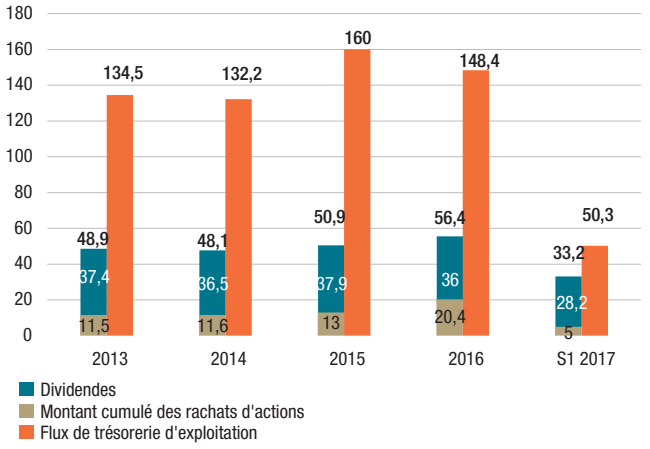
On constate que, sur la période 2013-2016, les groupes ont rendu à leurs actionnaires [1] un peu plus d'un tiers des liquidités générées par l'activité sur la période (35,6 %). Ce chiffre est d'ailleurs relativement constant chaque année, la baisse de 2015 (31,8 %) a fait l'objet d'un rattrapage en 2016 (38 %).

De janvier 2013 à août 2017, les groupes ont racheté une part de leur capital pour un montant global de 61,5 milliards (cf. graphique a). Malgré ces opérations, les capitaux propres ont progressé de 89 milliards d'euros sur la période [2].

Ces rachats d'actions représentent en moyenne 1,2 % de la capitalisation boursière des quatre-vingts grands groupes entre 2013 et 2016 (cf. graphique b). Cette tendance est baissière puisqu'à fin août 2017, les rachats d'actions opérés par les groupes ne représentent que 0,4 % de leur capitalisation boursière totale.

Ga Dividendes et rachats d'actions rapportés aux flux de trésorerie d'exploitation

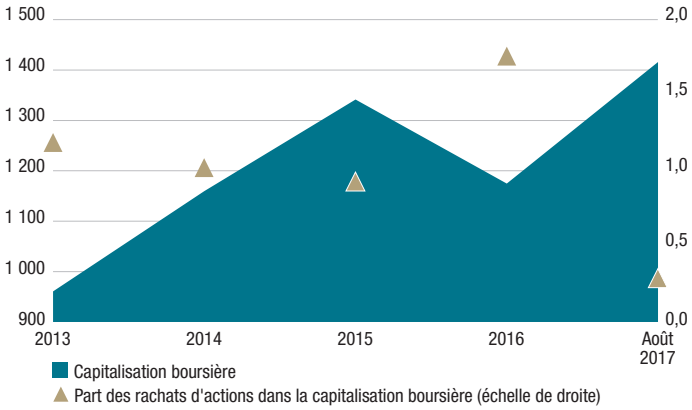
(en milliards d'euros)



Note : Pour le premier semestre 2017, les dividendes et le flux de trésorerie d'exploitation sont issus des rapports semestriels arrêtés à fin juin et les rachats d'actions représentent le flux à fin août.
Sources : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France, Autorité des marchés financiers (AMF).

Gb Capitalisation boursière et proportion des rachats d'actions

(montants en milliards d'euros ; parts en %)



Note : Sur l'échelle de droite, flux de rachats d'actions annuel/capitalisation boursière en fin de période.
Sources : Euronext, Autorité des marchés financiers (AMF).

1 On considère ici qu'en volume les rachats d'actions ont principalement vocation à être annulés ou faire l'objet d'une attribution gratuite à l'actionnaire. La formule utilisée est : (rachat d'actions + dividendes)/flux de trésorerie d'exploitation.

2 Le montant agrégé des capitaux propres de l'échantillon est de 586 milliards d'euros en début d'année 2013.

matérialisant la perte de valeur de leurs filiales dans un contexte de baisse des cours des matières premières. Ainsi, depuis 2013, le *goodwill* agrégé des entreprises de ce secteur a diminué de près de 27 %. À l'inverse, les entreprises industrielles et celles du secteur technologies, médias, et télécommunications ont eu recours à une intensive politique de croissance externe, qui a généré une augmentation du *goodwill* sur la période.

La capitalisation boursière poursuit sa forte progression

Le premier semestre 2016 avait été marqué par le référendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne. Cette période d'incertitude, puis le résultat du vote avaient entrainé un repli de la capitalisation boursière des quatre-vingts groupes (12 %) par rapport à juin 2015.

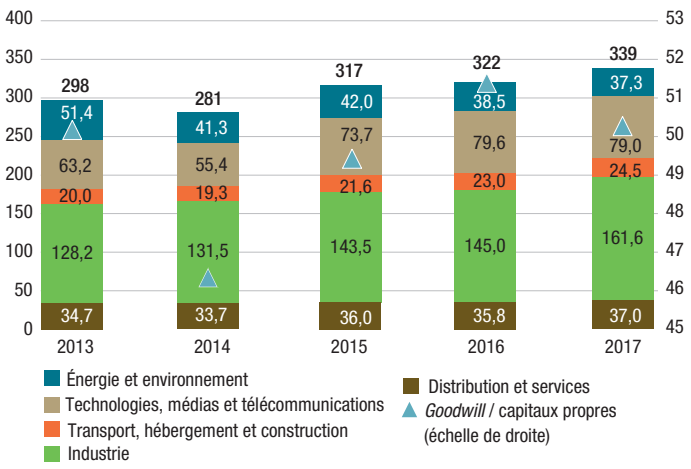
Depuis le début de l'année 2017, les indices sont sur un cycle haussier, encouragés par des indicateurs économiques favorables et des promesses de baisse d'impôt sur un marché américain où les grands groupes tricolores sont de plus en plus actifs.

Ainsi, la capitalisation boursière des quatre-vingts grands groupes augmente pour atteindre 1 416 milliards d'euros à fin juin 2017, contre 1 175 milliards d'euros à la fin du premier semestre 2016 (+21 %).

Le *price to book* (capitalisation boursière sur capitaux propres) progresse à 2,0, contre 1,8 un an plus tôt.

G16 *Goodwill* par secteur d'activité et proportion des *goodwills* dans les capitaux propres

(échelle de gauche en milliards d'euros, échelle de droite en pourcentage)



Source : Rapports financiers des quatre-vingts principaux groupes français, juillet-septembre 2017 ; calculs Banque de France.

Annexe 1
Méthodologie

L'étude porte sur les groupes non financiers cotés sur la place de Paris, ayant publié des comptes annuels au 30 juin 2017, et appartenant au compartiment A d'Euronext (capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros). Il faut, en outre, que ces entreprises respectent ce critère depuis au moins deux exercices et qu'elles aient un historique sur l'ensemble de la période étudiée. L'échantillon comporte ainsi quatre-vingts groupes.

Les comptes annuels consolidés de 2013 à 2017 sont pris en compte et les groupes sont répartis selon les secteurs suivants (cf. tableau).

