

FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE FINANCIÈRE ET ORIENTATION DES INVESTISSEMENTS

Adapter les mécanismes actuels aux besoins de financement à long terme



AUTEURS

Ce rapport a été rédigé par l'équipe 2°Investing Initiative (Stanislas Dupré, Diane Strauss et Alexandre Gorius, avec le soutien de Didier Davydoff, Ulf Clerwall et Hugues Chenet)

REMERCIEMENTS

La recherche a été financée par France Stratégie et l'ADEME. L'analyse s'est en outre appuyée sur les données fournies gracieusement par Morningstar et MSCI ESG Research.

Merci à Didier Davydoff, Didier Janci et Christophe Corbel pour leur relecture attentive.

LISTE DES MEMBRES DU COMITÉ CONSULTATIF

AGLIETTA Michel – Professeur de Sciences économiques, Conseiller au CEPPII, membre du Haut Conseil des Finances Publiques
ARRONDEL Luc – Directeur de recherche au CNRS
AUVERLOT Dominique – Chef du département Développement durable, France Stratégie
BLESSON Cyril – Directeur de Pair Conseil, « Les cahiers de l'épargne »
BOEGLIN Nadia – Conseillère auprès du président de l'ADEME
BONNET Xavier – Chef du Service de l'Economie, de l'Evaluation et de l'Intégration du Développement Durable, CGDD, MEDDE
CAPELLE-BLANCARD Gunther – Économiste, professeur à L'Université Paris1
CHANEY Eric – Chef économiste du Groupe AXA France
COHEN Mikaël – Directeur des investissements chez CNP
DAVYDOFF Didier – Directeur de l'observatoire de l'épargne européenne
DESFOSSÉS Philippe – Directeur de l'ERAFP
EDME Robin – Conseiller Finance responsable au CGDD, MEDDE
GLACHANT Jérôme – Professeur d'économie à l'Université à Paris I
LEGROS Florence – Professeur à l'Université Paris Dauphine
RANGUELOVA Olya – Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
RÜDIGER Andrea – Chercheur à l'IDDRI
TIMBEAU Xavier – Directeur principal, OFCE, Sciences Po
TRANNOY Alain – Directeur d'études à l'EHESS
ZAOUATI Philippe – Directeur Exécutif, Mirova/groupe Natixis – BPCE
GUEZ Hervé – Directeur de la Recherche Investissement Responsable de Mirova/groupe Natixis – BPCE

Ces personnes ont siégé *intuitu personae*.

Trois réunions du comité ont été organisées et des entretiens individuels ont été réalisés pour recueillir les avis des membres avant la rédaction puis les commentaires sur le rapport lui-même.

La participation à ce comité ne constitue pas une validation de l'analyse ou des recommandations du rapport.

Publication Avril 2017

Tous droits réservés 2° Investing initiative.

Les points de vue exprimés dans ce rapport relèvent de la seule responsabilité des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux des membres de l'association 2° Investing Initiative ou ceux des membres du comité consultatif.

Les auteurs sont les seuls responsables des erreurs éventuelles.

RÉSUMÉ

Objectifs de l'étude. De nombreux régimes fiscaux associés aux produits d'épargne font exception au droit commun de la fiscalité de l'épargne. Le financement de l'économie est un des objectifs principaux de ce système. Il couvre 70 % des 11,3 Md€ de dépense fiscale en 2013 en France (calculs 2^oii, données PLF 2013). Cette étude met en évidence l'effet de la fiscalité de l'épargne sur le financement de l'économie dans le cas de la France, notamment pour les domaines en mal de financement comme l'investissement à long terme et la transition énergétique.

Dans une première partie, elle s'intéresse à cet effet sur l'économie réelle. Quels sont les actifs financiers détenus par les ménages et que financent ces actifs? Dans une seconde partie, le système fiscal est décortiqué pour identifier la part du financement à long terme dans les objectifs poursuivis par la dépense fiscale.

1. LA CONTRIBUTION DE L'ÉPARGNE AU FINANCEMENT DES ACTIVITÉS ÉCONOMIQUES, UN SUJET PEU EXPLORÉ

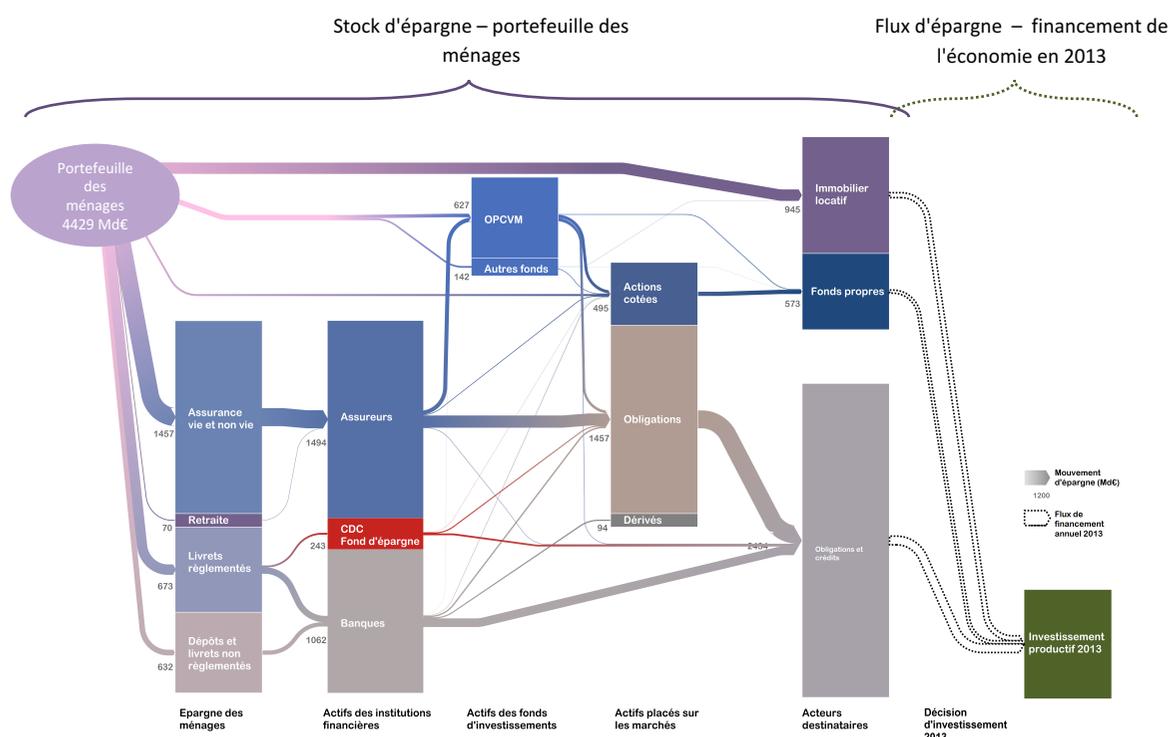
L'action des pouvoirs publics en matière de financements des investissements à long terme nécessite une compréhension de l'impact de la détention d'actifs financiers sur le financement des activités économiques correspondantes.

Au sein de l'investissement, il faut distinguer détention d'actifs et financement. La revue des rapports publiés ces dix dernières années sur la fiscalité de l'épargne fait ressortir une confusion courante entre investissement et financement. Le terme « investissement » est souvent utilisé indistinctement pour désigner soit l'acquisition d'actifs financiers, soit des investissements dans l'économie réelle, en assimilant l'effet des deux en matière de formation brute de capital fixe. Cette étude distingue l'investissement dans un actif financier et l'effet de financement de cet actif sur l'économie. À titre d'exemple, l'idée que la détention d'actions cotées, émises sur le territoire national, y favorise le financement des investissements s'impose dans la majorité des études, alors même qu'une analyse rapide montre que les entreprises cotées investissent principalement à l'étranger et ne se financent que marginalement par l'émission d'actions.

Aucune méthode ne permet d'estimer quantitativement l'effet de la détention d'un portefeuille d'actifs sur le financement de l'économie. Les publications traitant directement l'impact de la détention de certains actifs sur le financement des activités correspondantes sont très rares et s'appuient sur des méthodes extrêmement rudimentaires (hypothèses non discutées, niveau de granularité faible, etc.). C'est une nécessité et une urgence de développer un cadre méthodologique pour évaluer cet impact.

Une première approche méthodologique a donc été développée par les auteurs. Pour les besoins de l'étude, les auteurs ont formulé les conclusions les plus précises possibles à partir des données publiques (payantes ou gratuites) et compte tenu de l'état des réflexions méthodologiques.

Graphique A. Décomposition du portefeuille des ménages



Source: 2^oii, données PLF 2013

L'approche développée repose sur les principes suivants :

- **Traçabilité** : la chaîne d'intermédiation (fonds, banques, etc.) est « mise en transparence » pour déterminer l'actif final auquel est exposé l'épargnant. Une cartographie (ci-dessus) met en évidence le contenu du portefeuille de l'épargne des français ;
- **Allocation passif-actif** : l'actif d'un acteur est associé à son passif ;
- **Portefeuille d'épargne et financements associés** : à partir des actifs et secteurs composant le portefeuille de l'épargnant, un volume annuel de financement « associé » est estimé ;
- **Poids dans le financement** : afin de déterminer le rôle d'une source externe (action, crédit, obligation) dans le financement d'un acteur ou d'un secteur, l'étude analyse la structure du financement à partir de comptes annuels (flux de trésorerie et bilan).

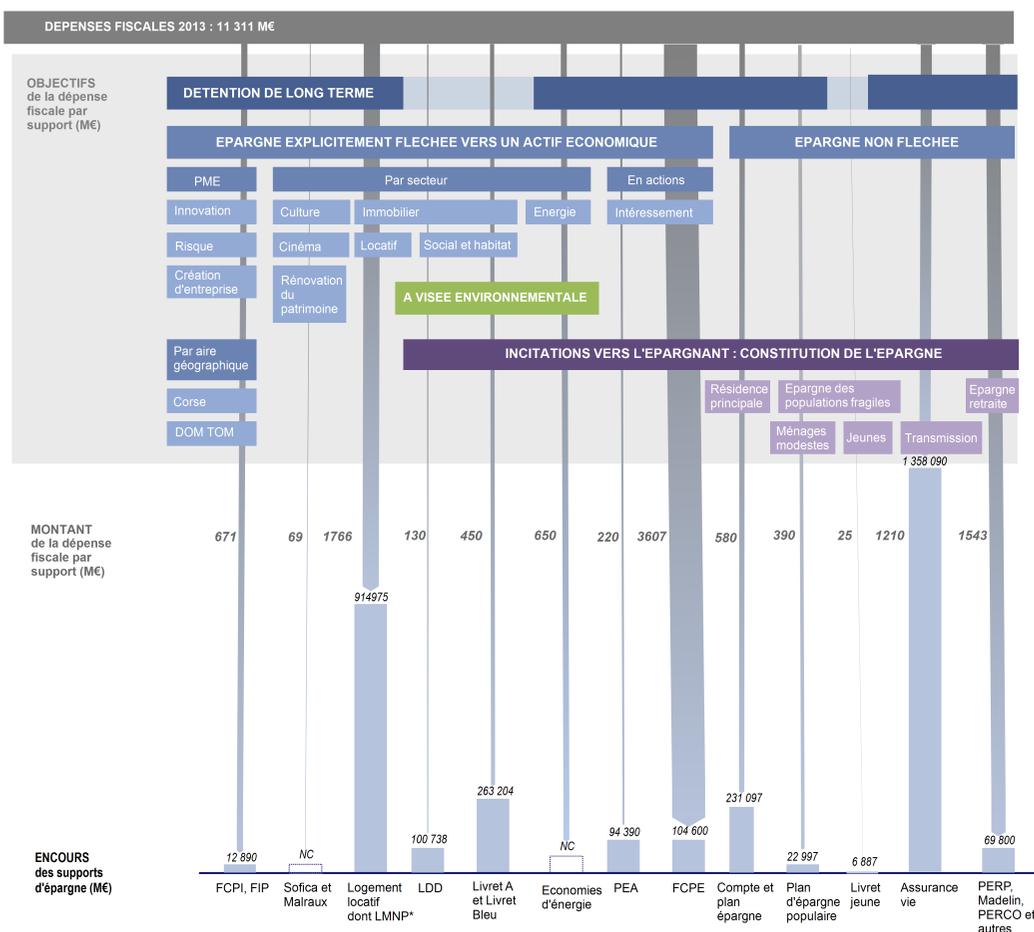
Résultats de l'approche méthodologique. L'épargne des ménages ne semble pas favoriser particulièrement les activités et secteurs en mal de financement. L'allocation en actifs finaux est composée à 60 % de dettes contre 15 % de fonds propres. L'État et les grandes entreprises seraient les principaux bénéficiaires du financement associé à l'épargne, avec 77% du volume de financement en 2013 (calculs 2^oii, données Banque de France 2011).

2. UN SYSTÈME D'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE PEU EFFICACE QUI GAGNERAIT À ÊTRE REVU

L'intégration de critères liés au financement du long terme et de la transition énergétique dans la fiscalité de l'épargne soulève un certain nombre de questions techniques. Le système d'orientation de l'épargne pratiqué à l'heure actuel n'est efficace que dans un nombre limité de cas. Les dispositions actuelles s'avèrent trop nombreuses, parfois incohérentes, et sous-exploitent les possibilités offertes par les systèmes d'information actuels (et futurs). Il faudrait donc inscrire ces réflexions dans la perspective plus large d'une simplification de la fiscalité de l'épargne.

Rôle de la fiscalité du capital dans l'orientation de l'épargne. L'analyse de la fiscalité de l'épargne des ménages fait ressortir la volonté des pouvoirs publics de favoriser le financement de certaines activités en accord avec les besoins de long terme de l'économie, en incitant à la détention des actifs financiers correspondants. Ainsi 70% des quelques 11,3 Md€ de dépenses fiscales et sociales relatives à l'épargne en 2013 visent à orienter l'épargne vers certains actifs : actifs de marché dont les actions cotées, logement social, logement locatif, PME et ETI etc (calculs 2^oii, données PLF 2013). Ces objectifs et leur dépense fiscale respective sont illustrés dans le graphique B.

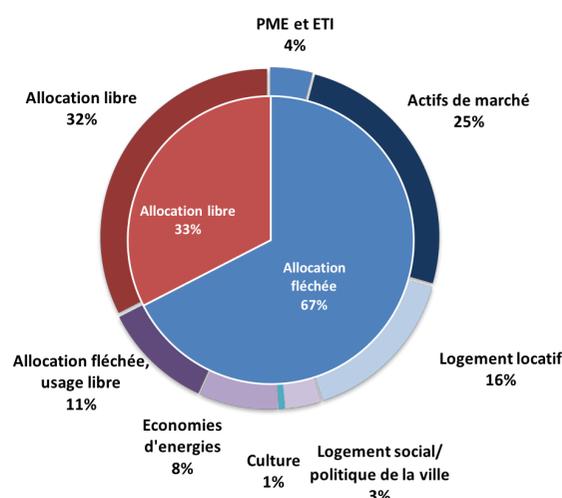
Graphique B. Allocation de la dépense fiscale par support et par objectif



État des lieux, une mécanique complexe et peu documentée. Le « transfert » de l'incitation du ménage investissant dans un support d'épargne, à l'acteur économique investissant dans l'économie réelle passe par de nombreuses étapes et intermédiaires et rencontre au passage de nombreux obstacles. L'avantage fiscal peut ainsi être *capté* par les intermédiaires, *s'éparpiller* lorsque l'incitation n'est pas suffisamment ciblée, *se diluer* si l'épargnant français ne joue qu'un rôle marginal dans le financement des activités concernées, ou entrer en *friction* avec des facteurs plus importants de décision (notamment l'optimisation du rapport rendement/risque).

Des objectifs peu clairs et peu en phase avec les besoins. Cette étude fait ressortir une efficacité très limitée du financement issu de l'orientation de l'épargne vers les actifs liquides échangés sur les marchés internationaux (actions cotées, obligations), et potentiellement plus efficace lorsque l'épargne est orientée vers des actifs non liquides (ex : innovation, fonds propres des PME, crédits aux PME, infrastructure) et davantage susceptibles d'être exposés à un biais domestique. Pour autant, seule 4 % de la dépense fiscale est orientée vers le financement des PME contre 25 % vers les actifs de marché (calculs 2°ii, données PLF 2013).

Graphique C. Répartition de la dépense fiscale par actifs et secteurs bénéficiaires du fléchage (total 11,3 Md€)



Source: Auteurs (2° ii), données PFL 2013

L'objectif « transition énergétique » à mieux intégrer. Parmi les 11,3 Md€ de dépenses fiscales et sociales liées à l'épargne (données 2013), environ 8% visent à favoriser la rénovation thermique des logements et seulement 2% si on ne compte que les contributions du Livret A et du Livret Développement Durable. L'analyse des niches fiscales fait ressortir de nombreuses opportunités pour renforcer l'intégration de critères énergie-climat dans la fiscalité de l'épargne : via la création de niches associées aux produits labélisés éventuellement, mais surtout via l'ajout de critères de conditionnalité aux incitations existantes et pour tous les types d'actifs détenus.

Repenser la logique d'orientation de l'épargne en analysant la performance non-financière des supports. Le fléchage correspond à l'approche centrale retenue jusqu'ici par les pouvoirs publics pour penser l'impact de la fiscalité de l'épargne sur l'économie réelle. Cette logique est limitée par l'application systématique d'une incitation, avec un seul actif ou secteur fléché, par support d'épargne. Or, en ce qui concerne leur « contribution à la transition énergétique », des évolutions majeures sont en cours :

- le gouvernement a introduit un « *label pour la transition énergétique et le climat* » applicable aux fonds d'investissement,
- l'Article 173 de la loi sur la Transition Énergétique, introduit à partir de 2016, pour les investisseurs institutionnels et gérants de SICAV, l'obligation d'évaluer la contribution de leur portefeuille à la transition énergétique, et de la comparer aux objectifs climatiques nationaux et internationaux. Ces informations seront intégrées à celles remises aux souscripteurs.

Du fait de ces dispositions, le développement méthodologique et la disponibilité des résultats de l'évaluation des supports d'épargne vont faciliter l'intégration de critères « transition énergétique » dans la fiscalité de l'épargne. Ces informations permettront de dissocier l'incitation fiscale du support d'épargne en définissant des critères d'orientation de l'épargne reflétant mieux les objectifs recherchés.

Deux pistes de réflexion. À la lumière de cet état des lieux et des évolutions méthodologiques, deux nouvelles approches de la fiscalité sont proposées :

- simplification radicale de la fiscalité de l'épargne avec une extinction progressive de la majorité des niches et l'introduction d'un objectif clair et transversal (financement du long terme en cohérence avec les objectifs de la transition énergétique);
- mise en œuvre d'une fiscalité sous forme de bonus/malus sur la base d'une notation des fonds et supports d'épargne en fonction de leur contribution à la transition énergétique, cette information étant communiquée dans le cadre de la Loi pour la Transition Énergétique (A.173).

Ces approches nécessitent en amont une amélioration de la transparence transmise à l'épargnant. Le développement d'un outil standardisé d'aide aux choix d'épargne est proposé pour renforcer l'indépendance des décisions d'investissement et la prise en compte de critères non-financiers.

3. CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS

Recommandation 1 : Développer une méthode d'évaluation et de notation de la contribution de l'épargne au financement de l'économie

L'étude fait ressortir la nécessité et l'urgence de développer un cadre méthodologique pour *évaluer l'impact de la détention d'actifs financiers sur le financement des activités économiques correspondantes*. Un certain nombre de politiques publiques, notamment celles relatives à la fiscalité de l'épargne sont l'objet d'enjeux financiers importants, et sont néanmoins définies à partir d'hypothèses simplistes et parfois erronées. En outre, les nouvelles obligations d'information et de suivi introduites par la loi sur la Transition Énergétique appellent directement à l'établissement d'un cadre méthodologique et d'un suivi par les pouvoirs publics.

Pour construire une méthode d'évaluation solide, les auteurs recommandent de :

- *Compléter et approfondir la méthodologie*. Les travaux méthodologiques entamés seraient complétés en affinant les hypothèses et en exploitant les bases de données non publiques.
- *Améliorer la transparence de la chaîne d'investissement*. Il est aussi recommandé d'améliorer l'information fournie par les émetteurs domestiques afin de pouvoir évaluer leur mode de financement, leurs investissements et la façon dont ces investissements répondent aux besoins liés à la transition énergétique et au long terme. Une plateforme de reporting pour les émetteurs pourrait être mise en œuvre. Le besoin d'information concerne aussi les institutions financières afin de faciliter leur mise en transparence. Cela implique, au delà des obligations de reporting imposées par la loi de transition énergétique, plus de transparence sur le contenu des portefeuilles d'investissement, la durée de détention des titres, ainsi que la maturité des titres à plus de cinq ans.
- *Développer des indicateurs quantitatifs (notation)*. Dans le cadre de futures réformes de la fiscalité de l'épargne, pour favoriser le développement de labels publics (notamment celui de fonds Transition Énergétique et ISR), et plus largement pour compléter les réflexions de la Commission européenne, il serait utile d'explorer la création d'un système de notation des actifs financiers permettant d'évaluer dans quelle mesure leur détention répond au déficit de financement des besoins de long terme là où ceux-ci se manifestent. Cela serait particulièrement pertinent dans le cadre de la transition énergétique.
- *Comparer les résultats aux objectifs*. Cette méthode pourrait être couplée à un développement des modèles macro-économiques qui estiment les besoins de financement de long terme, notamment en lien avec la transition énergétique. Les futures études relatives à la mobilisation de l'épargne des ménages ou des institutions financières privées pourront ainsi s'appuyer sur une analyse plus robuste.

Un groupe de travail sera mis en place et travaillera sur cette méthodologie destinée à *évaluer l'impact de la détention d'actifs financiers sur le financement des activités économiques correspondantes*, qui réunira différentes compétences financières et économiques.

Recommandation 2 : Explorer l'impact des réformes fiscales proposées sur le financement

L'étude fait ressortir le manque de cohérence de la fiscalité avec les objectifs du financement du long terme et le manque d'intégration des enjeux de la transition énergétique à ces objectifs. Deux pistes de réformes radicales sont proposées. Un groupe de travail étudiera les différentes options de réforme en profondeur de la fiscalité, leur faisabilité et leur impact sur le financement. Trois grandes approches sont possibles :

- Une remise à plat de la fiscalité (neutralité fiscale) et dans ce cas proposition d'alternatives permettant le financement du long terme et de la transition.
- Une simplification des niches fiscales et avec l'extinction progressive de la majorité des niches avec l'introduction d'un barème unique poursuivant un objectif clair (piste 1).
- Une modulation de l'incitation en fonction de la contribution du support aux objectifs de la transition énergétique (piste 2).

Ce groupe de travail confrontera les conclusions de ces trois grandes approches avant de remettre un document commun de synthèse aux ministres compétents.

Recommandation 3 : Améliorer l'information et l'aide au choix des épargnants

Des biais au choix de l'épargnant sont introduits à travers les pratiques du conseil et de la commercialisation. Il est recommandé de renforcer l'indépendance du conseil en gestion aux épargnants (transparence sur les rémunérations, renforcement des audits...) et d'améliorer l'information non-financière fournie à l'épargnant lors de son choix d'investissement. Cela peut être fait à travers l'intégration, dans les fiches d'informations distribués aux conseillers et particuliers, d'informations sur l'impact non-financier des portefeuilles. Il est aussi recommandé de mettre en place un outil standardisé d'aide au choix d'investissement, consultable gratuitement en ligne et en complément d'un conseiller. Celui-ci pourrait prendre la forme d'une extension de l'outil OpenFisca déjà développé au sein de France Stratégie. Il s'inscrirait aussi dans le prolongement du comparateur de tarifs bancaires introduit le 1^{er} février 2016 par la direction générale du Trésor. Il intégrerait les préférences financières et non financières de l'épargnant pour le

GLOSSAIRE

Mots clés	Définition
Allocation finale	Distribution de l'épargne des Français en titres et actifs (actions, obligations, immobilier). Cette distribution est influencée par le choix des institutions financières qui gèrent l'épargne des Français (détention indirecte) ou par le choix des épargnants eux-mêmes s'ils détiennent directement des actifs.
Allocation primaire	Distribution de l'épargne des Français entre les différents supports d'épargne, issue du choix de l'épargnant au sein de l'offre disponible (livrets, OPCVM, assurance-vie, détention directe). Ce choix est issu d'un arbitrage entre la liquidité, le risque et le rendement net espéré, il est influencé par la fiscalité.
Coté (actions cotées)	Fonds propres des entreprises cotées sur les places financières (bourses)
Dettes	Ensemble composé des crédits, des obligations souveraines et des obligations d'entreprises
Dépense fiscale liée à l'épargne	Se définit comme un manque à gagner pour l'État lorsqu'il crée des dérogations à un régime normal de fiscalité (niches fiscales et sociales). Dans cette étude, on appelle « dépense fiscale » celle qui est spécifiquement relative à l'épargne, c'est-à-dire 54 niches identifiées dans le Projet de Loi de Finance 2013 et l'analyse de l'Inspection Générale des Finances. La dépense fiscale 2013 s'élève à 11,3 Md€.
Encours	L'encours désigne l'ensemble du stock d'épargne (solde comptable) sur un support d'épargne.
Épargne investie	L'ensemble des placements financiers, dont l'immobilier locatif, ayant pour objectif principal de faire fructifier le capital initial (≈ 4429 Md€ en 2013 (Calculs 2° ii, INSEE)). Nous désignerons l'épargne investie par le terme « épargne » pour faciliter la lecture.
Établissements de collecte	Les établissements qui collectent l'épargne des Français soit principalement les banques, les sociétés d'assurance et les fonds d'investissement.
Fléchage	L'obligation légale des institutions financières d'allouer totalement ou partiellement l'encours des supports d'épargne à des actifs déterminés (titres comme les actions cotées, secteurs comme l'immobilier ou objectif social comme l'innovation). Ce fléchage est souvent favorisé par une fiscalité avantageuse des supports en question.
Flux de financement en 2013	Flux de capitaux vers les activités économiques en 2013 associé à la détention d'actifs financiers à travers l'épargne. L'épargne est un stock accumulé pendant plusieurs années. Le flux de financement correspond au montant de capital qui finance les activités économiques sur une année précise à travers l'investissement de ce stock dans des actifs financiers.
Fiscalité de l'épargne	Système d'imposition qui régit les revenus de l'épargne. Dans cette étude, la fiscalité de l'épargne désigne l'ensemble du régime normal de la fiscalité et des niches fiscales et sociales créant une dérogation à ce régime normal.
Indices financiers (benchmarks)	Les indices financiers sont des portefeuilles imaginaires de titres représentant un certain marché (régional, national - CAC 40, Footsie 100). L'indice est utilisé comme référence (benchmark en anglais) pour comparer la performance du gestionnaire de fonds avec le marché. La gestion passive d'un portefeuille consiste à reproduire à l'identique l'indice financier.
Niches fiscales et sociales	Les niches fiscales et sociales sont des dérogations au régime commun d'imposition de l'épargne. Elles sont listées dans le Projet de Loi de Finance pour les niches fiscales et dans le Projet de Loi de Finance de la Sécurité Sociale pour les niches sociales (exonération des prélèvements sociaux). Les niches fiscales et sociales (appelées de façon générique « niches fiscales ») poursuivent un ou plusieurs objectifs sociaux ou économiques.
Non coté (actions non cotées)	L'ensemble des fonds propres qui ne sont pas échangés sur les places financières (bourses). Le non coté désigne principalement les fonds propres des Petites et Moyennes Entreprises (non cotées en bourse) ainsi que les fonds propres des grandes entreprises non cotées en bourse.
Orientations de l'épargne	Ensemble du dispositif mis en place pour diriger l'épargne des ménages vers des actifs finaux déterminés. L'orientation de l'épargne inclut à la fois la fiscalité de l'épargne ainsi que le système de fléchage définit ci-dessus (voir Graph 1 p.11).
Patrimoine	Le patrimoine (page 13) englobe l'épargne investie, le patrimoine professionnel (part de l'entreprise détenue par les entrepreneurs), les biens durables (automobile, bijoux, etc.) et le reste de l'immobilier (résidence principale et secondaire). Selon l'Insee, le patrimoine des ménages s'élevait à 10 544 Md€ en 2011 (Insee, 2012).
Supports d'épargne	L'ensemble des produits d'épargne distribués par les établissements de collecte. Cette notion couvre les livrets, l'assurance-vie et les fonds d'investissement sur lesquels l'épargnant peut directement déposer son épargne. Les acronymes les plus courants sont explicités page 7.
Secteurs exposés à la transition énergétique	Cette catégorie regroupe les infrastructures dépendantes des énergies fossiles, les secteurs intensifs en carbone et les secteurs de l'économie verte qui profiteront de la transition énergétique.

ACR	Définition
AIE	Agence Internationale de l'Énergie
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
FCPI	Support d'épargne : Fonds Communs de Placement dans l'Innovation. Composé à 60 % en fonds propres dans les PME innovantes en 2013. Ce plancher a été relevé à 70 % en 2014.
FCPE	Support d'épargne : Fonds Communs de Placement en Entreprise. Fonds proposés aux salariés d'entreprises, contenant au moins 33 % d'actions cotées.
FIP	Support d'épargne : Fonds d'Investissement de Proximité, contenant au moins 60 % d'investissement dans des zones prioritaires.
LDD	Support d'épargne : Livret Développement Durable. L'encours est centralisé à 60 % par le Fonds d'Épargne géré par la CDC, le reste est géré par les banques et doit être investi dans les PME, les entreprises industrielles ou les travaux de rénovation énergétique.
PEA	Support d'épargne : Plan Épargne Action. 60 % de l'encours du PEA doit être investi en actions françaises ou européennes.
PME	Petites et Moyennes Entreprises
Sofica	Support d'épargne : les encours du Sofica sont employés à financer le cinéma et l'audiovisuel

TABLE DES MATIÈRES

COMITÉ CONSULTATIF	1
RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE	2
GLOSSAIRE	6
INTRODUCTION. MOBILISER LES CAPITAUX PRIVÉS : LES ENJEUX	8
1. Long terme et transition énergétique : en mal de financement	9
1.1. Une demande importante de financement de long terme	9
1.2. Une offre réduite de financements longs et contribuant à la transition énergétique	9
2. La fiscalité de l'épargne, un possible levier d'action	10
2.1. Intérêt des pouvoirs publics pour l'épargne	10
2.2. Mobilisation de l'épargne, un possible levier d'action	10
CHAPITRE I. ÉPARGNE ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	12
1. DÉTENTION ET ALLOCATION DE L'ÉPARGNE	13
1.1. Comment l'épargne des ménages est-elle allouée ?	13
1.2. Allocation du stock d'épargne par support (allocation primaire)	13
1.3. Portefeuille d'actifs en 2013 (allocation finale)	16
1.4. Cartographie : destination finale de l'épargne des ménages et allocation des financements associés	17
2. QUELS EFFETS SUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ?	19
2.1. Une approche méthodologique innovante à approfondir	19
2.2. Ce que finance l'épargne des français	20
2.3. Effet de financement par support d'épargne	21
2.4. Contribution de l'épargne au financement de la transition énergétique	22
2.5. Focus : effet de financement du portefeuille de dettes	23
2.6. Focus : effet de financement du portefeuille d'actions cotées	24
2.7. Focus : détention de crédits à destination des ménages	25
CHAPITRE II. EFFETS DE LA FISCALITÉ ET PERSPECTIVES	26
1. FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE ET OBJECTIFS DE FINANCEMENT	27
1.1. Définition et évaluation de la dépense fiscale et sociale	27
1.2. Influence de la fiscalité sur l'allocation de l'épargne	28
1.3. Le financement de l'économie dans la politique fiscale	29
1.4. Actifs bénéficiant d'un fléchage conditionnant la dépense fiscale	31
2. ADÉQUATION DE L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE AVEC LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	32
2.1. Perte d'efficacité de l'orientation de l'épargne	32
2.2. Effets mitigés de l'orientation de l'épargne actuelle sur le financement de l'économie	34
3. COMMENT ORIENTER L'ÉPARGNE : LES MÉTHODES DISPONIBLES	36
3.1. Limites des méthodes actuelles de l'orientation de l'épargne	36
3.2. Vers une intégration des externalités dans le système d'orientation de l'épargne ?	37
CHAPITRE III . PISTES DE RÉFORME À LONG TERME	38
Mesures préalables	39
Piste 1 : Simplifier et verdir les niches fiscales	40
Piste 2 : Moduler l'incitation fiscale en fonction de la « contribution »	42
CONCLUSIONS & RECOMMANDATIONS	44
BIBLIOGRAPHIE	45
ANNEXES	I-V

INTRODUCTION

MOBILISER LES CAPITAUX PRIVÉS : LES ENJEUX

MESSAGES CLÉS

- Actuellement, l'offre de capital placé à long terme est inférieure à la demande et ne permet pas de faire face aux besoins de financement à long terme identifiés, en Europe particulièrement. Les raisons sont multiples, en partie liée à l'intermédiation financière qui génère un biais court termiste dans l'allocation des financements. Elles sont aussi liées à l'absence de prise en compte des externalités identifiées à long terme du fait de l'absence de signal prix. Au sein de ce que l'on appelle le financement du long terme, la transition énergétique constitue un élément essentiel. En France, entre 12 et 27 Md€ supplémentaires par an doivent être investis pour atteindre les objectifs fixés en matière de réduction d'émissions des gaz à effet de serre (DNTE, 2013).
- Les dépenses fiscales liées à l'épargne incitent l'épargnant à sélectionner des produits ou types de produits spécifiques dont les encours sont ensuite souvent fléchés vers certaines classes d'actifs ou certains secteurs. L'effet sur le financement de l'économie est donc indirect, mais il joue sur des montants en théorie nettement plus importants en affectant l'ensemble des choix d'épargne des ménages français. Cette étude se concentre sur la fiscalité de l'épargne et sur son effet de levier potentiel.
- La dépense fiscale est une dérogation au régime du droit commun de la fiscalité. Elle prend la forme de niches fiscales et sociales, pour un montant total de 11,3 Md€ en 2013 (PLF 2013). Si une grande partie de cette dépense (70 %) correspond à des objectifs de financement de l'économie, les pouvoirs publics au niveau français et de la Commission européenne expriment la volonté d'utiliser ce levier afin d'orienter les capitaux vers le financement du long terme et de la transition énergétique. Nous nous interrogeons d'abord sur la contribution de l'épargne au financement de l'économie (partie 1) avant d'étudier l'efficacité de la dépense fiscale et de son orientation actuelle au regard des enjeux de financement de long terme (partie 2).

1. LONG TERME ET TRANSITION ÉNERGÉTIQUE EN MAL DE FINANCEMENT

Le financement des investissements de long terme est un enjeu clé pour l'économie mondiale et européenne. La transition énergétique implique une rapide et importante réallocation des investissements. Pourtant, l'offre actuelle de capitaux publics et privés ne répond pas à cette demande. Le fort niveau d'endettement des États, les nouvelles règles prudentielles et le manque d'anticipation des marchés de capitaux sont en grande partie à l'origine de ce déséquilibre.

1.1 UNE DEMANDE IMPORTANTE DE FINANCEMENT DE LONG TERME

• L'investissement de long terme, une définition

La capacité de l'économie à croître durablement et à créer des emplois dépend du niveau d'investissement dans des actifs de long terme : qu'ils soient matériels comme les infrastructures et les moyens de production, ou immatériels comme les investissements en recherche et développement.

L'investissement de long terme est défini de manière très large comme « patient, engagé et productif » par l'OCDE et la Commission européenne. Il vise des actifs de nature peu liquide ayant un rendement à long terme requérant l'inclusion des opportunités et des risques propres à cet horizon long. Selon la Banque de France un actif de long terme a une durée supérieure à cinq ans. Il s'agit en effet de la durée à partir de laquelle les investissements se déconnectent des cycles économiques. Mais le manque de financement actuel concerne des investissements encore bien plus longs : investissements en capitaux propres dans les PME et investissements dans les infrastructures. Ces investissements seront en partie financés par des sources internes (profits des entreprises, revenus des ménages, recettes des impôts) mais nécessitent aussi une mobilisation des financements externes dits « de long terme », c'est-à-dire de crédits à maturité longue ou d'investissements risqués (petites entreprises, nouvelles technologies, infrastructures, etc.).

