

Comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital

Actualisation des données disponibles

COMPLÉMENT n° 3

Contexte macrofinancier

François Guinouard et Aurélie Sotura¹, octobre 2022

La crise sanitaire a eu un fort impact, en montant et en composition, sur les flux de placements des ménages et de financement des entreprises, en 2020 et 2021. Bien qu'ils aient diminué par rapport à 2020, les flux de placements des ménages en 2021 sont restés sensiblement supérieurs à leur niveau avant-crise. En 2021, par rapport à 2020, ce surcroît d'épargne a été relativement moins orienté vers les placements sans risque (numéraire et dépôts), même si ceux-ci sont restés largement prédominants ; à l'inverse, la proportion des flux vers les titres et l'assurance-vie a un peu remonté, à partir de niveaux tombés très bas. Au sein de ce dernier groupe, la part de l'assurance-vie a fortement augmenté, d'une part car les flux en assurance-vie support euro sont redevenus positifs après une année de forte décollecte, d'autre part parce que les flux d'assurance-vie en unités de compte ont été encore plus dynamiques en 2021. Ce surcroît d'épargne des ménages continue de s'expliquer avant tout par une moindre possibilité de consommation en raison des restrictions liées à la situation sanitaire. Du côté des sociétés non financières (SNF), on observe une augmentation des flux de financement bien moins marquée qu'en 2020, sans signe de dégradation de la dette nette bancaire². Les investissements directs étrangers ont nettement rebondi en 2021, on ne peut néanmoins pas tirer de conclusion en termes d'attractivité car la plupart des pays développés ont connu une trajectoire similaire.

À l'automne 2017, le gouvernement a rénové en profondeur la fiscalité du capital, en instaurant un prélèvement forfaitaire unique (PFU) sur les revenus de l'épargne, en remplaçant l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) par un impôt recentré sur la fortune immobilière (IFI), et en programmant une baisse de l'impôt sur les sociétés (IS) sur plusieurs années. La mise en place du PFU et le remplacement de l'ISF par l'IFI (loi de finances pour 2018) ont conduit à un allègement de la fiscalité des revenus du capital. Le PFU a aussi pu inciter les SNF à davantage rémunérer les ménages actionnaires en leur versant plus de dividendes. Au total, ce changement de fiscalité a pu induire non seulement une augmentation du revenu et du patrimoine des ménages mais aussi une modification de la structure de ce dernier, en renforçant tout particulièrement le rendement net des titres par rapport aux autres placements, créant ainsi un environnement plus propice au financement par fonds propres des SNF.

¹ François Guinouard est adjoint au chef du service d'Études et de Statistiques des opérations financières de la direction des Statistiques monétaires et financières de la Banque de France. Aurélie Sotura est économiste-chercheur dans le service des Analyses microéconomiques de la direction des Enquêtes de conjoncture et des Analyses microéconomiques et structurelles de la Banque de France.

² Berardi N., Bureau B. et Delamarre F. (2022), « [La résilience des PME françaises après deux ans de crise Covid](#) », *Bloc-notes Éco*, billet n° 283, Banque de France, septembre.

Les données de comptabilité nationale, qui retracent l'évolution et la composition de l'épargne financière des ménages et du financement des SNF, peuvent renseigner sur l'ampleur de ces changements. Toutefois, elles ne permettent pas de procéder à des évaluations causales puisqu'il n'est pas possible de comparer entre elles des catégories d'agents similaires. En outre, d'autres facteurs que la fiscalité peuvent influencer davantage les comportements financiers des ménages et des SNF, comme l'évolution de leurs revenus et du coût de l'endettement. En ayant eu un impact significatif sur la situation financière des ménages, la crise sanitaire a rendu encore plus délicate l'évaluation des effets de la réforme de la fiscalité du capital car elle a fortement impacté à la fois la taille et la composition des flux de placements.