L'échantillon ne prend pas en compte les groupes suivants :

• groupes dont les actionnaires majoritaires ne sont pas français ou ne réalisant qu'une part non significative de leur activité en France : Alcatel-Lucent, ArcelorMittal, LafargeHolcim, Schlumberger, STMicroelectronics, Technip, XPO Logistics ;

• établissements financiers et assimilés : Amundi, AXA, BNP Paribas, CIC, CNP, Crédit Agricole, Coface, Euler Hermès, Eurazéo, Natixis, NYSE Euronext, Rothschild & Co, Scor SE, Société Générale ;

• groupes n'arrêtant pas leurs comptes au 31 décembre : Alstom, Beneteau, Elior, Eutelsat Communications, LDC, Neopost, Pernod Ricard, Rémy Cointreau, Sodexo, Ubisoft, Vilmorin & Cie, Zodiac Aerospace ;

• sociétés foncières : Altarea, Eurosic, FDL, Foncières des murs, Foncière de Paris, Foncière des régions, Foncière lyonnaise, Gecina Nom., Icade, Klépierre, Mercialys, Silic, Unibail-Rodamco ;

• groupes déjà consolidés dans un autre groupe ou fonds d'investissement : Artois Nom., Burelle, Cambodge Nom., Rallye, Christian Dior, Colas, Faurecia, FFP, Fimalac, Financière de l'Odet, Havas (à partir de 2013), TF1, Unibel, Worldline.

Groupes pris en compte

Énergie et environnement	Areva, EDF, Engie, Suez Environnement, Total, Veolia Environnement
Industrie	Airbus group, Air Liquide, Arkema, Bic, bioMérieux, Boiron, Danone, Dassault Aviation, Essilor, Eramet, Groupe Bel, Hermès, Imerys, Ipsen, Legrand, Lisi, L'Oréal, LVMH, Michelin, Nexans, Peugeot SA, Plastic Omnium, Renault, Safran, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, SEB, Somfy, Tarkett, Thales, Valeo, Vallourec, Vicat, Virbac
Distribution et services	Bureau Veritas, Carrefour, Casino Guichard, Edenred, Eurofins, Fnac-Darty, JCDecaux, Kering, Nexity, Rexel, Rubis, téléperformance
Technologies, médias et télécommunications	Alten, Altran Techn, Atos, Capgemini, Dassault Systèmes, Gemalto, Illiad, Ingenico, Ipsos, Lagardère, Métropole TV, groupe SFR, Orange, Publicis, Sopra Steria Group, Technicolor, Vivendi
Transport, hébergement et construction	Accor, ADP, Air France-KLM, Bolloré [a], Bouygues, Eiffage, Eurotunnel, Korian, Orpéa, Vinci

a) Les comptes de Bolloré ont fait l'objet d'un retraitement suite à l'intégration de Vivendi en 2017.

Annexe 2
Données analysées

Les principaux postes faisant l'objet d'une analyse, pour les données des quatre-vingts groupes retenus pour l'échantillon 2017.

Informations générales
Nom de l'établissement
N° de SIREN
Code NACE de l'activité principale

Compte de résultat
Chiffre d'affaires
Dont chiffre d'affaires en France
Dont chiffre d'affaires par zone géographique (Europe, Amériques, reste du monde)
Ebitda
Résultat opérationnel
Résultat opérationnel courant
Résultat net

Résultat global
Variation des écarts de conversion
Actifs financiers disponibles à la vente
Couvertures des flux de trésorerie
Variation du surplus de réévaluation
Gains (pertes) actuariel(le)s
Gains et pertes comptabilisés directement en capitaux propres des entreprises mises en équivalence
Autres
Résultat global

Bilan
Goodwill – Valeur brute
Autres immobilisations incorporelles
Immobilisations corporelles
Stocks
Créances clients
Total des actifs (courant et non courant)
Total des dettes financières
Dont dettes obligataires
Intérêts minoritaires
Capitaux propres
Dettes fournisseurs
Total du passif (courant et non courant)

Variation des capitaux propres
Variation du capital social
Dividendes versés
(part groupe + part minoritaire)
Écart de conversion
Écarts sur instruments financiers
Réévaluation des autres actifs
Pertes et gains actuariels
Mise en équivalence d'entreprise

Flux de trésorerie
Flux de trésorerie sur activités opérationnelles
Flux de trésorerie sur activités d'investissement
- acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles
- acquisitions d'immobilisations financières
- cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles
- cessions d'immobilisations financières

Flux de trésorerie sur activité de financement
Variation de trésorerie nette
Trésorerie nette à la clôture

Montant de la capitalisation boursière

L'endettement des grands groupes français : comment évolue-t-il ? Que finance-t-il ?

Hélène CHARASSON-JASSON
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

La crise financière a posé avec une nouvelle acuité la question des choix de financement des entreprises, et en particulier des plus grandes qui ont plus de latitude en la matière. Évaluer l'endettement des grands groupes suppose une analyse i) du poids respectif des capitaux propres et des dettes financières dans le financement de l'actif économique du groupe, ii) de la capacité de remboursement de la dette et iii) du lien entre l'endettement et l'investissement, ce dernier permettant d'augmenter les revenus futurs.

On observe une amélioration de la solvabilité des grands groupes à la suite du renforcement de leurs fonds propres. Toutefois, les grands groupes peinent à générer une augmentation de la capacité d'autofinancement supérieure à celle de l'endettement net. Dès lors, il convient d'analyser dans quelle mesure le nouvel endettement des groupes français permet de financer des investissements qui conduiront à une augmentation des revenus futurs. En 2016, les nouvelles dettes financières financent davantage l'investissement de croissance externe que l'investissement corporel et incorporel des grands groupes.

Mots clés : dettes financières, trésorerie, capitaux propres, *goodwill*, capacité de remboursement, investissement

Codes JEL : G31, G32

Chiffres clés en 2016

+ 4,2 %
la progression des dettes financières nettes de l'ensemble des groupes étudiés

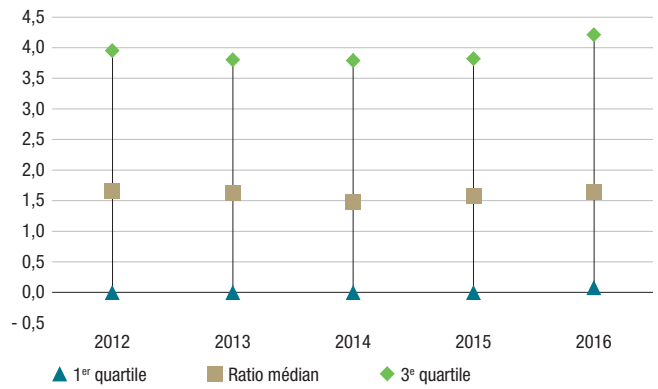
+ 2,6 %
l'augmentation de la capacité d'autofinancement de l'ensemble des groupes étudiés

55,1 %
le ratio de levier net (dettes nettes sur capitaux propres) de l'ensemble des groupes étudiés

303
le nombre de groupes retenus dans l'échantillon étudié, dont dix-sept groupes du CAC 40 et de grands groupes hors CAC 40 (Auchan, Saint-Gobain, Dassault Aviation, Lagardère, Seb, Korian, etc.)

Distribution des dettes financières nettes rapportées à la capacité d'autofinancement récurrente

(en %)



Champ : Cf. encadré 1
Sources : Banque de France – Base FIBEN – Comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017.