• Besoins de financements de long terme aux niveaux mondial et européen

Les institutions internationales telles que le G20 et l'OCDE soulignent le manque de ressources nécessaires pour répondre aux besoins en infrastructures et investissements de long terme dans les décennies à venir. Un rapport de l'OCDE (*The role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-term Financing for Growth and Development*, 2013) estime à environ 50 000 milliards de dollars les besoins mondiaux en investissements dans les infrastructures d'ici 2030 (transport, production et réseaux électriques, eau et télécommunications). La Commission européenne (2013) quant à elle, s'inquiète du fossé entre les besoins et l'offre de financement de long terme sur le continent (1 000 Md€ d'ici 2020). Selon France Stratégie (2014), la France est plutôt confrontée à un mal-investissement : insuffisance de la formation de capital productif de haute qualité (en particulier R & D) et orientation des ressources vers des secteurs qui ne contribuent pas à la rénovation du tissu productif.

• Besoins de financements spécifiques à la transition énergétique

Face à l'impact considérable provoqué par un réchauffement climatique global incontrôlé (hausse du niveau des mers, augmentation des phénomènes extrêmes, crises sanitaires, insécurité alimentaire, conflits territoriaux, extinctions d'espèces), les gouvernements se sont fixés pour objectif de limiter ce réchauffement à +2°C dans le cadre des négociations qui se déroulent à l'ONU (CNUCC, 2012 ; GIEC, 2014). Il est indispensable d'orienter massivement le secteur financier vers le financement de production d'énergie bas carbone. Dans ce contexte, la France s'est fixée en 2005 l'objectif de diviser par quatre ses émissions de gaz à effet de serre à l'horizon 2050 par rapport à 1990. Le groupe de travail n°4 du Débat National sur la Transition Énergétique (DNTE, 2013) a estimé les besoins de financement, sur la base de quatre scénarios, entre 875 et 1160 Md€ d'ici 2030, soit entre 49 et 64 Md€ par an.

1.2 UNE OFFRE RÉDUITE DE FINANCEMENTS LONGS CONTRIBUANT À LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Un certain nombre de facteurs justifie l'idée de l'existence d'un biais de financement au détriment des actifs longs et risqués, notamment en fonds propres et en infrastructures. D'une part, le fort niveau d'endettement des États les amène à chercher à réduire le rôle des financements publics dans l'investissement. D'autre part, les contraintes réglementaires liées à la réglementation prudentielle des banques (Bâle III) et des compagnies d'assurances (Solvabilité II) peuvent créer une friction pouvant aller à l'encontre du financement d'actifs de long terme. En effet, les actifs d'entreprises et les actifs longs, souvent considérés comme risqués, se voient appliquer des pondérations élevées accroissant les exigences de fonds propres. Enfin, le système d'incitation actuel n'est pas suffisant pour orienter les investissements vers les actifs contribuant à la transition énergétique. Le prix du carbone actuellement trop bas dans le système européen EU-ETS (environ 6 euros par tonne de carbone) et tel que défini par la taxe carbone française (14,5 euros par tonne pour l'année 2015) ne permet pas d'influencer substantiellement les décisions d'investissements. En outre l'investissement bas-carbone se concentre sur quelques secteurs matures et proches de la surchauffe, notamment les parcs éoliens, au risque de créer une offre de financement déconnectée des prix de marché.

2. LA FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE, UN POSSIBLE LEVIER D'ACTION

Les pouvoirs publics s'interrogent actuellement sur l'emploi de la fiscalité pour orienter l'épargne des ménages vers les besoins de financement de long terme et de la transition énergétique. En France, une partie de l'épargne est déjà orientée vers certains secteurs ou actifs prédéfinis via un système d'orientation de celle-ci.

2.1 DE L'INTÉRÊT DES POUVOIRS PUBLICS POUR L'ÉPARGNE

En Europe comme en France, l'épargne des ménages est mobilisée pour répondre aux besoins de financement de l'économie. La volonté d'orienter l'épargne au moyen de politiques fiscales appropriées se manifeste dans différents domaines tels que le financement de l'innovation, des PME et des infrastructures, et plus récemment pour le financement de la transition énergétique (DNTE, 2013).

- **Pistes explorées par la Commission européenne**

Le Livre vert pour le financement du long terme (voir ci-contre) mentionne le développement d'un Plan Européen d'Epargne destiné à soutenir l'investissement de long terme (cf. ci-contre). L'idée est de permettre une meilleure mobilisation des capitaux investis de façon indifférenciée dans l'ensemble de l'Europe pour répondre aux besoins. La fiscalité est explicitement évoquée comme un levier d'orientation de l'épargne vers certains secteurs, notamment la R & D et les questions environnementales.

- **Orientation des réflexions au niveau français**

En novembre 2013, un livre blanc a été publié par la Direction Générale du Trésor et le Commissariat Général au Développement Durable (voir ci-contre). Il propose notamment de « *Moduler la fiscalité ou la réglementation des produits d'épargne dans un sens plus favorable aux investissements de long terme et plus cohérent par rapport aux objectifs de la transition écologique* ». Un label transition énergie-climat a ainsi été développé par le gouvernement français pour distinguer les fonds *contribuant* à la transition énergétique (p. 40). Ce label, combiné aux informations publiées en respect de l'article 173 de la loi de Transition Écologique et Énergétique (TEE), et relatif à la contribution climatique des portefeuilles d'investissement pourrait, à terme, permettre l'évaluation de l'impact des produits d'épargne, offrant alors une base intéressante à la modulation conditionnelle de la fiscalité. Dans la lignée de ces recommandations, cette étude propose d'explorer les moyens d'utiliser la fiscalité de l'épargne en complément des outils plus traditionnels.

2.2 LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE, LEVIER INDIRECT D'ACTION

- **L'épargne, ressource de capitaux**

L'épargne des Français en 2013 représente un stock de 4 449 Md€ (Calculs 2° ii, INSEE). Cette épargne peut être placée directement en actifs, ou collectée par les banques et les compagnies d'assurance à travers les supports d'épargne (livrets réglementés, assurance-vie, OPCVM...) pour être réinvestie en actifs financiers ou transformée en financements. L'État français offre un certain nombre de réductions fiscales aux épargnants pour modifier leurs choix d'allocation vers des supports d'épargne censés mieux contribuer au financement de l'économie réelle. Cette dépense de l'État représentait 11,3 Md€ en 2013 (2°ii, données PLF 2013), soit un montant relativement faible au vu des volumes d'épargne qui peuvent théoriquement être influencés par ce biais. Elle est pourtant relativement importante dans le budget de l'État puisqu'elle s'élève à 2,7 % du budget général de l'État (Loi de finances initiale, 2013). Il est donc pertinent de s'interroger sur ce que finance réellement l'épargne des ménages et évaluer l'efficacité de l'orientation de ces capitaux par la dépense fiscale.

LIVRE VERT DE LA COMMISSION EUROPÉENNE SUR LE FINANCEMENT DU LONG TERME (2013)

« La fiscalité de l'épargne a un certain nombre de retombées économiques importantes. Elle a notamment une incidence sur le volume total de l'épargne dans l'économie, influant par là même sur l'allocation des capitaux et sur l'investissement (...). Les incitations fiscales sont souvent considérées comme des instruments destinés à encourager certains types d'investissement ; **une réduction fiscale peut être justifiée lorsque le rendement social de l'investissement est supérieur au rendement privé de l'investisseur et que, de ce fait, les niveaux d'investissement sont inférieurs à l'optimum social - par exemple en matière de R & D ou compte tenu de questions environnementales.** (...) »

LIVRE BLANC TRÉSOR/CGDD SUR LE FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE (2013)

« En contribuant à modifier les rendements nets des différents placements, la fiscalité de l'épargne joue un rôle dans l'allocation de l'épargne des ménages. Dans ce contexte, les incitations fiscales doivent favoriser la constitution d'une épargne gérée dans une perspective de moyen/long terme et le risque afférent doit être pris en compte de manière adéquate. Parallèlement, **il est essentiel de renforcer la cohérence entre ces incitations fiscales et les modalités de gestion des supports d'épargne correspondants pour permettre une allocation et une gestion de ces encours en ligne avec l'horizon de moyen terme** caractérisant le comportement patrimonial des ménages. **Ces principes généraux revêtent une importance particulière pour le financement de la transition écologique qui, au-delà des signaux apportés par ailleurs, requiert que la perspective de moyen/long terme et la prise de risque soient effectivement traitées.** »

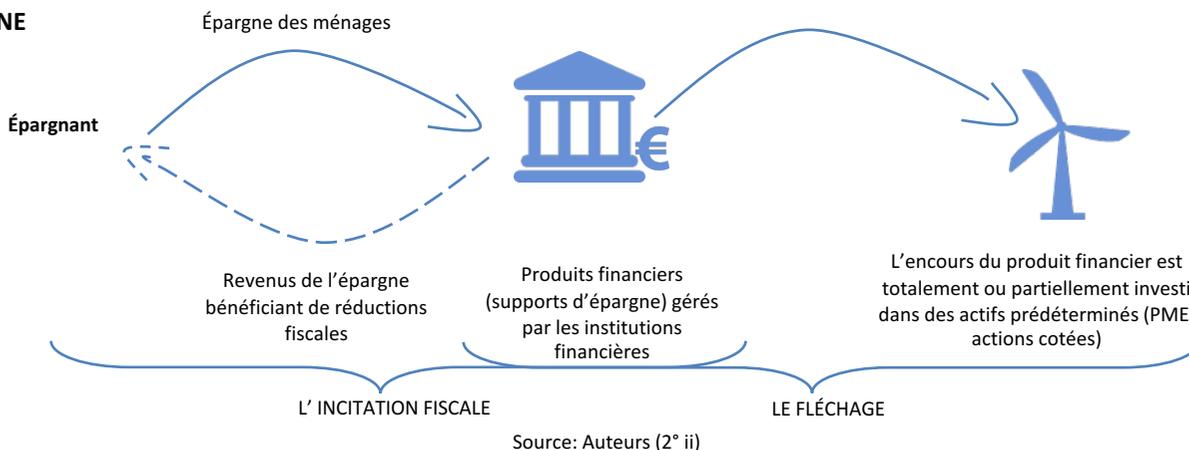
• **Comment l'épargne est-elle fléchée?**

L'épargne des particuliers est déposée sur des **supports d'épargne*** (Livrets A, assurance-vie, PEA etc.) distribués par les **établissements de collecte*** (banques, compagnies d'assurance, sociétés de gestion de portefeuille...). En l'absence de fléchage, les établissements de collecte inscrivent ces capitaux à leur bilan et peuvent librement disposer des **encours***. Dans certains cas pourtant, les encours d'épargne peuvent être totalement ou partiellement « alloués » au financement de certains actifs ou secteurs. On appelle dans cette étude « **fléchage** » l'obligation légale d'allouer totalement ou partiellement l'épargne des particuliers vers un actif déterminé.

On différencie ici l'incitation fiscale, avantageuse pour le particulier, du fléchage qui se porte sur l'institution financière et l'encours qu'elle gère (graphique 1). Une fiscalité avantageuse des supports peut être ou non associée à un fléchage des encours. Par exemple, en plaçant son argent sur un Plan d'Épargne en Actions (PEA) plutôt qu'en investissant directement en actions, l'épargnant bénéficiera d'une exemption fiscale des intérêts après 5 ans. L'encours du PEA est fléché à 70 % en actions françaises et européennes. À l'inverse, les détenteurs d'un Livret jeune bénéficient d'un avantage fiscal mais l'encours de ce support n'est pas fléché ; il est librement employé par la banque.

Pour autant, même lorsque la fiscalité ne flèche pas explicitement les encours vers des actifs économiques, elle constitue un moyen d'orienter les investissements. Ainsi, l'épargne déposée en assurance-vie se traduira principalement en détention d'obligations bien qu'aucun fléchage ne soit imposé par le régulateur. En revanche, il n'existe pas de fléchage sans incitations.

GRAPHIQUE. 1. ILLUSTRATION DU SYSTÈME D'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE



• **La fiscalité de l'épargne, un levier d'orientation des capitaux sujet à controverse**

L'utilisation des incitations fiscales pour orienter les capitaux est un sujet controversé. S'agissant du défi climatique, la fixation d'un prix du carbone aujourd'hui et pour le futur demeure la mesure la plus efficace pour intégrer les externalités à la décision d'investissement. Or, pour des raisons de coordination internationale notamment, il est peu probable de pouvoir obtenir cet optimum de premier rang et il est nécessaire de s'intéresser à des outils connexes, dont la fiscalité de l'épargne fait partie. Or ces outils ne peuvent être que partiellement efficaces car ils ne s'appliquent pas à l'ensemble des acteurs publics et privés et ils ne sont pas corrélés aux besoins scientifiques de réduction de gaz à effet de serre.

La fiscalité de l'épargne est parfois considérée comme un levier d'action trop indirect sur l'investissement. Poursuivre cet argument impliquerait de défaire le tissu d'incitations fiscales liées à des objectifs de financement, voire de défaire l'ensemble des incitations fiscales (neutralité fiscale) pour réemployer en priorité l'argent public pour d'autres leviers d'action plus directs de financement (aides publiques, garanties, etc.).

Ce rapport adopte une position agnostique sur cette question : il ne vise pas à comparer l'efficacité de l'outil fiscal par rapport à d'autres outils d'incitation au financement. Il ne vise pas non plus à comparer l'efficacité d'un système de niches fiscales avec un système fiscal neutre. Le rapport prend comme point de départ la logique existante du système d'incitations fiscales qui, avec 70 % de la dépense fiscale conditionnée à un fléchage vers un actif ou un secteur (calculs 2°ii, PLF 2013), poursuit actuellement un objectif clair de financement de l'économie. L'intérêt est d'en analyser l'efficacité et de réfléchir à son amélioration. Ainsi, deux pistes de réflexion seront proposées pour améliorer le dispositif actuel d'orientation de l'épargne.

Pour autant, il pourrait être utile de comparer l'efficacité de l'outil fiscal à d'autres outils de financement, et d'observer sur plusieurs années l'effet réel de la fiscalité sur le financement de l'économie. C'est pourquoi ce rapport recommande la création de deux groupes de travail distincts, l'un travaillant sur l'évolution vers une neutralité fiscale concernant l'épargne, et l'autre sur l'amélioration du système d'orientation de l'épargne.

CHAPITRE I.

ÉPARGNE ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

MESSAGES CLÉS

L'épargne des ménages peut être directement investie en actifs, ou collectée par trois grandes catégories d'acteurs : banques, compagnies d'assurance et sociétés de gestion de fonds. Cette première répartition est appelée *allocation primaire* de l'épargne. Afin de comprendre l'impact de l'épargne sur le financement de l'économie, il faut analyser les processus décisionnels et les flux financiers de chacune de ces catégories.

Ce rapport présente le portefeuille agrégé des ménages français par classes d'actifs (actions, dette, immobilier) et par bénéficiaires (État, entreprises financières et non financières, immobilier). Une méthodologie est ensuite développée pour identifier les financements *associés* aux actifs détenus, dans l'économie française en 2013.

L'analyse, inspirée de l'exercice de la Banque de France, est complexe en raison de la longueur de la chaîne d'intermédiation qui relie l'épargne au financement d'un investissement. L'absence de certaines données, la faible granularité des informations relatives à l'actif des institutions financières (composition des portefeuilles, allocation sectorielle, maturités) sont autant d'obstacles majeurs à la compréhension du rôle de l'épargne dans le financement de l'économie. L'évaluation rigoureuse des politiques d'orientation de l'épargne par la fiscalité nécessiterait tout d'abord une meilleure documentation sur la chaîne d'investissement.

Pour autant, notre étude conclut à propos du lien épargne et financement pour l'année 2013 :

Portefeuille des ménages :

- l'épargne des ménages semble ne pas favoriser particulièrement les domaines en mal de financement ; l'allocation en actifs finaux est ainsi composée à 60 % de dettes contre seulement 15 % d'actions ;
- L'immobilier est l'actif le plus détenu par les ménages (22%) ;
- L'épargne des ménages ne contient que 4 % d'actifs à destination des petites et moyennes entreprises (crédits et détention d'actions non cotées assimilées aux PME).

Effet de financement :

- Les actifs détenus par les ménages sont « associés » à un flux de financement de 54,2 Md€ pour 2013, en tenant compte des profits réinvestis et de l'émission d'actions nouvelles ;
- La dette (crédits bancaires et obligations) détenue par les ménages est associée à un flux de financement estimé à 310 Md€ en 2013 ;
- l'État et les grandes entreprises sont les premiers bénéficiaires français du financement. Ils cumulent à eux seuls 77 % du flux de financement de 2013.

Une analyse sur une période plus longue serait nécessaire pour confirmer que ces conclusions restent valables sur le long terme. Par ailleurs, la quantification des flux de financement « associés » à un actif détenu ne préjuge pas de l'effet de l'acquisition ou cession de l'actif sur les conditions de financement.

1. DÉTENTION ET ALLOCATION DE L'ÉPARGNE

Cette partie analyse l'allocation de l'épargne par support puis retrace son cheminement tout au long de la chaîne d'intermédiation financière. Elle offre ainsi une photographie du portefeuille d'actifs des ménages et des secteurs bénéficiaires. Nous prolongeons des travaux menés par la Banque de France (2011) sur la destination finale des placements financiers des ménages.

1.1 COMMENT L'ÉPARGNE DES MÉNAGES EST-ELLE ALLOUÉE ?

• Un processus de décision d'allocation très segmenté.

La destination finale de l'épargne dépend de nombreuses décisions d'allocation par l'épargnant et les institutions financières (graphiques 6 et 7). Quatre étapes peuvent ainsi être distinguées :

- *décision d'allocation initiale* : le ménage peut décider d'allouer son revenu disponible à des biens (logement principal, biens professionnels, etc.) considérés ici comme du patrimoine ou de le placer sur des supports d'épargne spécifiques en espérant un certain rendement futur. On parlera dans ce dernier cas « d'épargne » ;
- *décision d'allocation primaire* de l'épargne : au sein de l'épargne investie, l'épargnant peut choisir un support d'épargne parmi l'offre disponible existante (livrets, OPCVM, assurance-vie, etc.) ou peut décider de détenir directement des titres ou des actifs (actions, obligations, immobilier locatif) ;
- *décision d'allocation finale* : l'allocation en actifs finaux (actions, obligations, biens immobiliers locatifs) est le plus souvent déterminée par l'intermédiaire financier qui choisit le type d'actif dans lequel il investit ;
- *décision d'investissement* : l'entreprise, l'État ou le ménage bénéficiaire du flux de financement investit ensuite suivant ses besoins.

1.2 ALLOCATION DU STOCK D'ÉPARGNE PAR SUPPORT (ALLOCATION PRIMAIRE)

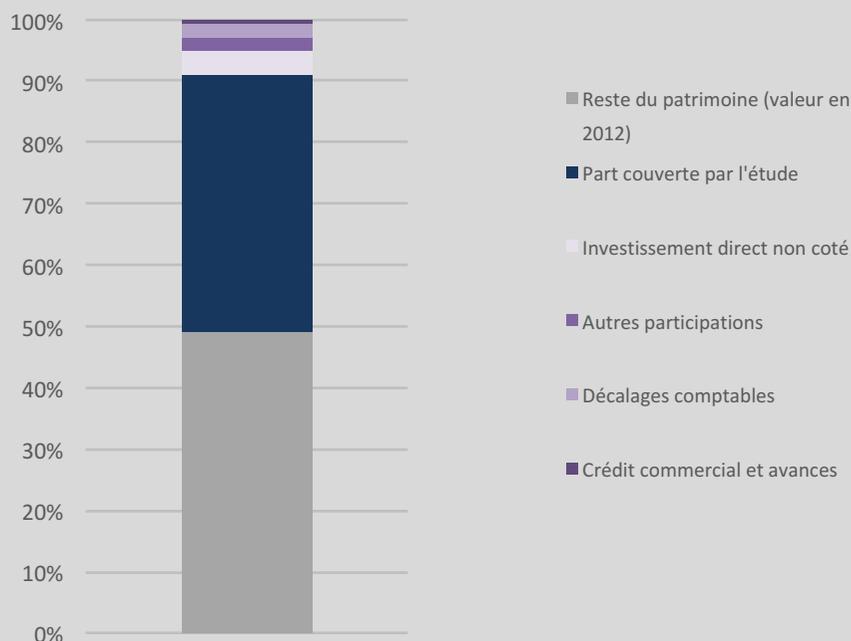
• Définition de l'épargne

L'épargne est un sous-ensemble du **patrimoine*** (graphique 2) qui englobe l'épargne au sens de cette étude, le patrimoine professionnel (part de l'entreprise détenue par les entrepreneurs), les biens durables (automobile, bijoux, etc.) et le reste de l'immobilier (résidence principale et secondaire). Selon l'Insee, le patrimoine des ménages s'élevait à 10 544 Md€ en 2011.

Pour cette étude, nous définissons **l'épargne*** comme l'ensemble des placements financiers, dont l'immobilier locatif, ayant pour objectif principal de faire fructifier le capital initial ($\approx 4\,429$ Md€ en 2013 (Calculs 2° ii, INSEE)). L'épargne couvre les actifs pour lesquels les arbitrages en matière d'allocation reposent principalement sur des critères de liquidité, de risque et de rendement, et qui peuvent être significativement influencés par la fiscalité du patrimoine. Il est à noter que les catégories utilisées en comptabilité nationale ne recoupent pas exactement notre définition : un retraitement à partir des enquêtes patrimoine de l'Insee a donc été nécessaire pour isoler l'épargne au sens de notre étude.

GRAPH. 2. COMPOSITION DU PATRIMOINE TOTAL DES MÉNAGES (2013)

Source : Auteurs (2° ii), INSEE



Est intégré à notre définition malgré son caractère hybride :

- l'immobilier locatif (≈ 915 Md€ en 2013)

Ne sont pas intégrés (Graphique 3) :

- la détention directe d'actions non cotées et les autres participations (parts de SARL...) car il n'est pas possible d'en séparer le patrimoine professionnel qui ne fait pas partie de l'épargne au sens de notre définition ;
- les décalages comptables (reports temporels de flux comptables) considérés comme des opérations comptables ;
- les créances commerciales et avances qui sont principalement des délais de paiement accordés aux commerces par les ménages.

• Répartition de l'épargne par support

On définit par **supports d'épargne*** les différents produits d'investissement proposés qui se répartissent comme suit (méthodologie en Annexe 1).

Le graphique 4 illustre le poids de l'assurance-vie, support privilégié des ménages avec 31 % de l'épargne totale soit 1 400 Md€.

L'investissement locatif, qui se démarque par son caractère hybride, s'élève à 22 %, ce qui en fait le second plus gros poste d'épargne des Français.

Les dépôts réglementés, PEA et livrets réglementés, suivent en troisième position. Les livrets réglementés sont des comptes à terme dont le taux est fixé par l'État et qui bénéficient d'une fiscalité attractive.

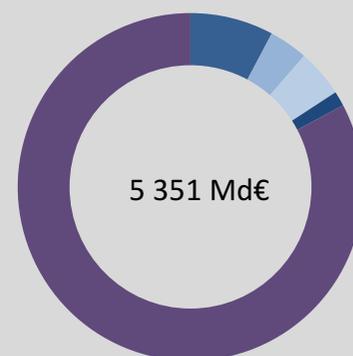
On compte dans les livrets réglementés le Livret A, le Livret Bleu, le Livret Développement Durable, le Livret Jeune, le Livret épargne populaire et les comptes et Plans Epargne Logement (graphique 5). Cumulés, les livrets réglementés rassemblent 700 Md€ en 2013.

Les dépôts non règlementés et autres produits d'épargne, qui ne profitent pas d'avantages fiscaux (pièces et billets, assurance pour sinistre) rassemblent tout de même 14 % de l'allocation totale.

Enfin, la catégorie « fonds » (9,6 %) rassemble l'épargne salariale (Plan épargne entreprise ouvert par l'employeur) et les fonds spécialisés dans le financement de sociétés innovantes (FCPI), les SICAV, les FCP, les FIP (PME locales) et les Sofica (cinéma), perçus comme plus risqués (moins diversification du risque).

GRAPH. 3. RETRAITEMENT DES CLASSES D'ÉPARGNE POUR OBTENIR L'ÉPARGNE AU SENS DE CETTE ÉTUDE

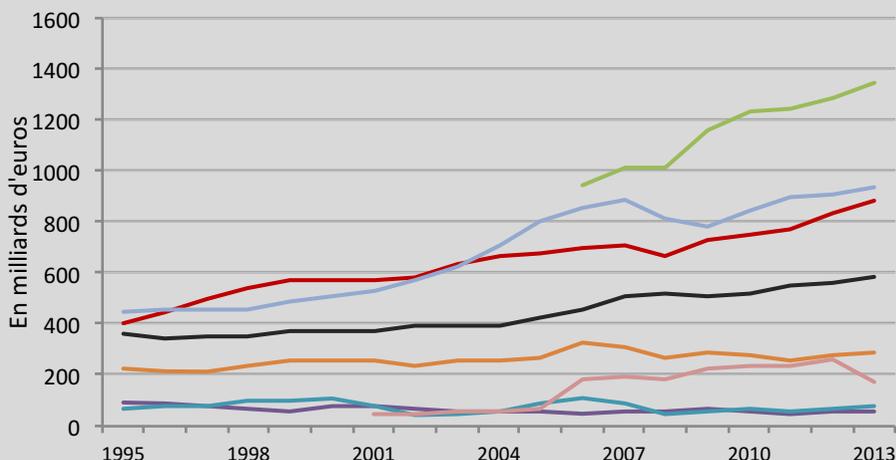
Source: Auteurs (2° ii), INSEE



- Investissement direct non coté
- Autres participations
- Décalages comptables
- Crédit commercial et avances
- Epargne investie au sens de cette étude

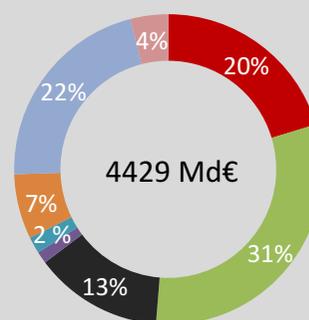
GRAPH. 5. ÉVOLUTION EN EUROS CONSTANTS DE L'ENCOURS DES SUPPORTS D'ÉPARGNE DE 1995 À 2013

Source: Auteurs (2° ii), INSEE



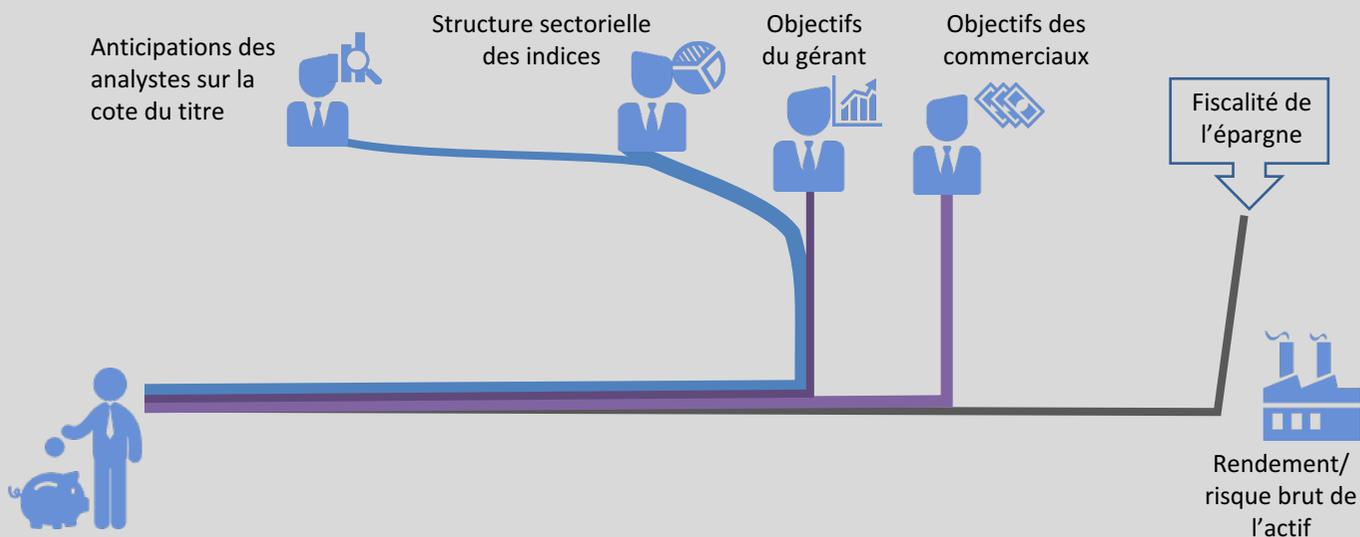
GRAPH. 4. ALLOCATION PRIMAIRE DE L'ÉPARGNE

Source: Auteurs (2° ii), INSEE



- Dépôts réglementés
- Assurance vie
- Dépôts non réglementés et assurance non-vie
- Détention directe d'obligations
- Détention directe d'actions cotées
- Fonds
- Immobilier locatif
- Epargne retraite

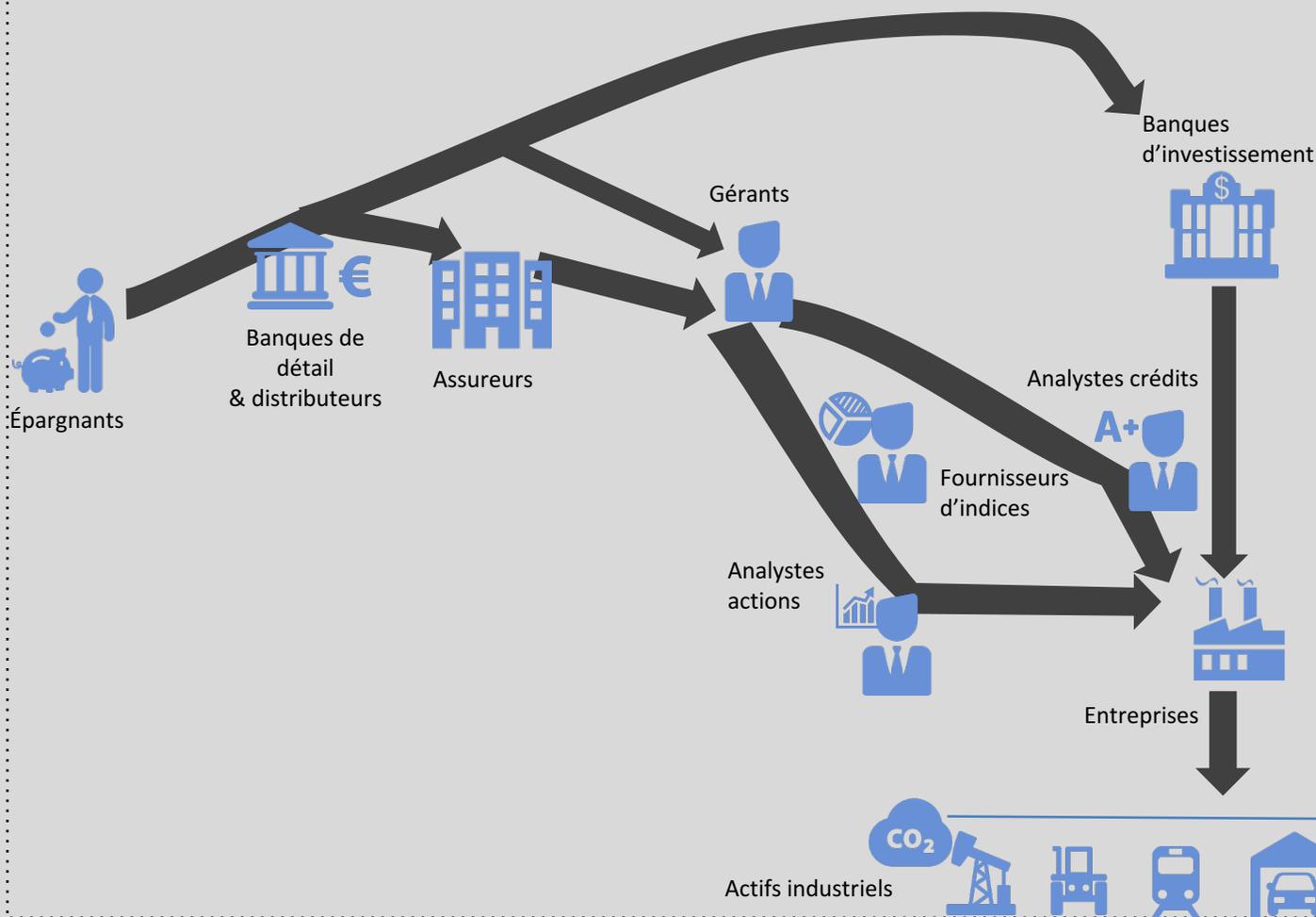
GRAPH. 6. FACTEURS INFLUENÇANT L'ALLOCATION FINALE D'UN PORTEFEUILLE EN ACTIONS



Lorsqu'un épargnant veut investir dans un fonds, la composition de ce fonds n'est pas uniquement déterminée par la recherche du meilleur couple rendement/risque et de la meilleure fiscalité. De nombreux paramètres « exogènes » entrent en compte comme les objectifs des commerciaux et ceux des gérants qui n'ont en général pas de lien avec l'intérêt de l'épargnant. Le portefeuille s'inspirera aussi en général de la composition sectorielle des indices boursiers, qui elle-même reflète en grande partie les anticipations des analystes sur l'évolution de la valeur des titres à court terme.

Source: Auteurs (2° ii)

GRAPH. 7. CHAÎNE D'INTERMÉDIATION ENTRE L'ÉPARGNANT ET L'INVESTISSEMENT FINAL D'UNE ENTREPRISE



Source: Auteurs (2° ii)

1.3. PORTEFEUILLE D'ACTIFS EN 2013 (ALLOCATION FINALE)

• **Approche et limites méthodologiques.** Nous appelons ici **allocation finale*** le portefeuille d'actifs finaux des ménages (actions cotées, actions non cotées, obligations, crédits, logement locatif, produits dérivés, part des filiales non cotées et titrisation des crédits).

Le travail de mise en transparence de ce portefeuille est illustré par la cartographie (pages 17-18). La seconde étape consiste à déterminer le contenu sectoriel du portefeuille d'actions et d'obligations détenu par les ménages, information que les institutions financières (banques et sociétés d'assurance) ne publient pas. La composition sectorielle est donc reflétée par une sélection d'indices financiers (SBF120 pour les émissions d'actions et profits réinvestis, un sous-ensemble du *Global Barclays Aggregate* pour les obligations) et par les données de la Banque de France (crédits). L'approche méthodologique et certaines de ses limites sont présentées en détail en Annexe 1. Nos choix sont systématiquement conformes aux pratiques de la Banque de France (*La destination finale des ménages, 2011*).

Il est important de noter que la principale limite de ce travail réside dans le manque de données résultant de la complexité et du manque de granularité des données issues des institutions financières. Chaque membre de la chaîne d'intermédiation décrite *supra* a ses propres pratiques de gestion actifs-passifs. De même, les données sur la répartition géographique et sectorielle des portefeuilles d'actifs sont difficilement accessibles, et affichent le plus souvent une granularité insuffisante. Ces conditions contraignent à effectuer des hypothèses fortes. Enfin, cette cartographie est construite sur une analyse de l'année 2013 et ne permet donc pas d'étudier la dynamique de réallocation de l'épargne au fil des années.

Malgré ces limites importantes, plusieurs faits stylisés apparaissent :

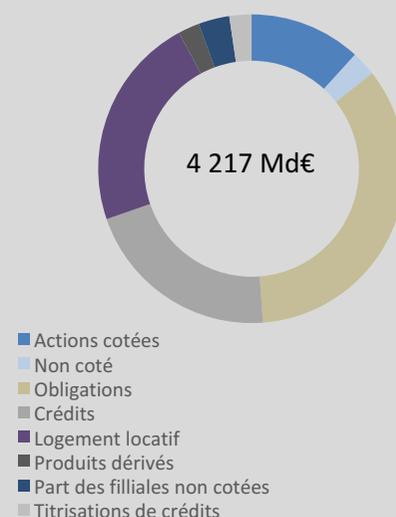
- **Un portefeuille composé majoritairement de titres de dette** (graphique 8). Les placements financiers des ménages français sont principalement des titres de dette. En effet, le « portefeuille agrégé des ménages » est composé à 34,5 % d'obligations, et à 23 % de crédits. L'importance des titres obligataires dans l'allocation finale s'explique par le succès de l'assurance-vie auprès des ménages.
- **Détenteurs d'actions cotées.** Les actions cotées représentent 11,7 % du portefeuille des ménages fin 2013. Avec 39 % d'actions détenues par les ménages, les OPCVM non monétaires sont les premiers détenteurs de cette classe d'actifs. Ils sont suivis par la détention directe des ménages à hauteur de 34,5 %. Notons que les banques ne concentrent que 5,6 % du stock d'actions cotées détenues par les ménages.
- **Destinataires finaux.** Le tableau 1 décrit la répartition du portefeuille des ménages par destinataire. La répartition sectorielle de l'allocation finale est représentée par actifs sur la cartographie.