Le patrimoine financier brut des ménages³ s'est élevé à 6 025 milliards d'euros au 31 décembre 2021 (hors placements divers)⁴. Ce patrimoine était détenu à 68 % sous forme de titres et assurance-vie et à hauteur de 32 % sous forme de dépôts, billets et pièces.

En 2021, les flux de placements financiers des ménages ont atteint 165,8 milliards d'euros (voir tableau 1), un niveau à nouveau élevé (voir graphique 1) bien qu'en baisse de 37,6 milliards d'euros par rapport à 2020. Ce surcroît d'épargne sur ces deux années est la contrepartie financière des restrictions de consommation liées à la pandémie de Covid-19.

En 2021, les flux de placements vers les titres et assurance-vie (49,4 milliards d'euros) sont un peu plus élevés qu'en 2020 (38,4 milliards d'euros). Cette hausse, couplée à une épargne relativement moins forte, implique que la part de ces flux dans l'ensemble des flux financiers des ménages a augmenté par rapport à 2020, tout en demeurant largement inférieure à sa moyenne de long terme. Cette part a ainsi représenté 29,8 % des flux totaux de placements financiers des ménages en 2021, contre 18,9 % en 2020 et 55,4 % en moyenne sur la période 2001-2019 (voir graphique 1), tandis que les placements sous forme de dépôts, billets et pièces ont représenté 70,2 % des flux totaux (en baisse symétriquement de 10,9 points de pourcentage par rapport à 2020).

Par ailleurs, la composition des flux de placements vers les titres et l'assurance-vie s'est modifiée par rapport à 2020 : la part dans ces flux de l'assurance-vie augmente fortement par rapport à 2020, d'une part parce que les flux en assurance-vie support euro redeviennent légèrement positifs après une année de forte décollecte (+0,5 milliard d'euros en 2021 après -17,4 milliards d'euros en 2020), d'autre part parce que les flux d'assurance-vie en unités de compte sont encore plus dynamiques qu'en 2020 (+34,1 milliards d'euros en 2021 après +21,2 milliards en 2020 et +14,5 milliards en moyenne sur la période 2016-2019). À l'inverse, la part des flux en actions et autres participations détenues directement diminue, car ces flux sont en baisse (+18,9 milliards d'euros après +31,7 milliards) tout en demeurant supérieurs à leur niveau observé avant-crise (+2,7 milliards d'euros par an en moyenne sur la période 2016-2019).

En raison de ces flux ainsi que d'effets de valorisation positifs sur les titres en 2021, la part des titres et assurance-vie dans l'encours de patrimoine financier brut des ménages a légèrement augmenté en 2021, passant de 67,4 % en 2020 à 67,8 % en 2021.

³ S'entend ici comme particuliers, entrepreneurs individuels et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), cf. [nomenclature des secteurs institutionnels en comptabilité nationale](#). Ce périmètre est légèrement différent de celui de la comptabilité nationale mais correspond à celui utilisé pour le [Rapport annuel sur l'épargne réglementée – 2021](#) (juillet 2022) dans le *Stat Info* « [Placement et patrimoine des ménages au premier trimestre 2022](#) » (août 2022) de la Banque de France.

⁴ C'est-à-dire hors provisions techniques d'assurance-dommages et autres comptes à recevoir ou à payer, cf. [nomenclature des instruments financiers en comptabilité nationale](#).

Dans un contexte de crise sanitaire et économique, la forte hausse de l'épargne des ménages en 2020, et dans une moindre mesure en 2021, s'explique d'abord et avant tout par les restrictions à la consommation relatives aux périodes de confinement et de couvre-feu. Des travaux de la Banque de France montrent que :

- les effets d'incertitude ont été limités comparés à la contribution des restrictions administratives sur les dépenses⁵ ;
- le surplus d'épargne financière des ménages, calculé comme la différence entre les flux d'épargne financière observés et les flux qu'on aurait obtenus en prolongeant la tendance pré-Covid⁶, serait proche de 150 milliards d'euros à fin 2021⁷.