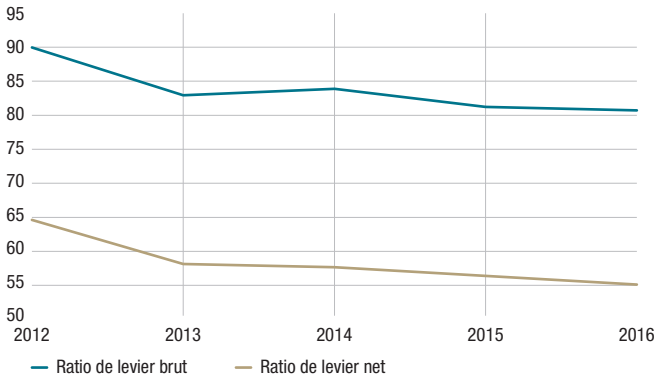
1 Les ratios de levier des grands groupes diminuent depuis 2012, grâce à la forte croissance des capitaux propres

Les groupes disposent principalement de deux types de ressources longues pour financer l'investissement : les fonds propres et la dette financière [1] . Celle-ci se scinde en endettement de marché [2] et endettement bancaire. Sur l'échantillon, la part relative des dettes bancaires (emprunts, concours bancaires courants, location-financement) dans la dette financière totale recule, de 40,6 % en 2012 à 34,6 % en 2016.

Du point de vue de l'actionnaire, le ratio de levier, qui rapporte les dettes financières aux capitaux propres mesure le risque que l'endettement fait peser sur les capitaux propres au-delà d'un certain seuil. Du point de vue du prêteur, l'endettement peut être considéré comme une avance sur les flux de trésorerie futurs engendrés par les investissements réalisés. Les capitaux propres du groupe, qui permettent de mesurer l'engagement des actionnaires dans le financement de l'actif, jouent un rôle de signal pour les créanciers. Ainsi, le ratio de levier peut constituer une mesure de la qualité de la garantie offerte par les capitaux propres.

Dans cette étude, le ratio de levier brut rapporte la dette financière brute totale (de long terme et de court terme) aux capitaux propres totaux. Le ratio de levier net retient au numérateur la dette financière nette totale, c'est-à-dire la dette brute diminuée de la trésorerie et des équivalents de trésorerie qui sont immédiatement mobilisables. L'analyse du premier ratio (ratio brut) est pertinent au regard de l'analyse du risque individuel, l'analyse du second (ratio net) apporte un éclairage complémentaire plus macroéconomique. En particulier, depuis la crise financière de 2007, la prise en compte des actifs liquides dans l'analyse de l'endettement est d'autant plus importante que les groupes ont fortement accru leur détention de trésorerie notamment afin de constituer un coussin de précaution.

G1 Ratios de levier brut et net des groupes
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Note : Les courbes représentent la moyenne des ratios de levier pondérée par la part relative de chaque groupe dans les capitaux propres totaux de l'ensemble des groupes de l'échantillon.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

Le niveau de risque associé aux ratios de levier brut et net des groupes étudiés diminue en 2016

Selon les données agrégées sur l'échantillon, les moyennes des ratios de levier brut et net pondérées par la part relative de chaque groupe dans les capitaux propres totaux de l'ensemble de l'échantillon diminuent de 10 points, pour atteindre 55,1 % et 80,7 % en 2016 (contre 64,6 % et 90,0 % en 2012) (cf. graphique 1).

Cependant, cette évolution d'ensemble n'est pas homogène au sein de l'échantillon étudié puisqu'on observe une baisse concentrée exclusivement sur les ratios de levier net les plus élevés. Ceci traduit la diminution du niveau de risque associé aux ratios de levier des grands groupes français. En se référant au graphique 2, on constate ainsi le rapprochement de la moyenne et de la médiane

1 Pour des précisions complémentaires sur les modes de financement des entreprises : voir la *Note d'information* d'octobre 2015 consacrée au financement des entreprises : *https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/ni-financement-entreprises.pdf*

2 Obligations (titres de long terme), titres négociables à moyen terme *(negotiable european medium-term note* – NEU MTN), titres négociables à court terme (*negotiable european commercial paper* – NEU CP).

Encadré 1

Méthodologie de l'étude

L'analyse des comptes consolidés des groupes permet d'écarter le problème des flux intra-groupes. Cependant, l'utilisation de comptes consolidés n'exclut pas le risque de doubles comptes dans les travaux statistiques. En effet, la consolidation peut être faite par paliers, avec par exemple la consolidation des comptes d'une sous-filiale avec la filiale, le compte consolidé du sous-groupe ainsi obtenu étant ensuite lui-même consolidé avec le compte de la maison mère ; les éléments des comptes du sous-groupe feraient double compte avec ceux du groupe. Pour éviter cet écueil, cette note se concentre sur les comptes consolidés au plus haut niveau de consolidation, qui représentent 93 % des quelque 4 700 bilans consolidés des groupes non financiers français collectés par la Banque de France.

Cette étude considère les groupes qui établissent leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), ce qui permet, en particulier, de tenir compte de la manière dont les écarts d'acquisition peuvent affecter les capitaux propres (cf. encadré 2). Ce critère conduit à sélectionner les plus grands groupes, dont le rôle est par ailleurs prépondérant dans l'investissement. Ainsi, à partir d'un échantillon initial de 650 groupes non financiers, non détenus majoritairement par l'État, et dont les comptes établis aux normes IFRS sont consolidés au plus haut niveau, on retient finalement un échantillon cylindré de 2012 à 2016 constitué de 303 de ces groupes.

En premier lieu, les résultats sont présentés en données agrégées sur l'ensemble de l'échantillon, afin d'obtenir une indication globale des évolutions. La valeur statistique retracée est alors la moyenne des valeurs pondérée par la part relative de chaque groupe. En second lieu, une analyse plus fine des distributions de l'échantillon est proposée. On indique alors : i) la moyenne, qui est influencée par les valeurs extrêmes de la distribution ; ii) la médiane, qui n'est pas affectée par les valeurs extrêmes de la distribution et qui divise l'échantillon en deux : 50 % des groupes ont un ratio inférieur à la médiane, 50 % des groupes ont un ratio supérieur à la médiane ; iii) le premier quartile : 25 % des groupes ont un ratio inférieur au premier quartile, 75 % des groupes ont un ratio supérieur au premier quartile ; iv) le troisième quartile : 75 % des groupes ont un ratio inférieur au troisième quartile, 25 % ont un ratio supérieur au troisième quartile.

L'échantillon étudié intègre notamment des groupes du CAC 40 tels que Total, Vinci, Air Liquide, Orange, Engie, Safran, Unibail-Rodamco, Michelin, Legrand, Capgemini, Carrefour, Valeo, Publicis, Atos, Bouygues, Accorhôtels, Technipfmc ; et hors CAC 40 , les groupes Auchan, Saint-Gobain, Dassault Aviation, Eiffage, Groupe Adeo, Rexel, Icade, Iliad, Lagardère, Seb, Korian, etc.

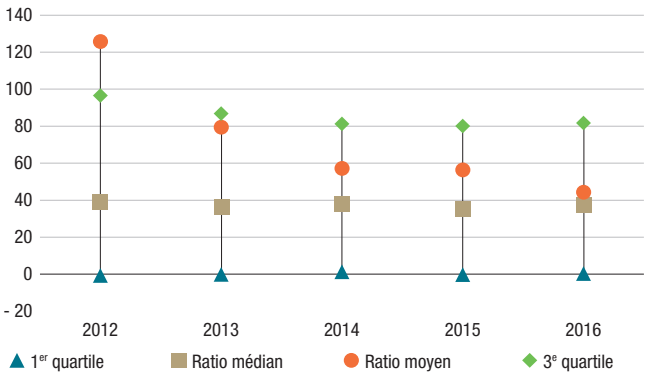
du ratio de levier net sur l'échantillon, ce qui caractérise une diminution des valeurs extrêmes. Ainsi en 2016, le ratio de levier net moyen sur l'échantillon atteint son niveau le plus faible depuis 2012, à 44,3 % (contre une moyenne sur cinq ans à 72,6 %).