Sous-représentation des PME. Les PME représentent 4 % des actifs finaux composant l'épargne (dette et fonds propres cumulés). Au sein de ces 4 %, l'effort provient principalement des fonds comme les FCPI et les banques disposent de 67 Md€ d'encours de crédits aux PME.

L'immobilier locatif, bénéficiaire majeur de l'épargne. Les placements immobiliers représentent 21,7 % du portefeuille des ménages. Ce sont principalement des investissements directs. La méthodologie de détermination de la valeur de marché des biens immobiliers se trouve en Annexe 1.

GRAPH. 8. COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES PAR CLASSES D'ACTIFS

Source : Auteurs (2° ii)



GRAPH. 9. RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES

Source : Auteurs (2° ii)

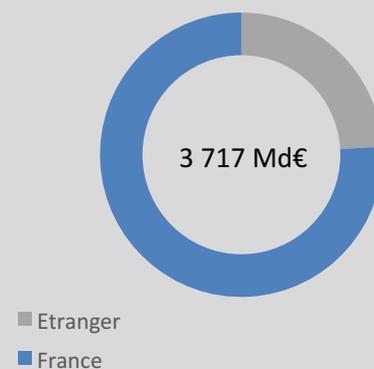


TABLEAU. 1. ALLOCATION DE L'ÉPARGNE PAR DESTINATAIRES

Source : Auteurs (2° ii), d'après Banque de France, 2011

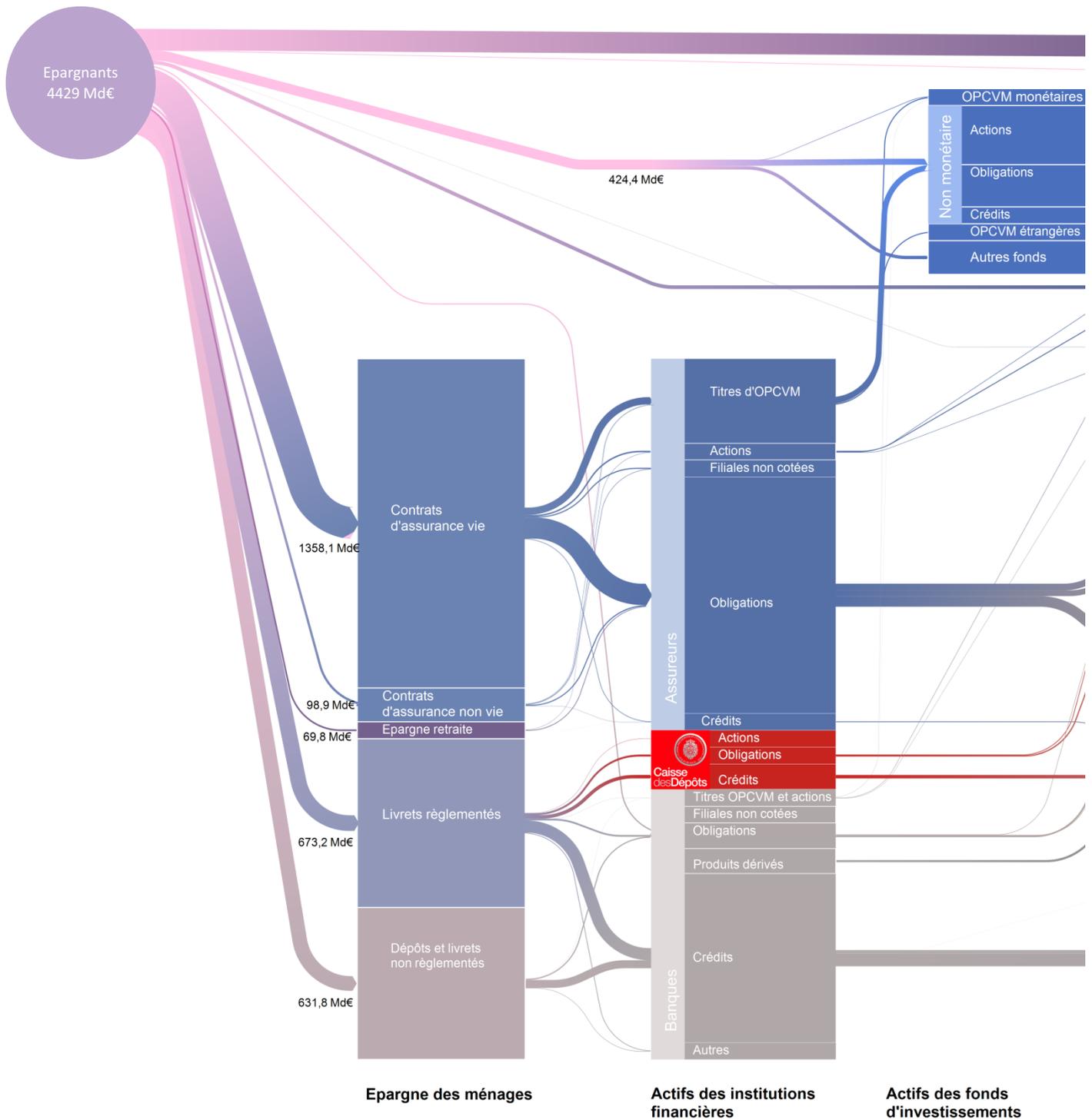
Destinataires	Montants (en milliers d'euros)	% de l'allocation finale
Immobilier locatif	944 943,00	22 %
Étranger	885 239,43	21 %
GE* & ETI	737 382,09	17 %
Institutions financières	498 819,89	12 %
Administrations publiques	404 500,20	10 %
Ménages	158 871,16	4 %
PME	177 347,61	4 %
Services publics	130 796,12	3 %
Détention de filiales non cotées	137 440,21	3 %
Produits dérivés	94 265,31	2 %
Autres	44 780,45	1 %
Autres entreprises	14 930,70	0 %
Total	4 229 316,177	100 %

* Grandes Entreprises

Ici, dette et fonds propres sont cumulés pour donner une représentation simplifiée de la répartition des bénéficiaires de l'épargne. La dette et les fonds propres ont des effets de financement très différents et ne visent pas à être assimilés.

CARTOGRAPHIE : DESTINATION FINALE DE L'ÉPARGNE DES

Source: Auteurs (2° ii)



* Calcul de valorisation détaillé en Annexe 1, base 100 en 1996.

** Part soumise aux hypothèses (Annexe 1) de séparation du non coté de la détention par les institutions financières de leurs propres filières non cotées.

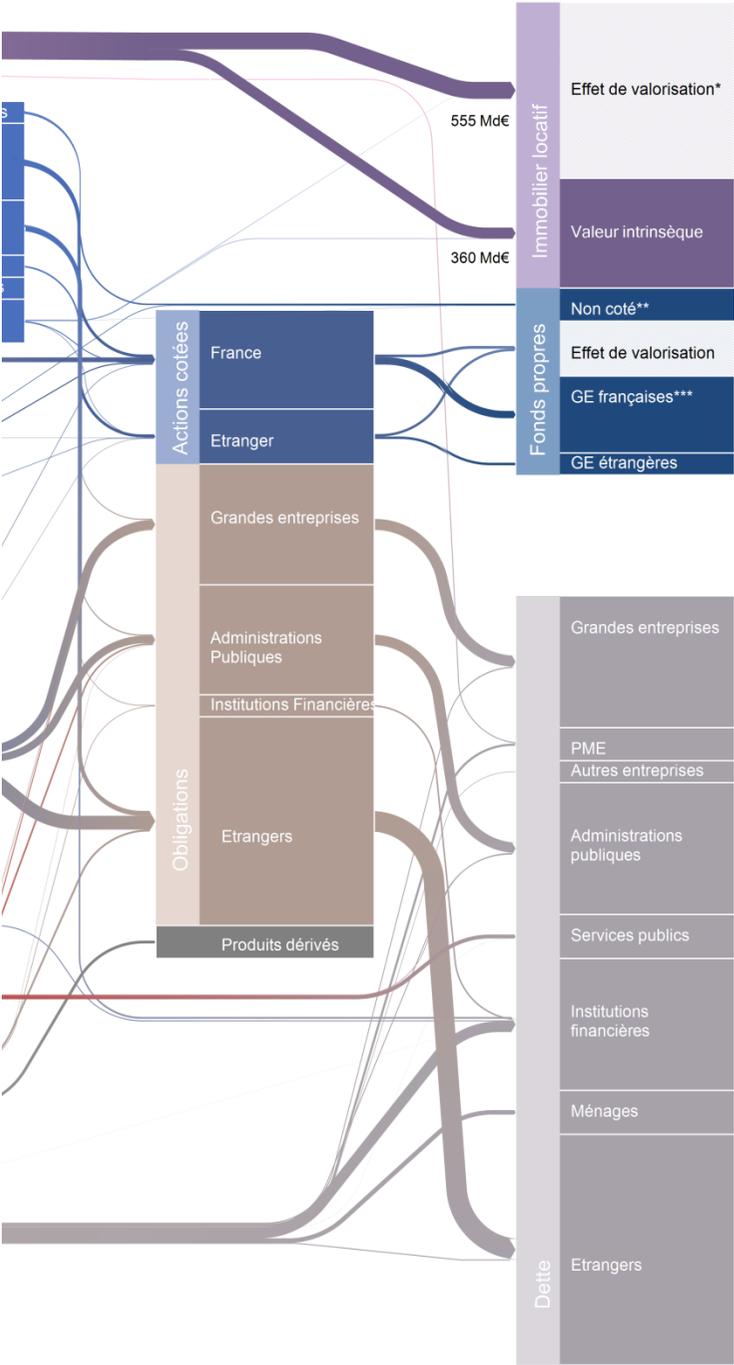
*** Entreprises dont le siège social est en France/à l'étranger.

La taille des flèches est parfaitement proportionnelle à l'envergure des mouvements d'épargne.

L'épaisseur des items est proportionnelle aux montants.

Les montants affichés correspondent aux montants de l'allocation primaire.

MÉNAGES ET FINANCEMENTS ASSOCIÉS



Actifs placés sur les marchés

Acteurs destinataires

2. QUELS EFFETS SUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ?

CALCUL DU FLUX DE FINANCEMENT EN 2013

Cette partie cherche à identifier le flux de financement vers les émetteurs de titres et les souscripteurs de crédits, « associé » à ce portefeuille d'actifs en 2013.

Nous appellerons **flux de financement annuel*** le flux de capitaux de l'année 2013 des agents économiques correspondant aux actifs financiers détenus par les ménages. Il ne s'agit pas de la différence entre le stock d'épargne 2012 et le stock 2013. Il s'agit ici d'évaluer le montant qui est venu financer l'économie à travers l'émission d'actions, d'obligations, et la distribution de crédits (voir Annexe 3 pour la méthode de calcul), et qui se retrouvent comptabilisés *in fine* à l'actif des ménages.

La cartographie de l'épargne nous a permis de déterminer l'allocation de l'épargne par classes d'actifs (actions, obligations et crédits) et sa répartition par grands destinataires (Immobilier locatif, Grandes entreprises, PME, État, Institutions financières, ménages). Dans un second temps, les données de la Banque de France et la composition des indices obligataires et actions (utilisés comme approximation du portefeuille moyen) ont permis d'obtenir plus d'informations sur les types de secteurs détenus dans les portefeuilles ou bénéficiant de prêts.

La méthodologie est déclinée en deux étapes :

- l'évaluation du flux de financement associé aux actions cotées en 2013 calculé à partir des actions nouvellement émises et des profits réinvestis, et
- l'évaluation du flux de financement associé aux titres et lignes de crédit.

Le flux de financement issu des actions non cotées n'est pas étudié en raison de son faible montant dans l'allocation totale. Le détail méthodologique et ses limites sont disponibles en Annexe 3.

Cette partie analyse « l'effet de financement » de l'épargne sur l'économie en 2013. Elle identifie le rôle des différentes classes d'actifs dans le financement, les types de bénéficiaires et sa durée. Une analyse sectorielle est menée pour connaître son impact. Les règles de calcul sont détaillées en Annexe 1 à 4.

2.1 UNE APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE INNOVANTE À APPROFONDIR

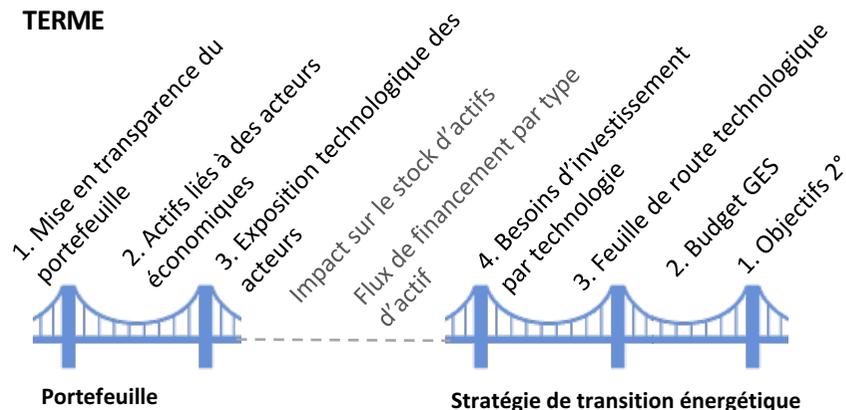
L'étude s'intéresse aux vecteurs de transmission, plus ou moins directs entre la détention d'actifs financiers par les ménages et le financement additionnel dans l'économie réelle.

La méthode développée vise à associer un flux de financement à un stock d'épargne. Il s'agit de la seule méthodologie connue actuellement pour appréhender quantitativement « la contribution au financement de l'économie » liée à la détention d'un portefeuille d'actifs. Elle permet d'obtenir des ordres de grandeur relatifs pour comparer la contribution de différents types de supports et d'actifs à l'économie productive. Cette approche s'inspire d'autres études qui traitent du lien entre détention d'actifs et besoins de financement de l'économie (McKinsey Global Institute, OCDE, Accenture/Barclays'). Elle repose sur un certain nombre d'hypothèses, résumées dans les annexes de l'étude et listées dans l'annexe 6.

En outre, l'analyse du stock d'épargne et des flux de financements associés aux actifs détenus porte uniquement sur l'année 2013. Il s'agit de la dernière année pour laquelle des données étaient disponibles au moment de l'étude. Cette approche annuelle a des limites car les flux de financement annuels représentés sont soumis aux variations conjoncturelles d'une année sur l'autre. Le choix de se concentrer sur une seule année répond principalement à une contrainte de temps d'analyse. Ce même choix est réalisé dans la plupart des études précédemment citées.

La méthodologie mériterait d'être approfondie et les calculs suivis dans le temps ; il s'agit surtout mettre en lumière des ordres de grandeur, les résultats obtenus sont présentés à titre illustratif.

GRAPH. 10. ÉTAPES POUR MESURER LA CONTRIBUTION D'UN PORTEFEUILLE AUX OBJECTIFS CLIMATIQUES ET AUX BESOINS DE FINANCEMENT DE LONG TERME



Source: Auteurs (2° ii)

2.2. CE QUE FINANCE L'ÉPARGNE DES FRANÇAIS ?

Selon notre analyse et dans le cadre des hypothèses énoncées dans les annexes 1, 2 et 3, nous obtenons une idée générale du financement direct et indirect de l'économie par les ménages.

- **Un périmètre d'analyse français ; l'absence de données étrangères**

L'analyse du financement exclut les obligations et crédits étrangers. En effet, la donnée disponible (maturité, secteurs) ne permet pas d'assurer la qualité du résultat. Au niveau français, la Banque de France offre une qualité de donnée significativement supérieure pour l'analyse du portefeuille d'obligations et des crédits. Les résultats présentés se concentrent donc uniquement sur les bénéficiaires français. D'autre part, ces résultats n'intègrent pas les montants investis directement dans l'immobilier.

Plusieurs faits apparaissent :

- **Financements associés aux différentes classes d'actifs**

L'épargne contribue pour 360 Md€ au financement des acteurs de l'économie française en 2013, dont 192 Md€ sont issus du portefeuille obligataire des ménages, 114 Md€ sont représentés par des crédits détenus et 55 Md€ sont issus de la détention d'actions.

- **Des financements supérieurs à cinq ans, une granularité à améliorer**

Les financements accordés ont des durées globalement supérieures à cinq ans. Il n'existe malheureusement pas de données sur la répartition des crédits supérieurs à cinq ans, ni des titres obligataires (voir annexe 2). Cette contrainte limite grandement l'analyse de la contribution de l'épargne au financement du long terme. En effet, au delà de cinq ans, impossible de savoir si les investissements se portent sur des actifs très longs de types infrastructures (supérieurs à 20 ans) ou de maturité plus courte. Les calculs ont tout de même permis de mettre en évidence la maturité moyenne du portefeuille de dettes des ménages aux entreprises françaises. Celle-ci est de 7,4 ans. Il faudrait identifier si cette maturité répond aux besoins de financements longs des entreprises.

- **Les grandes entreprises françaises et l'État, principaux bénéficiaires du financement ; une faible contribution de l'épargne au financement des secteurs à fort potentiel d'innovation**

Les entreprises françaises récupèrent la majeure partie du flux de financement issu de l'épargne, avec près de 44 Md€. Toutefois, ce financement ne se traduit pas nécessairement par un investissement productif en France ou en Europe (voir partie 2.2).

D'autre part, il apparaît qu'au sein de ce flux vers les grandes entreprises, les secteurs à fort potentiel d'innovations productives sont faiblement financés. Cette catégorie regroupe les secteurs de l'énergie, industrie, télécoms, technologie. Ils représentent seulement 15 % du financement par les actions cotées (voir partie 2.5). Le secteur financier et les services concentrent la majorité des financements. On retrouve approximativement les mêmes ordres de grandeur dans l'ensemble du portefeuille des ménages (c'est-à-dire dans l'allocation finale).

L'État est un bénéficiaire important de l'épargne. Tous actifs réunis, il bénéficie de 33 % du flux de financement provenant de l'épargne en 2013. Il représente 45 % du stock d'obligations françaises et 5 % des prêts bancaires associés aux dépôts des ménages.

Entre 25 % et 30 % du portefeuille des ménages est **composé de secteurs exposés à la transition énergétique*** (énergie, transport, ciment).

GRAPH. 11. COMPARAISON DES MONTANTS EN ALLOCATION FINALE ET EN FINANCEMENT (FRANCE)

Source : Auteurs (2° ii)

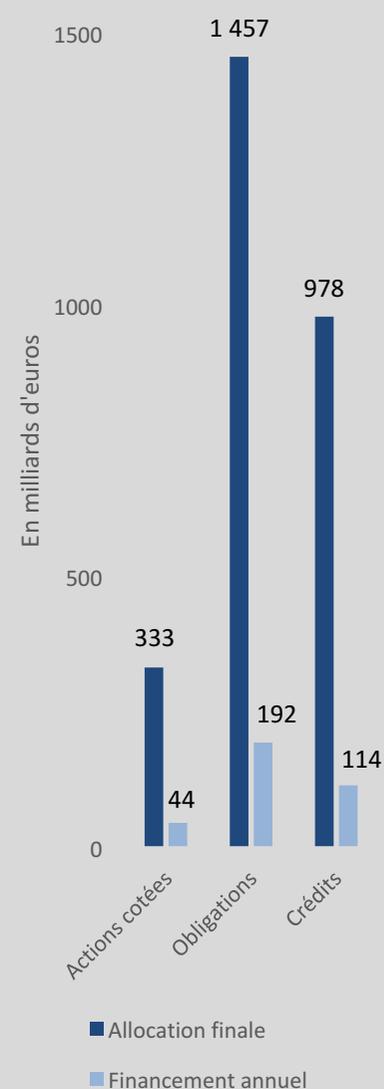


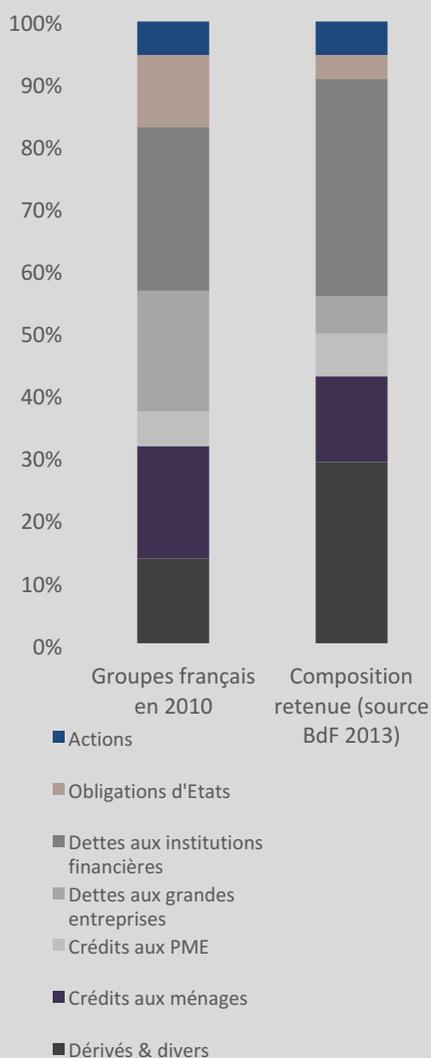
TABLEAU. 2. RÉPARTITION DU FINANCEMENT PAR DESTINATAIRES (FRANCE)

Source : Auteurs (2° ii)

Destinataires	%
Grandes entreprises et ETI françaises	42%
Administrations publiques	33%
Petites entreprises	12%
Ménages	11%
Autres entreprises (majoritairement SCI)	2%

GRAPH. 12. COMPOSITION DE L'ACTIF DES BANQUES

Source : Utopies, Banque de France



2.3. FINANCEMENT PAR SUPPORT D'ÉPARGNE

Analysons maintenant les flux de financement associés à chaque type de support d'épargne et comment les arbitrages de l'épargnant peuvent influencer la disponibilité du capital, selon la méthodologie décrite dans l'Annexe 1.

• ASSURANCE-VIE

L'assurance-vie collecte près d'un tiers des placements financiers des ménages. Avec 1 358 Md€ d'encours en 2013, elle représente 77 % des ressources des sociétés d'assurance.

Effets sur l'offre de financement

L'assurance-vie joue un rôle majeur dans la répartition de l'épargne en actifs finaux. 875 Md€ sont dirigés vers des obligations *via* les sociétés d'assurance (OPCVM incluses), soit 21 % de l'allocation finale. Les actions cotées représentent seulement 4 % du bilan des assureurs. Les parties 2.2. et 2.3. analysent l'effet de l'assurance-vie sur le financement de l'économie.

• ÉPARGNE BANCAIRE

Les banques captent un cinquième des placements financiers des ménages, avec 1 062 Md€ de stock. Le périmètre de l'étude, en accord avec la méthodologie de la Banque de France, assimile les banques aux seules filiales françaises. Cette hypothèse a des conséquences certaines sur la composition de l'actif des banques (graphique 12) et conduit à un biais géographique en faveur des actifs français.

Effets sur l'offre de financement

L'actif des banques est principalement composé de dettes (77 % du bilan), tandis que leur portefeuille d'actions est marginal (3 %). Selon notre méthodologie, en 2013 le flux de financement à l'économie française par les banques et issu de l'épargne des ménages est de 122 Md€.

Dans la méthodologies retenue, les investissements en produits dérivés (8,9 %), les crédits aux institutions financières (33 %) ou la détention de filiales non cotées (6,5 %), soit un encours total de 44 Md€ n'ont pas été associés à un impact direct sur le financement de l'économie.

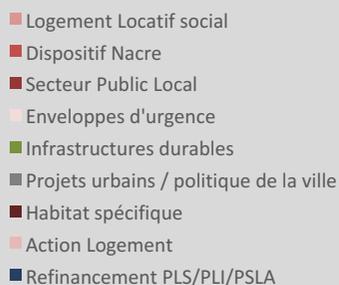
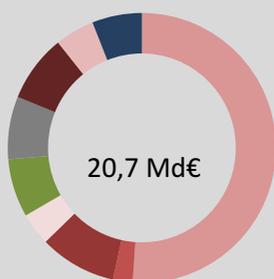
Cependant, l'attribution de l'épargne à des dépôts ne détermine pas en totalité l'émission de crédits bancaires afférents. En pratique, celle-ci dépend entre autres de critères de risques et de rendements financiers autres que la simple disponibilité de dépôts au bilan de la banque. Il n'existe donc pas de lien causal simple entre l'allocation de l'épargne à un actif et l'augmentation du capital disponible pour l'acteur concerné.

LIVRET A et LIVRET DÉVELOPPEMENT DURABLE

243 Md€ d'encours du Livret A et du Livret développement durable sont centralisés dans le Fonds Géré d'Épargne de la CDC (Rapport annuel du fonds d'épargne de la CDC, 2014). L'objectif premier du fonds est d'accorder des prêts, principalement à la construction locative sociale (50 % des 20,7 Md€ de prêts accordés en 2013) puis au secteur public et aux villes. Ces prêts constituent des ressources de long terme pour les emprunteurs, puisque la durée moyenne des prêts accordés par le fonds d'épargne est de 34 ans. Les spécialistes crédits du fonds d'épargne consultés pour cette étude nous ont également indiqué qu'ils n'accordaient jamais ou très rarement des prêts de durée inférieure à 5 ans. Parce qu'ils sont très longs, ces prêts sont plus risqués. L'activité de marché du fonds d'épargne offre une couverture nécessaire permettant d'assurer la rentabilité du fonds. Près de 40 % des ressources sont ainsi employées sur les marchés. Au travers de ces placements, on retrouve le biais pour un financement par la dette (89 %) plutôt que pour l'investissement en fonds propres (11 %).

GRAPH. 13. MONTANTS DES CRÉDITS ACCORDÉS EN 2013 PAR LE FONDS D'ÉPARGNE DE LA CDC PAR SECTEUR

Source : Rapport annuel du fonds d'épargne de la CDC



2.4. CONTRIBUTION DE L'ÉPARGNE AU FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

• Choix méthodologiques

L'analyse de la contribution de l'épargne des ménages à la transition énergétique reprend les résultats précédents. Elle est donc soumise aux mêmes hypothèses que l'analyse du portefeuille des ménages. Elle provient d'une classification sectorielle des actifs détenus en portefeuille selon leur contribution aux efforts de réduction des émissions de gaz à effet de serre.

• Le financement de la transition énergétique par les ménages au niveau global

30 % du portefeuille obligataire et 25 % du portefeuille d'actions cotées sont investis dans l'énergie et les secteurs fortement exposés aux enjeux de la transition énergétique.

On différencie trois grandes catégories de secteurs :

- les « **combustibles fossiles et énergie** » qui comprend le charbon, l'extraction et le raffinage du pétrole et du gaz ainsi que la production électrique. À l'heure actuelle, les données disponibles ne permettent pas d'extraire de cette catégorie la part de la production d'énergies renouvelables ;
- les « **secteurs exposés à la transition énergétique** »* qui regroupe les infrastructures dépendantes des énergies fossiles soit les infrastructures d'acheminement et les infrastructures de transports ainsi que le ciment, l'acier, le papier, le verre. Ces secteurs ont de grandes chances d'être impactés par la transition énergétique ;
- les « **autres secteurs** » qui regroupe les activités d'intensité carbone faible ou moyenne par exemple les services, les boissons, les logiciels, la santé, les médias ;
- la catégorie « **gouvernements** » qui ne s'applique qu'aux obligations et couvre les obligations souveraines, d'agences publiques locales ou nationales.

À noter que l'analyse de l'exposition des secteurs à la transition évolue rapidement et permettra d'arriver à des résultats bien plus précis dans quelques années.

• Calculer l'alignement du portefeuille actions avec les objectifs climatiques

Une méthode développée par 2° Investing Initiative dans le cadre du projet européen Sustainable Energy Investment Metrics (2015) permet de calculer l'alignement d'un portefeuille d'actions cotées avec les objectifs climatiques en comparant l'exposition sectorielle et technologique du portefeuille avec l'exposition modélisée dans les feuilles de routes climatiques. Le graphique 17 présente l'exposition technologique des entreprises de l'indice MSCI World avec le scénario 2°C de l'AIE en 2015. On observe que cet indice, représentatif des portefeuilles « actions monde », est surexposé aux énergies fossiles et sous-exposé aux technologies vertes. Cette méthodologie sera étendue aux autres types d'actifs financiers et déclinée sur plusieurs régions géographiques. Il sera alors possible de connaître l'alignement réel du portefeuille des ménages, actions seulement et tous actifs confondus, avec les scénarios climatiques, en cohérence avec le cadre de l'article 173 de la loi sur la transition énergétique.

Cette méthodologie créée en 2015 pour 7 secteurs s'appuie sur des scénarios climatiques 2015-2020. Son application à un portefeuille plus ancien (celui de 2013) n'est donc pas pertinente et ne pourrait être faite que grâce à la réplique de cette étude en 2016.

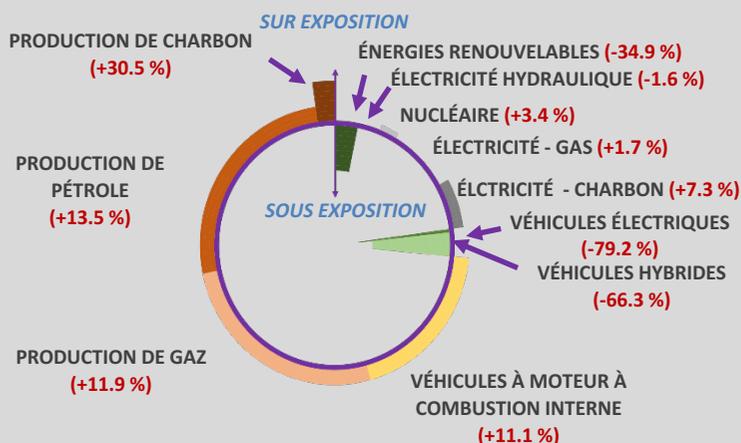
GRAPH. 14.&15 RÉPARTITION SECTORIELLE ET TECHNOLOGIQUE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES

Source : Auteurs (2° ii)



GRAPH. 16. ALIGNEMENT TECHNOLOGIQUE DU MSCI WORLD ET DES OBJECTIFS CLIMATIQUES DE L'AIE

Source : 2° ii avec les données IEA, GlobalData, Wardsauto



2.5. FINANCEMENTS LIÉS AU PORTEFEUILLE DE CRÉDITS

• Méthode et limites pour déduire le flux de financement

Le stock de dettes détenu par les épargnants (crédits distribués et obligations détenues) est composé de titres de dette nouvellement émis et de la valeur résiduelle des titres anciens. La méthodologie utilisée vise à définir le montant de financement pour l'année 2013 issu de ce stock de dettes. Nous utilisons la maturité des dettes pour répartir l'encours dans le temps et isoler le « flux de financement annuel ». L'analyse se concentre sur l'économie nationale, elle exclut ainsi toute dette contractée par les institutions financières (financement réintégré dans la chaîne d'investissement), les obligations étrangères et les crédits distribués à l'étranger (destination du financement inconnue). Les chiffres ci-dessous offrent davantage un ordre de grandeur qu'un résultat précis.

• Bénéficiaires du financement par la dette (crédits et obligations)

La plus grosse part du financement issu de la détention de dette par les ménages revient aux entreprises financières et non financières (50 %). L'État en reçoit près d'un tiers. Le reste est accordé aux ménages à travers des prêts immobiliers et des prêts à la consommation (voir « Messages Clés » page 26).

Entreprises non financières

Les grandes entreprises captent la majorité du financement par la dette (68 %). Les PME en captent 27 % seulement (crédits et obligations comprises). En effet, le portefeuille des ménages est majoritairement composé d'obligations qui ne financent pas les petites structures. En l'occurrence les PME se financent majoritairement par le crédit et reçoivent deux fois plus de crédit que les grandes entreprises.

La majorité des financements aux grandes entreprises se fait à travers l'émission d'obligations. D'après la BEI (2012), celles-ci ont une maturité moyenne de 8,3 ans alors que le crédit est principalement utilisé pour des emprunts de court terme, ainsi on observe que 69 % des crédits aux grandes entreprises sont inférieurs à un an. Les PME quant à elles se financent majoritairement à travers le crédit pour des durées supérieures à 5 ans (graphique 17).

État français

L'État se finance principalement par des titres de long terme (OAT) et moyen terme (BTAN). 64 % de ces dettes ont des maturités de 2 à 10 ans, et 20 % se situent entre 10 et 50 ans. L'État français capte 38 % du flux de financement associé à la dette financée par les ménages, soit environ 115 Md€ en 2013.

• Répartition sectorielle de la dette

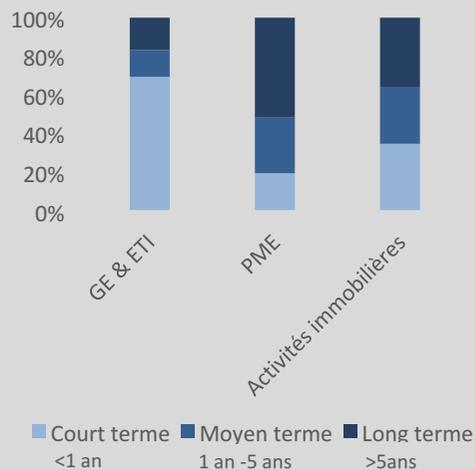
Il est possible de représenter la répartition sectorielle du stock d'épargne pour donner une idée de la destination du financement. Elle diffère pour les crédits et les obligations.

Le graphique 18 décrit la répartition sectorielle des crédits aux entreprises, qui est sensiblement différente en fonction de la taille de l'entreprise. Pour les PME, les crédits sont alloués en priorité aux secteurs des services, de l'industrie et de l'agriculture. Au sein des grandes entreprises, la majorité des crédits est allouée aux secteurs des services, activités financières et administrations publiques.

Le graphique 19 offre une image de la répartition sectorielle des obligations détenues par les ménages. Les obligations souveraines sont largement prédominantes, suivies de celles émises par l'immobilier et les entreprises financières.

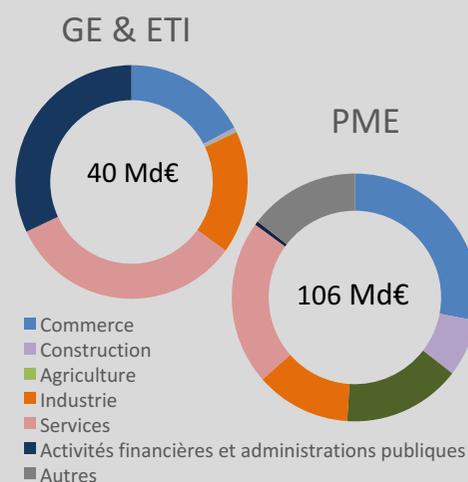
GRAPH. 17. RÉPARTITION DES MONTANTS DE CRÉDITS PAR DURÉE (JANVIER 2009- AVRIL 2011)

Source : Banque de France, 2013



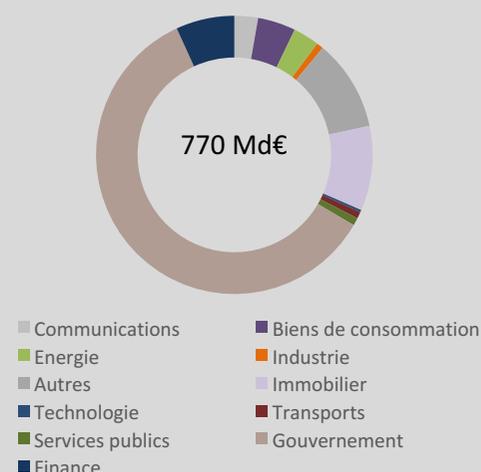
GRAPH. 18. RÉPARTITION SECTORIELLE DE CRÉDITS EN MONTANT, APPLIQUÉE AU STOCK D'ÉPARGNE (JANVIER 2009- AVRIL 2011)

Source : Banque de France, 2013



GRAPH. 19. RÉPARTITION SECTORIELLE DES OBLIGATIONS APPLIQUÉE AU STOCK D'ÉPARGNE (DÉTENTION INDIRECTE UNIQUEMENT)

Source : Auteurs (2° ii)



2.6. FINANCEMENTS ASSOCIÉS AU PORTEFEUILLE D' ACTIONS COTÉES

• Rôle de l'émission d'actions dans le financement des entreprises

Deux types de financement sont associés à la détention d'actions. Tout d'abord, la souscription à des actions nouvellement émises finance directement l'entreprise. L'échange d'actions sur le marché secondaire, en agissant sur le prix des actions, influe sur le coût du capital de l'entreprise et donc sur sa capacité à investir mais cet impact est délicat à quantifier, souvent très marginal et n'est donc pas traité dans cette étude. Ensuite, les actions fournissent à leur détenteur des droits de vote, apportant un pouvoir décisionnel sur l'allocation des profits à réinvestir, et donc sur la capacité de financement interne. En outre, les actionnaires peuvent avoir leur mot à dire sur la nature des investissements, ce qui constitue un levier intéressant non exploité par la fiscalité de l'épargne. Le flux de financement en 2013 issu de la détention d'actions cotées est donc calculé à partir du montant d'émission d'actions nouvelles en 2013 et des profits réinvestis en 2013. Ces informations sont obtenues par le retraitement des données *Datastream* (fournisseur de données financières).