Selon les premières données disponibles pour le premier semestre 2022 (encore partielles), les flux de placement des ménages ralentissent mais restent supérieurs à leur niveau d'avant-crise. L'engouement pour les produits d'assurance-vie en unités de compte se confirme également sur les six premiers mois de l'année 2022⁸. Les statistiques disponibles ne font pour le moment pas apparaître d'effet à un niveau macroéconomique de la hausse de l'inflation sur l'épargne des ménages.

Tableau 1. Placements financiers des ménages, flux en milliards d'euros

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Placements financiers* (I + II)	76,4	94,9	111,0	108,8	203,4	165,8
Numéraire et dépôts (I)	56,2	66,6	68,0	88,9	165,0	116,4
Titres, assurance-vie (II)	20,2	28,3	43,0	19,9	38,4	49,4
Titres de créance détenus directement	-1,7	-5,3	-4,8	-2,9	-0,1	-1,8
Titres de créance détenus indirectement (OPC non monétaires)	-10,5	-4,2	1,5	0,8	1,9	1,0
Actions et autres participations détenues directement	1,1	4,1	15,1	-9,6	31,7	18,9
Actions détenues indirectement (OPC non monétaires)	-17,0	-7,2	-1,2	-5,1	1,0	1,3
Titres d'OPC monétaires	-2,8	-1,7	-1,4	-0,5	-0,7	-1,1
Assurance-vie	40,4	31,5	35,5	36,6	3,8	34,5
<i>dont assurance-vie en unités de compte</i>	<i>13,0</i>	<i>24,8</i>	<i>17,6</i>	<i>2,7</i>	<i>21,2</i>	<i>34,1</i>
<i>Fonds immobiliers</i>	<i>0,5</i>	<i>2,1</i>	<i>2,0</i>	<i>0,8</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,5</i>
<i>Autres</i>	<i>10,3</i>	<i>9,1</i>	<i>-3,7</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>-2,9</i>

* Placements financiers hors placements divers nets (provisions techniques d'assurance-dommages, autres comptes à recevoir ou à payer).

Source : Banque de France

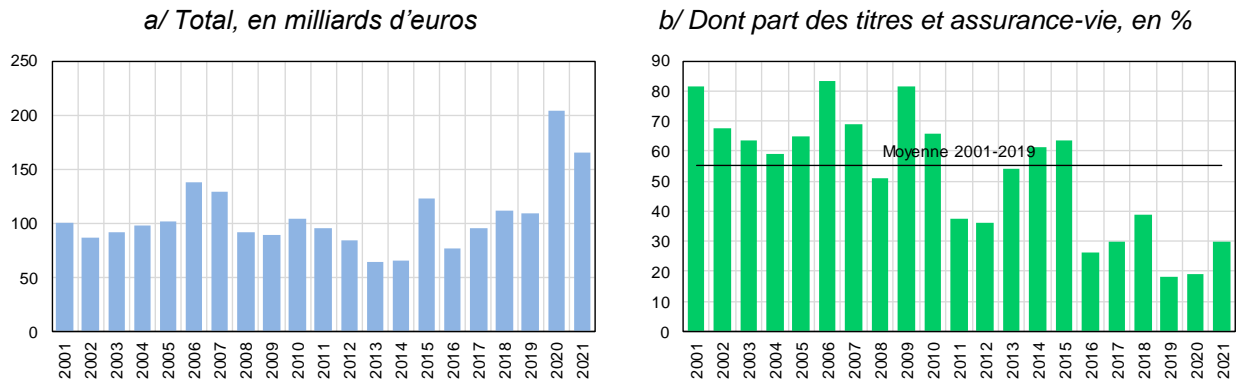
⁵ Gebauer S., Ouvrard J.-F. et Thubin (2021), « [L'incertitude due à la Covid-19 alimente l'épargne des ménages français](#) », *Bloc-notes Éco*, billet n° 206, Banque de France, mars.