Les capitaux propres augmentent plus fortement que la dette

La baisse des ratios de levier net observée depuis 2012 tient à la croissance des capitaux propres totaux, qui ont progressé de 20,6 % sur la période 2012-2016 sur l'ensemble de l'échantillon, contre 8,2 % pour les dettes financières brutes et 2,8 % pour les dettes nettes (cf. graphique 3 *infra*).

G2 Distribution des dettes financières nettes rapportées aux capitaux propres totaux

(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

Encadré 2

Impact des écarts d'acquisition (*goodwills*) sur les capitaux propres

Selon le règlement (CE) n° 495/2009 de la Commission européenne du 3 juin 2009, concernant la norme internationale d'information financière IFRS 3 révisée en 2008, « le *goodwill* est un actif représentant les avantages économiques futurs résultant des autres actifs acquis lors d'un regroupement d'entreprises qui ne sont pas identifiés individuellement et comptabilisés séparément. » et « un actif est identifiable s'il est séparable, c'est-à-dire susceptible d'être séparé ou dissocié de l'entité et d'être vendu, cédé, concédé par licence, loué ou échangé, […] ou résulte de droits contractuels ou d'autres droits légaux, […] ».

Selon la norme comptable internationale IAS 38 relative aux immobilisations incorporelles, les éléments tels que les fichiers clients ou les marques ne satisfont pas à la définition d'une immobilisation incorporelle. Si ces éléments sont acquis lors d'un regroupement d'entreprises, ils font dès lors partie du *goodwill* comptabilisé à la date d'acquisition.

Lors de l'acquisition d'une filiale, le *goodwill* est évalué comme l'écart entre la valeur d'acquisition des titres de la filiale – qui apparaît à l'actif de l'acquéreur avant consolidation – et la valeur comptable la filiale après réévaluation des actifs acquis – qui apparaît à l'actif du bilan du groupe après consolidation.

La norme comptable internationale IAS 36 impose des tests de dépréciation au moins une fois par an pour les *goodwills*. Si la valeur comptable d'une unité génératrice de trésorerie à laquelle un *goodwill* a été affecté excède la valeur recouvrable de celle-ci, une perte de valeur doit être comptabilisée. Celle-ci affecte le résultat consolidé et *in fine* les capitaux propres du groupe. Par ailleurs, la norme IAS 36 stipule qu'une perte de valeur comptabilisée pour un *goodwill* ne doit pas être reprise lors d'une période ultérieure. Toute comptabilisation d'une perte de valeur au titre d'une dépréciation d'un *goodwill* aboutit donc de manière définitive à une diminution des capitaux propres du groupe.

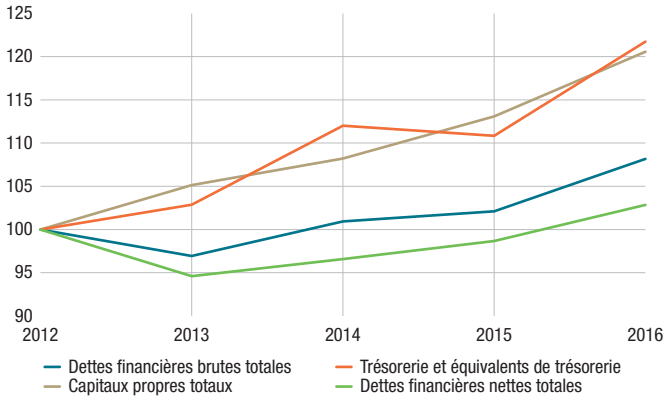
Dans le cas contraire, selon la norme IAS 36, si la valeur recouvrable de l'unité excède sa valeur comptable, l'unité et le *goodwill* qui lui sont affecté doivent simplement être considérés comme ne s'étant pas dépréciés.

La forte croissance des capitaux propres de 2012 à 2016 concerne l'ensemble des groupes sous revue : en effet le taux de croissance médian des capitaux propres totaux atteint 28,0 % sur la période, alors que celui des dettes financières nettes ressort à 0,2 %.

En outre, la valeur des capitaux propres apparaît peu soumise à la réévaluation des écarts d'acquisition (cf. encadré 2).

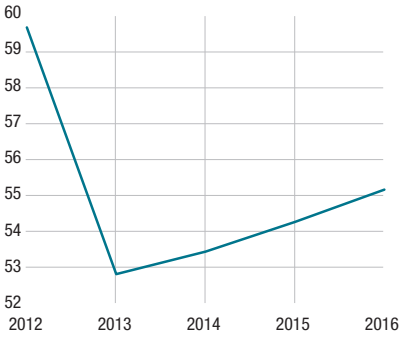
En données agrégées, l'augmentation depuis 2013 du ratio des *goodwills* rapportés aux capitaux propres totaux reste mesurée : ainsi, la moyenne du ratio rapportant le *goodwill* aux capitaux propres totaux pondérée par la part relative de chaque groupe dans les capitaux propres de l'ensemble

G3 Capitaux propres totaux, trésorerie et dettes financières totales
(en %, base 100 : 2012)



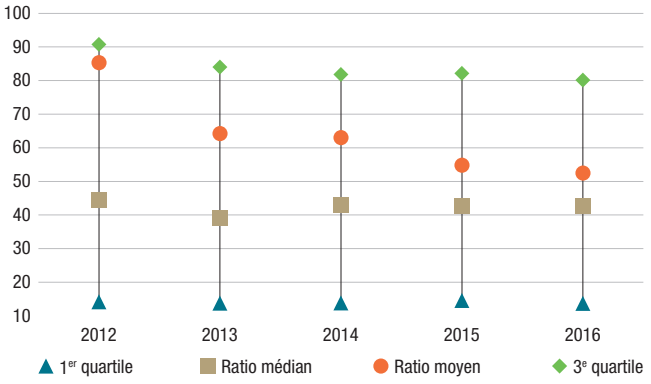
Champ : Cf. encadré 1.
Note : Données agrégées.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

G4 *Goodwill* rapporté aux capitaux propres totaux
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

G5 Distribution du *goodwill* rapporté aux capitaux propres totaux
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

de l'échantillon reste, en 2016, en deçà du niveau atteint en 2012 (55,1 % en 2016, contre 59,6 % en 2012) (cf. graphique 4).

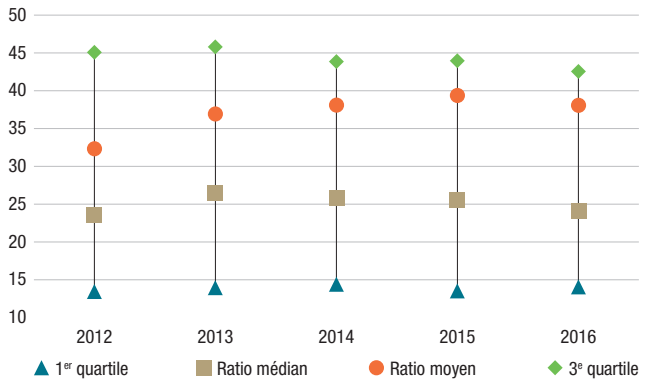
Par ailleurs, la moyenne du ratio rapportant le *goodwill* aux capitaux propres totaux connaît en 2016 son niveau le plus bas sur cinq ans à 52,5 % (contre 64,0 % en moyenne depuis 2012), se rapprochant ainsi de la valeur médiane qui reste stable autour de 42,7 % (cf. graphique 5).

