

Qui doit porter le risque économique ? L'État ne va pas porter tout le risque économique structurel

Le risque économique peut être porté par le secteur privé (ménages et entreprises), par l'État, par les intermédiaires financiers (en réalité par les actionnaires des intermédiaires financiers).

On verra que le risque économique est porté essentiellement (surtout en Europe) par les États et par les actionnaires des intermédiaires financiers.

Les États portent déjà le risque économique cyclique : ils empêchent les agents économiques de subir une perte de revenu quand la production recule.

Mais on demande souvent aujourd'hui aux États de porter aussi le risque économique structurellement, en dehors des récessions.

On entend en effet :

- que certains investissements risqués et à long terme (Nouvelles Technologies, santé, transition énergétique, recherche...) doivent être faits par l'État et non par le secteur privé ;
- que puisque les épargnants (particulièrement en Europe) ont une forte aversion pour le risque, il faut que l'État garantisse les financements risqués aux entreprises, en particulier en fonds propres. L'État garantit déjà l'épargne réglementée ;
- que l'organisation où le risque de financement de l'économie est porté par les actionnaires des intermédiaires financiers est inefficace, ce qui est juste.

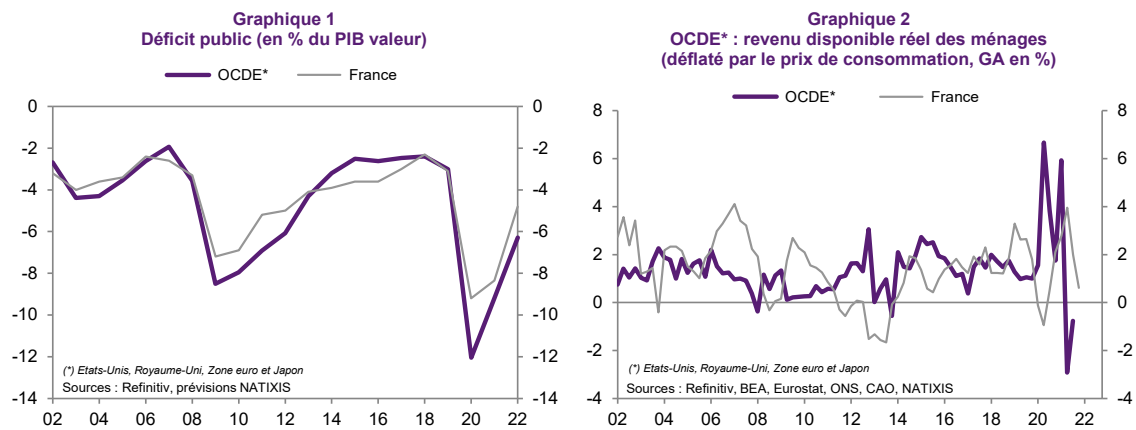
Mais on ne peut pas imaginer une économie où l'État porte tous les risques :

- d'une part, il faut inciter les agents économiques privés à prendre davantage de risques ;
- d'autre part, si l'État porte une part importante des risques, et si ces risques se réalisent, l'État devra se refinancer, ce qui rebasculera ex post le risque sur le secteur privé.

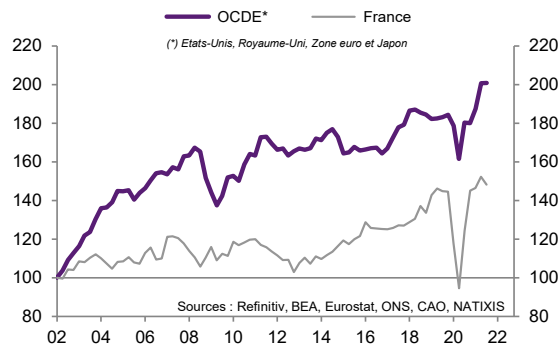
Nous regardons les situations de l'ensemble de l'OCDE et de la France.

1. Il est normal que les États portent le risque économique cyclique

La crise de la Covid est un parfait exemple de ce que les États portent les risques économiques cycliques : les déficits publics (nous regardons l'ensemble de l'OCDE et la France, graphique 1) ont évité le recul du revenu réel des ménages (graphique 2) et un recul durable des profits des entreprises (graphique 3).