⁶ Les flux tendanciels d'épargne financière sont calculés en prenant pour référence les flux de 2019 et en les faisant évoluer en 2020 comme la tendance du PIB, ce qui revient à maintenir inchangé le taux d'épargne financière si le revenu disponible des ménages évolue tendanciellement comme le PIB.

⁷ Banque de France (2022), « [La situation financière des entreprises et des ménages à fin avril 2022](#) », juin.

⁸ Banque de France (2022), « [Placement et patrimoine des ménages au premier trimestre 2022](#) », *Stat Info*, août.

Graphique 1. Flux de placements financiers des ménages



Source : Banque de France

Les flux de financement des SNF ont également été affectés par la crise.

Dans un contexte économique défavorable et incertain, les emprunts bancaires ont été particulièrement élevés en 2020 (148,7 milliards d'euros – voir tableau 2), avant de revenir à 41,6 milliards d'euros en 2021, soit un niveau relativement proche de la moyenne au cours de la période 2001-2019. La part des prêts garantis par l'État (PGE) dans ces emprunts bancaires est très élevée en 2020 et plus modérée en 2021 (l'encours des PGE accordés, y compris hors SNF, est de 130 et 143 milliards d'euros au 31 décembre 2020 et 2021 respectivement). Le montant des émissions de titres de créance (8 milliards d'euros) diminue nettement après le pic observé en 2020 (+76,9 milliards d'euros). Le montant des émissions nettes (*i.e.* émissions brutes moins rachat) d'actions cotées et non cotées a également augmenté entre 2020 et 2021, passant de 13,8 à 18,4 milliards d'euros et de 81,1 à 97,7 milliards d'euros respectivement. Toutefois, les émissions d'actions cotées sont restées proches de la moyenne observée au cours de la période 2001-2019 (13,1 milliards d'euros), contrairement à celles d'actions non cotées qui ont été largement supérieures à la moyenne passée (54,6 milliards d'euros). Les flux en autres participations sont assez stables et proches de la moyenne de la période 2001-2019.

En 2021, la dette brute des SNF a augmenté de +52 milliards d'euros sur l'année, une hausse bien plus faible que celle de 2020 (+218,1 milliards). Cette augmentation en 2021 s'explique exclusivement par le dynamisme des crédits bancaires. Parallèlement, les flux nets de trésorerie des SNF ont connu une hausse bien moins marquée qu'en 2020 (+24,5 milliards d'euros contre +203,9 milliards). *In fine*, les flux de dette nette des SNF ont plus augmenté en 2021 qu'en 2020 (+27,5 milliards d'euros versus +14,2 milliards)⁹, sans signe toutefois de dégradation de leur endettement bancaire net¹⁰.

⁹ Banque de France (2022), « La situation financière des entreprises et des ménages à fin avril 2022 », *op. cit.*

¹⁰ Berardi N., Bureau B. et Delamarre F. (2022), « La résilience des PME françaises après deux ans de crise Covid », *op. cit.*

**Tableau 2. Financement des sociétés non financières, flux au passif
(sauf mention contraire) en milliards d'euros et part dans les flux de financement en %**