Émission d'actions par les entreprises cotées. Emises sur le marché primaire, les nouvelles actions apportent des financements à l'entreprise. Le montant perçu par l'émission de ces actions est inscrit en valeur comptable au passif des émetteurs. On en déduit la part d'actions nouvellement émises parmi les actions détenues par les ménages, soit 5,2 Md€ en 2013.

Profits réinvestis par les entreprises cotées. Ils sont assimilés à la différence observée sur les réserves des entreprises cotées entre 2012 et 2013, quand cette différence est positive. La méthodologie est similaire à celle des émissions d'actions (elle est détaillée en Annexe 2). Les résultats montrent que les ménages détiennent directement et indirectement un levier d'action sur l'allocation de 49 Md€ de ces profits, dont 40,3 Md€ sont réalisés par des entreprises dont le siège social est en France.

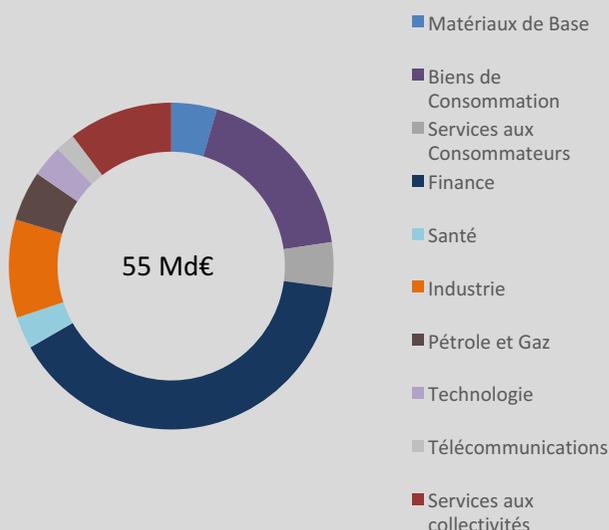
• Des montants à relativiser

On obtient ainsi un flux de financement lié à la détention d'actions cotées de 55 Md€ en 2013, dont la représentation sectorielle est illustrée ci-dessous (graphique 20). Quatre facteurs viennent toutefois limiter l'effet de l'épargne en actions cotées comme source de financement des investissements domestiques :

- l'émission nette d'actions cotées françaises est peu fréquente. L'émission d'actions nouvelles en 2013 ne représente que 0,7 % de l'encours total des actions françaises échangées sur le marché. Le reste des actions s'échange sur le marché secondaire avec un effet sur les investissements plus indirect que l'émission d'actions nouvelles ;
- les groupes français représentent 67 % du portefeuille d'actions cotées détenues directement et indirectement par les ménages, mais la grande majorité (99 %) de l'activité des groupes cotés français a lieu à l'étranger (cf. Partie II, 2.2) ;
- les profits réinvestis des entreprises ne sont pas nécessairement orientés directement vers des investissements productifs. Ils peuvent aussi servir, de manière schématique, au paiement des dividendes, au remboursement de la dette, au rachat d'actions, et plus généralement à la gestion actif-passif de l'entreprise. Le graphique 21 illustre le fait que la somme des profits réinvestis et des émissions nouvelles couvre largement les dépenses en capital des entreprises. Ces montants sont ici rapportés aux parts détenues par les ménages à travers leur détention d'actions.

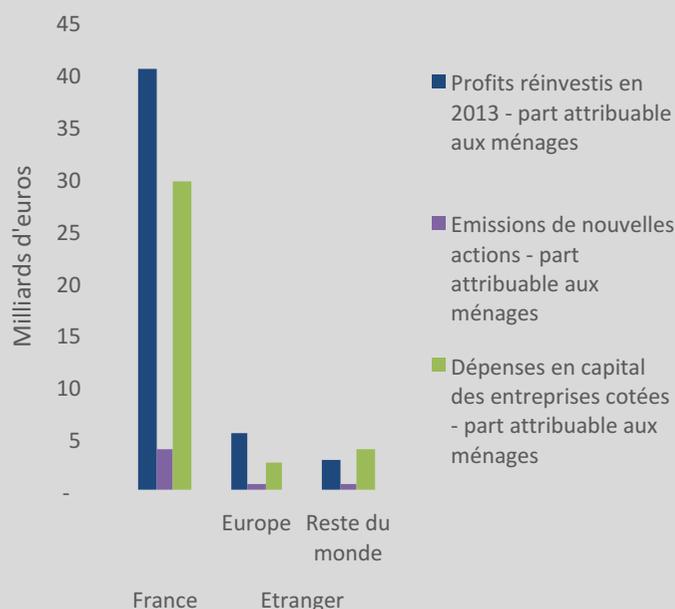
GRAPH. 20. FINANCEMENT ISSU DE LA DÉTENTION D' ACTIONS COTÉES, RÉPARTITION SECTORIELLE (2013)

Source : Auteurs (2° ii), données Datastream



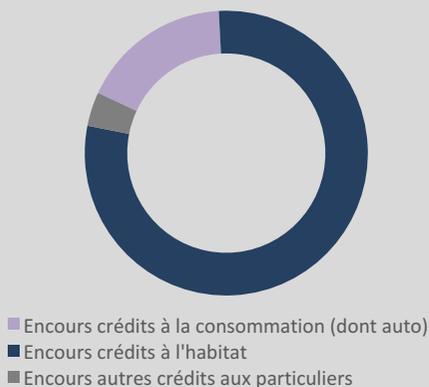
GRAPH. 21. ÉMETTEURS COTÉS : FINANCEMENT ISSU DE LA DÉTENTION D' ACTIONS COTÉES VS. DÉPENSE EN CAPITAL ATTRIBUABLE AUX MÉNAGES

Source : Auteurs (2° ii), données Datastream



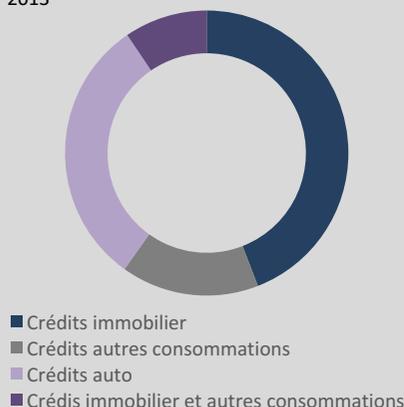
GRAPH. 22. RÉPARTITION DU MONTANT DES CRÉDITS ACCORDÉS AUX MÉNAGES

Source : Banque de France, 2013



GRAPH. 23. RÉPARTITION DU NOMBRE DE CRÉDITS ACCORDÉS AUX MÉNAGES

Source : Observatoire des crédits aux ménages, 2013



2.7. FOCUS : DÉTENTION DES CRÉDITS À DESTINATION DES MÉNAGES

Les crédits aux ménages représentent 4 % du portefeuille des ménages (Banque de France, 2013). Comme on le voit dans le graphique 22, les montants concernés sont répartis en trois catégories, crédits à la consommation, crédits à l'habitat, et autres crédits. L'objectif de cette section est de mesurer le financement par les ménages *via* la détention indirecte de crédits détenus par d'autres ménages.

• **Les crédits immobiliers**

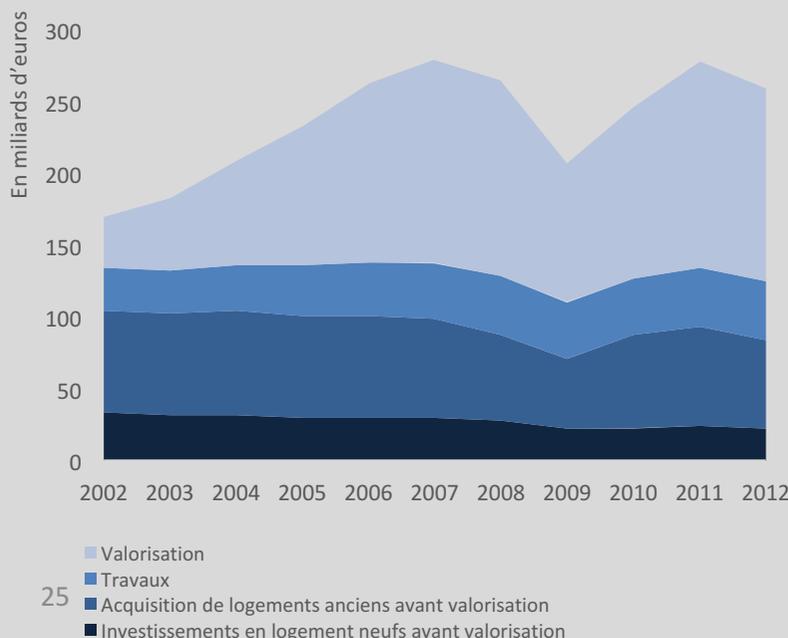
L'immobilier est le principale poste de dépense des ménages, toutes dépenses confondues. Pour les besoins de l'étude, nous distinguons les investissements immobiliers des ménages finançant l'économie réelle (construction, rénovation) et la part des investissements qui concourt simplement à l'augmentation des prix de biens existants. L'étude ne préjuge pas de l'absence de retombées économiques positives liées à cette augmentation des prix, mais elle ne les quantifie pas du fait de leur caractère très indirect. La part de la dépense liée à l'augmentation du prix n'a fait que croître ces dernières années (méthodologie en annexe 1). La méthodologie de calcul de la valorisation de l'immobilier depuis 2002 est présentée en annexe 2. Le graphique 24 montre que 52 % de l'investissement immobilier total se traduit en formation brute de capital fixe (FBCF), c'est-à-dire en investissements, à travers les travaux ou l'acquisition de logement neuf. Enfin, il est important de souligner que la FBCF en logements représente 29 % de la FBCF de l'économie française, selon le rapport des comptes du logement du CGDD.

• **Les crédits à la consommation**

Cette catégorie regroupe l'automobile, mais aussi l'achat de biens d'équipements (électroménager, biens de loisirs) et les prêts de trésorerie qui servent à payer des frais courants (impôts, frais imprévus, loisirs). Sont exclus les crédits immobiliers recensés et analysés ci-dessus. La majorité des crédits à la consommation sont des crédits automobiles. En effet, comme indiqué dans le graphique 23, pour dix crédits à la consommation accordés, sept sont des crédits automobiles. Leur effet sur l'économie réelle est fort. Si l'on considère que seules les dépenses de réparation et d'entretien et l'achat de voitures neuves financent l'économie, au moins 86 % de ces dépenses sont donc injectées dans l'économie réelle. D'après une étude de Sofinco, société de crédit à la consommation, en 2009 la contribution du crédit dans l'achat d'automobile était de 27 %.

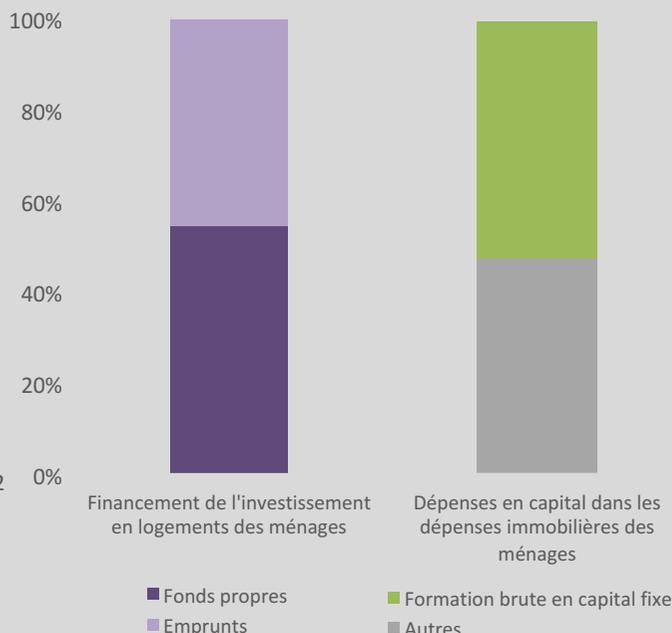
GRAPH. 24. DÉPENSES IMMOBILIÈRES DES MÉNAGES DE 2002 À 2012

Source : 2° ii, données CGDD



GRAPH. 25. FINANCEMENT ET INVESTISSEMENTS DANS L'ACTIVITÉ IMMOBILIÈRE DES MÉNAGES EN 2012

Source : CGDD



CHAPITRE II.

EFFETS DE LA FISCALITÉ & PERSPECTIVES

MESSAGES CLÉS

- **La dépense fiscale** relative à l'épargne est évaluée à 11,3 Md€ en 2013 provenant de 54 niches fiscales et sociales (PLF, 2013). La fiscalité de l'épargne influence l'allocation de l'épargne entre supports. Cet effet, voulu par le législateur, est exacerbé par les systèmes de commercialisation des supports.
- Les objectifs de financement des incitations fiscales sont multiples et ambigus. On observe une différence significative entre les objectifs officiellement poursuivis par le Projet de Loi de Finance et la réalité de l'allocation finale de l'épargne constatée dans notre analyse. Les incitations étudiées orientent majoritairement l'épargne vers des supports réglementés dont les encours sont dirigés vers les actifs de marché les plus liquides (actions cotées, obligations souveraines et obligations d'entreprises). Or l'effet de financement des actions cotées en particulier semble limité. Les PME au contraire bénéficient d'une dépense fiscale relativement faible alors que leur effet sur le financement local est important.
- La majorité de ces incitations sont octroyées sous condition de détention de l'épargne pendant plusieurs années, assurant une meilleure visibilité de la gestion actif-passif pratiquée par les institutions financières. Pour autant, un passif long peut très bien être associé à une stratégie d'investissement courte à l'actif : cette détention bloquée n'est donc pas un gage d'emploi des capitaux vers le financement des investissements longs. Ainsi, le Livret A est le support le plus liquide du marché bien que les investissements sous-jacents soient très longs (politique de la ville). À l'inverse, l'assurance-vie est dans les faits peu liquide (incitation à la détention supérieure à 8 ans) alors que les actifs détenus par les sociétés d'assurance sont très liquides.
- L'avantage fiscal et son effet de financement sont susceptibles d'être réduits en raison de nombreux facteurs ici nommés « détournement », « éparpillement », « friction », « dilution » et « fuite ». L'efficacité de la dépense fiscale est ainsi limitée.
- Les nouvelles technologies de l'information et l'augmentation des données sur les sous-jacents permettront de déconnecter l'incitation fiscale du support d'épargne. L'article 173 de la Loi pour la Transition Énergétique va dans ce sens en demandant aux investisseurs institutionnels de communiquer sur la contribution de leurs portefeuilles aux objectifs climatiques. L'amélioration des données environnementales disponibles au cours des 5-10 ans à venir facilitera notamment l'intégration des externalités aux objectifs de fléchage.

1. LA FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE ET LES OBJECTIFS DE FINANCEMENT

Cette partie analyse les dépenses fiscales et leurs finalités : elle étudie la cohérence et la pertinence des objectifs poursuivis par les pouvoirs publics, en s'appuyant notamment sur les avis représentés au sein du panel consultatif.

ESTIMATION DE LA DÉPENSE FISCALE EN 2013 (11,3 Md€)

Ce montant représente la somme de la dépense fiscale des 54 niches fiscales du PLF 2013 relatives à l'épargne. Dans ces 54 niches, 27 ont été listées sous la mention « épargne » du PLF (2,8 Md€), et 27 autres niches ont été identifiées comme relatives à l'épargne par l'Inspection Générale des Finances (2011). Une liste des dépenses fiscales (et sociales) par niches est fournie en Annexe de cette étude.

TABLEAU. 3. PART DE LA DÉPENSE FISCALE PAR SUPPORT D'ÉPARGNE, 2013

Sources : Auteurs, PLF 2013

Support d'épargne	Part de la dépense fiscale
Épargne salariale (FCPE)	32%
Immobilier locatif	16%
Retraites diverses	14%
Assurance-vie	11%
FCPI, FIP & Capital risque	6%
Économie d'énergie	6%
Comptes et Plans Épargne Logement	5%
Livret A	4%
Plan Épargne Populaire	3%
Plan Épargne Action	2%
Livret Développement Durable	1%
Sofica & Malraux	1%
Livrets Jeunes	0%

1.1 DÉFINITION ET ÉVALUATION DE LA DÉPENSE FISCALE ET SOCIALE

• Définition

Les dépenses fiscales* s'analysent comme "des dispositions législatives ou réglementaires dont la mise en œuvre entraîne pour l'État une perte de recettes et donc, pour les contribuables, un allègement de leur charge fiscale par rapport à ce qui aurait résulté de l'application de la norme, c'est-à-dire des principes généraux du droit fiscal français" (PLF, 2013). Toute mesure impliquant une perte de recettes pour le budget de l'État n'est donc pas une dépense fiscale. Qualifier une mesure de "dépense fiscale" suppose de se référer à une législation de base à laquelle elle dérogerait. Mais cette norme n'est pas définie de façon intangible. Elle résulte d'une observation des faits et d'une interprétation *a posteriori* des intentions du législateur. En outre, elle est susceptible d'évoluer en fonction de la législation nationale ou communautaire. Ces évolutions expliquent en grande partie les « changements de périmètre » (classements/déclassés de dépenses fiscales) qui sont tracés annuellement depuis le Projet de Loi de Finance (PLF) pour 2006.

• Estimation de la dépense fiscale

La « dépense fiscale » doit être entendue ici comme celle relative à l'épargne qui représente 11,3 Md€ en 2013, issue de 54 niches fiscales du PLF 2013, dont 27 ont été listées sous la mention « épargne » du PLF (2,8 Md€), et 27 ont été identifiées comme relatives à l'épargne dans le cadre de l'analyse de l'IGF (2011). Le tableau 3 présente la répartition de la dépense fiscale (et sociale) par support d'épargne.

• Adéquation de l'orientation de l'épargne avec les objectifs de financement

La majorité des incitations qui composent la dépense fiscale sont conditionnées au fléchage des encours vers des actifs prédéterminés (PME, titres identifiés, secteurs).

On compare les objectifs officiels poursuivis par le Projet de Loi de Finance 2013 avec les actifs et secteurs qui bénéficient réellement de fléchage (actions cotées, PME...). En analysant le financement réel de ces derniers, on observe que les actifs qui bénéficient du fléchage ne sont pas toujours pertinents pour atteindre les objectifs recherchés.

Ce système de fléchage plutôt défaillant aux vues des objectifs de financement de long terme est repensé à la lumière des nouvelles informations financières disponibles.

1.2. FOCUS : INFLUENCE DE LA FISCALITÉ SUR L'ALLOCATION DE L'ÉPARGNE

La fiscalité influence l'arbitrage de l'épargnant entre les supports d'épargne disponibles. Son effet est renforcé par le dispositif de commercialisation des produits, qui favorise les supports fiscalement avantageux.

- **Incidence de la fiscalité sur le rendement net de l'épargne et la détention d'actifs.**

Au total, 79 % de l'épargne collectée par les sociétés d'assurance et les établissements de crédit ont un régime fiscal dérogatoire. Or la fiscalité peut modifier l'allocation de l'épargne entre supports.

Selon une étude menée par le Trésor (2005) et l'OCDE, la fiscalité ne modifie fondamentalement ni la hiérarchie des supports en matière de rendement ni les volumes totaux d'épargne (Direction Générale du Trésor, 2005 ; Censi, 2008). Elle conduit néanmoins à une distorsion de l'allocation entre supports, avec des effets significatifs sur l'allocation finale par type d'actif, favorisant l'allocation de l'épargne sur des supports moins risqués de type assurance-vie aux dépens de supports plus risqués comme les actions. Il serait intéressant de mettre à jour ce modèle du Trésor pour analyser l'incidence des exemptions fiscales actuelles sur l'allocation finale, notamment suite au relèvement des taux d'imposition en 2013.

- **Effet significatif de la fiscalité sur la promotion commerciale des supports**

Pour décider de l'allocation de l'épargne, le ménage cherche en théorie à optimiser trois facteurs : la liquidité, le risque financier et le rendement net espéré. À noter que ce modèle comportemental utilisé par les pouvoirs publics présuppose que les préférences éventuelles de l'épargnant concernant l'impact économique, sociale et environnemental de ses investissements n'a aucune incidence sur ses choix, ce qui est contestable.

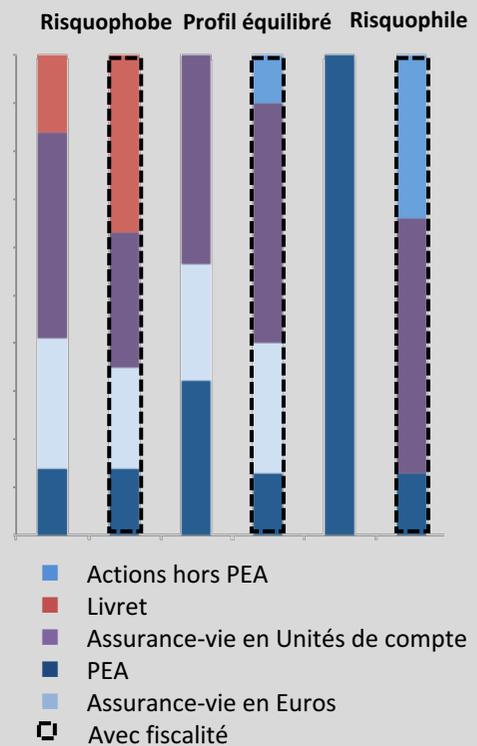
En pratique, les épargnants ne sont pas assez bien informés pour prendre seuls des décisions optimales d'allocation. Le niveau d'éducation financière des Français étant relativement faible, leur capacité à agir rationnellement, dans leur propre intérêt, reste très limitée. 70 % des Français suivent les conseils de leur banquier (Crédoc, 2011), qui a naturellement tendance à proposer les produits correspondant à ses propres objectifs commerciaux.

En l'absence d'information fiable sur la rentabilité nette future d'un produit, il s'avère que l'argument fiscal constitue un élément de poids dans le processus de vente, et plus largement, dans la stratégie marketing des intermédiaires financiers. Au-delà de son poids « rationnel » dans la décision d'allocation, l'incitation fiscale renforce la visibilité d'un support. Ainsi, en 2012 l'AMF note que l'assurance-vie représente 50 % des propositions faites par les agents commerciaux, et ce quel que soit le profil du client. En 2013, l'argument fiscal est utilisé dans 70 % des cas. L'étude menée par le Trésor en 2005 suggère que 50 % de la distorsion d'allocation attribuée à la fiscalité provient de cet effet *marketing*.

Les biais propres aux chargés de clientèle créent des asymétries d'information qui mettent à mal les décisions éclairées de l'épargnant. Des améliorations légales et techniques sont proposées dans les pistes de réforme présentées dans la dernière partie du rapport. Notamment, la création d'un outil permettant à l'épargnant de composer un portefeuille optimisé, adapté à son profil, prenant en compte les différentes niches fiscales et leur objectif (p. 39).

GRAPH. 26. EFFET DE LA FISCALITÉ SUR L'ALLOCATION ENTRE SUPPORTS D'UN ÉPARGNANT RATIONNEL

Source : DG Trésor 2005

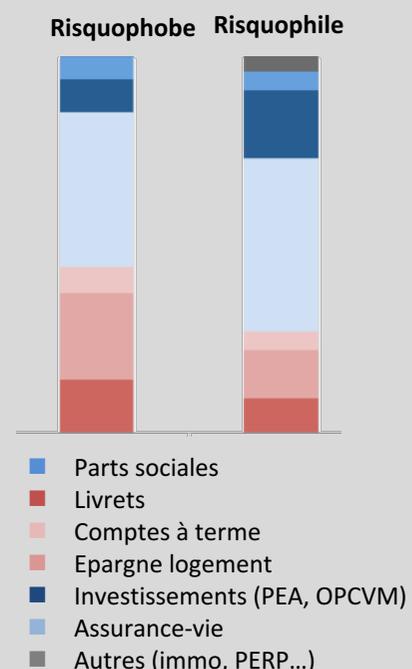


INFORMATION AUX ÉPARGNANTS

La directive PRIIPS (Eur-lex, 2014) sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement introduit la possibilité d'indiquer si le produit financier proposé à l'épargnant poursuit des objectifs environnementaux ou sociaux. La Commission européenne est chargée, dans un acte délégué, de déterminer quelle procédure permettra d'établir si le fonds poursuit de tels objectifs.

GRAPH. 27. RÉPARTITION DES PROPOSITIONS COMMERCIALES EN 2013

Source : Enquête client mystère, AMF (2013)



1.3. LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE DANS LA POLITIQUE FISCALE

Il s'agit ici d'identifier les objectifs publics poursuivis à travers une dépense fiscale importante, 11,3 Md€ (PLF, 2013). Ces objectifs sont analysés sous l'angle des besoins de financement de l'économie.

• Typologie des objectifs

En 2013, il existe 54 **niches fiscales et sociales*** relatives à l'épargne pour 20 supports. Celles-ci sont listées dans le Projet de Loi de Finance (PLF) et le Projet de Loi de Finance de la Sécurité Sociale (PLFSS) pour un total de 11,3 Md€.

En retraitant les objectifs annoncés par le PLF, par l'IGF (2011) et par l'étude des conditions d'obtention de la dérogation, nous identifions trois grandes familles d'objectifs poursuivis par la dépense fiscale :

1. la détention à long terme du support par l'épargnant ;
2. le soutien à la constitution de l'épargne des Français (composante sociale) ;
3. le financement de l'économie (composante économique).

Le *Panorama des dépenses fiscales en 2013* (voir schéma p. 30) illustre l'entrelacement de ces objectifs, conséquence de la superposition historique des incitations fiscales. On observe ainsi l'absence de stratégie d'ensemble avec une multiplicité d'incitations aux objectifs similaires d'un côté et l'utilisation d'incitations aux objectifs multiples de l'autre. Si l'on étudie le système fiscal du point de vue des besoins de financement de l'économie plus particulièrement, apparaissent un certain nombre d'ambiguïtés qui sont explorées ci-dessous.

• Détention bloquée ou détention d'actifs de long terme? Une ambiguïté

94 % de la dépense fiscale est fondée sur un principe de détention longue des produits d'épargne, les avantages incitatifs prenant effet après plusieurs années de détention du produit : deux ans (Livret épargne entreprise), cinq ans (PEA, FCPI), huit ans (assurance-vie), ou neuf ans pour l'immobilier locatif. Seule la détention de livrets de dépôts réglementés est exempte de condition temporelle.

La détention longue de l'épargne remplit un objectif double : elle permet la constitution de l'épargne des Français, tout en renforçant la stabilité du passif des établissements de collecte. En effet, le fait de disposer de dépôts de la clientèle dans la durée permet de diminuer la contrainte des ratios de liquidité prévue par les accords Bâle III et Solvabilité II. En constituant un passif long, l'épargne bloquée est donc censée contribuer à l'allongement de la durée de l'actif, donc à la détention de titres correspondant à des financements longs, donc... aux investissements de long terme. Pourtant il est important de remarquer qu'en réalité, un passif long peut se traduire par un actif court. La logique d'incitation à long terme (5 à 8 ans) ne se traduit pas automatiquement en investissement dans un actif de long terme en raison notamment du « raccourcissement artificiel des horizons d'investissement » des gestionnaires de fonds (Mercer, 2010 ; WEF, 2011 ; 2° ii, 2015). On observe en outre que les supports les plus liquides (livrets réglementés) sont ceux qui servent à financer les actifs les plus longs (investissements dans les infrastructures par le Fonds Géré d'Épargne de la CDC) alors que les produits bloqués, comme l'assurance-vie sont composés d'actifs très liquides. L'assurance-vie est utilisée par les épargnants comme un support d'épargne retraite à horizon très long, mais la possibilité de racheter les contrats à tout moment contraint tout de même les sociétés d'assurance à réduire leur horizon de gestion. Plusieurs études notent qu'une épargne retraite avec sortie en rente permettrait d'encourager réellement l'investissement de longue durée.

• Les incitations visant à la constitution de l'épargne – une part de l'épargne non fléchée

L'objectif social de la politique fiscale constitue 75 % (8,5 Md€) de la dépense fiscale. Une partie seulement correspond à une logique de fléchage. C'est le cas de l'épargne salariale (investie en actifs de marché) et de l'immobilier locatif, classé dans le domaine social car il s'agit d'adapter l'offre à certains besoins (locatif neuf, locatif meublé, locatif dans des villes où la demande et l'offre sont en déséquilibre, incitation à louer à des populations fragiles).

À l'inverse, une partie de la dépense fiscale à visée « sociale » n'est pas fléchée. C'est le cas des incitations qui visent la constitution de l'épargne des populations fragiles : ménages modestes avec le Livret d'épargne populaire - maintenant fermé à la souscription, Livret jeune, personnes âgées avec les différents plans de retraite et l'assurance-vie. L'épargne non fléchée représente ainsi 30 % (3,4 Md€) de la dépense fiscale totale (2dii, à partir du PLF 2013).

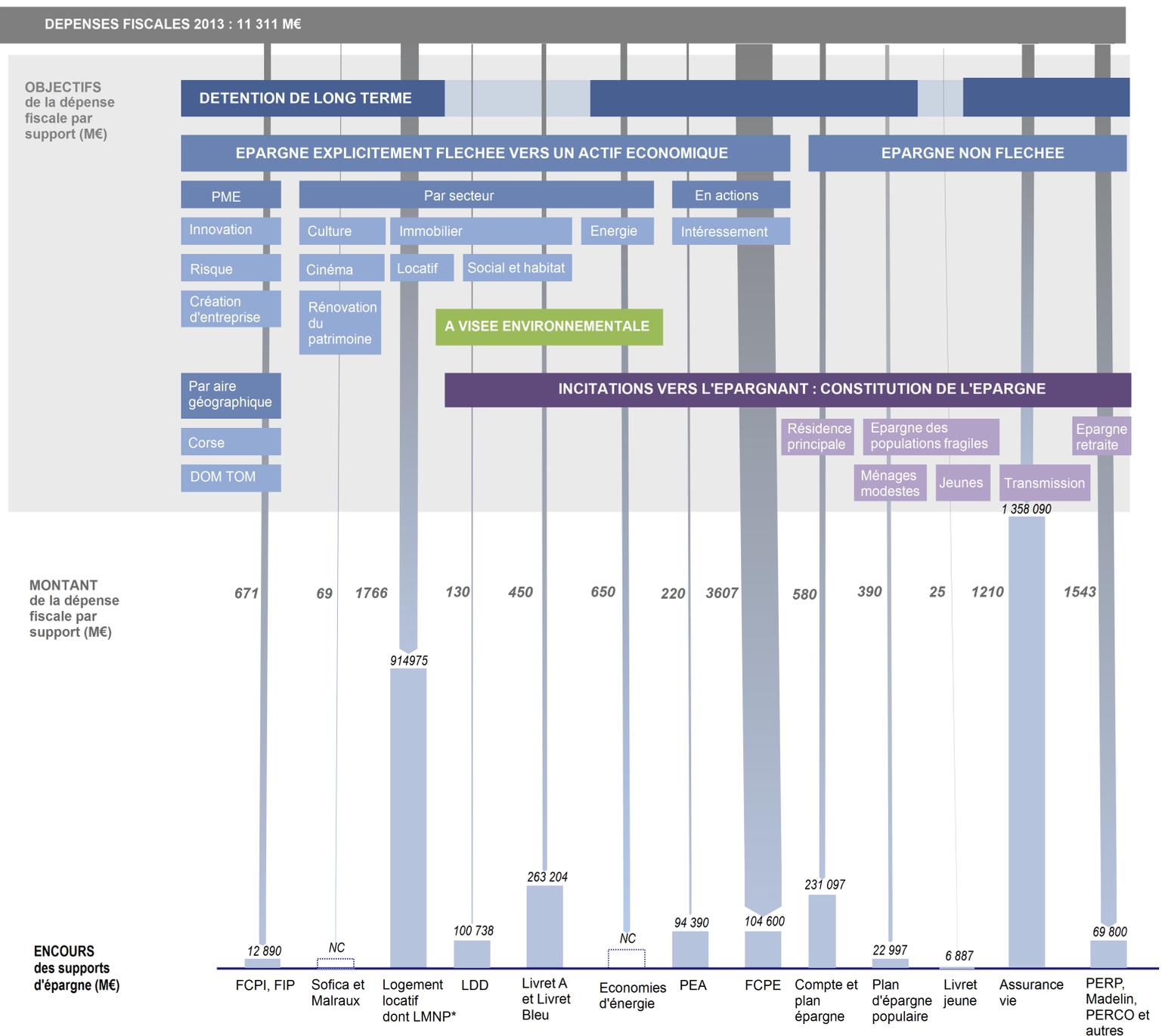
• Financement de l'économie

L'objectif de financement peut être :

- explicite : l'objectif de financement est déclaré dans le PLF, c'est le cas par exemple du capital risque, du cinéma, du PEA ;
- implicite : il se couple alors à un objectif social, les encours du support sont fléchés (voir ci-dessus) ;
- indirect et implicite : l'incitation favorise un support sans objectif de financement et sans fléchage explicite. C'est le cas de l'assurance-vie. De fait pourtant, l'encours se retrouve au bilan des assureurs, dont l'actif est caractéristique, il y a donc un fléchage « de facto » vers ces actifs, des titres de dette principalement. Cette volonté de fléchage si elle n'est pas explicitée dans la loi, se retrouve dans la communication des assureurs et des pouvoirs publics.

PANORAMA DES DÉPENSES FISCALES ET SOCIALES PAR SUPPORT ET PAR OBJECTIF, EN 2013

Source : Auteurs (2° ii) à partir des données PLF 2013 et IGF 2011

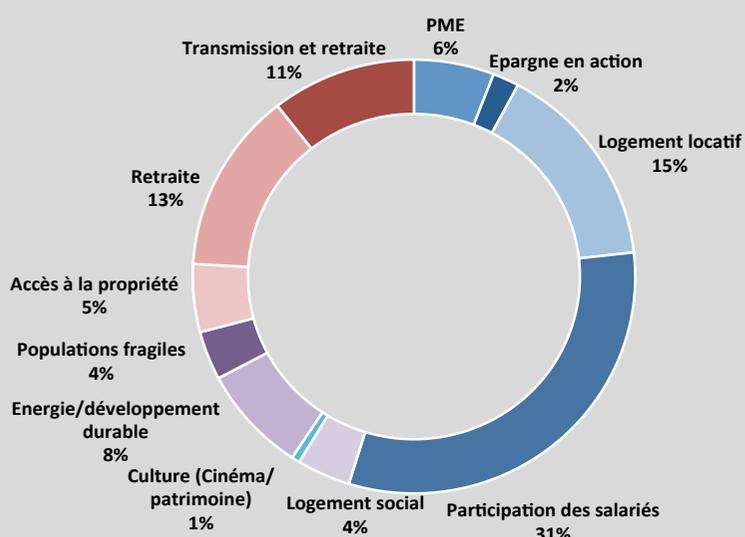


PEA : La dépense fiscale allouée au Plan d'épargne en actions (PEA) est de 220 millions d'euros. Elle remplit plusieurs objectifs : conditionnée à la détention sur cinq ans de l'épargne placée sur ce support, elle vise à orienter la collecte du PEA vers les actions et elle cherche à aider les ménages à se constituer une épargne solide. L'encours du PEA est de 94 930 millions d'euros.

Livret jeune : La dépense fiscale allouée au Livret jeune est de 25 millions d'euros et cherche à aider les jeunes citoyens à se constituer une épargne. Elle ne vise ni à orienter la collecte du Livret jeune vers un actif économique particulier, ni à la détention longue car l'épargne peut être retirée à tout moment. L'encours du Livret jeune est de 6 887 millions d'euros en 2013.