À ce stade, on peut s'interroger sur les facteurs contribuant à la croissance des capitaux propres. Provient-elle de ressources internes ou d'un appel accru aux actionnaires ? (Cf. encadré 3 *infra*).

En outre, dans ce contexte de croissance des capitaux propres, les groupes maintiennent un niveau élevé de trésorerie et des équivalents de trésorerie rapportés aux capitaux propres, même si en 2016 les valeurs extrêmes de ce ratio fléchissent par rapport au plus haut niveau de la période, atteint en 2015. Le ratio médian retrouve également progressivement son niveau de 2012 (cf. graphique 6).

La diminution des ratios de levier des grands groupes repose donc sur une croissance de l'endettement inférieure à celle des capitaux propres. La croissance des capitaux propres est notamment due à des augmentations de capital – de plus en plus

G6 Distribution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie rapportés aux capitaux propres totaux
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

Encadré 3

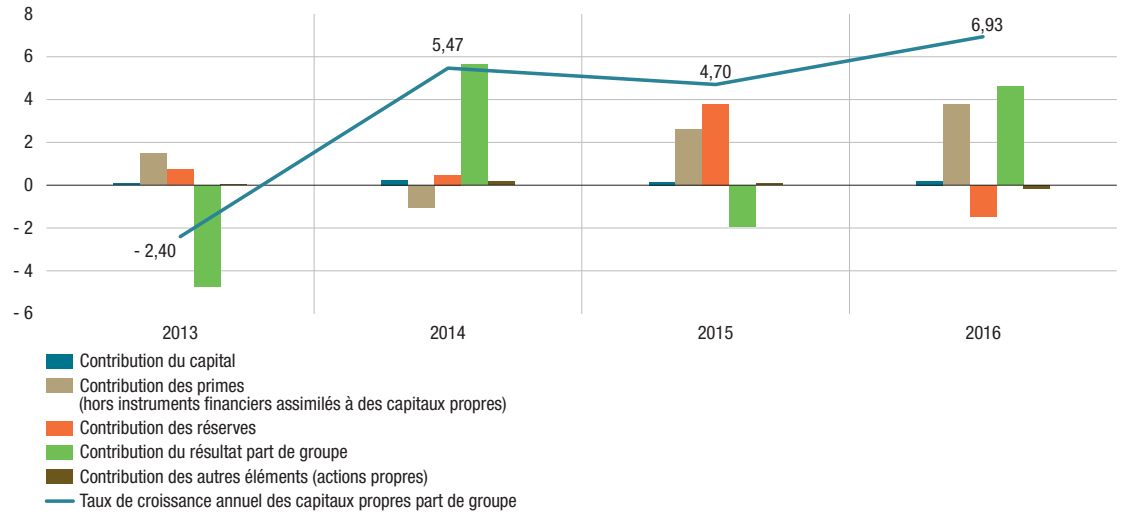
Facteurs contribuant à la croissance de la quote-part des capitaux propres revenant au groupe

Les capitaux propres totaux d'un groupe agrègent la quote-part des capitaux propres revenant au groupe actionnaire majoritaire et la quote-part des capitaux propres revenant aux intérêts minoritaires. Les premiers correspondent à la somme du capital [1], des primes d'émission [2] (hors instruments financiers assimilés à des capitaux propres), des réserves ainsi que de la part du résultat revenant au groupe, déduction faite des actions détenues en propre. On peut calculer la contribution de ces différents éléments au taux de croissance de la quote-part des capitaux propres revenant au groupe, sur un échantillon plus restreint que l'échantillon de référence en raison de la granularité des informations requises (cf. graphique).

Il en ressort que la contribution des résultats est importante en 2014 et 2016, mais reste irrégulière. Par ailleurs, dans un contexte de taux bas, l'appétit des investisseurs à la recherche de rendement sur les marchés boursiers favorise les augmentations de capital, en hausse sensible depuis 2015.

Contribution du capital, des primes, des réserves et du résultat part de groupe au taux de croissance des capitaux propres part de groupe

(en %)



Champ : Échantillon cylindré de 194 groupes au plus haut niveau de consolidation.
Note : Données agrégées.
Lecture : En 2016, la croissance des résultats part de groupe explique 4,6 % du taux de croissance de 6,9 % des capitaux part de groupe, compte tenu du poids des résultats dans les capitaux part de groupe en 2015.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

1 Le capital correspond à l'ensemble des actions du groupe évaluées à la valeur nominale des actions émises initialement. La valeur des actions émises dans une étape ultérieure est ainsi ramenée à la valeur faciale des premières actions du groupe, la différence entre cette valeur faciale initiale et la valeur réelle d'émission des nouvelles actions correspondant à la prime d'émission.

2 Pour rappel, les actions nouvelles sont émises soit à leur montant nominal, soit à ce montant majoré d'une prime d'émission. Celle-ci a pour finalité i) de couvrir les frais inhérents à l'opération, ii) de mettre sur un pied d'égalité anciens et nouveaux actionnaires, dans la mesure où ces derniers acquièrent des droits sur des réserves qui ont été constituées avant leur arrivée, ou sur des plus-values d'actifs.

soutenues – et à une augmentation des résultats en 2014 et 2016. On peut donc conclure à une amélioration de la solvabilité des groupes étudiés du fait du renforcement des fonds propres, tant d'origine externe (augmentations de capital) qu'interne (résultats). Ce constat pourrait être modifié en cas de dépréciations des *goodwills*, qui diminueraient alors le niveau des capitaux propres.

Cependant, les capitaux propres ne servent à rembourser la dette qu'en cas de faillite, ce qui constitue un risque extrême. Aussi l'importance d'un endettement ne se mesure pas seulement par son poids face aux capitaux propres, mais avant tout par la capacité d'un groupe à rembourser celui-ci par les flux qu'il génère. Ainsi, un groupe fortement endetté au regard des flux qu'il engendre est confronté à des dysfonctionnements qui pénalisent sa valeur. En effet, un tel groupe peut être amené en pratique à réduire ses activités de recherche et de développement, de maintenance, de formation ou de marketing, afin de faire face aux échéances de la dette, et peut rencontrer des difficultés pour trouver de nouvelles ressources lui permettant de financer des projets d'investissement, indispensables pour maintenir ou améliorer sa rentabilité économique. Ce type de groupe peut également être plus vulnérable aux effets liés à une remontée des taux d'intérêts.

2 La capacité d'autofinancement tend à augmenter moins vite que l'endettement net

Le ratio endettement net sur capacité d'autofinancement récurrente [3] vise à mesurer la capacité de remboursement des groupes. Il fournit en effet la durée (en nombre d'années) du remboursement de l'endettement financier net, sous l'hypothèse que la totalité de la capacité d'autofinancement récurrente reste stable et soit dévolue à ce remboursement.