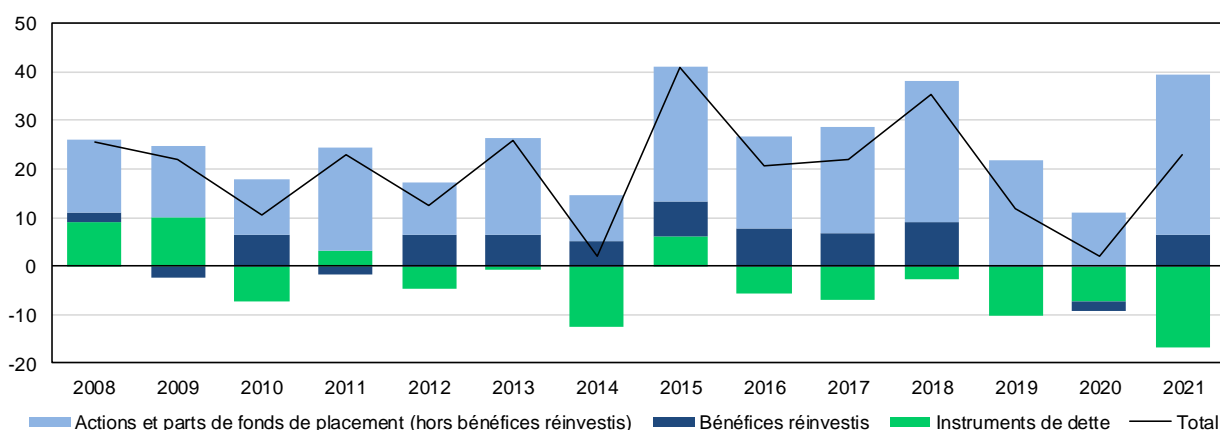
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Moyenne 2001-2019
Emprunts bancaires	57,7	63,9	70,0	48,5	148,7	41,6	34,8
<i>Part des emprunts bancaires</i>	<i>35,0</i>	<i>31,6</i>	<i>31,5</i>	<i>44,5</i>	<i>44,8</i>	<i>23,3</i>	<i>24,5</i>
Titres de créance	31,4	21,1	27,5	39,2	76,9	8,0	23,9
<i>Part des titres de créance</i>	<i>19,1</i>	<i>10,4</i>	<i>12,4</i>	<i>35,9</i>	<i>23,1</i>	<i>4,5</i>	<i>16,8</i>
Actions cotées	9,1	24,1	38,8	3,6	13,8	18,4	13,1
<i>Part des actions cotées</i>	<i>5,5</i>	<i>11,9</i>	<i>17,5</i>	<i>3,3</i>	<i>4,1</i>	<i>10,3</i>	<i>9,2</i>
Actions non cotées	62,7	89,1	78,4	27,3	81,1	97,7	54,6
<i>Part des actions non cotées</i>	<i>38,1</i>	<i>44,0</i>	<i>35,3</i>	<i>25,1</i>	<i>24,4</i>	<i>54,7</i>	<i>38,4</i>
Autres participations	3,8	4,1	7,3	-9,6	11,8	13,0	15,9
<i>Part des autres participations</i>	<i>2,3</i>	<i>2,0</i>	<i>3,3</i>	<i>-8,8</i>	<i>3,5</i>	<i>7,3</i>	<i>11,2</i>
Actions et autres participations	75,5	117,3	124,5	21,4	106,7	129,0	83,6
Actions et autres participations, nettes*	-24,7	10,4	-47,5	39,7	30,5	69,8	4,3

* Passif - actif.

Source : Banque de France

En 2021, les investissements directs étrangers (IDE) ont nettement rebondi, à 22,8 milliards d'euros, après 1,9 milliard d'euros en 2020 (voir graphique 2). Toutefois, la plupart des pays développés ont observé une trajectoire similaire des flux d'IDE ces deux dernières années, en lien notamment avec la crise économique et sanitaire¹¹. On ne peut donc pas en tirer de conclusion en termes d'attractivité.

**Graphique 2. Flux d'investissements directs étrangers en France
(principe directionnel étendu, en milliards d'euros)**



Source : Banque de France

Les données des trois dernières années doivent être analysées avec précaution car elles sont susceptibles d'être révisées, les données de comptabilité nationale n'étant définitives que trois années après leur publication. Les révisions qui interviennent d'une année sur l'autre peuvent être d'une ampleur non négligeable.

¹¹ OCDE (2022), « [Global FDI flows surge 88% in 2021, rising above pre-pandemic levels](#) », *FDI in Figures*, avril.