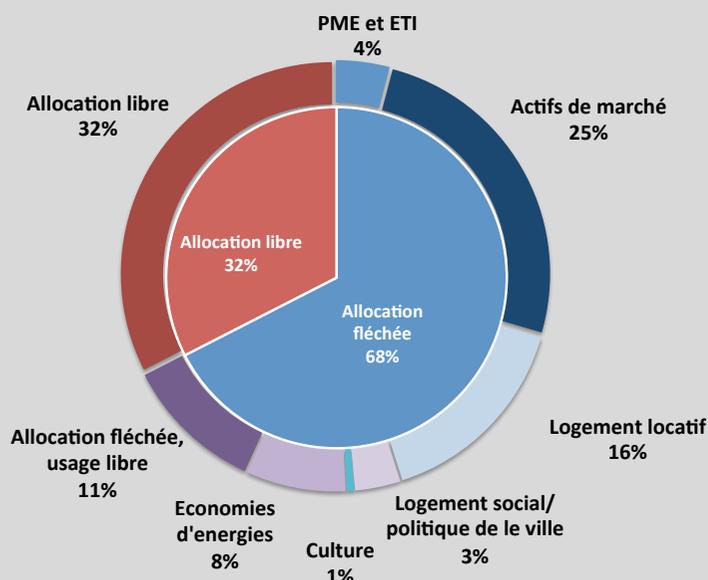
GRAPH. 28. RÉPARTITION DE LA DÉPENSE FISCALE SELON LES OBJECTIFS DU PLF (TOTAL 11,311 Md€)

Source : Auteurs à partir du PLF 2013



GRAPH. 29. RÉPARTITION DE LA DÉPENSE FISCALE PAR ACTIFS ET SECTEURS BÉNÉFICIAIRES DU FLÉCHAGE (TOTAL 11,311 Md€)

Source : Auteurs à partir du PLF 2013



1.4. ACTIFS BÉNÉFICIAIRE RÉELLEMENT D'UN FLÉCHAGE CONDITIONNANT LA DÉPENSE FISCALE

La majorité de la dépense fiscale (70 %) est conditionnée à un fléchage vers le financement d'un actif économique prédéfini (secteur ou actif). L'effort de fléchage est différent d'un actif à l'autre. On remarquera que la dépense fiscale incite largement à la détention d'actifs de marchés et d'immobilier locatif alors que les montants mobilisés pour l'investissement en fonds propres dans les PME sont relativement faibles.

- Une dépense fiscale très faible pour les PME.** La dépense fiscale bénéficie aux fonds dédiés (FCPI/FCPR) qui doivent investir 60 % de l'encours dans des entreprises locales, innovantes ou risquées (en 2013). Toutefois, l'effort fiscal dédié au capital des PME ne représente que 6 % des objectifs en dépense fiscale (graphique 29) et 4 % du fléchage effectif. Un nouveau support, le « PEA-PME », lancé en 2013, peut amplifier le fléchage vers les PME. Ses effets et le montant de la dépense fiscale associée restent pour le moment inconnus.
- L'épargne des Français est largement fléchée vers les actions cotées et actifs de marché,** notamment à travers l'épargne salariale (FCPE diverses) et le Plan d'épargne en actions (PEA). Il est à noter que l'épargne salariale (dont participation) représente une part importante de la dépense fiscale et sociale (31,8 % pour 2013). Leurs encours sont fléchés entre 10 % et 33 % en actions de l'entreprise-employeur et contiennent en moyenne 45 % d'actions cotées. Le PEA quant à lui est obligatoirement composé de 75 % d'actions françaises et européennes.
- Les livrets réglementés** (Livret A et Livret de développement durable) sont en partie centralisés à la CDC et directement fléchés vers l'habitat et la politique de la ville par l'intermédiaire du Fonds Géré d'Épargne de la CDC. Le reste de l'encours centralisé à la CDC est investi sur les marchés financiers. La partie non centralisée s'inscrit au bilan des banques. Ces dernières s'engagent à financer les travaux d'économie d'énergie des bâtiments anciens à hauteur de 10 % (Legifrance, 2008) mais il semble que cet engagement soit difficilement mesurable. Les Livrets A et développement durable représentent 5 % de la dépense fiscale en 2013.
- Les incitations fiscales liées au logement locatif** (1 631 Md€) permettent une orientation de l'épargne vers l'investissement en immobilier. Elles représentent 14 % de l'ensemble de la dépense fiscale. Les Plans et Comptes Épargne Logement visent eux à faciliter l'accès à la propriété des épargnants mais leur encours n'est pas fléché.
- Les incitations liées à la transition énergétique** (655 Md€ soit 6 % de la dépense fiscale) sont composées de la niche favorisant la rénovation thermique de la résidence principale, considérée ici comme un investissement visant à faire fructifier son revenu, ainsi que d'une part de 10 % des encours non centralisés du Livret A et du LDD. Cette part a été choisie de façon arbitraire car les éléments communiqués publiquement par les banques ne permettent pas de connaître exactement les montants distribués à la rénovation thermique provenant de ces supports.
- Enfin l'assurance-vie, l'assurance retraite et le livret jeune, le livret d'épargne populaire ainsi que les plans et comptes épargne logement** qui représentent à eux seuls 33 % de la dépense fiscale ne sont pas fléchés vers un actif et s'inscrivent au bilan des établissements de collecte. Les incitations fiscales fortes en faveur de l'assurance-vie orientent l'encours de la majorité des Français vers des obligations souveraines et d'entreprises, sans que cela soit explicitement inscrit comme une volonté de fléchage. Ces dépenses peuvent dans une certaine mesure être assimilées à une subvention aux intermédiaires financiers concernés.

2. ADÉQUATION DE L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE AVEC LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Cette partie analyse l'efficacité de l'orientation de l'épargne en s'appuyant sur la littérature existante et les données issues de la mise en transparence des supports. Cette analyse s'inscrit dans le prolongement des rapports sur la fiscalité de l'épargne des ménages publiés par la Cour des Comptes, l'Inspection Générale des Finances, le Sénat et plusieurs chercheurs en économie au cours des dix dernières années.

2.1. PERTE D'EFFICACITÉ DE L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE

Lorsqu'il est question de l'incidence de la fiscalité sur le financement de l'économie, l'hypothèse implicite majeure est que l'avantage fiscal se transfère tout le long de la chaîne de l'investissement. L'épargne collectée augmenterait l'offre de capital et contribuerait en bout de chaîne à réduire le coût du capital du bénéficiaire final (ex. entreprise émettrice d'actions ou d'obligations). Ainsi, le bénéficiaire pourrait investir davantage, à plus long terme ou sur des actifs plus risqués. Cela concerne aussi bien les « entreprises » en général, que des secteurs spécifiques comme le cinéma français.

Toutefois ce transfert fait face à des limitations théoriques importantes :

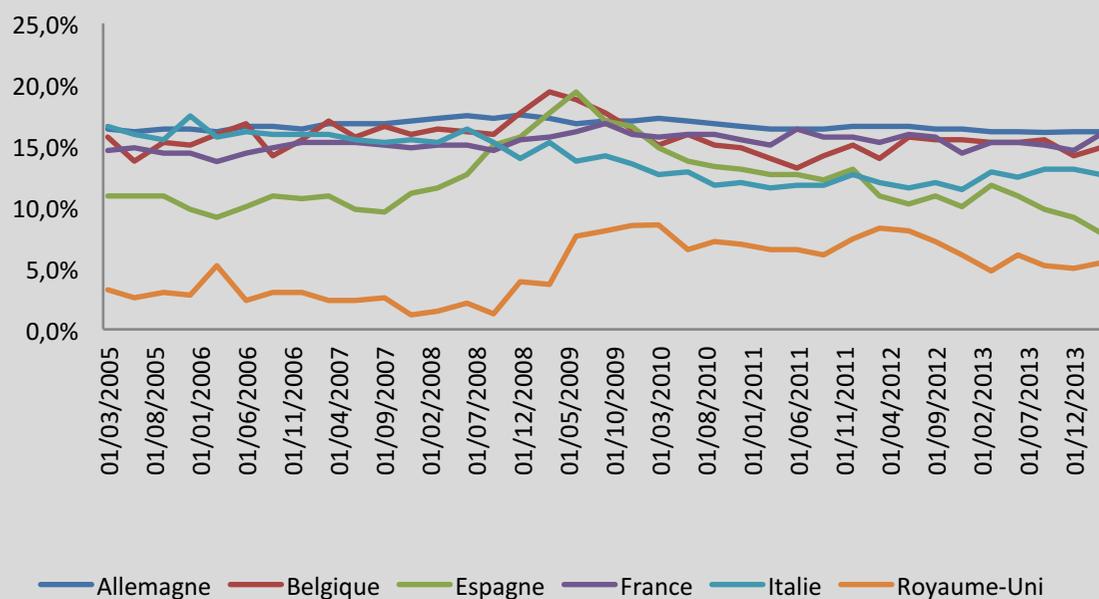
- **Détournement.** Il existe un risque que l'avantage soit capté par les intermédiaires financiers qui peuvent augmenter leurs frais de gestion, et ainsi leur marge, surtout si les épargnants ne sont pas en mesure de faire jouer la concurrence, ou si la transparence sur les rendements et les coûts est insuffisante, ou si la complexité des mécanismes en jeu ne permet pas à des épargnants peu avertis de faire des choix rationnels.
- **Éparpillement.** L'efficacité d'une mesure fiscale est faible si elle vise en dernier ressort de nombreux acteurs dont l'épargne des ménages français n'est qu'une source marginale de financement. En particulier, le droit européen ne permet pas de réserver une incitation fiscale à l'investissement dans les titres d'un seul pays : toutes les sociétés d'un pays membre de l'Espace Economique Européen doivent en bénéficier. De ce fait, il a fallu, par exemple, rendre éligibles au PEA toutes les actions cotées européennes (et pas seulement françaises). Malgré cette réglementation, les portefeuilles d'actions des épargnants sont composés à 67,2 % de titres français (calculs 2ⁱⁱ, données Observatoire de l'Épargne Européenne). Ce chiffre doit être mis en perspective avec le fait que les épargnants ne détiennent que 21,5 % du total des actions cotées émises par les sociétés françaises (tableau 4). À l'opposé, 90 % des fonds propres des FCPI sont issus de l'épargne des ménages.
- **Friction.** On observe cet effet si l'incitation privilégie des investissements qui détériorent significativement le profil rendement/risque de l'entreprise. Cet effet peut être recherché quand il s'agit de subventionner le coût du risque, par exemple pour les actifs « verts » qui ont un profil plus risqué. Mais l'effet de friction bute sur un palier lorsque la perception du risque est plus importante que le bénéfice lié à l'incitation fiscale.
- **Dilution.** De nombreux facteurs entrent en compte dans les décisions d'investissement, le coût et la disponibilité du capital n'étant qu'un paramètre dans l'équation. Cette sensibilité au coût du capital varie d'un secteur et d'une période à l'autre et est peu documentée. Or les principales sources de financement externe des entreprises non financières sont les émissions d'actions non cotées et le crédit bancaire. Les actions cotées et les obligations, qui concernent de grandes entreprises et éventuellement des ETI, ont un poids plus faible (8 et 11 %), même si le recours au marché obligataire a cependant augmenté ces dernières années.
- **Fuite.** Ce risque est défini par la possibilité qu'auraient les sociétés d'émettre en France les titres liés aux activités encouragées, et d'émettre à l'étranger les titres liés aux activités découragées. Ce risque ne paraît pas avéré car, sauf exception (ex. *project/green bonds*), les émissions de titres ne sont pas affectées à un emploi déterminé. En revanche, il peut être intéressant de mesurer la part des investisseurs étrangers dans les financements externes des entreprises françaises.

Le tableau 4 confronte l'actif des ménages avec le passif des agents résidents. Ce tableau relativise beaucoup l'influence de la fiscalité sur le financement de l'économie. En effet, les ménages ne détiennent en moyenne que 20 % des actifs émis ou des crédits souscrits par les émetteurs français (éparpillement). Les autres détenteurs sont les agents non-résidents, les administrations publiques et l'État ainsi que les entreprises elles-mêmes.

Les sources de financement que sont les actions, les obligations et les crédits ne représentent en moyenne qu'une faible part des sources de financement des émetteurs (dilution). En outre, une grande partie de l'activité des émetteurs cotés sur la bourse de Paris se fait à l'étranger (p. 35).

GRAPH.30. ÉVOLUTION DES TAUX D'ÉPARGNE EN EUROPE

Sources : Eurostat, Observatoire de l'épargne européenne (OEE)



**TABLEAU. 4. PART DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES DANS LE PASSIF DES ÉMETTEURS
RISQUE DE DILUTION ET D'ÉPARPILLEMENT DE L'INCITATION FISCALE PAR CLASSES D'ACTIFS**

Source: Auteurs (2^e ii), données OEE

Support	Risque d'éparpillement (détenue directe et indirecte)		Risque de dilution
	1. Part des émetteurs français dans l'épargne des ménages	2. Part des titres émis par des entités françaises et détenus par les ménages	3. Part de la source de financement pour les émetteurs français
Actions cotées	67,2 %	21,5 %	8 %
Obligations (souveraines et d'entreprises)	52,9 %	23,22 %	11 %
Crédits aux entreprises	NS	18,2 %	8 %

Guide de lecture :

1. Dans les actions cotées détenues par les ménages, 67,2 % sont émises par des entités françaises.

Soit actions cotées françaises détenues par les ménages / ensemble des actions cotées détenues par les ménages.
Soit obligations françaises détenues par les ménages / ensemble des obligations détenues par les ménages. Part des crédits « Monde » inconnue.

2. Dans l'ensemble des actions cotées émises par des entités françaises, 21,5 % sont détenues par les ménages.

Soit actions françaises détenues par les ménages / encours des actions françaises en 2013 (source Banque de France, en valeur de marché, en millions d'euros). Obligations françaises détenues par les ménages / encours des obligations françaises en 2013 (source Banque de France, en valeur nominale, en millions d'euros). Part des crédits aux entreprises françaises provenant de l'épargne des ménages / Total des crédits aux entreprises françaises.

3. Dans l'ensemble des financements disponibles pour les entités françaises, les actions cotées représentent 8 %.

Actions cotées des entreprises / Total des financements des entreprises (Données et retraitement OEE).

2.2. EFFETS MITIGÉS DE L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE ACTUELLE SUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

• Effet mitigé du financement par le fléchage vers les actions cotées

La dépense fiscale encourage fortement la détention d'actions cotées par les ménages, explicitement (PEA) ou implicitement (FCPE, détention d'OPCVM). Pourtant il semble que le fléchage de l'épargne vers les actions cotées contribue de façon relativement faible au financement de l'économie réelle en France. Un certain nombre d'arguments viennent étayer ce propos.

Tout d'abord la majorité des actions détenues par les épargnants sont échangées sur le marché secondaire. Si l'échange d'actions contribue à influencer la valeur de marché de l'entreprise, elle n'a qu'un effet indirect sur la formation brute de capital (investissement).

D'autre part, les actions ne représentent que 8 % du financement des émetteurs (tableau 4) et la mobilité européenne des capitaux a déjà grandement diminué le rôle de la demande nationale d'actions sur le coût du capital des entreprises (Glachant, 2009 ; OEE, 2012). Cela relativise l'impact de la détention d'actions par l'épargnant français sur la capacité d'investissement.

Une étude publiée par Ernst & Young montre que la croissance de l'activité des groupes cotés français se réalise de toute façon à l'étranger. Elle indique ainsi qu'en 2012, la croissance des entreprises du CAC 40 s'est faite pour 99 % à l'étranger (graphique 31 et 32) alors que le taux d'emploi en France a baissé en moyenne de 2 % (Ernst & Young, 2013). L'entreprise Total, par exemple, n'investit que 5 % de son capital en France (Datastream et 2ⁱⁱ). Il est donc probable que l'effet de financement lié à la détention d'actions cotées françaises se dilue dans un fort effet extraterritorial.

Enfin, si les ménages français détiennent 21,5 % des actions émises par les entreprises françaises, la majeure partie de cette détention est indirecte et le droit de vote est transféré au gestionnaire. Les épargnants, actionnaires minoritaires, ne sont pas conscients de leur capacité à influencer les décisions de financement par l'engagement actionnarial. Une directive européenne s'attachant à améliorer la transparence et la circulation des informations relatives aux droits des actionnaires pour faciliter leur influence sur la stratégie des entreprises a été votée en ce sens au Parlement européen le 8 juillet 2015.

• Un fléchage très efficace pour les PME bien que peu employé et à rénover

L'incidence du fléchage sur le financement de l'économie est plus directe pour les actions non cotées que pour les actions cotées, cela pour trois raisons.

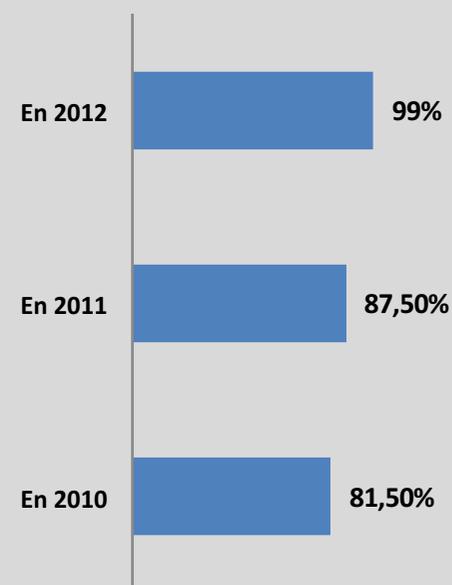
Tout d'abord, l'investissement en capital d'une PME contribue directement à son financement, à l'encontre de l'achat d'une action cotée sur le marché secondaire (voir ci-dessus) ;

Ensuite, il semble que cette dépense fiscale serve efficacement à orienter les capitaux : on observe que la part des particuliers dans les levées de fonds du capital investissement est sensiblement plus élevée en France que dans les autres pays européens. Ces capitaux sont directement fléchés vers des PME françaises ; 9 entreprises sur 10 financées par une FCPI sont basées en France ;

Enfin le dispositif de fléchage semble avoir des résultats positifs sur la santé des PME : l'OSEO et l'AFIC disent observer qu'à caractéristiques comparables, les entreprises accompagnées par les FCPI réaliseraient de meilleures performances que les non accompagnées (année 2012).

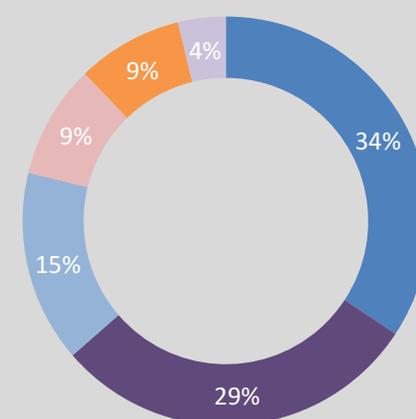
GRAPH. 31. PART DE LA CROISSANCE DU CHIFFRE D'AFFAIRES DES ENTREPRISES DU CAC 40 RÉSULTANT DE LEUR CROISSANCE À L'INTERNATIONAL

Source : Ernst & Young, 2013



GRAPH. 32. CHIFFRE D'AFFAIRES TOTAL DES ENTREPRISES DU CAC 40 PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

Source : Ernst & Young 2013



Malgré ces effets positifs, la dépense fiscale allouée au financement des PME est relativement faible. Celle-ci ne représente que 6 % des objectifs de la dépense fiscale totale et 4 % de la dépense est effectivement fléchée. De plus, les avantages fiscaux pour les FCPI sont en constante diminution, ce qui nuit au déploiement du support. La collecte des FCPI (environ 700 M€) si elle s'est un peu redressée en 2013 (+9 %) reste inférieure de 40 % à celle de 2008. Un autre obstacle au déploiement des FCPI se trouve dans les frais élevés de gestion prélevés par les institutions financières. Le rendement de l'investissement en capital ne serait pas la source de ce manque d'intérêt pour les supports d'épargne FCPI : une étude publiée par Ernst & Young (2014) démontre que le rendement à long terme des investisseurs en capital surpasse celui des actions cotées en Europe.

Il est donc intéressant d'observer que la dépense fiscale, conditionnée à un fléchage vers les actions non cotées a un impact positif sur le financement et la santé des PME. Si la mise en œuvre légale et la distribution ont nui au rendement des supports FCPI pour l'épargnant, il est possible qu'un dispositif rénové bénéficie largement au financement de l'économie française.

- **La fiscalité conditionnée au fléchage de l'épargne favorise l'endettement obligataire des entreprises**

Les entreprises bénéficient du succès de l'assurance-vie auprès des épargnants. En effet, les sociétés d'assurance placent 20 % de leurs ressources en obligations d'entreprises françaises. En 2013, les placements en assurance-vie permettent un financement annuel de 50 Md€ accordés aux entreprises françaises (voir partie 2). L'impact sur le financement de la formation brute de capital fixe en France reste cependant à relativiser au regard des limites exposées (voir *supra*, p. 32).

- **Une orientation efficace de l'épargne vers les obligations souveraines, mais un besoin relatif**

La dépense fiscale n'est pas accompagnée d'un fléchage direct de l'épargne vers la détention d'obligations souveraines. Pour autant, la dépense fiscale significative en faveur de l'assurance-vie en euros (1200 M€ soit 11 %) oriente implicitement l'épargne des Français vers le bilan des assureurs, composé pour l'essentiel d'obligations souveraines. La part des détenteurs non-résidents était de 63 % en juin 2012 (voir chapitre 2), avec une tendance à l'augmentation de la dette française détenue par les résidents français. Dans le contexte financier actuel cette dépense fiscale semble peu justifiée : la France peut s'endetter à dix ans à des taux très faibles auprès des banques centrales et des investisseurs institutionnels, sans tension significative sur les prix. Cependant si la note de crédit de la France venait à se dégrader ou la conjoncture à s'inverser, la détention domestique pourrait se révéler un atout.

- **Un apport stable au passif bancaire**

19 % de la dépense fiscale est allouée aux livrets réglementés sous forme de dépôts bancaires. Dans le contexte du renforcement des ratios de liquidité (Bâle III), une fuite des produits d'épargne aurait des incidences importantes sur la capacité des banques à prêter. En effet, bien qu'une situation favorable se soit maintenue jusqu'en 2011 (faible contraction du crédit), des tensions apparaissent quant à la capacité des PME à se financer auprès des banques (OEE, 2012). Toutefois, cet impact est à relativiser au regard de la dynamique de la création de crédits (cf. p. 21).

2.3. CONCLUSIONS : AVANTAGES ET LIMITES DE L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE

L'étude de la fiscalité de l'épargne et de son fléchage montre que la dépense fiscale poursuit *de facto* un objectif de financement de l'économie. Les objectifs de financement n'ont pas été pensés dans la logique du financement du long terme, encore moins de celui de la transition énergétique, mais plutôt définis au coup par coup pour répondre à des revendications catégorielles.

Ainsi, seuls 4 % de la dépense fiscale sont accompagnés d'un fléchage des encours vers le financement des PME, 8 % vers la transition énergétique, contre 25 % vers les actifs de marché. Enfin, près de 43 % de la dépense fiscale (32 % non allouée et 11 % de part libre des encours fléchés) n'est pas directement orientée vers des actifs en besoin de financement. Bien que l'objectif apparaisse explicitement, le système fiscal actuel n'est, dans son ensemble pas optimisé pour favoriser le financement du long terme. Sa contribution potentielle au financement de l'économie est elle aussi à relativiser en raison de la faible part des actifs détenus par les épargnants au passif des émetteurs français d'une part, ainsi que de la contribution incertaine de la détention de titres de marchés au financement des besoins de long terme en Europe d'autre part.

Au-delà des avantages et inconvénients que présente le ciblage de l'orientation de l'épargne, cette analyse aboutit à deux conclusions :

- la dépense fiscale liée à l'épargne peut aussi être vue comme une dépense publique contrainte (pour conserver un taux d'imposition raisonnable) et sans véritable objectif associé en l'absence de fléchage. Une réforme de l'orientation de l'épargne pourrait ainsi viser à taxer les externalités environnementales liées aux investissements financiers. Pour qu'une telle approche ait un impact, elle doit toutefois avoir vocation à être étendue à l'échelle européenne ;
- si l'objectif est d'inciter à des investissements exclusivement sur le territoire national, d'autres dispositifs incitatifs, comme les aides ou subventions, sont plus directs et ont *a priori* plus d'efficacité. Une analyse comparative cible-parcible (dépassant le cadre de cette étude) devrait être menée pour déterminer pour quels actifs et activités un avantage fiscal a un rôle à jouer, éventuellement complémentaire.

Après avoir analysé l'orientation de l'épargne, cette étude propose une réflexion sur les évolutions possible des méthodes d'orientation de l'épargne afin d'améliorer l'efficacité du dispositif fiscal. Différentes recommandations opérationnelles sont suggérées et deux pistes de réforme à dix ans sont explorées, le principal problème actuel étant le manque d'orientation claire et la cohérence des réformes.

3. Comment orienter l'épargne : les méthodes disponibles

L'orientation actuelle de l'épargne est fondée sur un couple niche/support à précision variable. Or l'informatique et les données rassemblées par les opérateurs permettent de mesurer bien plus précisément la contribution des portefeuilles au financement du long terme et bientôt de la transition énergétique.

3.1. LIMITES DES MÉTHODES ACTUELLES APPLIQUÉES À L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE

- **Des schémas définis à une époque de moindre disponibilité de l'information**

Les schémas d'orientation de l'épargne sont pour la plupart hérités d'une période où l'information financière sur les émetteurs et sur le contenu des portefeuilles n'était ni centralisée, ni directement accessible en ligne. Le marché de l'information financière s'est développé fortement depuis une quinzaine d'années. Les grands opérateurs comme Bloomberg, Thomson Reuters ou Factset couvrent aujourd'hui l'ensemble des entreprises cotées et dans une moindre mesure le marché obligataire. En outre, les opérateurs intègrent de façon croissante les données quantitatives non financières telles que le nombre d'employés, la répartition géographique des revenus et des actifs, la répartition des revenus par activité (ex : exploration et raffinage pour le pétrole) ou encore les émissions de gaz à effet de serre. Pour les émetteurs d'obligations, l'information est beaucoup plus limitée, même si elle se développe. Les données comptables des entreprises non cotées sont elles aussi centralisées dans des bases de données comme la base Diane.

En théorie, l'avantage fiscal pourrait être modulé en fonction de la *performance* des supports par rapport à l'objectif recherché (indicateur). À titre d'exemple, les indicateurs sélectionnés pourraient être le taux consolidé de dépenses de R & D des entreprises ayant émis les actions détenues en portefeuille ou la part des investissements productifs réalisés par ces entreprises dans telle ou telle activité encouragée (piste 2). Les évolutions qui se dessinent en matière d'obligation d'information des entreprises, que ce soit avec l'article 173 de la loi sur la Transition Énergétique (cf. p. 37), la directive européenne sur l'information non financière (cf. p. 37) ou le récent groupe de travail du Conseil de Stabilité Financière (FSB) sur l'information liée au climat, laissent présager une plus forte disponibilité de ce type de données à l'avenir.

- **Des outils d'orientation de l'épargne complexes amenés à évoluer**

Indépendamment des considérations sur l'effet de l'orientation de l'épargne, on constate que les outils mis en œuvre sont relativement grossiers au regard des possibilités offertes par les systèmes d'information financière. La disponibilité des informations permet aujourd'hui le renouvellement des méthodes d'incitations et des méthodes de distribution, pour aller vers des outils plus adaptés au profil et à l'horizon d'investissement de l'épargnant. Dans l'hypothèse d'un maintien de ces incitations, il serait pertinent d'engager une réflexion sur leur « mise à jour » en cohérence avec les évolutions des technologies de l'information.

TECHNIQUES DE FLÉCHAGE

Trois niveaux de précision peuvent être identifiés :

1. l'appartenance à un *type d'actifs*
2. l'utilisation de tout ou partie des fonds ciblés vers des *secteurs identifiés* (le logement social pour le Livret A, le cinéma pour les fonds Sofica, l'immobilier locatif (dispositifs Scellier, Robien, etc.) ;
3. l'utilisation de tout ou partie des fonds *conditionnés à des objectifs socio-économiques fondés sur des indicateurs précis et prédéfinis* (FCPI, dispositif Scellier)

TABLEAU. 5. INDICATEURS UTILISÉS DANS LE FLÉCHAGE DE L'ÉPARGNE

Source : Auteurs (2° ii)

Supports	Indicateurs
PEA	75 % d'actions européennes
FCPI	Min 60 % de PME
Livret A	65 % des encours placés à la CDC
Dispositif Scellier social	Plafond de ressources du locataire

TABLEAU. 6. EXEMPLES D'INDICATEURS DISPONIBLES DANS LES BASES DE DONNÉES FINANCIÈRES, ENTREPRISES COTÉES

Sources : Bloomberg, Reuters, Factset

Indicateurs
Dépenses en capital
Répartition des revenus par activité
Dépense d'investissement
Émissions de gaz à effet de serre

INFORMATION SUR L'IMPACT DES ÉMETTEURS

Au niveau européen, la directive sur la publication d'informations extra-financières (Eur-lex, 2014), votée en avril 2014, oblige les grandes entreprises (plus de 500 salariés) à publier des informations extra-financières : environnementales, sociales, de gouvernance, relatives à leur respect des droits de l'homme ainsi qu'une politique de non-discrimination. Cette directive s'applique à 6 000 entreprises et groupes de l'Union européenne, dont les banques et les compagnies d'assurance.

CONTRIBUTION À LA TRANSITION ÉNERGETIQUE – L'APPROCHE DE LA LOI SUR LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE.

La Loi sur la Transition Énergétique, adoptée en 2015, introduit une nouvelle forme de transparence pour les entreprises cotées et les investisseurs. D'après l'article 173, les investisseurs institutionnels devront publier dans leurs rapports annuels les informations suivantes :

1. Le niveau d'intégration des critères ESG (critères de performance environnementale, sociale et de gouvernance) et des indicateurs climatiques dans leur politique d'investissement.
2. Les émissions de gaz à effet de serre associées aux actifs détenus.
3. Leur contribution aux objectifs de financement de la transition énergétique tels que définis par les politiques nationales et internationales.
4. Leur exposition aux risques financiers liés au changement climatique.

La mise en œuvre de l'obligation de transparence sur la « contribution à la transition énergétique » requiert des investisseurs institutionnels une analyse fine de leurs portefeuilles et de leur effet de financement. L'approche poursuivie par la loi est donc similaire à celle présentée dans ce rapport. Cette analyse contribuera très probablement au développement d'indicateurs climatiques pour les portefeuilles d'investissement qui seront utilisés pour le système d'orientation de l'épargne tel que présenté dans la piste 2 ci-contre.

3.2 VERS UNE INTÉGRATION DES EXTERNALITÉS DANS LE SYSTÈME D'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE ?

• L'orientation de l'épargne et la mesure des externalités

Les nouvelles possibilités offertes par le développement des données « extra-financières » sur les externalités liées aux investissements (ex. cohérence des investissements avec les objectifs climatiques, contribution à la création d'emplois qualifiés, etc.) demeurent inexploitées car essentiellement développées dans le cadre d'initiatives privées. On constate aussi que le système d'orientation de l'épargne traite de façon similaire des activités ayant des externalités positives fortes et celles qui pourraient être découragées du fait de leurs externalités négatives. Si ces notions peuvent être considérées comme très subjectives sur nombre de sujets, elles feront, dans un avenir proche, l'objet d'une méthodologie claire dans le cadre des nouvelles obligations d'information sur la transition énergétique. Sur ce sujet, se dessine la possibilité de baser une partie de l'orientation de l'épargne sur ces nouveaux critères afin de cibler l'allocation finale de l'épargne au plus près de l'objectif.

• Évaluation actuelle des externalités des émetteurs

Les dix dernières années ont été caractérisées par le développement de services et de produits financiers qui différencient les portefeuilles en fonction des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) des émetteurs.

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est une pratique de gestion financière qui intègre les critères ESG au choix des titres de portefeuilles, notamment grâce au système de notation extra-financière des émetteurs. Le marché de la notation extra-financière est partagé au niveau mondial entre une vingtaine d'agences spécialisées, indépendantes (Vigeo ; Sustainalytics) ou rattachées à des grands groupes d'information financière (MSCI ; Thomson Reuters). D'abord limitée aux actions cotées, la couverture s'étend aujourd'hui aux obligations. Ces agences proposent trois types d'informations :

1. une évaluation qualitative multicritère des systèmes de management des émetteurs (notation). C'est aujourd'hui le principal type d'information proposé ;
2. des données quantitatives (ex : émissions de gaz à effet de serre), après retraitement des données publiées par les entreprises (test de cohérence, extrapolation pour combler les vides, etc.) ;
3. une estimation de la part de l'activité des entreprises menée dans un domaine donné (ex : énergie solaire, extraction de pétrole, etc.). Cette évaluation repose sur la structure des revenus ou des actifs. Certaines agences spécialisées sont en train d'étendre cette analyse aux investissements. Le même principe est en outre utilisé de façon croissante pour labéliser les émissions d'obligations « vertes » ou « climatiques ».

La rapidité de l'évolution récente laisse présager des modifications significatives dans les années à venir, notamment suite à l'application de la Loi sur la Transition énergétique (voir ci-contre).

- Plusieurs processus de standardisation sont en cours pour définir ce qu'est une obligation ou une action « climat » ou « verte ». Le label transition énergie-climat français développé par le ministère du Développement durable a ainsi défini une liste de secteurs « verts » permettant de distinguer les portefeuilles les plus environnementaux (voir encadré p. 40).
- Plusieurs initiatives, portées par différents types d'organisations (universités, *think tanks*, analystes financiers, fournisseurs de données), dont 2° Investing Initiative, travaillent à l'élaboration d'indicateurs de « contribution au financement de la transition énergétique » pour les émetteurs et les investisseurs.

Ainsi les critères d'évaluation des externalités, gagnent en objectivité et pourraient, à terme, être employés comme indicateurs fiscaux.

CHAPITRE III.

PISTES DE RÉFORMES À LONG TERME

MESSAGES CLÉS

Deux pistes de réformes sont proposées :

- La piste 1 est la plus simple à mettre en œuvre. Partant du constat que la dépense fiscale reflète des choix de politique publique, elle consiste à rationaliser et verdir les 54 niches fiscales et sociales réparties sur plus de 20 supports d'investissement dans le but de financer les investissements de long terme et la transition énergétique. Une fusion des différents dispositifs conduirait à trois avantages fiscaux :
 - conditionnalités environnementales accrues et optimisation du montant dédié au financement (par opposition à la part gérée sur les marchés) pour les montants centralisés à la CDC ;
 - l'ensemble des dispositifs liés aux placements de long terme sur les marchés (assurance-vie, PEA, ...) fusionnés en un dispositif unique, pour lequel l'avantage fiscal serait conditionné par la part investie dans des actifs « verts » ;
 - pour les investissements directs, une liste similaire serait établie (mais adaptée aux investissements directs), avec des contraintes environnementales dans les domaines à forts enjeux comme l'immobilier.
- La piste 2 consiste en une évolution plus radicale qui consisterait à déconnecter l'incitation fiscale du support d'épargne. L'incitation ne serait plus liée au placement de l'épargne sur un livret ou plan d'assurance aujourd'hui commercialisé par les établissements de collecte, mais directement associée au concept de « contribution » aux objectifs publics du portefeuille sous-jacent. Une comptabilité permettant d'associer les produits financiers à « une destination finale » pourrait être mise en place. Chaque actif recevrait alors une note en fonction de sa contribution plus ou moins forte au financement des besoins de « long terme ». Ces notes seraient ensuite additionnées pour attribuer un score à chaque support d'épargne. L'avantage fiscal dont bénéficierait celui-ci dépendrait de son score. L'incitation, modulée en fonction de ce score, fonctionnerait comme un bonus-malus.

1. MESURES PRÉALABLES

UN OUTIL D'AIDE À LA DÉCISION POUR LES PARTICULIERS

Le cadre réglementaire et les pratiques de vente actuelles reposent sur la détermination d'un profil type associé au client (expert ou pas, prêt à prendre des risques ou pas) à l'aide de quelques questions, profil qui détermine quels produits peuvent lui être proposés. Le vendeur ne dispose alors d'aucun outil sophistiqué pour associer plusieurs produits afin de coller au profil rendement/risque du client. Cette situation constitue un obstacle majeur à une prise en compte poussée des attentes non-financières du client : l'introduction d'un critère « non standard » (« je veux financer au maximum la transition énergétique ») n'étant pas nécessairement compatible avec les produits disponibles « sur étagère ».

Dans ce contexte, cette piste prévoit l'introduction d'un outil en ligne simplifié d'aide à la décision, inspiré des outils professionnels de gestion de portefeuille. Un questionnaire renseigne les besoins financiers (montants, horizon d'investissement, pertes maxima, etc.) et les préférences (activités à favoriser ou éviter, objectifs éthiques, etc.) pour déterminer des « contraintes ». L'outil va ensuite piocher dans une base de supports et de titres pour proposer différents portefeuilles « optimisés ». La saisie et l'évolution pouvant être gérées par le client en ligne, ou accompagnées par un conseiller.

INFORMATION AUX ÉPARGANTS

La directive PRIIPS (Eur-lex, 2014) sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement introduit la possibilité d'indiquer si le produit financier proposé à l'épargnant poursuit des objectifs environnementaux ou sociaux. La Commission européenne est chargée, dans un acte délégué, de déterminer quelle procédure permettra d'établir si le fonds poursuit de tels objectifs.