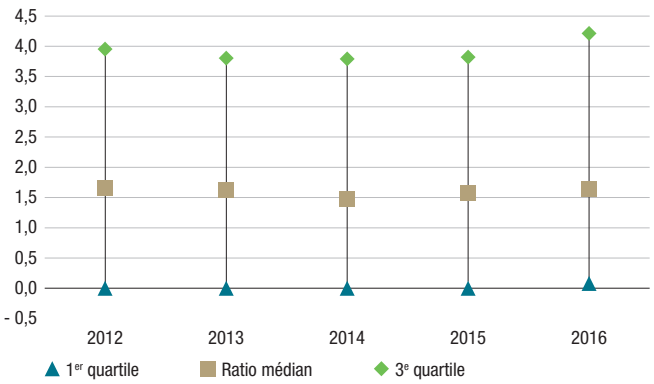
L'augmentation insuffisante de la capacité d'autofinancement pèse sur la capacité de remboursement des groupes

Les risques liés à une capacité de remboursement insuffisante des groupes augmentent légèrement. En effet, sur l'échantillon, les valeurs extrêmes indiquant le nombre d'années nécessaires au remboursement des dettes financières nettes sont en hausse : sur la période 2015-2016, la capacité de remboursement d'un quart des groupes passe ainsi de 3,8 à 4,2 années (cf. graphique 7). Le ratio médian est quasiment stable, mais enregistre une légère augmentation depuis 2014.

En effet, sur la période 2015-2016, la capacité d'autofinancement des groupes étudiés s'accroît de 2,6 %, alors que les dettes financières nettes progressent de 4,2 % (données agrégées sur l'échantillon). Cette augmentation de l'endettement net supérieure à celle de la capacité d'autofinancement conduit ainsi à une relative dégradation de la capacité de remboursement des groupes.

3 La capacité d'autofinancement récurrente agrège ici : i) deux tiers du résultat courant avant impôt (si celui-ci est positif) ou la totalité du résultat courant avant impôt (si celui-ci est négatif) ; ii) les dotations nettes aux amortissements et provisions d'exploitation ; iii) les charges liées aux stock-options ; iv) la capacité d'autofinancement récurrente des sociétés exclues à tort du périmètre et v) les dividendes perçus (selon analyse).

G7 Distribution des dettes financières nettes rapportées à la capacité d'autofinancement récurrente
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

L'endettement des grands groupes ne permet guère d'augmenter leur valeur ajoutée

On pourrait considérer qu'un endettement net est efficace dès lors qu'il permet de financer des investissements qui conduisent à une augmentation des revenus futurs. Une mesure de cette efficacité peut être approchée par le rapport des dettes financières nettes sur la valeur ajoutée. Par ailleurs, ce ratio s'apparente, au niveau microéconomique, au ratio macroéconomique rapportant les dettes au produit intérieur brut.

On observe une diminution du ratio moyen dettes financières nettes sur valeur ajoutée de 96,7 % en 2015 à 94,1 % en 2016,mais une augmentation du même ratio pour un quart des groupes, de 81,7 % en 2015 à 87,7 % en 2016, soit le plus haut niveau atteint depuis 2012 (cf. graphique 8). Ainsi, pour le quart des groupes dont l'endettement paraît le plus inefficace au regard de la valeur ajoutée produite, cette inefficacité s'est encore accentuée.

3 L'endettement financier net est davantage tourné vers l'investissement de croissance externe que vers l'investissement corporel et incorporel

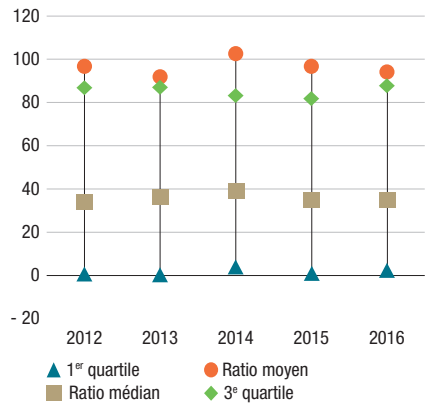
L'investissement augmente depuis 2012

Afin de mesurer l'effort d'investissement, on utilise le ratio investissement sur valeur ajoutée, qui permet de comparer l'évolution de ce ratio avec celle du ratio dettes financières sur valeur ajoutée.

Sur données agrégées, les moyennes des ratios dettes financières nettes sur valeur ajoutée et investissements totaux sur valeur ajoutée, pondérées par la part relative de chaque groupe dans la valeur ajoutée totale de l'échantillon suivent les mêmes tendances depuis 2013, avec une variation de l'ordre de cinq points dans les deux cas entre 2013 et 2016 (cf. graphique 9).

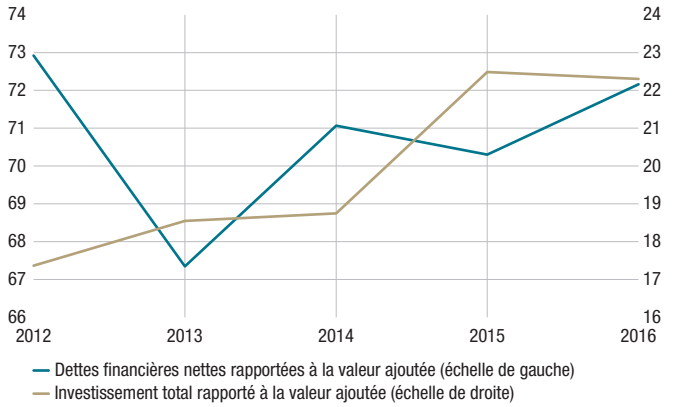
L'investissement total ici considéré comprend l'investissement corporel et incorporel, l'investissement financier (titres non consolidés)

G8 Distribution des dettes financières nettes rapportées à la valeur ajoutée
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

G9 Dettes financières nettes et investissement total rapportés à la valeur ajoutée
(en %)



Champ : Cf. encadré 1.
Note : Les courbes représentent les moyennes des dettes financières nettes et des investissements nets rapportés à la valeur ajoutée, pondérées par la part relative de chaque groupe dans la valeur ajoutée totale de l'ensemble des groupes de l'échantillon.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

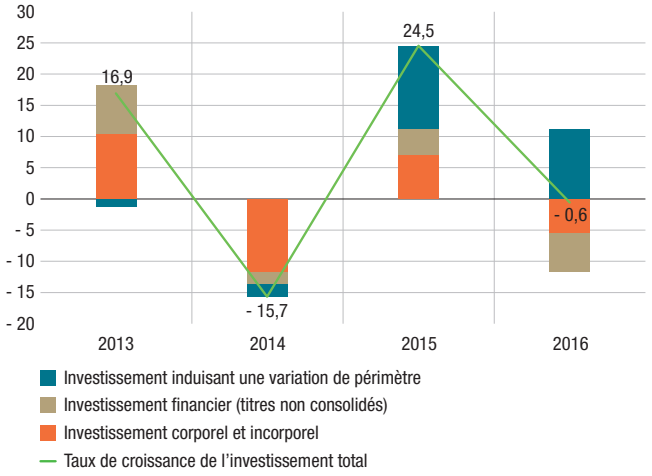
et l'investissement induisant une variation de périmètre [4] (investissement de croissance externe). Afin d'évaluer la contribution de chacun de ces éléments à la croissance de l'investissement total, il est nécessaire d'étudier un sous-échantillon [5] des groupes inclus dans l'échantillon de référence, pour lesquels les données plus granulaires ici requises sont disponibles.

En 2016, l'investissement de croissance externe augmente, financé par l'endettement de long terme.

En données agrégées sur ce sous-échantillon, la part relative de l'investissement corporel et incorporel dans l'investissement total est ramenée de 99,6 % à 79,0 % sur la période considérée, alors que sur la même période la part relative de l'investissement de croissance externe augmente, de 2,5 % à 9,8 %. En 2015, la croissance de l'investissement total s'explique ainsi majoritairement par l'investissement de croissance externe : sur les 24,5 % de croissance de l'investissement total de ces groupes en 2015, 13,3 % tiennent à l'investissement induisant une variation de périmètre, contre 7,1 % pour l'investissement corporel et incorporel. En 2016, seul l'investissement de croissance externe apporte une contribution positive (11,1 %), alors que l'investissement corporel et incorporel contribue négativement, ce qui conduit à un léger repli de l'investissement total (– 0,6 %) (cf. graphique 10).