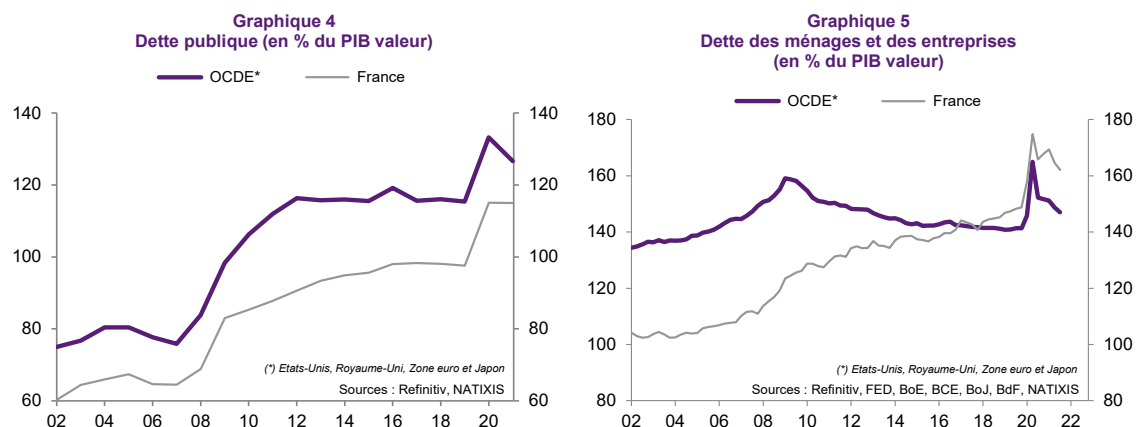


Graphique 3
Profits réels après taxes et intérêts, avant dividendes (déflatés par le prix du PIB, 100 en 2002:1)



Que les États portent le risque économique cyclique est parfaitement normal : ils peuvent déplacer intertemporellement du revenu (s'endetter puis rembourser la dette) plus facilement que le secteur privé.

Le taux d'endettement du secteur public peut croître perpétuellement (graphique 4), tandis que lorsque le secteur privé atteint un niveau élevé d'endettement, il y a une crise et il doit se désendetter, comme on l'a vu après 2008-2009, avec la crise des subprimes (graphique 5).



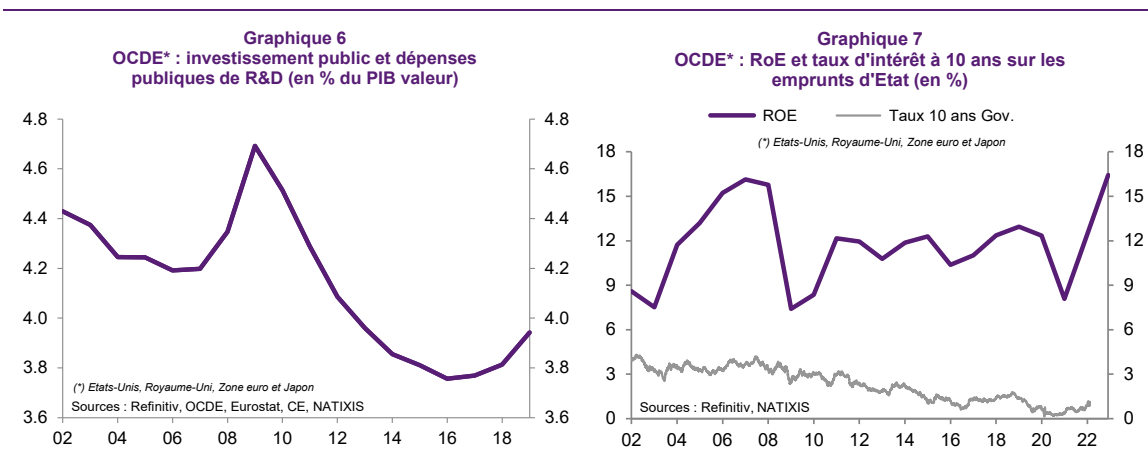
Cela illustre bien la plus grande capacité des États que du secteur privé à s'endetter et à repousser dans le temps le remboursement.

Mais on demande maintenant aux États de porter de manière permanente, structurelle, le risque économique.

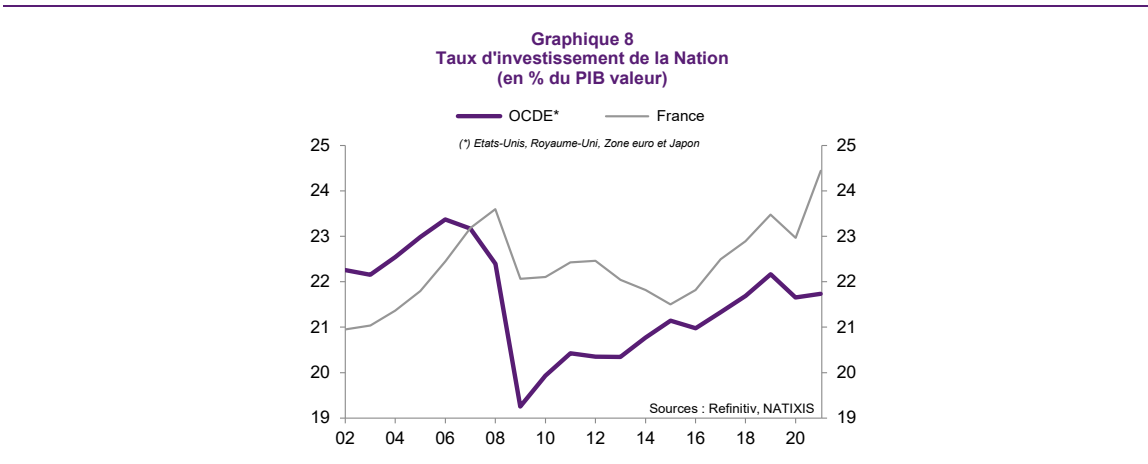
2. Les demandes faites maintenant aux États