Partant du constat que la fiscalité actuelle est le fruit d'une superposition complexe et en partie incohérente de niches, cette partie propose différentes pistes de réformes profondes pour aider les pouvoirs publics à définir un cap à long terme.

AVANT TOUTE CHOSE : ACCROÎTRE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION POUR AMÉLIORER L'EFFICIENCE DE L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE

• Améliorer les pratiques de conseil aux épargnants

Pour donner tout son sens à l'incitation fiscale, l'épargnant devrait être capable de faire des choix éclairés, guidé par un conseil indépendant dont les intérêts sont alignés sur ceux du client. Cela supposerait un certain nombre de réformes de fond :

- les renforcement des règles garantissant l'indépendance des des « conseillers » ;
- l'information des clients sur la contribution des produits distribués au financement des besoins de long terme et de la transition écologique ;
- la prise en compte systématique des considérations non-financières de l'épargnant par son conseiller lors de l'établissement de son profil ;
- l'introduction et la promotion d'un outils d'aide à la décision d'investissement (cf. encadré) permettant aux épargnants (accompagnés ou non d'un conseiller) de composer un portefeuille optimisé pour leurs besoins, notamment en matière de frais de gestion.

Ces évolutions nécessiteraient un renforcement de la réglementation existante (MiFID notamment) et des mesures accompagnant son application.

• Améliorer la transparence des institutions financières

Il n'existe pour l'instant ni méthode standard, ni système d'information permettant d'appréhender la *contribution* de tel ou tel support d'épargne au financement des besoins à long terme et de la transition écologique. Cette situation est sur le point d'évoluer, avec l'article 173 de la loi relative à la TE qui introduit cette notion de *contribution à la transition écologique* des portefeuilles d'investissement et les obligations d'information correspondantes pour les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion. Par ailleurs, la publication annuelle d'indicateurs relatifs aux horizons d'investissement (ex : durée de détention, maturité moyenne et médiane des titres détenus) est actuellement en débat au sein des institutions européennes dans le cadre du vote de la Directive sur le droit des actionnaires, même s'il semble que lors des négociations, le Conseil européen soit revenu sur ces mesures. En tout état de cause, il est raisonnable d'imaginer que dans un futur proche, la plupart des supports d'investissement seront associés à un indicateur portant sur leur *contribution au financement des besoins de long terme et de la transition écologique*.

• Améliorer l'information sur la contribution des émetteurs

Cette évolution des pratiques des investisseurs s'accompagnera d'une plus grande disponibilité des informations correspondant au niveau des émetteurs (entreprises, collectivités, etc.) : un second volet de l'article 173 de la loi prévoit dès l'exercice 2016 une amélioration du reporting des grandes entreprises françaises sur leur impact climatique. En parallèle les fournisseurs d'information financière croisent aujourd'hui différentes bases de données (données financières, données d'intelligence économique, etc.) afin de fournir pour chaque entreprise des informations qui ne sont pas nécessairement disponibles dans leur rapport annuel (plan d'investissement et prévision de production, etc.)

2. PISTES D'ÉVOLUTION DE LA FISCALITÉ ET DU FLÉCHAGE

PISTE 1 : SIMPLIFIER ET VERDIR LES NICHES FISCALES

• Objectifs

Cette piste consiste à affiner les dispositifs d'orientation de l'épargne vers un objectif général de financement de l'économie, en choisissant délibérément le financement de la transition énergétique comme point central. Elle privilégie une orientation ciblée vers une liste d'actifs verts et domestiques/européens en renforçant la dimension sectorielle de cette orientation.

• Situation actuelle : un appel à verdir la fiscalité de l'épargne

Seuls trois supports d'épargne ont actuellement une visée environnementale plus ou moins explicite. Il s'agit de l'incitation fiscale à la rénovation énergétique des résidences principales, du Livret développement durable et du Livret A.

Depuis 2009, le fonctionnement du Livret développement durable a été aligné sur celui du Livret A (LegiFrance, 2008). Les deux livrets sont en majorité (environ 60 %) centralisés à la Caisse des dépôts et gérés par le Fonds d'épargne, le reste est géré par les banques.

Le Fonds d'épargne, dédié à des investissements d'utilité publique de maturité très longue, ne dispose pas de critères d'accès à caractères environnementaux. Tous les projets peuvent donc être financés, indépendamment de leur impact sur la transition énergétique. Pour autant, les projets durables proposés par le secteur public local et le secteur de la réhabilitation du bâtiment bénéficient de prêts bonifiés (prêts avantageux). À partir de 2016 et en application de la Loi de Transition Énergétique, le Fonds d'Épargne publiera un nouveau type de reporting qui permettra d'identifier la part verte au sein de ses investissements.

Concernant la part non centralisée du Livret A et du LDD, un arrêté définit l'affectation des sommes déposées sur ces livrets au financement des PME et des travaux d'économies d'énergie dans les bâtiments anciens. Si les banques produisent annuellement un état des lieux de leurs crédits aux PME, il est difficile de vérifier l'affectation exacte des encours de ces livrets. En matière de transition énergétique, les rapports d'évaluation du Débat National sur la Transition Énergétique (groupe 4 du DNTE, Table Ronde Nationale sur l'Efficacité Énergétique) présument que les banques n'ont pas réellement tenu leurs engagements.

Cette piste répond très largement aux demandes formulées par les associations environnementales dans le cadre du débat sur le verdissement de la fiscalité. Elle met très concrètement en pratique des recommandations issues du Livre blanc pour le financement de la transition énergétique.

COMPOSITION D'UNE LISTE VERTE

Cette piste prévoit la création d'une liste « verte » d'actifs bénéficiant d'une orientation de l'épargne du fait de leurs externalités positives.

Elle comprendra par exemple les obligations vertes, les crédits immobiliers verts titrisés, les actions du secteur *cleantechs*, les crédits aux PME innovantes opérant dans le domaine de la transition énergétique, etc.

Cette liste pourra éventuellement être étendue à d'autres activités présentant des externalités positives non environnementales et des difficultés de financement (cinéma, voire financement aux PME en général, etc.). Elle pourra en outre comprendre un compartiment A très favorisé par l'orientation de l'épargne et un compartiment B un peu moins favorisé.

LABEL TRANSITION ÉNERGIE-CLIMAT

Le label Transition Énergie-Climat est le premier label officiel à distinguer les fonds d'investissements « verts ». Il couvre un large panel d'activités financières : fonds actions (UCITS), épargne salariale et capital investissement, obligataires et infrastructure.

Il établit une liste d'activités entrant dans le champs de la transition énergétique similaire à l'approche « liste verte » définie plus haut. Il définit aussi des secteurs strictement exclus, notamment les énergies fossiles et la filière nucléaire, et des secteurs partiellement exclus, dont les activités de distribution quand leurs clients sont issus des secteurs exclus.

La classification est encore rudimentaire et ignore « l'effet relatif sur le financement » lié à la détention de tel ou tel type d'actif, mais il s'agit d'une base de départ possible.

• Principes clés

Les deux principes de cette piste sont « verdir » les « principales » niches fiscales existantes et supprimer les autres.

- *Rationalisation des niches.* Ceci consisterait à gérer l'extinction des petites niches jugées peu efficaces pour différentes raisons. À titre d'exemple, 14 niches fiscales sont d'un montant situé entre 0 et 20 millions d'euros, l'investissement locatif bénéficie de 10 niches fiscales différentes (PLF, 2013).
- *Verdissement des niches principales.* Il s'agirait là d'inciter uniquement à la détention d'actifs cohérents avec les objectifs liés à la transition énergétique. Une liste « verte » s'appuyant sur les travaux en cours aux niveaux français et international serait établie.

Les avantages fiscaux octroyés aux supports seraient ensuite conditionnés à la proportion d'actifs verts associés à ces supports, permettant des avantages importants pour les supports composés « d'actifs verts » selon la liste. En modulant l'avantage fiscal en fonction de la détention d'actifs verts, il serait créé une incitation à augmenter l'exposition à ces actifs pour les supports diversifiés (OPCVM) ou les supports adossés au bilan d'une institution (assurance-vie).

• Mise en œuvre pratique

La fusion des différents dispositifs conduirait à trois mesures :

- les montants centralisés à la CDC feraient l'objet de conditionnalités environnementales accrues et d'une optimisation de la part dédiée au financement direct (par opposition à la part gérée sur les marchés) ;
- l'ensemble des dispositifs liés aux placements de long terme sur les marchés (assurance-vie, PEA, etc.) seraient fusionnés en un dispositif unique, pour lequel l'avantage fiscal serait conditionné à la part investie dans des actifs « verts » ;
- pour les investissements directs, une liste similaire serait établie (mais adaptée aux investissements directs) avec des contraintes environnementales dans les secteurs à enjeux forts comme l'immobilier.

Cette piste requiert une période de transition afin de gérer l'extinction de certaines niches fiscales. En revanche, elle peut être mise en place assez rapidement, dans la mesure où elle maintient les avantages actuels en ajoutant simplement des conditionnalités sur l'allocation des portefeuilles. Les intermédiaires anticiperaient les évolutions et adapteraient leur politique d'investissement. De façon pratique, le choix d'une liste d'actifs éligibles s'appuierait d'une part sur les besoins d'investissement identifiés dans les scénarios développés par différentes organisations (AIE, Oxford Smith School, Climate Policy Initiative) et les travaux de standardisation en cours au niveau international (voir les références des travaux menés avec le WRI et UNEP FI, ainsi que les travaux de Climate Bonds Initiative), et d'autre part sur une évaluation de la contribution au financement de ces besoins, liée à la détention d'actifs (cf. p. 19 à 25).

• Avantages et limites

Cette piste implique des changements moins profonds que la piste suivante. Elle présente aussi des limites. Dans de nombreux domaines, l'efficacité relative du dispositif serait faible par rapport à une incitation plus directe au niveau du projet (subvention, taxe, garantie, etc.) affectant plus directement son rendement. Il conviendrait donc d'explorer en détail cette dimension lors de l'élaboration des « listes vertes ». Enfin, l'orientation de l'épargne vers des actifs compatibles avec un scénario climatique correspond implicitement à un *pari* sur le déploiement des politiques publiques en ligne avec les objectifs. Si ce pari est perdu car les politiques publiques n'affectent ni le développement, ni la rentabilité des actifs intensifs en carbone, alors la fiscalité aura comme effet d'orienter l'épargne vers une allocation sous-optimale du point de vue du rendement.

• Conséquences pour le financement du long terme et de la transition

La fiscalité de l'épargne serait utilisée comme un des outils de mobilisation des capitaux privés vers le financement de la transition énergétique en établissant un système de fléchage systématique des encours vers des technologies propres et leur usage domestique. Cette politique de l'épargne serait employée en cohérence avec d'autres leviers d'action (politique industrielle, politique budgétaire, politique fiscale, valorisation du prix du carbone). L'effort d'orientation de l'épargne se concentrerait sur les activités où le coût et la disponibilité des financements jouent le rôle le plus stratégique : financement des technologies émergentes et très risquées, et des investissements en infrastructures de long terme.

PISTE 2 : MODULER L'INCITATION FISCALE EN FONCTION DE LA « CONTRIBUTION »

• Objectifs

Cette piste privilégie une disparition des niches fiscales au profit d'un barème de notation unique qui serait modulé en fonction de la capacité du support d'épargne à contribuer aux objectifs de financement à long terme, en cohérence avec la transition énergétique. Cette disposition constituerait une suite logique à la mise en place d'un reporting systématique des investisseurs et gérants, à partir de l'exercice 2016.

• Situation actuelle

L'épargnant a une forte préférence pour des supports d'épargne liquides, peu risqués et donc moins favorables au financement à long terme. Les investisseurs, ont eux aussi tendance à gérer leurs actifs de façon plus « court termiste » que ne le nécessiterait leur passif, en raison de différents facteurs tels que les régulations prudentielles, la faible durée des mandats de gestion, et des systèmes d'incitation reposant sur des indicateurs de court terme. Ce phénomène pénalise indirectement le financement de la transition énergétique, qui nécessite davantage de financements longs et/ou risqués. La piste poursuivie ici propose d'utiliser la fiscalité pour « compenser » ce biais comportemental, en favorisant les actifs ayant une contribution forte en matière de financement de long terme, et en particulier de la transition énergétique.

• Principe clé : évaluer l'exposition aux actifs de long terme

Un barème unique serait « modulé » en fonction de la nature des actifs détenus directement ou indirectement par les épargnants. Le dispositif s'appuierait sur le développement des données financières et l'évolution des méthodes d'évaluation des actifs financiers qui reposerait sur trois principes clés.

1. Évaluation des actifs et supports

- *Contribution au financement de long terme.* Une « comptabilité » associant à chaque support d'épargne un score de contribution de long terme serait mise en place. Chaque actif recevrait alors un score en fonction de sa contribution au financement productif et de son horizon temporel, plus ou moins « long terme ». Ces scores seraient ensuite additionnés pour attribuer un score à chaque support. Il n'existe à l'heure actuelle aucune définition standard ou méthode de mesure correspondant au concept de contribution au financement. Toutefois, les données clés *a priori* nécessaires sont disponibles dans les bases de données financières et au niveau des intermédiaires. Il s'agit notamment de la maturité (crédits) et de la durée effective de détention des actifs en portefeuille, et de la façon dont le financement répond à des situations où la disponibilité du capital joue un rôle critique dans le développement des investissements.
- *Extension à l'objectif de financement de la transition énergétique.* Ce score relatif au financement à long terme serait associé à un score reposant sur la cohérence du portefeuille d'actifs avec la transition énergétique. Le développement d'indicateurs de performance climatique, qui complèteraient les informations relatives à l'investissement à long terme, est à prévoir dans les prochaines années. Le projet SEI Metrics, porté par 2^e *Investing Initiative* et financé par la Commission européenne, développe des outils d'évaluation de la contribution climatique des portefeuilles d'investissement, en cohérence avec les obligations d'information introduites par l'articles 173 de la loi.

2. Barème fiscal unique

L'avantage fiscal est modulé en fonction du score du support d'épargne, favorisant les supports dont les encours sont investis en actifs de long terme (ex : actions non cotées) par rapport à ceux investis en actifs de court terme. Le score repose sur la composition moyenne des portefeuilles au cours de l'année fiscale écoulée.

3. Gestion de la performance

Le système envisagé ne serait pas associé à une période minimum de détention des supports packagés. En revanche, obtenir un bon score nécessiterait d'investir dans des actifs peu liquides, et correspondrait à un passif long. Le gérant pourrait de lui-même imposer une période minimum de blocage ou des frais bonifiés pour une détention longue. De même, si le support était vendu avec un argument fiscal, le score deviendrait alors une contrainte à prendre en compte par le gérant dans la gestion des portefeuilles concernés.

• Mise en œuvre pratique

Sur le plan pratique, le dispositif envisagé ici comprendrait quatre étapes.

1. Données sur les émetteurs.

Telle qu'envisagée, la méthode impliquerait une évaluation des investissements réalisés par les entités associées aux actifs financiers (entreprises, collectivités, etc.). Une partie des données (montants d'investissements) correspond à des données comptables accessibles aisément.

En revanche, l'analyse de la contribution de leurs investissements avec les besoins à long terme pose un problème de disponibilité de l'information. À court terme, ce manque d'information serait compensé par les estimations réalisées par les agences de notation à partir des données existantes (ce qui correspond globalement aux pratiques de notation financière et extra-financière). À long terme, cela nécessiterait une évolution du *reporting* des entreprises et des autres émetteurs. Ce type d'évolution est actuellement en cours de discussion au sein de la *Taskforce on Climate-related Financial Disclosure* initiée par le FSB (Conseil de Stabilité Financière).

2. Développement d'une méthode d'évaluation des portefeuilles d'actifs

Une méthode simple fondée sur des données financières déjà existantes serait développée et validée par les pouvoirs publics. Régulièrement mise à jour, elle intégrerait les progrès des bases de données d'information en matière d'indicateurs de contribution climatique. Ce processus est déjà en cours dans le cadre de la mise en œuvre de l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique.

3. Notation des portefeuilles d'actifs et contrôle

La notation s'appuierait sur les systèmes d'information des gérants et des différents intermédiaires. Pour chaque support, le score ferait l'objet d'une vérification par les commissaires aux comptes du gérant. Les régulateurs pourraient par ailleurs explorer la possibilité de contrôler la qualité de ces scores. Les scores et encours seraient communiqués à l'administration fiscale pour le pré-calcul de l'impôt sur le revenu.

4. Gestion de la transition

Le passage du système actuel vers un système à barème unique nécessiterait une période transitoire de huit à dix ans, durant laquelle les avantages fiscaux resteraient en vigueur pour les produits déjà souscrits et nécessitant un blocage des fonds. Le barème unique serait alors introduit pour les nouvelles souscriptions uniquement. Si son introduction était décidée en 2017 par les pouvoirs publics, un tel système pourrait par exemple être totalement opérationnel à partir de 2025.

• Avantages et limites

Comme la première, cette piste présente un certain nombre d'avantages :

- simplifier drastiquement la fiscalité de l'épargne et y associer un signal cohérent ;
- répondre aux biais comportementaux observés des épargnants et des investisseurs en faveur du court terme ;
- supprimer les effets de cannibalisation entre incitations fiscales et développer un cadre cohérent grâce à la méthode d'évaluation. De ce fait, la lecture des incitations par les épargnants en serait simplifiée ;
- permettre un meilleur pilotage par les pouvoirs publics et une mesure de l'efficacité en continu car l'effet recherché se confond avec le barème d'imposition ;
- inciter les entités financées à aligner leurs investissements avec les objectifs publics, notamment ceux liés à la transition énergétique.

Mais cette piste a aussi des limites qui restent à explorer :

- cette approche comporte une complexité technique liée à l'évaluation et un changement radical des critères d'éligibilité aux avantages fiscaux. Les obstacles pratiques à prévoir sont donc importants. Une partie des évolutions semble toutefois nécessaire au maintien de dispositifs d'orientation de l'épargne « modernes » ;
- elle réduirait la flexibilité offerte aux intermédiaires financiers pour investir dans des actifs liquides avec des ressources longues et elle supprimerait les objectifs de fléchage directement associés aujourd'hui à la fiscalité de l'épargne ;
- les décisions d'investissement des entreprises en seraient affectées si une masse critique d'investisseurs pousse dans la même direction. Or le poids des ménages français dans la détention du capital des entreprises ou leur financement n'atteint pas toujours cette taille critique. Au-delà des effets spécifiques à certains secteurs à fort financement et détention locale, le dispositif prendrait surtout son sens s'il était étendu au niveau européen ;
- comme pour la piste précédente, celle-ci présente le risque lié à un *pari* implicite sur la mise en œuvre des politiques publiques favorisant la transition énergétique.

• Conséquences pour le financement du long terme et de la transition énergétique

Cette piste offre l'opportunité de rationaliser le système actuel de la fiscalité de l'épargne et de s'assurer que le dispositif d'orientation de l'épargne répond à un objectif précis, mesurable et efficace en faveur du financement du long terme et de la transition énergétique. Elle pourrait s'articuler avec les autres leviers d'action, mise en cohérence fortement recommandée. Une politique de transparence des données financières accompagnerait la mise en place du système de notation.

CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS

Recommandation 1 : Développer une méthode d'évaluation et de notation de la contribution de l'épargne au financement de l'économie

L'étude fait ressortir la nécessité de développer un cadre méthodologique pour *évaluer l'impact de la détention d'actifs financiers sur le financement des activités économiques correspondantes*. Un certain nombre de politiques publiques, notamment celles relatives à la fiscalité de l'épargne, sont l'objet d'enjeux financiers importants, et sont néanmoins définies à partir d'hypothèses simplistes et parfois erronées. En outre, les nouvelles obligations d'information et de suivi introduites par la loi sur la Transition Énergétique (art. 173) appellent directement à l'établissement d'un cadre méthodologique et d'un suivi par les pouvoirs publics. Pour construire une méthode d'évaluation solide, les auteurs font plusieurs recommandations.

- *Compléter et valider la méthodologie*. Les travaux méthodologiques entamés seraient complétés, revus et validés par les pouvoirs publics pour devenir un cadre officiel. La loi offre un cadre pour cela.
- *Améliorer la transparence de la chaîne d'investissement*. Améliorer l'information fournie par les émetteurs domestiques permet d'évaluer leur mode de financement, leurs investissements et la façon dont ces investissements répondent aux besoins liés à la transition énergétique et au long terme. Une plateforme de reporting pour les émetteurs pourrait être mise en œuvre à cet effet. Là encore la loi offre un cadre pour cela. Le besoin d'information concerne aussi les institutions financières afin de faciliter leur mise en transparence. Cela implique, au delà des obligations de reporting imposées par la loi, plus de transparence sur le contenu des portefeuilles d'investissement, la durée de détention des titres, ainsi que la maturité des titres à plus de cinq ans.
- *Développer des indicateurs quantitatifs (notation)*. Dans le cadre de futures réformes de la fiscalité de l'épargne, pour nourrir le développement de labels publics (notamment celui du Fonds Transition énergétique et ISR), et plus largement pour compléter les réflexions de la Commission européenne, il serait utile d'explorer la création d'un système de notation des actifs financiers permettant ensuite d'évaluer la contribution des portefeuilles et supports au financement des besoins de long terme, notamment dans le cadre de la transition énergétique.
- *Comparer les résultats aux objectifs*. Cette méthode pourrait être couplée à un développement des modèles macro-économiques permettant d'estimer les besoins de financement de long terme, notamment en lien avec la transition énergétique. Ce dispositif permettra aux futures études relatives à la mobilisation de l'épargne des ménages ou des institutions financières privées de s'appuyer sur une analyse plus robuste. L'article 174 de la loi pour la transition énergétique offre cette possibilité.

Un groupe de travail serait chargé de la mise en place de cette méthodologie destinée à *évaluer l'impact de la détention d'actifs financiers sur le financement des activités économiques correspondantes*, et représenterait différentes compétences financières.

Recommandation 2 : Explorer l'impact des réformes d'orientation de l'épargne proposées sur le financement

L'étude fait ressortir le manque de cohérence dans l'orientation de l'épargne avec les objectifs du financement du long terme et une intégration insuffisante des enjeux de la transition énergétique à ces objectifs. Deux pistes de réformes radicales sont proposées. Un groupe de travail étudierait les différentes options de réforme en profondeur de l'orientation de l'épargne, leur faisabilité et leur impact sur le financement. Trois approches sont possibles :

- une remise à plat de la fiscalité (neutralité fiscale) et dans ce cas proposition d'alternatives permettant le financement du long terme et de la transition ;
- une simplification des niches fiscales et l'extinction progressive de la majorité des niches avec l'introduction d'un barème unique poursuivant un objectif clair (piste 1) ;
- une modulation de l'incitation en fonction de la contribution du support aux objectifs de la transition énergétique (piste 2).

Ce second groupe de travail confrontera les conclusions de ces trois grandes approches avant de remettre un document commun de synthèse aux ministres compétents.

Recommandation 3 : Améliorer l'information à l'épargnant

Des biais au choix de l'épargnant sont introduits à travers les pratiques du conseil et de la commercialisation. Il est recommandé de renforcer l'indépendance du conseil en gestion aux épargnants (transparence sur les rémunérations, renforcement des audits AMF...) et d'améliorer l'information non financière fournie à l'épargnant lors de son choix d'investissement. Cela peut être fait à travers l'intégration, dans les fiches d'informations distribuées aux conseillers et particuliers, d'informations sur l'impact non financier des portefeuilles. Il est aussi recommandé de mettre en place un outil standardisé d'aide au choix d'investissement, consultable gratuitement en ligne et en complément d'un conseiller. Celui-ci pourrait prendre la forme d'une extension de l'outil OpenFisca déjà développé au sein de France Stratégie. Il intégrerait les préférences financières et non financières de l'épargnant pour le guider dans son choix.

BIBLIOGRAPHIE

Sources citées dans le texte

- 2° Investing Initiative, 2012. *Connecting the Dots Between Climate Goals, Portfolio Allocation and Financial Regulation*.
- 2° Investing Initiative, 2015. *Assessing the Alignment of Portfolios with Climate Goals*.
- ACPR, 2012. *Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance*.
- ADEME/OTC Conseil, 2011. *Valorisation des enjeux climatiques dans l'analyse financière*.
- AFG, 2011. *Cahiers de la gestion, Contribution des OPCVM aux fonds propres des entreprises, Investissement en actions cotées par les OPCVM actions*.
- AFG, 2012. *Cahiers de la gestion, Contribution des gestions au financement de l'économie française, l'investissement en titres de créances*.
- Aglietta M., Espagne A. et Perrissin Fabert B, 2015, 'Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe'.
- Ansar, A., Caldecott, B., Tibury, J., 2013. *Stranded Assets and the Fossil Fuel Divestment Campaign: What Does Divestment Mean for the Valuation of Fossil Fuel Assets*, Smith School of Enterprise and the Environment, Oxford.
- AMF, 2012. *La lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*.
- ASSET 4, Bundes Ministerium für Umwelt Deutschland (BMU), 2008. *Long-term and sustainable pension investment, a study of leading European pension funds*.
- Bank of England, McLeay M., Radia A., Thomas R., 2014. 'Money Creation in the Modern Economy'.
- Banque de France, Arrondel L., Roger M., Savignac F., 2013. *Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier*.
- Banque de France, Bachellerie A., Birouk O., Pfister C., 2011. *La destination finale des placements financiers des ménages français*.
- Banque de France, Chai F., Nguyen D., 2011. *Le coût du crédit aux entreprises selon leur catégorie*.
- Banque de France, Masselier K. & Calleja R., 2012, 'Ce que détiennent les OPCVM français'.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., and Levine R., 2010. 'Financial Institutions and Markets: Across Countries and Over Time: The Updated Financial Development and Structure Database', *World Bank Economic Review*, 24(1), pp.77-92.
- BEI, 2012. *Corporate Indebtedness in the Euro Area*.
- BNEF, 2012. *Global Trends in Renewable Energy Investment*.
- Brunet, C., Davydoff, C., Naccke, G., 2010. *L'offre et la demande d'actions : rupture d'un équilibre* », étude pour l'Institut Pro-Actions.
- Boutillier M. & Séjourné B., 2009. *L'orientation de l'épargne des ménages vers les actions*, Complément A., dans Garnier O. & Thesmar D., *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*. P. 109-120.
- Boutillier, M., et al. 2002. *Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur*. *Economie et Statistique*, 354, pp. 85-102.
- Carbon Tracker Initiative/Grantham Research Institute, 2013. *Unburnable Carbon: Wasted Capital and Stranded Assets*.
- Cassan A. 2013. *Bilan 2012 de la gestion collective*.
- CDC, 2014, *Rapport annuel du fonds d'épargne 2013*.
- CDC, 2014, 'Perspectives'.
- CERES, 2013, 'Insurer Climate Risk Disclosure Survey'.
- Censi Y., Assemblée Nationale, 2008. *Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers*, Rapport d'information n°970.
- Chan K., Covrig V. et Ng L., 2007. *Does Home Bias Affect Firm Value? Evidence from Holdings of Mutual Fund Worldwide*, Working Paper.
- CGDD, 2014. *Compte du logement 2012*.
- Clévenot M., 2011, 'Les prix de l'immobilier en France : une évolution singulière'.
- Climate Bonds Initiative, 2014. *Bonds and Climate Change: the State of the Market in 2014*.
- Climate Policy Initiative, 2011. *The Landscape of Climate Finance*.
- Crédoc pour l'IEFP et l'AMF, 2011. *La culture financière des Français*.
- Conseil d'Analyse Economique, Garnier O. & Thesmar D., 2009. *Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers*.
- Conseil d'Analyse Économique, Glachant, J. et al., 2010, *Investissements et investisseurs de long terme*.
- Cour des comptes, 2011, *Les dépenses fiscales*, Rapport public annuel.
- Cour des comptes, 2013, *Compte général de l'Etat*, 2013.
- Cour des Comptes, 2013, *Les finances publiques locales*.
- Débat national sur la transition énergétique, (DNTE), 2013. Rapport du Groupe de travail du Conseil National (Groupe 4).
- Dell F., Douillard P., Janin L. et Lorach N, 2014. 'Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ?'.
- Ernst&Young, 2014. *Regaining Equilibrium, Global Private Equity Watch*.
- Ernst&Young, 2013. *L'activité internationale des entreprises du CAC40*.
- European Commission, 2013. 'Long-term Financing of the European Economy', Staff working document .
- European Commission, 2013. 'Green Paper Long-term Financing of the European Economy'.
- European Commission, *Proposal for the Revision of the Shareholder's Rights Directive*.
- FFSA, 2014. 'l'assurance française'.
- Fidelity, 2013. *Benchmarking, Better Beta and Beyond*.
- Glachant J., 2009. 'La quantité et la qualité de l'épargne domestique contraignent-elles l'investissement des entreprises?' dans Garnier O. & Thesmar D., *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*. p. 149-163.
- Group of Thirty, 2013. 'Long Term Finance and Economic Growth'.
- HSBC Global Research, 2013. *Oil & Carbon Revisited*.
- HSBC Global Research, 2012. *Coal and Carbon – Stranded Assets: Assessing the Risk*.
- Inspection Générale des Finances, 2011. *Rapport du comité d'évaluation des dépenses fiscales et sociales*.
- Inspection Générale des Finances, 2011. *Rapport du comité d'évaluation des dépenses fiscales et sociales, Annexe B, Mission d'évaluation approfondie n°2, Evaluation des niches fiscales et sociales relatives aux revenus d'épargne financière*.

International Energy Agency, 2009. *World Energy Outlook*.

International Energy Agency, 2012. *Energy Technology Perspectives*.

International Energy Agency, 2013. *Redrawing the Energy Climate Map*.

International Energy Agency, 2014. *World Energy Investment Outlook 2014*.

Insee, 2012. 'Les déterminants du patrimoine : facteurs personnels et conjoncturels'.

Mercer/IIGCC, 2010. 'Global Investor Survey on Climate Change'.

Mercer/IIGCC, 2011. 'Global Investor Survey on Climate Change'.

Mercer/IRRC Institute, 2010. 'Investment Horizons, Do Managers Do What They Say?'.

MGI, Roxburgh C. *et al.*, 2011. *The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape*.

Meinshausen M. *et al.*, 2011. 'The RCP GHG Concentrations and Their Extension From 1765 to 2300, *Climatic Change*', 109(2), pp. 213-241.

Ministère des Finances, de l'Economie et de l'Industrie, 2005. *Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques N° 92*.

Legifrance, 2008. *Arrêté du 4 décembre 2008 relatif aux règles d'emploi des fonds collectés au titre du Livret A et du Livret de développement durable et non centralisés par la Caisse des dépôts et consignations, ainsi qu'aux informations permettant le suivi de ces emplois*.

Loi de finances initiale, 2013, 'Le budget de l'État voté pour 2013 en quelques chiffres'.

OECD, 2013. 'The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-term Financing for Growth and Development'.

OECD, 2012. 'The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy'.

OECD, 2013. 'Strategic Transport Infrastructure Needs to 2030', Annex D.

Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), Davydoff D. *et al.*, 2007. 'Les comportements d'épargne et d'endettement des français sont-ils devenus anormaux?' Présentation Powerpoint.

Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), Davydoff, D. *et al.*, 2012. 'L'impact économique de la fiscalité de l'épargne'.

Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), IODS, 2013. 'L'offre et la demande d'actions: Rupture d'un équilibre'.

Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), Davydoff, D., 2014. Documents internes

Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), L'Horty Y., 2005. 'Le poids réel des impôts sur les revenus du patrimoine financier dans trois pays européens'.

Observatoire des crédits aux ménages, 2014. *26^e rapport annuel*.

Observatoire du financement des marchés résidentiels, 2014. *Rapport annuel*.

Ottensen F., 2011. 'Infrastructure Needs and Pension Investments: Creating the Perfect Match', *OECD Journal: Financial Market Trends*.

Paris Europlace, 2013. 'Financement des entreprises et de l'économie française : pour un retour vers une croissance durable'.

Paris Europlace, 2014. 'Financement en Dettes des PME/ETI, nouvelles recommandations'.

Petajisto A., 2013. 'Active Share and Mutual Fund Performance', *Financial Analysts Journal*, 69(4).

Projet de Loi de Finance, 2013. 'Voies et Moyens Tome II'.

PWC, 2014. 'Asset Management 2020, A Brave New World'.

Standard & Poor's, 2012. 'EU 2020 and Long Term Financing'.

Settlements Working Papers, 2012. Basel.

Sofinco, 2010, 'Le financement automobile : pas de vente sans crédit!'

Standard & Poor's, 2010. 'The Time Dimension Of Standard & Poor's Credit Ratings'.

Tinbergen J., 1952. *On the Theory of Economic Policy*, North Holland Publishing Cy.

Trésor, CGDD, 2013. 'Livre Blanc sur le Financement de la Transition Écologique'.

UNEP-FI, Investor Briefing, 2013. 'Portfolio Carbon, Measuring and Disclosing the Carbon Intensity of Investments and Investment Portfolios'.

UNEP-FI/PRI, 2011. 'Universal Ownership, Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors'.

Vanguard, 2013. 'Tax Efficiency: A Decisive Advantage for Index Funds'.

Vanguard, 2014. 'Vanguard's principles for investing success'

Villeroy de Galhau F., 2015. 'Le Financement de l'Investissement des Entreprises'.

World Economic Forum, 2011. 'The Future of Long-Term Investing'.

World Economic Forum, 2012. 'Measurement, Governance and Long-term Investing'.

Sources ne provenant pas de la littérature

Entretiens avec des décideurs politiques, analystes financiers actions, et étude de publications d'analystes financiers.

APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE RETENUE POUR LA CARTOGRAPHIE ET LE CALCUL DU FLUX DE FINANCEMENT

Cette annexe présente l'approche méthodologique utilisée pour tracer le stock d'épargne (cartographie) et en déduire les flux de financement en 2013. Les principales hypothèses sont présentées en Annexe 2, 3 et 4.

La méthodologie est expliquée en sept étapes.

Étape 1 - Définition du périmètre :

Il s'agit d'abord de clarifier la définition de l'épargne au sens de l'étude et de la différencier ainsi du reste du patrimoine. On appellera **épargne investie***, aussi désignée "épargne" dans l'étude, l'ensemble des placements financiers, dont l'immobilier locatif, ayant pour objectif principal de faire fructifier le capital initial (≈ 4429 Md€ en 2013). La composition de l'épargne investie est issue du retraitement des données Banque de France (retraitement par l'Observatoire de l'épargne européenne et par les auteurs).

Étape 2 - Allocation primaire (par support d'épargne) :

Une fois le périmètre défini, il s'agit d'identifier où est investie cette épargne, c'est l'**allocation primaire*** de l'épargne. L'allocation primaire est composée de l'épargne :

- intermédiée par les établissements de collecte *via* des **supports d'épargne***. Un support d'épargne est un produit d'investissement tel que le Livret A, l'assurance-vie ou les OPCVM. L'épargne intermédiée est gérée par trois types d'établissements de collecte : les banques (dont le Fonds Géré d'Épargne de la CDC), les sociétés d'assurance et les sociétés de gestion de fonds. Ces sociétés gèrent les OPCVM généraux et les autres fonds spécialisés (ex: Fonds Communs de Placement en Innovation) ;
- investie directement en actifs finaux (voir définition ci-dessous).

Étape 3 - Allocation finale (portefeuille d'actifs finaux) :

Il s'agit de connaître le portefeuille d'actifs finaux détenus par les ménages à travers leur épargne. On désigne par **actifs finaux*** les actions cotées et non cotées, obligations souveraines et d'entreprises, crédits, biens immobiliers, produits dérivés.

- On s'intéresse dans un premier temps au portefeuille d'actifs finaux de l'épargne intermédiée. On étudie pour cela le bilan des institutions financières (données agrégées par la Banque de France et retraitées par l'OEE). En raison du manque de transparence des bilans et de la complexité du système d'intermédiation, un certain nombre d'hypothèses sont formulées dans la classification des actifs.
- Dans un second temps, on identifie les actifs finaux détenus directement par les ménages.

Les actifs finaux détenus directement par les ménages ou investis indirectement à travers l'épargne intermédiée sont agrégés.

Étape 4 - Analyse des portefeuilles d'actifs finaux par destinataire économique :

On analyse ensuite ce portefeuille d'actifs finaux des ménages par type d'émetteurs de valeurs mobilières (États, entreprises) ou de bénéficiaires de crédit (ménages, grandes entreprises, ETI, PME, administrations publiques, institutions financières) ainsi que par origine géographique (actif final français ou étranger).