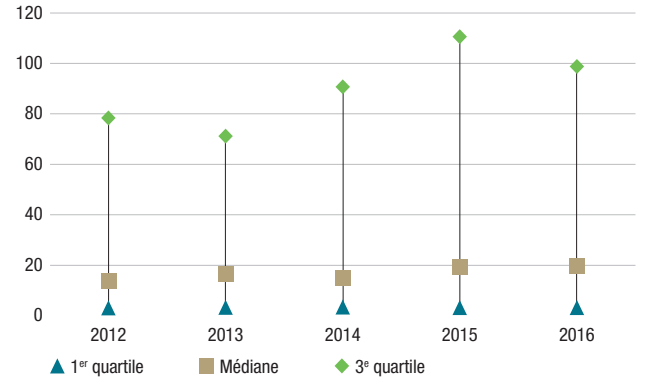
En 2016, l'investissement corporel et incorporel apparaît en repli de 10,7 % pour le quart des groupes sous revue qui investissent le plus, ce recul étant partiellement compensé par la progression de l'investissement corporel et incorporel médian de 1,5 % (cf. graphique 11).

G10 Contribution à la croissance de l'investissement par composants
(en %)



Champ : Échantillon cylindré de 153 groupes établissant leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), incluant 17 groupes du CAC 40.
Note : Données agrégées.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

G11 Investissement corporel et incorporel
(en millions d'euros)



Champ : Échantillon cylindré de 153 groupes établissant leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), incluant 17 groupes du CAC 40.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

4 L'investissement induisant une variation de périmètre correspond au solde des acquisitions et des cessions de sociétés assorties d'un contrôle exclusif majoritaire, ou du moins correspondant au minimum à 40 % des droits de vote en l'absence d'un autre actionnaire plus important.

5 Échantillon cylindré de 2012 à 2016 de 153 groupes (incluant les 17 groupes du CAC 40 présents dans l'échantillon de référence).

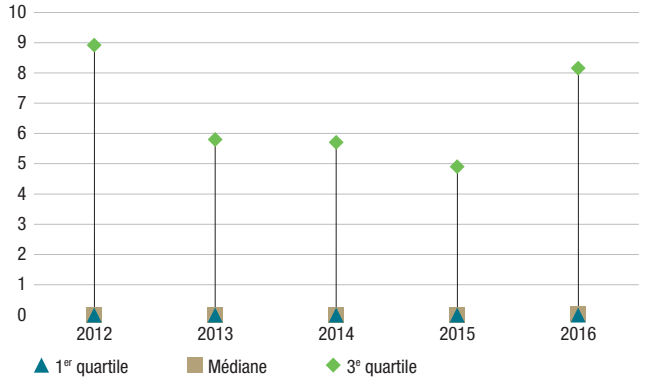
À l'inverse, l'investissement de croissance externe progresse de 66,5 % sur un an pour le quart des groupes de l'échantillon les plus dynamiques dans ce domaine (cf. graphique 12).

De 2014 à 2016, la part relative de l'investissement de croissance externe dans l'investissement total progresse pour un quart des groupes sous revue, de 29,9 % à 37,2 % (cf. graphique 13).

Par ailleurs, sur ce sous-échantillon, l'investissement corporel et incorporel apparaît peu lié en 2016 au nouvel endettement de long terme (cf. graphique 14a). En revanche il est fortement lié à la capacité d'autofinancement (cf. graphique 14b).

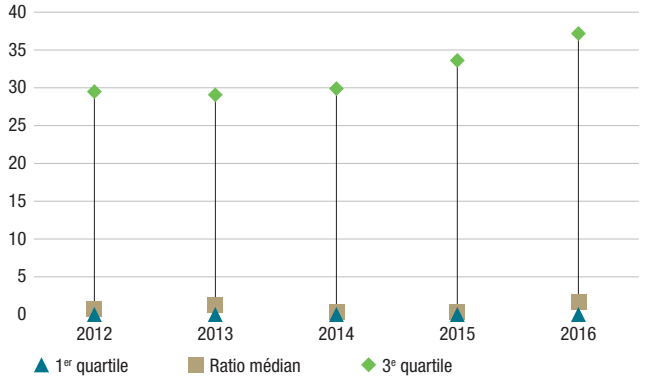
À l'inverse, en 2016, l'investissement de croissance externe apparaît relativement lié à la progression des nouvelles dettes financières [6] de long terme (cf. graphique 15a), mais très peu lié à la capacité d'autofinancement (cf. graphique 15b).

G12 Investissement de croissance externe
(en millions d'euros)



Champ : Échantillon cylindré de 153 groupes établissant leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), incluant 17 groupes du CAC 40.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

G13 Part relative de l'investissement de croissance externe dans l'investissement total
(en %)

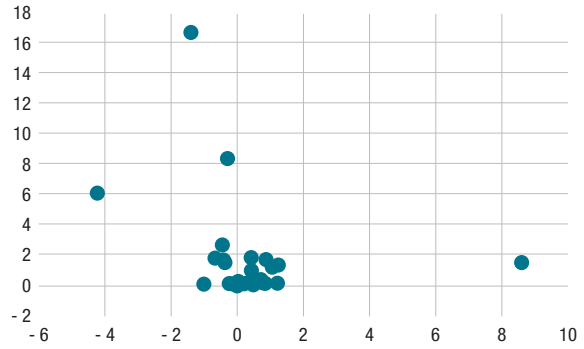


Champ : Échantillon cylindré de 153 groupes établissant leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), incluant 17 groupes du CAC 40.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

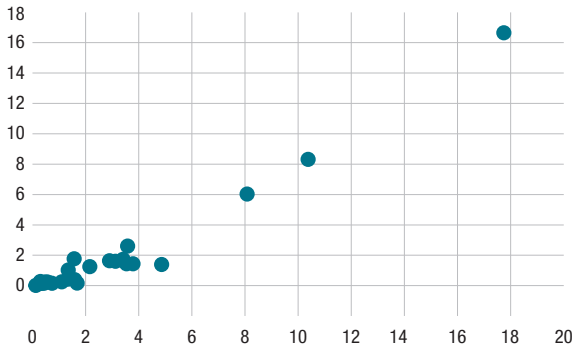
6 Les nouvelles dettes financières de long terme représentent ici la variation sur un an de l'encours des dettes financières de long terme.

G14 Investissement corporel et incorporel, et financement
(en milliards d'euros)

a) Lien avec les nouvelles dettes financières de long terme



b) Lien avec la capacité d'autofinancement récurrente

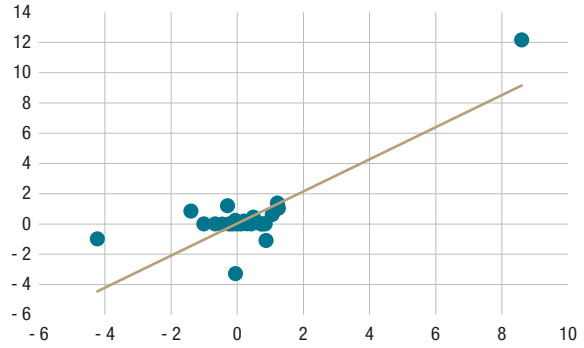


En abscisse : a) nouvelles dettes financières de long terme et b) capacité d'autofinancement récurrente ; en ordonnée : investissement corporel et incorporel.