On entend en effet aujourd'hui que les États doivent porter en permanence le risque économique :

- ce sont les États qui devraient réaliser les investissements risqués et à long terme (dans les Nouvelles Technologies, la transition énergétique, la santé, la recherche...), à la place du secteur privé. Il y aurait donc une forte augmentation des investissements publics, des dépenses publiques de R&D (graphique 6), qui serait en réalité rendue nécessaire par le fait que la rentabilité exigée du capital des entreprises est anormalement élevée et de plus doit être aussi stable que possible (graphique 7), ce qui décourage les investissements à long terme et risqués.



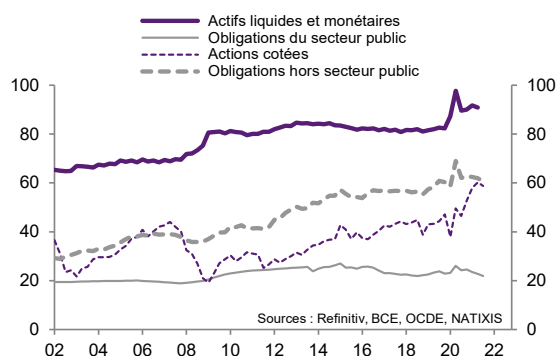
Cela sera vrai en particulier pour les investissements liés à la transition énergétique. On sait que le taux d'investissement (graphique 8) devra augmenter de 3 à 4 points de PIB, avec les investissements dans la production et le stockage d'énergies renouvelables, dans les réseaux électriques, dans la décarbonation de l'industrie, dans la rénovation thermique des bâtiments et logements.



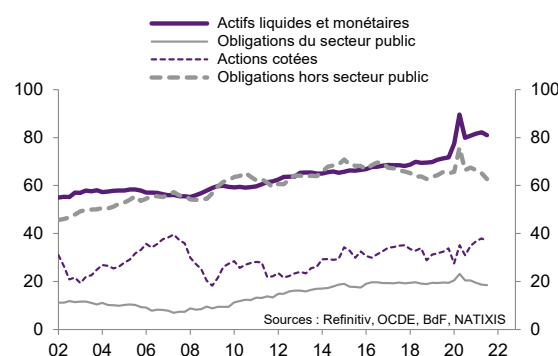
Mais ces investissements ont une rentabilité modeste (production d'énergies renouvelables) ou faible (rénovation thermique des bâtiments et logements), ce qui les rend difficilement réalisables par le secteur privé compte tenu de ses exigences de rentabilité du capital ;

- en Europe, les épargnants ont une forte aversion pour le risque, ce que montre la structure de l'épargne (graphiques 9a/b). Et il a été avancé que, en conséquence, les États devraient garantir l'épargne à risque, par exemple celle qui est investie en fonds propres des entreprises, avec la variabilité de la valorisation des entreprises (graphique 9c).

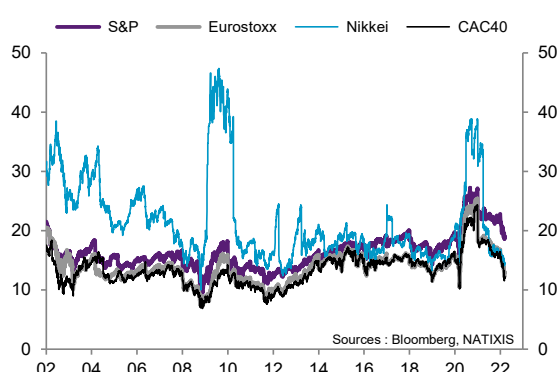
Graphique 9a
Zone euro : encours à l'actif des investisseurs institutionnels et des ménages (en % du PIB valeur)



Graphique 9b
France : encours à l'actif des investisseurs institutionnels et des ménages (en % du PIB valeur)



Graphique 9c
PER sur les résultats futurs



Les États, pendant la crise de la Covid, ont garanti des crédits aux entreprises (les Prêts avec Garantie de l'État en France, pour 135 Md€ ; on estime aujourd'hui que 3 % des entreprises auront des difficultés à rembourser leur PGE).

Pour augmenter les fonds propres des entreprises, en particulier des PME, il est avancé qu'il serait nécessaire que l'État apporte aussi sa garantie.