Étape 5 - Analyse sectorielle du portefeuille d'actifs finaux :

En connaissant le portefeuille d'actifs des ménages et les émetteurs/débiteurs, il est possible d'effectuer une analyse sectorielle de l'ensemble des actifs finaux détenus par les ménages. Pour les crédits, les données Banque de France sont utilisées. Pour les actions cotées, on utilise la répartition de trois indices sectoriels (un indice France le SBF120, un indice Europe EUROSTOXX 600, un indice monde STOXX1800) qu'on applique au portefeuille des ménages. S'agissant des obligations, la répartition sectorielle des émetteurs français provient de la Banque de France tandis que la répartition sectorielle monde provient de l'indice Barclays Global Aggregate.

Étape 6 – Définition du flux de financement 2013 associé au stock d'épargne :

Finalement, on cherche à connaître le **flux de financement de l'économie en 2013*** associé à la détention d'actifs des ménages. Différentes méthodologies sont développées en fonction des classes d'actifs (dette et fonds propres).

L'effet de financement issu de la détention d'actions cotées en 2013 est calculé à partir du montant d'émission d'actions nouvelles en 2013 et des profits réinvestis en 2013. Ces informations sont obtenues par le retraitement des données datastream (fournisseur de données). La méthodologie et ses hypothèses sont développées en détail dans l'annexe 4.

Pour connaître l'effet de financement de la dette, une méthodologie d'étalement des maturités est utilisée. La méthodologie et ses hypothèses sont développées en détail dans l'annexe 3.

Étape 7 - Contribution du flux de financement à la transition énergétique :

On cherche à connaître la contribution de ce flux de financement à la transition énergétique. À partir de la composition du portefeuille des ménages, on classe les émetteurs et bénéficiaires en fonction de l'impact de leur secteur à la transition énergétique. On retraite la répartition sectorielle du portefeuille d'actifs finaux des ménages en fonction de cette catégorisation. On cherche ensuite à connaître les flux de financement allant à chaque catégorie. Pour cela on applique cette distribution du portefeuille des ménages aux montants des flux de financement.

PRINCIPALES HYPOTHÈSES DE L'APPROCHE MÉTHODOLOGIQUE

• **Principe et définition.** L'approche consiste à déterminer la masse d'épargne française investie en 2013 et à étudier sa répartition dans ses différentes destinations finales. On appelle masse d'épargne investie l'ensemble de l'épargne placée par les ménages dans des actifs ou supports d'épargne, en vue de faire fructifier leur capital initial. Son parcours suit trois étapes. Dans un premier temps, l'épargne est soit récoltée par les institutions financières dans des supports, soit investie directement dans l'économie. Les institutions emploient ensuite ces ressources à travers les actifs qu'elles détiennent. Finalement, on retrouve l'épargne des ménages dans les supports de financement (actions, obligations, prêts) d'acteurs appelés « destinataires ». En somme, nous obtenons, dans les limites énoncées ci-après, l'impact de l'épargne des résidents sur l'économie réelle. Les données utilisées sont celles des comptes nationaux financiers, de la FFSA (pour l'assurance-vie), des données complémentaires de la Banque de France pour fin 2013 et enfin des données de l'enquête CPIS du FMI pour fin juin 2013, qui permettent de connaître le poids des titres étrangers dans les portefeuilles des différentes catégories d'investisseurs.

• **Les limites du suivi de l'épargne.** La cartographie ne prétend pas suivre à la trace chaque euro d'épargne des ménages. Par exemple, il est impossible de savoir exactement comment sont affectés les dépôts dans les différentes classes d'actifs des banques. L'exercice requiert de recourir à des hypothèses de répartition. Dans notre étude, le stock d'épargne est réparti au niveau des établissements de collecte suivant la composition de leurs actifs. Par exemple, les actions cotées françaises représentent 2 % de l'actif des compagnies d'assurance. Ainsi, 2 % du stock d'épargne récolté par les assurances sera dirigé vers les actions françaises.

• **La question des banques et des assurances.** L'opacité de la gestion actif-passif des institutions financières empêche un suivi de l'épargne parfait. La répartition selon l'actif a été retenue mais elle soulève le problème du périmètre retenu. Celle-ci a été déterminée selon les données de la Banque de France. La structure d'actif choisie est donc représentative des succursales françaises. L'utilisation de **données groupe** augmenterait significativement la part des crédits à l'étranger (graphique 12). Mais ce choix a principalement été guidé par des considérations pratiques (accès aux données) et par le souhait de s'aligner sur les pratiques de la Banque de France (*La destination finale de l'épargne des ménages, 2011*). Le cas est similaire pour les sociétés d'assurance.

• **Le cas du non coté.** Les données Banque de France ne font pas la distinction entre actions non cotées et détention par les institutions financières de leurs propres filiales non cotées. Pour les banques, seules les « autres participations » ont été retenues comme investissement en fonds propres non cotés dans l'économie. Concernant les assurances, la FFSA indiquait dans *Le point sur l'assurance française, 2014* que les fonds investis en *private equity* étaient de 22 Md€ en 2009, pour 1616 Md€ d'actifs gérés la même année. Cette part a été répercutée sur les encours de 2013. De cette manière, 1,4 % de l'actif des assurances est dédié à l'investissement en fonds propres non cotés et 4,6 % sont alloués à la détention de filiales non cotées.

• **Des données peu accessibles.** La disponibilité des données est l'enjeu majeur de la cartographie. En dépit des hypothèses appliquées, certaines clés de répartition demeurent inconnues. Il peut s'agir premièrement d'un manque de données pour 2013. Dans ce cas, des données 2012 sont utilisées. Ainsi la Banque de France ne fournit que le détail des bénéficiaires des crédits offerts par les banques en 2012. Toutefois, la répartition des crédits par taille d'entreprise au sein de la classe « Sociétés non financières » date de 2013. Il peut y avoir un manque absolu de donnée. Dans ce cas, le flux d'épargne est arrêté, en attente de données viables. C'est le cas de 50 % de l'épargne retraite, de la catégorie « Autres » à l'actif des banques, des actions de la Caisse des dépôts, des OPCVM non monétaires étrangers, des parts de Sofica, et de 55 % des FCPE. Il est à noter que ces données représentent moins de 5 % de l'allocation primaire.

• **Les contraintes graphiques.** Les flux d'épargne et items sont représentés de manière proportionnelle à leur volume. Il est toutefois difficile de représenter de grandes variations en valeur absolue. Une taille minimale a été déterminée, en dessous de laquelle la qualité visuelle aurait été dégradée. Les flux d'épargne n'ont pas cette contrainte et sont parfaitement représentatifs des montants qui les constituent. Inévitablement, les plus petits d'entre eux s'avèrent trop minces pour être distingués graphiquement.

• **Le cas de l'immobilier locatif.** La différenciation entre valorisation de marché et valeur intrinsèque de l'immobilier locatif a fait l'objet d'une analyse particulière. La valorisation de marché, dans l'absolu, n'existe pas. Puisque le bien est soumis aux lois de l'offre et de la demande, son prix est toujours déterminé par le marché et sa valeur intrinsèque ne peut pas être déterminée. Bien que cette dernière puisse être assimilée à sa valeur comptable, il est toujours possible d'argumenter que la valeur du neuf pour un même bien n'est pas la même d'une année à l'autre. De même, la valeur des terrains et des matériaux évolue et le coût de revient n'est pas non plus une variable satisfaisante. La valeur de l'immobilier est donc un concept relatif ; un bien identique est plus cher d'une année par rapport à l'autre, et l'évolution observée est liée aux caractéristiques du marché. Ainsi une année de référence a été choisie pour séparer la « sur-valeur » du bien immobilier. L'observation des prix de l'immobilier sur 50 ans permet de dégager l'origine de la tendance haussière que nous connaissons depuis 20 ans. L'indice des prix de 1996, début de cette tendance, est sélectionné comme base 100. La différence avec l'indice de 2013 détermine la part d'épargne orientée vers la valorisation marché de l'immobilier locatif.

MÉTHODOLOGIE DE CALCUL DU FLUX DE FINANCEMENT ISSU DE LA DÉTENTION DE DETTES

Cette annexe décrit la méthodologie relative à la partie 2.2. Il est question d'analyser l'effet en 2013 de la détention directe et indirecte de dettes par les ménages sur le financement de l'économie. L'analyse provient des résultats de la mise en transparence effectuée par les auteurs (cartographie) et complétée par des données de la Banque de France, de la Banque centrale européenne, de l'Insee et de l'Agence France Trésor.

- **Problème.** L'allocation finale de la cartographie est un encours. Elle intègre donc les dettes émises durant l'année, mais aussi la part résiduelle des dettes plus anciennes. Dans notre exercice, seule la part concernant l'année en cours nous intéresse, puisque l'on considère que seule la dette nouvelle finance une période donnée. La méthodologie qui suit permet d'étaler dans le temps l'encours de dettes de l'allocation finale, de connaître sa composition temporelle dans le cadre des hypothèses retenues.

- **Hypothèses retenues.** Deux hypothèses ont été nécessaires à la réalisation de l'étude. D'abord, nous admettons que chaque année, un montant de dettes de même valeur que celui de l'année précédente est émis (hyp.1). Ensuite, la nouvelle dette est amortie linéairement sur sa période de remboursement, c'est-à-dire que le montant de remboursement est le même chaque année (hyp.2).

- **Méthode.** Le principe est de décomposer un encours de dettes par tranche annuelle grâce à la maturité moyenne des dettes qui le composent. Soit z l'encours, n la maturité moyenne des dettes de l'encours, x le financement attribué à l'année 2013.

Ex : Admettons un encours de dettes $z=2500$ € de maturité moyenne $n=4$ ans.

Tous les ans une dette de 1000€ est émise. Puisque le remboursement de cette dette est linéaire sur quatre ans, 250€ sont remboursés tous les ans. L'encours est alors composé d'une dette résiduelle de 250€, une de 500€, une de 750€ et d'une dette nouvelle de 1000€, soit un total de 2500€.

- **Le cas des dettes inférieures à un an.** On considère que la dette ne finance pas un projet mais une durée, ici un an. Une dette de maturité supérieure ou égale à un an finance l'intégralité de l'année. Toutefois les dettes de maturité inférieure à un an financent moins qu'une année. Nous répartissons le financement sur l'ensemble de l'année. Autrement dit, une dette de 1000€ de maturité à six mois finance une demie année, le financement de l'année est donc de 500€.

- **Approfondissement.** Il est possible d'améliorer la précision du calcul en utilisant des données de maturité plus précises. Par exemple, la Banque de France détaille la répartition de l'encours des crédits accordés aux entreprises selon la maturité des crédits : les montants inférieurs à un an, les montants entre 1 et 5 ans, les montants supérieurs à 5 ans. Cette répartition est disponible pour les crédits aux PME, grandes entreprises et entreprises immobilières (graphique 13). Après consultations d'experts, il semble que la durée moyenne des prêts inférieurs à 1 an soit de 9 mois. La maturité moyenne des crédits aux PME de maturité supérieure à 5 ans est de 10, 15 ans (voir financementPME.com). Enfin, sachant la durée moyenne totale des crédits aux entreprises suite à la consultation d'experts (3 ans) et la répartition précitée, on estime que la durée moyenne des prêts aux grandes entreprises est de 13 ans.

Selon la méthodologie précitée, le montant des encours par tranche de maturité est ensuite décomposé. Plutôt que de prendre une maturité moyenne de 2,5 ans pour l'intervalle de maturité entre 1 et 5 ans, nous divisons l'encours de dettes de cet intervalle par 5, et attribuons la part à chaque année de l'intervalle. Nous allons ici détailler le calcul permettant de déterminer la part de l'encours de crédits aux entreprises détenue directement et indirectement par les ménages pour l'année 2013. Nous savons que 69 % de l'encours a une maturité moyenne égale à 9 mois, 15 % est réparti sur les maturités de 1 à 5 ans, et 17 % de l'encours a une maturité moyenne de 13 ans. L'encours est de 40,851 Md€.

Le montant résiduel de la dette finançant l'année d'avant est :

$$x_{2012} = 40851 * \left(\frac{15\%}{5} * \frac{2}{1+2} * \frac{1}{2} + \frac{15\%}{5} * \frac{3}{1+2+3} * \frac{2}{3} + \frac{15\%}{5} * \frac{4}{1+2+3+4} * \frac{3}{4} + \frac{15\%}{5} * \frac{4}{1+2+3+4+5} * \frac{4}{5} + 17\% * \frac{13}{\sum_{i=1}^{13} i} * \frac{12}{13} \right)$$

- **Répartition sectorielle.** La répartition sectorielle des crédits aux entreprises est donnée par la Banque de France. La répartition sectorielle des obligations est réalisée en croisant les données de la cartographie avec celles de l'indice Barclays Global Aggregate. Pour la France, les données Banque de France fournissent la répartition par type d'émetteur : État, entreprises, entreprises financières. Ces données sont utilisées en priorité, et complétées avec celles du Barclays Global Aggregates pour la répartition sectorielle des entreprises françaises. Concernant les entreprises étrangères, la Banque de France ne délivre pas de données sectorielles. L'intégralité de l'information vient donc de l'indice obligataire, qui surpondère les obligations souveraines (76 %). Le graphique A3.1 combine ces deux répartitions sectorielles en fonction de la répartition géographique de l'encours de dettes.

MÉTHODOLOGIE DE CALCUL DU FLUX DE FINANCEMENT ISSU DE LA DÉTENTION D' ACTIONS

Cette annexe décrit la méthodologie relative à la partie 2.3. Il est ici question d'étudier l'effet sur le financement des entreprises cotées de la détention directe et indirecte d'actions par les ménages. Les données utilisées sont issues de la cartographie et de Datastream. Certaines données Datastream ne sont pas disponibles.

- **Composition du portefeuille actions.** Il faut d'abord déterminer l'univers des entreprises concernées. Quatre hypothèses d'allocation ont été retenues. D'abord, les actions françaises détenues sont réparties selon l'allocation du SBF 120. Ensuite, les actions étrangères sont réparties comme étant à 50 % européennes et 50 % issues du reste du monde. Enfin, les actions européennes sont réparties selon l'Eurostoxx 600 pour lequel les actions du SBF 120 ont été retirées ; les actions issues du reste du monde sont réparties selon le Stoxx 1800 amputé des actions présentes dans le SBF 120 et l'Eurostoxx 600. Ces trois indices ont été choisis pour couvrir au mieux la zone géographique considérée. La valeur comptable de ces actions est calculée en multipliant l'encours des actions par le ratio (capitaux propres)/(capitalisation boursière).

Il est supposé que la détention d'actions finance une entreprise de deux manières.

- **Le financement par émission d'actions.** Si les actions sont issues d'une émission, elles financent directement l'entreprise et leur valeur est inscrite en capitaux propres. La valeur comptable des actions est donc la valeur directement perçue par l'entreprise. Elle est immuable contrairement à la valeur de marché. Pour connaître la part de l'émission d'actions d'une année dans le financement par fonds propres d'une entreprise, on divise la valeur de la vente de ces actions par les capitaux propres. Multiplier ce ratio par la quantité d'actions des ménages impliquerait un biais puisque celles-ci sont en valeur de marché. La valeur comptable est alors utilisée. On obtient la part de l'émission d'actions de l'année N attribuable directement et indirectement aux ménages.

- **Les profits réinvestis.** On peut considérer que les droits de vote accordés avec l'obtention d'actions apporte au détenteur un droit décisionnel sur le réinvestissement des profits. Ceux-ci, au niveau de l'entreprise, sont assimilés aux variations positives de l'encours des réserves d'une année à l'autre. La variation permet de dégager les mouvements de l'année considérée, et seuls les variations positives sont considérées. De même, tous les encours de réserves négatifs sont annulés à 0, car l'on s'intéresse à l'investissement productif et non au recouvrement de pertes. L'attribution de ces profits aux actions des ménages suit la même logique que pour les émissions d'actions. Le flux de réserve est divisé par les capitaux propres, puis multiplié par la valeur comptable de l'encours des actions détenues directement et indirectement par les ménages. On obtient donc la part des réserves concernées par le pouvoir des ménages issu des droits de vote détenus directement et indirectement.

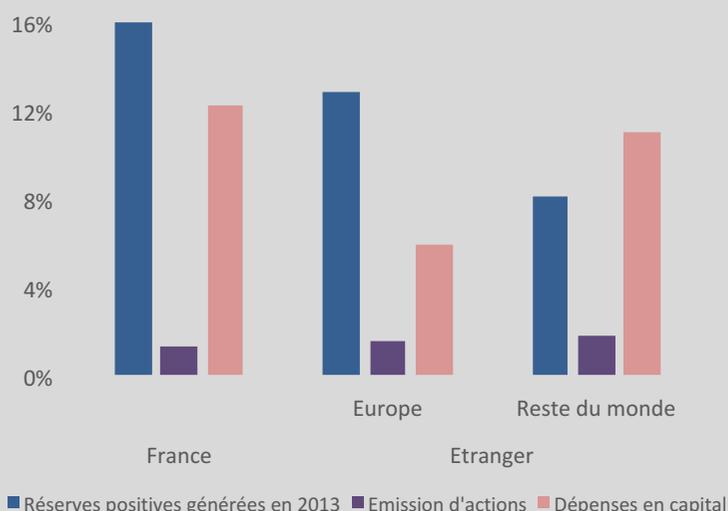
GRAPH.A3.1. HYPOTHÈSES DE RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIONS COTÉES DÉTENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LES MÉNAGES EN 2013

Source : Auteurs (2ii)



GRAPH.A3.2. PART DES PROFITS RÉINVESTIS, DE L'ÉMISSION D' ACTIONS ET DES DÉPENSES EN CAPITAL DANS LES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES COTÉES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE EN 2013

Source : Auteurs (2ii)



ANNEXE 5 –

LISTE DES NICHES FISCALES ET DÉPENSES FISCALES PAR SUPPORT

Source : 2° ii, données PLF 2013

Supports d'épargne	Encours	Dépense fiscale mEUR*	Référence fiscale
Assurance-vie	1143136,17	1200	140119
		epsilon	140202
Assurance-vie en unité de compte	214953,832	10	140120
Capital-risque (dont amorçage)	6538	150	110216
		20	530203
		epsilon	150710
		epsilon	140124
Compte Épargne Logement	33429	580	140101
FIP	2218	7	110245
		22	110244
		32	110228
Fonds Communs de Placement en Innovation	4134	50	110218
Fonds Communs de Placement en Risque	6538	nc	140122
Investissement en économies d'énergie	NC	650	110222
Investissements productif en outre-mer	NC	410	110224
Livret A	237421	410	140102
Livret Bleu	25783	40	140103
Livret Développement Durable	100738	130	140104
Livret Épargne Populaire	22997	60	140105
		330	140123
Livret Jeune	6887	25	140106
Logement/secteur libre (dont Logement Meublé Non Professionnel)	914974,998	2	110260
		14	130211
		30	130215
		35	130203
		37	130209
		60	130214
		60	130204
		145	110250
		310	110252
		455	130208
		620	110251
		epsilon	150118
epsilon	150119		
Malraux (dispositif loi)	0,8	23	130207
		24	110249
Participation	NC	1923	PLFSS 45 (2013- 35)
Plan épargne en actions	94389,7299	100	150708
		120	140117
		nc	120128
Plan épargne salariale (Fonds Communs de Placements en Entreprise)	104600	epsilon	140110
		1440	120108
		244	PLFSS 46 (2013 - 36)
		nc	140109
		nc	150701
Portefeuilles actions	NC	nc	140306
Retraites Art 83	0	3	320108
Retraites Madelin	26700	1150	190101
Retraites PERCO	8600	epsilon	120139
		nc	120507
Retraites PERP	10400	390	100112
		epsilon	120508
Revenus de sociétés françaises	NC	epsilon	140201
SCPI	29968	0	320123
TOTAL		11311	

ACTIFS DÉTENUS PAR LES MÉNAGES ET EFFET DE FINANCEMENT EN 2013

Introduction et synthèse

Cette annexe présente l'approche méthodologique "Fiscalité de l'épargne et orientation des investissements" pour tracer le stock d'épargne et en déduire les flux de financement en 2013. Les sources et hypothèses y sont explicitées.

Légende et acronymes :

- BdF : Banque de France
- OEE : Observatoire de l'épargne européenne
- Les mots en **gras avec une étoile*** sont définis dans le glossaire de l'étude
- ✚ Cet astérisque définit une hypothèse formulée par les auteurs

La méthodologie est ici progressivement expliquée en 7 étapes.

Étape 1 - Définition du périmètre :

Il s'agit d'abord de clarifier la définition de l'épargne au sens de notre étude et de la différencier ainsi du reste du patrimoine. On appellera **épargne investie***, aussi désignée "épargne" dans l'étude, l'ensemble des placements financiers, dont l'immobilier locatif, ayant pour objectif principal de faire fructifier le capital initial (≈ 4429 Md€ en 2013). La composition de l'épargne investie est issue du retraitement des données Banque de France (retraitement de l'Observatoire européen de l'épargne et des auteurs).

Étape 2 - Allocation primaire (par support d'épargne) :

Une fois le périmètre défini, il s'agit d'identifier où est investie cette épargne, c'est l'**allocation primaire*** de l'épargne. L'allocation primaire est composée de l'épargne :

- intermédiée par les établissements de collecte *via* des **supports d'épargne***. Un support d'épargne est un produit d'investissement tel que le livret A, l'assurance-vie, les Fonds Communs de Placement. L'épargne intermédiée est gérée par trois types d'établissements de collecte : les banques (dont le Fonds Géré d'Épargne de la CDC), les sociétés d'assurance et les fonds d'investissement. Les fonds d'investissement qui regroupent les OPCVM et les autres fonds (Fonds Communs de Placement) ;
- investie directement en actifs finaux (voir définition ci-dessous)

Étape 3 - Allocation finale (portefeuille d'actifs finaux) :

Il s'agit de connaître le portefeuille d'actifs finaux détenus par les ménages à travers leur épargne. On désigne par **actifs finaux***, les actions cotées et non-cotées, obligations souveraines et d'entreprises, crédits, biens immobiliers, produits dérivés.

- On s'intéresse dans un premier temps au portefeuille d'actifs finaux de l'épargne intermédiée. On étudie pour cela le bilan des institutions financières (données agrégées par la Banque de France et retraitées par l'OEE). En raison du manque de transparence des bilans et de la complexité du système d'intermédiation, un certain nombre d'hypothèses sont formulées dans la classification des actifs.

- Dans un second temps, on identifie les actifs finaux détenus directement par les ménages. Les actifs finaux détenus directement par les ménages ou investis indirectement à travers l'épargne intermédiée sont agrégés.

Étape 4 - Analyse des portefeuilles d'actifs finaux par destinataire économique :

On analyse ensuite ce portefeuille d'actifs finaux des ménages par type d'émetteurs (États, entreprises) ou de débiteurs (crédits aux ménages, aux grandes entreprises, ETI, PME, administrations publiques, institutions financières) ainsi que par origine géographique (actif final français ou étranger).

Étape 5 - Analyse sectorielle du portefeuille d'actifs finaux :

En connaissant le portefeuille d'actifs des ménages et les émetteurs/débiteurs, il est possible d'effectuer une analyse sectorielle de l'ensemble des actifs finaux détenus par les ménages. Pour les crédits, les données Banque de France sont utilisées. Pour les actions cotées, on utilise la répartition de trois indices sectoriels (un indice France le SBF 120, un indice Europe EUROSTOXX 600, un indice monde STOXX 1800) qu'on applique au portefeuille des ménages. S'agissant des obligations, la répartition sectorielle des émetteurs français provient de la Banque de France tandis que la répartition sectorielle monde provient de l'indice Barclays Global Aggregate.

Étape 6 - Déduction du flux de financement 2013 issu du stock d'épargne :

Finalement, on cherche à déduire du stock d'épargne des ménages le flux de financement de l'économie en 2013. Pour cela, on cherche à extraire le flux de financement 2013 du stock d'épargne. Différentes méthodologies sont développées en fonction de l'actif final.

L'effet de financement en 2013 de la détention d'actions cotées, est calculé à partir du montant d'émission d'actions nouvelles en 2013 et des profits réinvestis en 2013. Ces informations sont obtenues par le retraitement des données Datastream (fournisseur de données).

Pour connaître l'effet de financement de la dette, une méthodologie d'étalement des maturités est utilisée. La méthodologie et ses hypothèses sont développées en détail dans cette annexe.

Étape 7 - Contribution du flux de financement à la transition énergétique :

Il s'agit de connaître la contribution du flux de financement 2013 provenant des ménages à la transition énergétique. On catégorise les différents secteurs en fonction de leur importance pour la transition énergétique. On retrace la répartition sectorielle du portefeuille d'actifs finaux des ménages en fonction de cette catégorisation. On cherche ensuite à connaître les flux de financement allant à chaque catégorie. Pour cela on applique cette distribution du portefeuille des ménages aux montants des flux de financement.

TABLE DES MATIÈRES DE L'ANNEXE 6

1. Périmètre : définir l'épargne investie

2. De l'épargne investie à l'allocation primaire

2.1 Épargne intermédiée

2.2 Détention directe d'actifs finaux - pas de support d'épargne

3. Mise en transparence du portefeuille d'actifs finaux des ménages (allocation finale)

3.1 Mise en transparence du portefeuille d'actifs finaux de l'épargne intermédiée

3.2 Mise en transparence de l'épargne investie directement par les ménages en actifs finaux (allocation finale)

3.3 Récapitulatif de l'allocation finale par actifs finaux

4. Répartition géographique des actifs finaux par émetteurs et débiteurs

4.1 Source des données

4.2 Méthodologie d'analyse des émetteurs et débiteurs par type d'actifs

5. Répartition sectorielle des actifs finaux par émetteurs

6. Flux de financement de l'année 2013 issus de l'épargne des ménages

6.1 Actions cotées

6.2 Dette

7. Répartition sectorielle des flux de financement de l'année 2013

8. Analyse de la contribution des flux de financement 2013 à la transition énergétique

9. FOCUS : Analyse détaillée de la destination des crédits aux ménages

1. Périmètre : définir l'épargne investie

Il s'agit d'abord d'extraire du patrimoine **l'épargne investie***, définie comme *l'ensemble des placements financiers, dont l'immobilier locatif, ayant pour objectif principal de faire fructifier le capital initial* du patrimoine.

On considère que le patrimoine se compose de 6 catégories : l'immobilier non locatif, les biens durables, le professionnel, le comptable, l'hybride, et valeurs mobilières de placement. Il représente 10 544 Mds€ en 2012 (sources : rapport Insee et Banque de France, 2012). L'épargne investie se compose des seules catégories "hybrides" (dont immobilier locatif) et des "valeurs mobilières de placement".

L'Observatoire européen de l'épargne (OEE) fournit une première sous-sélection retraitée des comptes financiers de la Banque de France (5 350 Mds€) dont les auteurs ont extrait l'épargne investie (4 428 Mds€).

L'épargne investie (4,428 Mds€) est composée :

- **Des actifs hybrides.** Il s'agit de l'immobilier locatif qui se compose de deux postes :

- la location meublée non professionnelle.
- le secteur libre : logements relevant du secteur privé (hors loi de 1948) dont les propriétaires sont soit des organismes privés (banques, assurances ou autres), soit des particuliers (définition Insee).

- **Des valeurs mobilières de placement.** Celles-ci comprennent:

- Les dépôts (billets et pièces, dépôts à vue, intérêts courus non échus, livret A, Livret Bleu, compte épargne logement, livret de développement durable livret d'épargne populaire, livret jeune, livrets fiscalisés, dépôts à terme, moins de 2 ans et 2 ans et plus, plan épargne logement, plan épargne populaire, caution et divers).
- Les actions cotées (françaises et étrangères- détention directe).
- Les créances (crédits et obligations, titres de créance négociables).
- Les fonds (part de FCPI, FIP, SCPI, Sofica, FCPE, OPCVM monétaires et non monétaires).
- L'assurance-vie (en euros et unités de compte).
- L'assurance non-vie (provision en assurance pour sinistre).
- L'épargne retraite (PERP, produits destinés aux fonctionnaires et élus locaux, Madelin, PERCO).

On exclut de cette définition les autres catégories du patrimoine :

- **Les biens durables**

- **L'immobilier non locatif**

- **Le patrimoine professionnel :**

- Le non-coté considéré comme étant professionnel (un ménage ayant sa PME)
- Autres participations (SARL) considérées comme professionnelles (Ménage créant une entreprise à structure particulière)

- **Les informations comptables :**

- Les autres créances à recevoir ou à payer
- Les décalages comptables.
- Les crédits commerciaux et avances considérés comme ne faisant pas fructifier le revenu car étant des créances à rembourser en plusieurs fois ou payées en avance.

2. De l'épargne investie à l'allocation primaire

Définition : l'allocation primaire représente l'épargne investie et sa répartition dans les catégories de supports d'épargne.

On y distingue l'épargne intermédiée de la détention directe.

Définition de l'épargne intermédiée : l'épargne qui transite par un établissement de collecte ou un fonds.

2.1 Épargne intermédiée

Celle-ci est composée des catégories suivantes :

- **Contrats d'assurance-vie** - Société d'assurance - (unités de compte et euros).
✚ L'assurance-vie en euros et unité de comptes est mélangée dans le bilan des assurances et redistribuées indistinctement. En effet, les données Banque de France sur le bilan des assureurs confondent les deux types d'actifs au sein d'une même catégorie.
- **Contrats d'assurance non-vie** - sociétés d'assurance - (idem plus haut).
- **Épargne retraite** - diverses sociétés d'assurance et autres (idem plus haut).
- **Livrets réglementés** - banques et CDC- (livret A, Livret Bleu, compte épargne logement, livret de développement durable, livret d'épargne populaire, livret jeune, plan épargne logement, plan épargne populaire).
- **Dépôts et livrets non réglementés** - banques- : billets et pièces, dépôts à vue, intérêts courus non échus, livrets fiscalisés, dépôts à terme, moins de 2 ans et 2 ans et plus, caution et divers.
- **Fonds** :
 - Titres d'OPCVM monétaires.
 - Titres d'OPCVM non monétaires
 - Autres fonds (part de FCPI, FIP, SCPI, Sofica, FCPE,).
 - Sur la cartographie, ces trois catégories sont un mélange de l'allocation primaire des ménages et de l'allocation secondaire (intermédiée par les établissements de collecte).

2.2 Détention directe d'actifs finaux - pas de support d'épargne

- Actions cotées françaises et étrangères
- Obligations (détention directe)
- ✚ On considère que la répartition sectorielle des obligations détenues directement est la même que celle des obligations bancaires. En effet, la détention directe d'obligations est commercialisée *via* les banques. Les montants en question sont limités (1,2 % de l'épargne investie).

- Crédits (détention directe)
- ✚ On considère que les crédits directs sont accordés par les ménages à des PME (seulement). Sur la cartographie, ils s'insèrent directement auprès des destinataires finaux, dans la catégorie PME. Les montants en question sont limités (0,7 % de l'épargne investie.)
- immobilier locatif : les montants investis par les ménages dans l'immobilier destiné à être loué, donc directement en actif final.

3. Le portefeuille d'actifs finaux des ménages (allocation finale)

L'allocation finale* est composée d'actifs finaux :

Actions (cotées et non cotées et parts de filiales non cotées), obligations et titres de créance, crédits, produits dérivés, logement locatif.

Pour connaître la composition du portefeuille des ménages en actifs finaux, on procède en deux temps :

- on regarde d'abord la détention d'actifs finaux des ménages à travers l'épargne intermédiée ;
- on y ajoute ensuite les actifs finaux détenus directement par les ménages.

3.1 Le portefeuille d'actifs finaux de l'épargne intermédiée

On cherche à connaître la répartition de l'épargne intermédiée en types d'actifs finaux (obligations, crédits, actions, immobilier).

Méthodologie :

Pour déterminer la répartition de l'épargne investie en types d'actifs, on part de l'allocation primaire par support d'épargne. On s'intéresse à l'actif des institutions financières (établissements de collecte et fonds.)

Deux temps :

1. On attribue chaque support d'épargne à au moins une institution (hors fonds)

✚ Attention, par exemple le Livret A et le LDD sont alloués à la CDC (Fonds Géré d'Épargne) et aux banques.

- Banque
- Assurance
- CDC

2. Pour chacun, on recourt à l'actif consolidé au niveau national par la Banque de France (retraitement OEE)

Les données publiées par la Banque de France concernent les succursales françaises des institutions financières. Les données d'actifs sont donc celles des établissements français et non celles des groupes (activités internationales). Cela implique un biais à la fois géographique (surpondération de l'activité en France) et structurel (il se peut que les activités de marché soient effectuées au niveau du groupe et

donc sous-représentées). Nous suivons ici la même méthodologie que la Banque de France dans son étude *La destination finale des placements financiers des ménages français, 2011*.

Banques : L'OEE a retraité les données de la Banque de France qui fournit le détail de l'actif des banques en 24 classes d'actifs.

Nous avons agrégé ces classes dans un ensemble cohérent de 6 classes d'actifs (avec données en volume total en milliards d'euros) :

- titres d'OPCVM et actions (titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, actions cotées, actions non cotées (autres participations)) ;
- ✚ hypothèse : on considère que les autres participations sont des actions non cotées (PME). En effet, en raison de leur structure juridique particulière, il est peu probable que les sociétés financées par d'autres participations (SARL...) soient des filiales de grandes entreprises ;
- filiales non-cotées (détention de filiales non cotées (actions non cotées)) ;
- ✚ hypothèse : on considère que la classe d'actifs de la Banque de France "actions non cotées" détenues par les banques représentent majoritairement des participations des banques dans leurs propres filiales ;
- obligations (obligations françaises, étrangères, autres titres de créances) ;
- ✚ Sources des titres de créance : l'OEE (retraitement données Banque de France) au niveau agrégé ;
- produits dérivés ;
- crédits dont :
 - dépôts et prêts entre institutions financières (billets et pièces, dépôts transférables, intérêts courus non échus, refinancement d'IF, comptes de correspondants, prêts à court terme entre IF, prêts à long terme entre IF) ;
 - crédits aux agents non financiers (cautions, crédits à court terme aux agents non financiers, crédits à long terme aux agents non financiers, ICNE sur crédits) ;
- autres (provisions techniques d'assurance, décalages comptables, crédit commercial).

Assurances : L'OEE a retraité les données de la Banque de France qui fournit le détail de l'actif des sociétés d'assurance en 11 classes d'actifs.

La Banque de France distingue l'actif de l'assurance-vie et de l'assurance non-vie. Les montants de chacun des supports sont répartis en fonction de l'actif de ce support. Par exemple, si l'actif de l'assurance-vie est composé à 2 % d'actions, alors 2 % du montant de l'épargne allouée à l'assurance-vie sera dirigée en actions. Nous avons agrégé ces classes dans un ensemble cohérent de 5 classes d'actifs :

- titres d'OPCVM (OPCVM monétaires et non monétaires, français et étrangers) - qui sont redirigés vers les fonds (sans connaître immédiatement le contenu des actifs de ces fonds - voir fonds).
- actions (actions cotées françaises et étrangères et actions non cotées).

- ✚ Un rapport de la FFSA indiquait qu'en 2009, le portefeuille *private equity* des assureurs était de 22 Md€ quand leurs actifs sous gestion étaient de 1616 Md€. Nous avons souhaité garder ce ratio de 1,4 pour évaluer la contribution des assureurs à l'investissement non coté en 2013, soustrait au poste "actions non cotées". Nous avons attribué le reste du poste "actions non cotées" à la détention de filiales non cotées.
- Filiales non cotées ("actions non cotées" - investissement présumé des assureurs en *private equity*, soit 1,4 % de leurs actifs sous gestion.) Il s'agit de l'investissement des assureurs dans leurs propres filiales.
- Obligations (obligations et autres titres de créances, français et étrangers).
- ✚ Source pour les créances : l'OEE (retraitement données Banque de France) au niveau agrégé.
- Crédits (dépôts et crédits).
- Ce sont des crédits entre institutions financières (destination finale : crédits aux IF).

CDC : Le Fonds Géré d'Épargne de la CDC publie chaque année un rapport détaillant son actif. Celui-ci a été repris tel quel suivant ses trois classes d'actifs : actions, obligations, et crédits. La partie centralisée à la CDC représente 243 Mds€ des livrets réglementés (comme indiqué dans le rapport annuel)

- Pour les actions, nous n'avons pas obtenu de la CDC la répartition géographique (France/étranger) - donc le flux (de petite taille 10,486 Mds €) s'est arrêté dans la cartographie
- ✚ On considère que l'ensemble des obligations d'État détenues sont françaises et que les "autres obligations" sont des obligations d'entreprises françaises.

Fonds : le passif des fonds est constitué à la fois de l'épargne investie directement et de l'épargne intermédiée et réinvestie par les établissements de collecte ; on considère qu'il s'agit d'une épargne intermédiée.