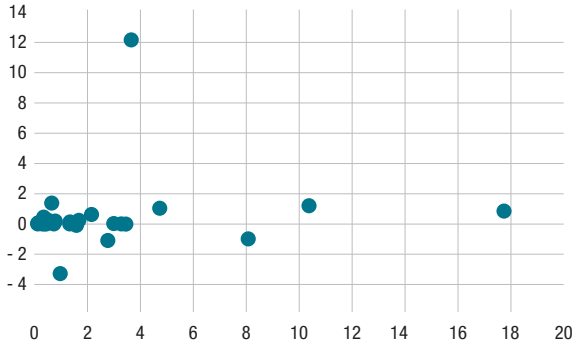
Champ : Échantillon cylindré de 153 groupes établissant leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), incluant 17 groupes du CAC 40.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

G15 Investissement de croissance externe et financement
(en milliards d'euros)

a) Lien avec les nouvelles dettes financières de long terme



b) Lien avec la capacité d'autofinancement récurrente



En abscisse : a) nouvelles dettes financières de long terme et b) capacité d'autofinancement récurrente ; en ordonnée : investissement de croissance externe.

Champ : Échantillon cylindré de 153 groupes établissant leurs comptes selon les normes IFRS (*international financial reporting standards*), incluant 17 groupes du CAC 40.
Source : Banque de France, base FIBEN (comptes consolidés collectés jusqu'à août 2017).

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet *(https://www.banque-france.fr)*.

Rapport annuel de la Banque de France
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-annuel-de-la-banque-de-france

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/le-bulletin-de-la-banque-de-france

Études sur les entreprises
https://entreprises.banque-france.fr/etudes/etudes-sur-la-situation-des-entreprises

Études parues dans la Revue de la stabilité financière
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/revue-de-la-stabilite-financiere

Débats économiques
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/debats-economiques

Documents de travail
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/documents-de-travail

Rapports annuels
https://publications.banque-france.fr/

Focus
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/focus

L'éco en bref
https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/leco-en-bref-0

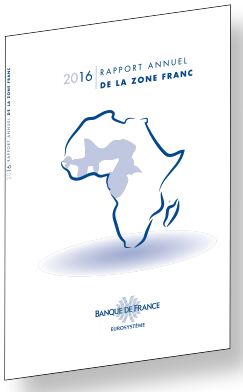
Notes d'information
https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/notes-dinformation-0

Rue de la Banque
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rue-de-la-banque

Prévisions économiques
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/previsions-economiques

Évaluation des risques du système financier français
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais

Mise en ligne en octobre 2017



Rapport annuel de la Zone franc – 2016

- Vue d'ensemble
- L'environnement économique et financier
- La situation économique et financière dans la zone UEMOA
- La situation économique et financière dans la zone CEMAC
- La situation économique et financière aux Comores
- Les monographies économiques

Rapport annuel de la Zone franc – 2016
https://publications.banque-france.fr/2016-4

Autres parutions en ligne

La lettre de la recherche - BDF éco – 3e trimestre 2017

- Éditorial
- Interviews

Focus

- L'effet de la mondialisation sur les inégalités de salaire
- Déterminants des investissements directs étrangers et croissance économique dans les pays d'Europe centrale et orientale à la suite de la crise financière internationale de 2007
- L'incertitude relative aux taux d'intérêt
- Les réseaux du commerce international : comment fonctionnent-ils ?
- L'impact des réglementations anticoncurrentielles des services et des réseaux sur la croissance de la productivité dans tous les secteurs

La lettre des études et de la recherche – 3e trimestre 2017
https://publications.banque-france.fr/3e-trimestre-2017

Rue de la Banque

« Rue de la Banque » est une publication périodique en ligne destinée à élargir l'audience des travaux des chercheurs de la Banque de France auprès d'un large public intéressé par l'économie, tant en français qu'en anglais.

- Rue de la Banque n° 49 – octobre 2017

Pourquoi le taux d'intérêt est-il un indicateur avancé inversé de l'activité macroéconomique aux États-Unis ?

- Rue de la Banque n° 50 – octobre 2017

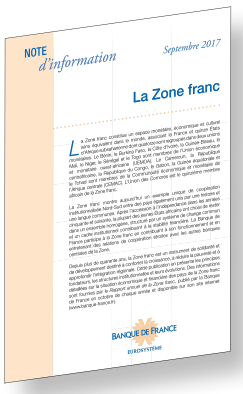
Réglementation inversée sur la taille : les entreprises doivent-elles choisir de rester petites ?

- Rue de la Banque n° 51 – novembre 2017

Les gagnants et les perdants de la mondialisation :
la délocalisation profite aux travailleurs qualifiés et nuit aux travailleurs moins qualifiés

Accessible sur : *https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rue-de-la-banque*

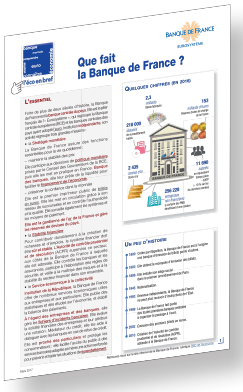
Autres parutions en ligne – « ABC de l'économie »



Notes d'information

- La Zone franc (septembre 2017)
- Qui crée la monnaie ? (septembre 2015)
- Le surendettement des particuliers (septembre 2015)
- Le fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP) (janvier 2017)
- Le rôle du fichier central des chèques (FCC) et du fichier national des chèques irréguliers (FNCI) (septembre 2015)
- Qu'est-ce que la politique monétaire ? (septembre 2015)
- Les billets et les pièces en euros : les connaître, les utiliser (mars 2017)
- Le financement des entreprises (octobre 2015)
- L'euro (octobre 2015)
- L'union bancaire (novembre 2015)
- Le contrôle des banques et des assurances en France (novembre 2015)
- Le Comité consultatif du secteur financier (avril 2017)
- La balance des paiements et la position extérieure (décembre 2015)

Accessible sur : *https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/notes-dinformation-0*



L'éco en bref

- Que fait la Banque de France ?
- Les billets en euros
- Le financement des entreprises
- L'euro
- L'or
- La dette publique
- Qui crée la monnaie ?
- Qu'est-ce que la politique monétaire ?
- La politique monétaire conventionnelle de la zone euro
- Le surendettement
- La Zone franc
- Les politiques monétaires non conventionnelles
- Les fichiers d'incidents bancaires
- La Banque de France et l'Europe
- La stabilité financière
- La supervision des banques

Accessible sur : *https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/leco-en-bref-0*

Éditeur
Banque de France
39 rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication
Gilles Vaysset

Comité éditorial
Dominique Rougès

Unités de la Banque de France représentées
DGEI, DGS, DGSER, DGSO, SGACPR

Rédaction en chef
Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction
Jean-Luc Bontems, Caroline Corcy,
Céline Mistretta-Belna, Didier Névonnic, Nelly Noulin

Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse
Studio Création
Direction de la Communication

Demandes d'abonnement en ligne
https://publications.banque-france.fr/
Rubrique « Abonnement »

Édition numérique
Banque de France DIRCOM-SEL

Dépôt légal
Novembre 2017

Internet

Le bulletin
https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/le-bulletin-de-la-banque-de-france

Les publications de la Banque de France
https://publications.banque-france.fr/