OPCVM monétaires et non monétaires

Définition des OPCVM monétaires (Banque de France) : les OPCVM monétaires, dont l'actif est investi principalement dans des produits de court terme indexés sur les taux du marché monétaire.

Définition des OPCVM non monétaires (Banque de France) : les OPCVM non monétaires regroupent les autres types de fonds (hors fonds immobiliers).

- ✚ Les OPCVM étrangères sont assimilées au reste des OPCVM en fonction de leur qualité d'OPCVM monétaires ou non monétaires. Le montant en question est très faible (1 % de l'allocation finale).

L'OEE a fourni les données retraitées de la Banque de France ; qui fournit les données d'actifs des OPCVM monétaires et non monétaires (qu'elle différencie). L'actif se décompose en :

- actions (cotées - françaises et étrangères - et non cotées)
- obligations (dont autres titres de créances) françaises et étrangères ;
- crédits (dépôts et crédits)

- ✚ dont on suppose par la suite qu'ils ne sont accordés qu'aux institutions financières ;

- titres d'OPCVM.

Les OPCVM investissant dans d'autres OPCVM, il est impossible de connaître l'actif final. Il faut donc procéder à une hypothèse de répartition de ces parts dans des actifs finaux (actions, obligations, comme vu précédemment). La Banque de France a fait le même travail en suivant la méthode Boutiller qui consiste en une résolution matricielle de la boucle (voir annexe 2 de 'La destination finale de l'épargne des ménages' Bulletin de la Banque de France • N° 167 • Novembre 2007). Devant la difficulté de reproduire un tel système, il a été décidé de développer une autre méthodologie. La méthodologie utilisée ici consiste à répartir les montants de parts d'OPCVM monétaires et non monétaires (détenues par des OPCVM) selon l'actif de celles-ci.

On calcule la part de chaque actif final dans les OPCVM (monétaires ou non monétaires) sans les parts de titre. On applique cette part aux titres d'OPCVM monétaires et non monétaires.

Exemple : une OPCVM non monétaire détient des parts d'OPCVM monétaires. On calcule la part d'actifs finaux dans les OPCVM monétaires (donc sans les parts de titres) (ici nommé P). On applique la formule : $P = \text{actif final dans l'OPCVM monétaire} / \text{somme des actifs finaux dans OPCVM monétaire}$. On cherche ensuite la part finale des actions cotées françaises de l'OPCVM non monétaire. Pour cela, on applique la formule :

Part d'actions cotées françaises dans l'OPCVM non monétaire + part de titres d'OPCVM monétaires dans l'OPCVM non monétaire * $P_{\text{actions cotées, opcvm non monétaires}}$

Autres fonds

Les autres fonds sont composés de parts de FCPI, FIP, SCPI, Sofica, FCPE.

La composition des actifs des autres fonds provient de sources diverses car non communiquées par la Banque de France.

- FCPE : source AFG (2011) « 45 % de leur portefeuille est composé d'actions cotées dont les 2/3 françaises ».
 - FCPI : selon la définition légale en 2013, 60 % vont en actions non cotées françaises.
 - FIP : d'après la définition légale (investissement de proximité) on considère que 100% de ces fonds sont investis en actions non cotées.
- Pour les fonds investissant en fonds non cotés, on ne différencie pas entre non coté français et non coté étranger.
- SCPI : d'après la définition légale, l'actif des fonds va totalement en immobilier locatif.
 - Sofica : le flux s'arrête.

3.2. L'épargne investie directement par les ménages en actifs finaux (allocation finale)

L'épargne directement investie est composée des actifs finaux suivants - en % de l'allocation finale (part des actifs finaux détenus par les ménages sur le total des actifs finaux) :

- actions cotées françaises : 156,089
- actions cotées étrangères : 14,689
- crédits PME : 32,385
- immobilier locatif : 914,975

Source : OEE retraitement des données Banque de France, en milliards d'euros

Dans l'immobilier locatif, on fait une distinction entre valeur intrinsèque des biens immobiliers et valorisation par le marché.

La différenciation entre valorisation de marché et valeur intrinsèque de l'immobilier locatif a fait l'objet d'une analyse particulière. La valorisation de marché, dans l'absolu, n'existe pas. Puisque le bien est soumis aux lois de l'offre et de la demande, son prix a toujours été déterminé par le marché et sa valeur intrinsèque ne peut pas être déterminée. Bien que cette dernière puisse être assimilée à sa valeur comptable, il est toujours possible d'argumenter que la valeur du neuf pour un même bien n'est pas la même d'une année à l'autre. De même, la valeur des terrains et des matériaux évolue et le coût de revient n'est pas non plus une variable satisfaisante. La valeur de l'immobilier est donc un concept relatif ; un bien identique est plus cher d'une année sur l'autre, et l'évolution observée est liée aux caractéristiques du marché. Ainsi une année de référence a été choisie pour séparer la survaleur du bien immobilier. L'observation des prix de l'immobilier sur 50 ans permet de dégager l'origine de la tendance haussière que nous connaissons depuis 20 ans. L'indice des prix de 1996, début de cette tendance, est sélectionné comme base 100. La différence avec l'indice de 2013 détermine la part d'épargne fléchée vers la valorisation du marché de l'immobilier locatif.

3.3. Récapitulatif de l'allocation finale par actifs finaux

On fait la somme des actifs finaux répartis dans les différents bilans (épargne intermédiée et investie directement) ce qui donne un montant agrégé pour chacun de ces actifs finaux.

Allocation finale	M€	%	Total
Actions cotées	495334,71	11,71%	4 229 316,18 €
Actions non cotées	77832,12	1,84%	
Obligations	1457218,09	34,46%	
Crédits	977502,30	23,11%	
Logement locatif	944 943	22,34%	
Produits dérivés	94265,31	2,23%	
Part des filiales non cotées	137440,21	3,25%	
Autres	44780,45	1,06%	

4. Répartition géographique des actifs finaux par émetteurs et débiteurs

La répartition géographique a été analysée dans les parties précédentes grâce aux données retraitées de la Banque de France (OEE).

Il s'agit maintenant de comprendre l'origine de l'émission des actifs finaux : émetteurs pour les actions et obligations, débiteurs pour les crédits.

4.1 Source des données

Actifs finaux	Banques	Sociétés d'assurance	OPCVM
Obligations	Données BdF et BCE retraitées par l'OEE - par émetteur	Données BdF retraitées par l'OEE	AFG, Cahiers de la gestion, 2012
Crédits	Données Banque de France retraitées par l'OEE -par émetteur -pour les entreprises, par taille	 Les crédits accordés par les assureurs et les OPCVM sont considérés comme des crédits entre institutions financières.  Données Banque de France 2012	

4.2 Méthodologie d'analyse des émetteurs et débiteurs par type d'actifs

Fonds propres

- On a assimilé les actions cotées à l'émission par les grandes entreprises (françaises ou étrangères).
- On a assimilé les actions non cotées à l'émission des PME françaises.

Actions		M€	%		
Actions cotées françaises	Ménages	156 089,00	47%	332 696,32 €	7,87%
	OPCVM monétaires	56,76	0%		
	OPCVM non monétaires	96 807,76	29%		
	Autres fonds	30 967,11	9%		
	Assureurs	38 284,97	12%		
	CDC	?	?		
	Banques	10 490,73	3%		
Actions cotées étrangères	Ménages	14 689,00	9%	162 638,39 €	3,85%
	OPCVM monétaires	58,89	0%		
	OPCVM non monétaires	97 431,98	60%		
	Autres fonds	16 102,89	10%		
	Assureurs	17 257,56	11%		
	CDC	?	?		
	Banques	17 098,07	11%		
Non coté - considéré fr	Ménages	-	0%	77 832,12 €	1,84%
	OPCVM monétaires	27,99	0%		
	OPCVM non monétaires	47 735,01	61%		
	Autres fonds	4 698,40	6%		
	Assureurs	20 917,13	27%		
	CDC	-	?		
	Banques	4 453,59	6%		
Détenion au sein du groupe	Banques	69 349,67	50%	137 440,21 €	3%
	Assureurs	68 090,54	50%		
Total				711	16,80%

Obligations

Les données Banque de France retraitées par l'OEE distinguent trois types d'émetteurs :

- entreprises ;
- administrations publiques ;
- institutions financières.

0,4 % des crédits aux agents non financiers est accordé aux assureurs. Ce montant d'1 milliard d'euros a été dirigé vers les institutions financières.

Obligations					
		%			
Obligations d'entreprises - considérées fr	OPCVM monétaires	8 915,21	?	370 490,55 €	8,76%
	OPCVM non monétaires	25 327,26	7%		
	Autres fonds	?	?		
	Assureurs	285 021,33	77%		
	CDC	31 459,15	8%		
	Banques	19 767,59	5%		
Obligations d'APU - fr	OPCVM monétaires	11 076,47	3%	351 392,82 €	8,31%
	OPCVM non monétaires	31 467,21	9%		
	Autres fonds	?	?		
	Assureurs	246 504,94	70%		
	CDC	53 385,23	15%		
	Banques	8 958,97	3%		
Obligations aux institutions financières - considérées fr-	OPCVM monétaires	7 024,10	14%	48 597,11 €	1,15%
	OPCVM non monétaires	19 954,81	41%		
	Autres fonds	-	0%		
	Assureurs	-	0%		
	CDC	-	0%		
	Banques	21 618,19	44%		
Toutes obligations vers l'étranger (dont obligations d'Etat et obligations d'entreprises)	OPCVM monétaires	19 794,60	3%	686 737,61 €	16,24%
	OPCVM non monétaires	148 860,68	22%		
	Autres fonds	?	?		
	Assureurs	453 691,69	66%		
	CDC	-	0%		
	Banques	64 390,64	9%		
Total				1457	34,46%

Crédits

Les données Banque de France retraitées par l'OEE distinguent 7 catégories de débiteurs dont la catégorie "Entreprises non-financières" divisées en 3 sous-catégories par taille.

La BdF publie les montants agrégés de crédits accordés par l'ensemble des institutions financières, Fonds Géré D'épargne de la CDC inclus. En raison de la particularité des crédits accordés par le fonds d'épargne, il a été décidé de sortir ces crédits de l'agrégation de la Banque de France.

Le détail des crédits accordés par le Fonds Géré d'Épargne de la CDC est en effet publié dans le rapport annuel de celui-ci.

🚩 Dans les données agrégées de la Banque de France, les crédits accordés par le fonds d'épargne sont attribués à des sociétés non financières qui sont en fait des prestataires de services employés par l'État. C'est pour cela que les auteurs ont préféré catégoriser ces crédits en "services publics" et "crédits aux Administrations Publiques (APU) ».

Pour obtenir la répartition du crédit des banques hors fonds d'épargne, il a fallu soustraire les montants des crédits accordés par le fonds d'épargne des données BdF. Les montants de crédits du fonds d'épargne ont été soustraits à la catégorie "Sociétés non financières ».

Ces catégories BdF ont été reclassées par les auteurs comme suit :

Banque de France		Auteurs
Sociétés non financières (crédits du fonds d'épargne exclus)	TPE/PME	PME
	ETI	ETI
	Grandes entreprises	GE
	Autres entreprises(*)	✚ Non affecté (montants trop faible - 0,35% de l'allocation finale)
Entrepreneurs individuels		PME
Particuliers		Ménages
Assurances		Institutions Financières
Administrations publiques		APU
Institut Sans But Lucratif au Service des Ménages		Services Publics (SP)

* Entreprises ne pouvant pas être affectées à une catégorie de taille. Il s'agit essentiellement de Sociétés Civiles Immobilières.

Crédits		%			
Crédits APU - fr	Banques	33 480,46	63%	53 107,38 €	1,26%
	CDC	19 626,92	37%		
Crédits SP - fr	Banques	2 753,81	2%	130 796,12 €	3,09%
	CDC	128 042,31	98%		
Crédits GE - fr	Banques	9 280,19	100%	9 280,19 €	0,22%
Crédits ETI - fr	Banques	24 915,03	100%	24 915,03 €	0,59%
Crédits PME - fr	Banques	67 130,49	67%	99 515,49 €	2,35%
	Ménages	32 385,00	33%		
Crédits AE (SCI) - fr	Banques	14 930,70	100%	14 930,70 €	0,35%
Crédits Ménages - fr	Banques	158 871,16	100%	158 871,16 €	3,76%
Crédits IF - considérées fr	OPCVM monétaires	11 167,19	11%	450 222,78 €	10,65%
	OPCVM non monétaires	55 243,85	56%		
	Assureurs	31 741,98	32%		
	Banques	352 069,77	100%		
Crédits - Non résidents	Banques	35 863,43	100%	35 863,43 €	0,85%
Total				978	23,11%

Autres

Pour les autres actifs finaux, les émetteurs sont inconnus ou trop divers.

Autres		%			
Produits Dérivés - indéterminé	Banques	94265,31	100%	94 265,31 €	2,23%
Autres - indéterminé	Banques	44780,45	100%	44 780,45 €	1,06%
Immobilier Locatif - fr	Ménages	914975,00	97%	944 943,00 €	22,34%
	Autres fonds	29968,00	3%		
Total				1084	25,63%

5. Répartition sectorielle des actifs finaux par émetteurs

On recherche la répartition sectorielle des actions cotées, obligations et crédits. Les actifs immobiliers sont *per se* un secteur. Le non coté est attribué aux PME qui sont considérées comme un secteur.

Actions cotées

- ✚ On connaît le montant total d'actions cotées détenues par les ménages (françaises et étrangères). On cherche à connaître la répartition sectorielle de ces actions. Pour cela il faudrait connaître la composition moyenne d'un portefeuille d'actions. Or la composition des portefeuilles n'est pas agrégée et communiquée. On approxime donc le portefeuille moyen des ménages français en se basant sur des indices boursiers car ces indices boursiers sont largement utilisés comme référence à la gestion de portefeuille.
- ✚ On applique l'indice SBF 120 aux actions françaises parce que cet indice est représentatif du marché français. Il est en effet composé des 120 entreprises françaises les plus importantes.
- ✚ Les entreprises étrangères sont arbitrairement réparties à 50 % européennes et à 50 % reste du monde. On applique aux premières l'EuroStoxx 600 (hors valeurs du SBF 120 utilisées pour les actions françaises) et aux secondes le Stoxx 1800 (hors valeurs du SBF 120 et Stoxx 1800 utilisées pour les actions françaises et européennes).

Ces indices sont composés de titres d'entreprises catégorisées par secteurs-industries ICB (The Industry Classification Benchmark) par Datastream (vérification de la catégorisation des secteurs par les auteurs), composés de 10 secteurs.

La répartition sectorielle de chacun de ces indices sera ensuite appliquée aux montants de financement (voir point 7).

Crédits

La répartition sectorielle des crédits aux entreprises est donnée par la Banque de France.

Obligations

On connaît le montant total d'obligations détenues par les ménages dont on précise la répartition sectorielle (françaises et étrangères).

On fonctionne en deux étapes :

- ✚ La Banque de France fournit la répartition des obligations françaises par type d'émetteur français : État, entreprises, entreprises financières. On approxime alors le portefeuille moyen d'obligations d'entreprises françaises en se basant sur l'indice « Barclays Global Aggregate », indice obligataire de référence.

- ✚ La Banque de France ne fournit pas la répartition des obligations étrangères par type d'émetteur. L'intégralité de l'information vient donc de l'indice obligataire. On utilise la répartition par émetteur ainsi que sa répartition sectorielle pour les entreprises. Il est important de noter que le Barclays Global Aggregate surpondère les obligations souveraines (76 %).

Le Barclays Global Aggregate est composé de titres d'entreprises catégorisés par secteurs GICS (Global Industry Classification Standard) niveau 1, composés de 10 secteurs.

6. Flux de financement issu de l'épargne des ménages (pour l'année 2013)

On définit le financement annuel comme le volume de capital, issu des stocks d'épargne, disponible pour financer une activité pendant un an : c'est donc un flux. On détermine ce flux apporté par chaque type d'actifs pour l'année 2013.

✚ 6.1 Actions cotées

On évalue la contribution des ménages au financement en fonds propres des entreprises. Pour cela on cherche d'abord la contribution des actions cotées au financement de l'entreprise dont on extrait la part des ménages.

6.1.1 Approche : effet de la détention d'actions cotées sur le financement des entreprises (en 2013)

On suppose que la détention d'actions cotées finance une entreprise à travers :

- **le financement par émission d'actions.** Les nouvelles actions émises en 2013 financent directement l'entreprise : leur valeur est inscrite aux capitaux propres.
- **le contrôle de l'allocation des profits par l'actionnaire.** La détention d'actions cotées est accompagnée d'un droit de vote qui confère en principe le droit, annuellement, de s'exprimer sur l'utilisation des profits. Ceux-ci peuvent rémunérer les propriétaires de l'entreprise (dividendes), ou bien être réinvestis dans l'activité (investissement productif). Dans cette logique, l'actionnaire peut orienter ces investissements vers une stratégie de plus ou moins long terme. Les profits réinvestis sont une forme de financement issue de la détention d'actions cotées. Le montant des profits réinvestis pour toutes les entreprises du périmètre est calculé comme la variation positive de réserves positives.

6.1.2 Méthodologie de calcul de ce flux de financement

Actions nouvelles émises en 2013 et détenues par les ménages

Soit la valeur comptable du stock de capitaux propres (CP) de toutes les entreprises du périmètre = CP

✚ Sélection des données Datastream en fonction des entreprises du périmètre.

On cherche la valeur comptable du stock de fonds propres détenus par les ménages = $AC_{\text{ménages}}$

✚ Il faut déterminer la valeur comptable de ce stock alors que nous n'avons que la valeur de marché (voir plus bas).

Soit le montant des émissions nouvelles d'actions cotées en 2013 pour toutes les entreprises du périmètre (actions cotées émises soit ACE) = ACE_{2013}

✚ Sélection des données Datastream en fonction des entreprises du périmètre.

On cherche alors la part des émissions d'actions nouvelles en 2013 détenues par les ménages = $ACE_{\text{ménages}}^{2013}$

$$ACE_{\text{ménages}}^{2013} = ACE_{2013} * AC_{\text{ménages}} / CP$$

Cette formule est en fait appliquée au capitaux propres de chaque indice (en prenant en compte le périmètre pré-cité).

$$ACE_{\text{ménages}}^{2013} = AC_{\text{ménages}}^{\text{FR}} * (ACE_{2013}^{\text{SBF120}} / CP_{2013}^{\text{SBF120}}) + AC_{\text{ménages}}^{\text{Europe}} * (ACE_{2013}^{\text{EuroStoxx600}} / CP_{2013}^{\text{EuroStoxx600}}) + AC_{\text{ménages}}^{\text{monde}} * (ACE_{2013}^{\text{Stoxx1800}} / CP_{2013}^{\text{Stoxx1800}})$$

NB : On dispose de $AC_{\text{ménages}}^{2013}$ en valeur de marché ($AC_{\text{ménages}}^{2013 \text{ marché}}$). Sa valeur comptable ($AC_{\text{ménages}}^{2013 \text{ comptable}}$) est retrouvée grâce au ratio capitaux propres (valeur comptable) sur Capitalisation boursière (CB) selon la formule :

$$AC_{\text{ménages}}^{2013 \text{ comptable}} = AC_{\text{ménages}}^{2013 \text{ marché}} * CP / CB$$

En effet, **la valeur** comptable est inscrite au bilan. La valeur de marché est la somme totale des valeurs des actions telles qu'évaluées sur les marchés boursiers à l'instant t . La valeur comptable est donc considérée par les auteurs comme moins volatile, et permet de différencier la valeur intrinsèque de la valorisation de marché.

Profits réinvestis en 2013 contrôlés par les ménages

Datastream publie les réserves années après années.

✚ On prend la variation positive des réserves positives entre 2013 et 2012. Les réserves négatives ne sont pas comptabilisées puisqu'une réserve négative est considérée comme une perte qui ne permet pas un investissement productif. Une variation négative de réserves positives est une perte d'une année sur l'autre.

Comme ci-dessus, on cherche la part des profits réinvestis en 2013 contrôlés par les ménages ($PR_{\text{ménages 2013}}$), avec PR_{2013} l'ensemble des profits réinvestis par les entreprises du périmètre.

✚ PR_{2013} est une sélection des données Datastream en fonction des entreprises du périmètre.

$$PR_{\text{ménages 2013}} = PR_{2013} * AC_{\text{ménages}} / CP$$

Cette formule est en fait appliquée au capitaux-propres de chaque indice (en prenant en compte le périmètre précité).

$$PR_{\text{ménages 2013}} = AC_{\text{ménages}}^{\text{FR}} * (PR_{2013}^{\text{SBF120}} / CP_{2013}^{\text{SBF120}}) + AC_{\text{ménages}}^{\text{Europe}} * (PR_{2013}^{\text{EuroStoxx600}} / CP_{2013}^{\text{EuroStoxx600}}) + AC_{\text{ménages}}^{\text{monde}} * (PR_{2013}^{\text{Stoxx1800}} / CP_{2013}^{\text{Stoxx1800}})$$

Dépenses en capital attribuables aux ménages

Nous avons montré que les ménages ont une influence sur l'allocation d'une partie des fonds propres au sein de l'entreprise. Il s'agit donc de savoir si ces montants ont un impact dans l'investissement productif de l'entreprise. Pour cela, on compare ces montants aux montants de la dépense en capital attribuable aux ménages.

✚ Les dépenses en capital des entreprises du périmètre sont communiquées par Datastream.

On cherche la part des dépenses en capital pour l'année 2013 attribuable aux ménages ($DC_{\text{ménages 2013}}$), avec DC_{2013} l'ensemble des dépenses en capital par les entreprises du périmètre.

✚ DC_{2013} est une sélection des données datastream en fonction des entreprises du périmètre.

$$DC_{\text{ménages 2013}} = DC_{2013} * AC_{\text{ménages}} / CP$$

Cette formule est en fait appliquée au capitaux-propres de chaque indice (en prenant en compte le périmètre précité).

$$DC_{\text{ménages 2013}} = AC_{\text{ménages}}^{\text{FR}} * (DC_{2013}^{\text{SBF120}} / CP_{2013}^{\text{SBF120}}) + AC_{\text{ménages}}^{\text{Europe}} * (DC_{2013}^{\text{EuroStoxx600}} / CP_{2013}^{\text{EuroStoxx600}}) + AC_{\text{ménages}}^{\text{monde}} * (DC_{2013}^{\text{Stoxx1800}} / CP_{2013}^{\text{Stoxx1800}})$$

À l'issue de cette opération, nous remarquons que :

$(PR_{\text{ménages 2013}} + ACE_{\text{ménages 2013}}) > DC_{\text{ménages 2013}}$

Le montant du financement en fonds propres apporté par les ménages couvre les dépenses en capital attribuables aux ménages. En l'occurrence, nous ne connaissons pas les clefs d'allocation de cette ressource.

6.2 Dette

Cette section décrit la méthodologie relative à l'étude réalisée à la section 2.2. Il est ici question d'analyser l'effet de la détention de dettes par les ménages sur le financement de l'économie en 2013. Les données sont issues de la Banque de France, de la Banque centrale européenne, de l'Insee et de l'Agence France Trésor.

• **Problème.** Nous appelons « encours de dettes » ou « encours » le stock de dettes détenues directement et indirectement par les ménages. Cet encours intègre les dettes émises durant l'année 2013, mais aussi la part résiduelle des dettes plus anciennes et en train d'être remboursées. Nous considérons que seule la dette émise en 2013 finance l'année 2013 et nous en cherchons le montant.

Deux méthodologies ont été explorées pour connaître le montant de dettes émis en 2013.

La première a été utilisée par la Caisse des Dépôts qui connaît le détail de ses flux de dettes. Il s'agit de :

$Dette_{2013} - Dette_{2012} + \text{remboursement}_{2013-2012}$.

Cependant, les données nécessaires à cette méthodologie ne sont pas disponibles pour toutes les catégories d'émetteurs/emprunteurs.

Il a donc fallu développer une autre méthodologie qui consiste à étaler l'encours de dettes dans le temps, à connaître sa composition temporelle dans le cadre des hypothèses retenues. Cette dernière méthodologie est fondée sur deux hypothèses très fortes :

✚ **Hypothèses retenues.** Deux hypothèses ont été nécessaires à la réalisation de l'étude. D'abord, l'hypothèse grossière selon laquelle le montant total de dettes émises par les destinataires d'une même catégorie (l'État, les entreprises, les institutions financières) est égal d'une année à l'autre (hyp.1).

✚ Ensuite, le mode de remboursement de la dette est linéaire, c'est-à-dire que le montant remboursé est égal d'une année sur l'autre (hyp.2).

• **Méthode.** Le principe est de décomposer un encours de dettes par tranche annuelle grâce à la maturité moyenne des dettes qui le composent. Soit z l'encours, n la maturité moyenne des dettes de l'encours, x le financement attribué à l'année 2013.

Nous avons $x = \frac{n}{\sum_{i=1}^n i} * z$.

Ex : Soit un encours de dettes $z=2500$ € de maturité moyenne $n=4$ ans. On a selon les hypothèses 1 et 2 :

Année théorique	1998	1999	2010	2011	2012	2013
Montants théoriques	1000	750	500	250	0	0
	0	1000	750	500	250	0
	0	0	1000	750	500	250
	0	0	0	1000	750	500
	0	0	0	0	1000	750
	0	0	0	0	0	1000
Encours théoriques	1000	1750	2250	2500	2500	2500

$$2500 = x + \frac{3}{4}x + \frac{2}{4}x + \frac{1}{4}x \text{ soit } x = \frac{n}{\sum_{i=1}^n i} * z = \frac{4}{1+2+3+4} * 2500 = 1000\text{€}.$$

Tous les ans une dette de 1000 € est donc émise. Puisque le remboursement de cette dette est linéaire sur quatre ans, 250 € sont remboursés tous les ans. L'encours est alors composé d'une dette résiduelle de 250 €, une de 500 €, une de 750 € et d'une dette nouvelle de 1000 €, soit un total de 2500 €.

- **Le cas des dettes de maturités inférieures à un an.** On considère que la dette finance non pas un projet mais une durée, ici un an. Une dette de maturité supérieure ou égale à un an finance l'intégralité de l'année. Toutefois les dettes de maturité inférieure à un an financent moins qu'une année. Nous répartissons donc le financement sur l'ensemble de l'année. Autrement dit, une dette de 1000 € de maturité 6 mois finance une demie année, le financement de l'année est donc de 500 €.

- **Approfondissement.** Il est possible d'améliorer la précision du calcul en utilisant des données de durées plus précises, disponibles pour certains émetteurs/emprunteurs. Cette méthodologie est utilisée dans le cas des crédits aux entreprises et des obligations d'État.

Par exemple, la Banque de France détaille la répartition de l'encours des crédits accordés aux entreprises selon leur maturité: les montants inférieurs à 1 an, les montants entre 1 et 5 ans, les montants supérieurs à 5 ans. Cette répartition est disponible pour les crédits aux PME, grandes entreprises et entreprises immobilières (Graphique ci-dessous, données Banque de France, 2011). Après consultations d'experts, il semble que la durée moyenne des prêts inférieurs à 1 an soit de 9 mois. La durée moyenne des crédits aux PME de durée supérieure à 5 ans est de 10,15 ans (financementPME.com...). Enfin, connaissant la durée moyenne totale des crédits aux entreprises suite à la consultation d'experts (3 ans) et la répartition précitée, on estime que la durée moyenne des prêts aux grandes entreprises est de 13 ans. Selon la méthodologie précitée, le montant des encours par tranche de maturité est ensuite décomposé.

Plutôt que de prendre une maturité moyenne de 2,5 ans pour l'intervalle de maturité entre 1 et 5 ans, nous divisons l'encours de dettes de cet intervalle par 5, et attribuons la part à chaque année de l'intervalle.

Ex : nous allons ici détailler le calcul qui détermine la part de l'encours de crédits aux entreprises détenue directement et indirectement par les ménages pour l'année 2013. Nous savons que 69 % de l'encours a une maturité moyenne égale à 9 mois, 15 % sont répartis sur les maturités de 1 à 5 ans, et 17 % de l'encours a une maturité moyenne de 13 ans. L'encours est de 40,851 Md€.

On a donc :

$$x_{2013} = 40851 * \left(69\% * \frac{3}{4} + \frac{15\%}{5} * \frac{1}{1} + \frac{15\%}{5} * \frac{2}{1+2} + \frac{15\%}{5} * \frac{3}{1+2+3} + \frac{15\%}{5} * \frac{4}{1+2+3+4} + \frac{15\%}{5} * \frac{5}{1+2+3+4+5} + 17\% * \frac{13}{\sum_{i=1}^{13} i} \right)$$

Le montant résiduel de la dette finançant l'année précédente est :

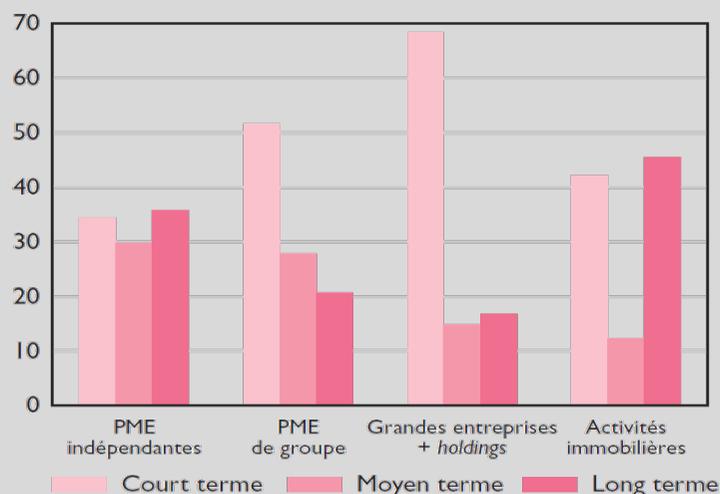
$$x_{2012} = 40851 * \left(\frac{15\%}{5} * \frac{2}{1+2} * \frac{1}{2} + \frac{15\%}{5} * \frac{3}{1+2+3} * \frac{2}{3} + \frac{15\%}{5} * \frac{4}{1+2+3+4} * \frac{3}{4} + \frac{15\%}{5} * \frac{5}{1+2+3+4+5} * \frac{4}{5} + 17\% * \frac{13}{\sum_{i=1}^{13} i} * \frac{12}{13} \right)$$

Sources indiquant les maturités et durées

Emetteurs/emprunteurs	Maturité moyenne	Dénomination exacte	Source	Année	Lien
Dettes aux ménages : 5% OUT car catégorie "autres crédits". Répartition dans "Analyse de la consommation crédits"	16 ans	Durée moyenne des prêts immobiliers	Insee/Crédit agricole	2014	http://www.credit-agricole.fr/blog/argen/achats-immmediats-pour-quel-credit-opter.html
	1 an	Durée moyenne des prêts à la consommation	Insee/Crédit agricole	2011	http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/FPORS_OC13c_VE3_endettement.pdf_7
Grandes entreprises et ETI	x	Répartition par maturité*	Banque de France	2009-2011	
Petites entreprises	x	Répartition par maturité*	Banque de France	2009-2011	
Autres entreprises (majoritairement SCI)	x	Répartition par maturité*	Banque de France	2009-2011	
Dettes aux Administrations publiques	7 ans	Durée de vie moyenne de la dette d'Etat négociable	AFT	31-mai-13	http://www.aft.gouv.fr/rubriques/duree-de-vie-moyenne-de-la-dette-negociable_166.html
Crédits CDC	34 ans		Entretien avec la CDC		
Obligations d'entreprise	8,3	Maturité moyenne des bonds	BCE	2013	http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201202en_pp87-103en.pdf
Obligations d'Etat	7 ans	Durée de vie moyenne de la dette d'Etat négociable*	AFT	31-mai-13	http://www.aft.gouv.fr/rubriques/duree-de-vie-moyenne-de-la-dette-negociable_166.html

*Répartition par maturité réfère à la méthodologie présentée ci-dessus.

b) Par durée des crédits (janvier 2009 – avril 2011)



Champ : Hors découverts et crédits permanents

Note : Court terme : moins de 1 an, moyen terme : entre 1 et 5 ans, long terme : plus de 5 ans

Source : Banque de France

7. Répartition sectorielle des flux de financement pour 2013

Il s'agit maintenant de connaître la répartition sectorielle des flux de financement. Pour les actions, les obligations et les crédits, on reprend la catégorisation sectorielle des actifs finaux appliquée aux montants de financement. Les actifs immobiliers sont *per se* considérés comme un secteur. Le non-coté est attribué aux PME, considérées comme un secteur.

Crédits

- On applique directement la répartition sectorielle du stock de crédits accordés entre 2009 et 2011 au flux de financement en 2013.

Obligations

- On applique la répartition sectorielle du stock d'obligation au flux de financement en 2013.

Actions cotées

Pour trouver la répartition sectorielle des actions cotées financées en 2013, on fonctionne en 2 temps :

- on utilise la sectorisation ICB pour chaque entreprise ;
- on pondère le poids de l'entreprise en fonction du flux de financement des actions cotées détenues par les ménages en 2013 ($ACE_{\text{ménages 2013}}$, $PR_{\text{ménages 2013}}$).

8. La contribution des flux de financement 2013 à la transition énergétique

Une fois connus les flux de financement en 2013 vers chaque secteur, on s'interroge sur l'impact de ce flux de financement sur la transition énergétique.

- ✚ Les secteurs financés en 2013 sont regroupés en 4 grandes catégories d'impacts sur la transition énergétique.
 - La catégorie « **combustibles fossiles et énergie** » qui rassemble des secteurs au cœur de la transition énergétique. Elle comprend le charbon, l'extraction et le raffinage du pétrole et du gaz ainsi que la production électrique. À l'heure actuelle, il n'est pas possible d'extraire la part de production d'énergies renouvelables de cette catégorie. Sur la base du mix énergétique des entreprises, les auteurs ont cherché à extraire la capacité installée en énergies renouvelables ou d'extraire la capacité produite mais aucune de ces deux approches ne s'est révélée satisfaisante.
 - Les « **secteurs exposés à la transition énergétique** »*. Cette catégorie regroupe les infrastructures dépendantes des énergies fossiles telles que les infrastructures d'acheminement et les infrastructures de transport. Elle contient aussi les secteurs intensifs en carbone tels que le ciment, l'acier, le papier, le verre. Ces secteurs seront impactés par la transition énergétique.
 - Les « **autres secteurs** » regroupent les activités d'intensité carbone faible ou moyenne par exemple les services, les boissons, les logiciels, la santé, les médias.
 - La catégorie « **gouvernements** » ne s'applique qu'aux obligations et couvrent les obligations souveraines, d'agences publiques locales ou nationales.
- ✚ La répartition sectorielle par impact sur la transition énergétique est pondérée comme précédemment. Pour les crédits et obligations, la répartition sectorielle est pondérée par le montant du stock ; pour les actions cotées, la répartition sectorielle est pondérée par le flux de financement en actions nouvellement émises et profits réinvestis.

9. FOCUS : analyse détaillée de la destination des crédits aux ménages

Les données suivantes ont été retraitées :

La répartition par type de crédits (auto, immobilier, consommation) du nombre de crédits est fournie par l'Observatoire des crédits aux ménages (données 2013).

La répartition par type de crédits aux ménages (immobilier et consommation) entre 2004-2013 est fournie par la Banque de France (données publiées en 2014, données utilisées pour l'année 2013).

Les données d'investissement (formation brut de capital fixe) concernant le marché immobilier viennent des Comptes du Logement 2012 (CGDD).

Les modes de financement des dépenses immobilières proviennent aussi des Comptes du Logement 2012 (CGDD).

Les modes de financement des achats de voitures par les particuliers sont fournis par le Comité des constructeurs français automobile (données utilisées pour l'année 2012).

Le détail des dépenses en automobiles des ménages est donné par le Comité des constructeurs français automobiles (données utilisées pour l'année 2012).

2° INVESTING INITIATIVE

2° *Investing initiative* (aussi désigné dans le texte par 2°ii) promeut la prise en compte par les investisseurs, et le cadre réglementaire associé, des contraintes climatiques et des besoins de financement à long terme. Association d'intérêt général, elle rassemble institutions financières, pouvoirs publics, associations environnementales et organismes de recherche. 2° *Investing Initiative* a été créée en 2012. L'association regroupe 100 membres, organisations et professionnels du secteur financier issus de douze pays. En 2014, son programme de travail est financé par la CDC, Axa, Allianz, HSBC, l'AFD, le CGSP, le CGDD (ministère de l'Écologie, du Développement Durable et de l'Énergie), l'ADEME, *Finance Watch*, le gouvernement norvégien et la fondation Wallace. Le nom de l'initiative fait référence à l'objectif de transcrire les scénarios climatiques +2°C en objectifs d'investissement pour les institutions financières ainsi qu'en incitations réglementaires et fiscales.