Enfin, on le sait, l'État garantit en France l'épargne réglementée (livret A..., Tableau 1), c'est-à-dire une partie importante de l'épargne des Français.

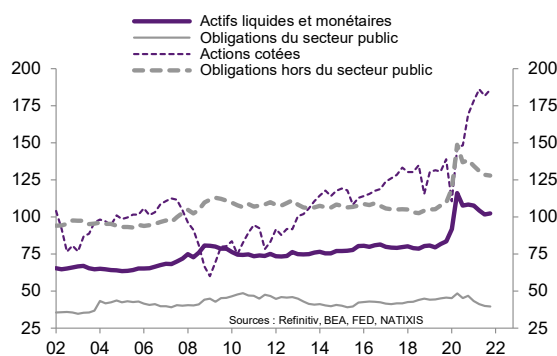
Tableau 1 : Épargne des Français (T3-2021, Md €)

	Encours (Md €)
Produits de taux	3 749,6
<i>Numéraire et dépôts à vue</i>	774,1
<i>Dépôts bancaires rémunérés</i>	1 152,8
<i>Épargne réglementée</i>	834,9
<i>Autre épargne</i>	317,9
<i>OPC monétaires</i>	5,0
<i>Assurance-vie et épargne retraite en euros</i>	1 684,1
<i>Titres de créance détenus directement</i>	37,8
<i>Titres de créance détenus indirectement (OPC)</i>	95,8
Produits de fonds propres	2 088,9
<i>Actions cotées</i>	352,9
<i>Actions non cotées et autres participations 10</i>	1 135,0
<i>Assurance-vie et épargne retraite en UC</i>	463,6
<i>Actions détenues indirectement (OPC)</i>	137,4
Autres	83,5
<i>dont :</i>	

Sources : Banque de France, NATIXIS

La situation des États-Unis est très différente de celle de l'Europe, puisque les ménages américains portent, directement et indirectement, beaucoup plus de risque actions que les ménages européens (graphique 10).

Graphique 10
Etats-Unis : encours à l'actif des investisseurs institutionnels et des ménages (en % du PIB valeur)

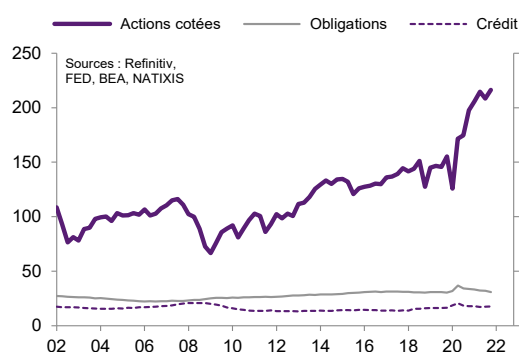


3. L'absurdité du modèle où les actionnaires des intermédiaires financiers portent un risque croissant

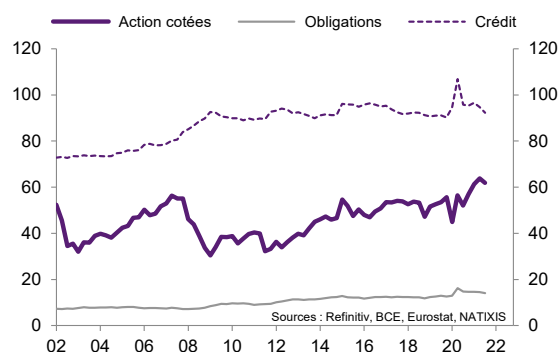
Une raison supplémentaire pour laquelle on demande à l'État (en Europe) de porter davantage de risques est que le modèle utilisé en Europe est un modèle où les actionnaires des intermédiaires financiers portent de plus en plus de risque, et que ce modèle conduit à une impasse.

Les États-Unis, ici aussi, sont dans une situation différente puisque les entreprises américaines se financent beaucoup plus sur les marchés financiers que les entreprises européennes (graphiques 11a/b/c), et que l'intermédiation financière joue donc un rôle plus faible aux États-Unis.

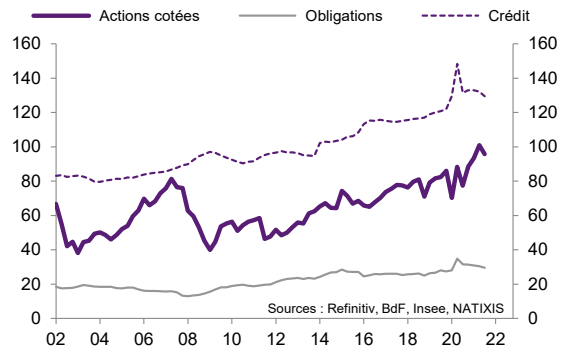
Graphique 11a
Etats-Unis : au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Graphique 11b
Zone euro : au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)

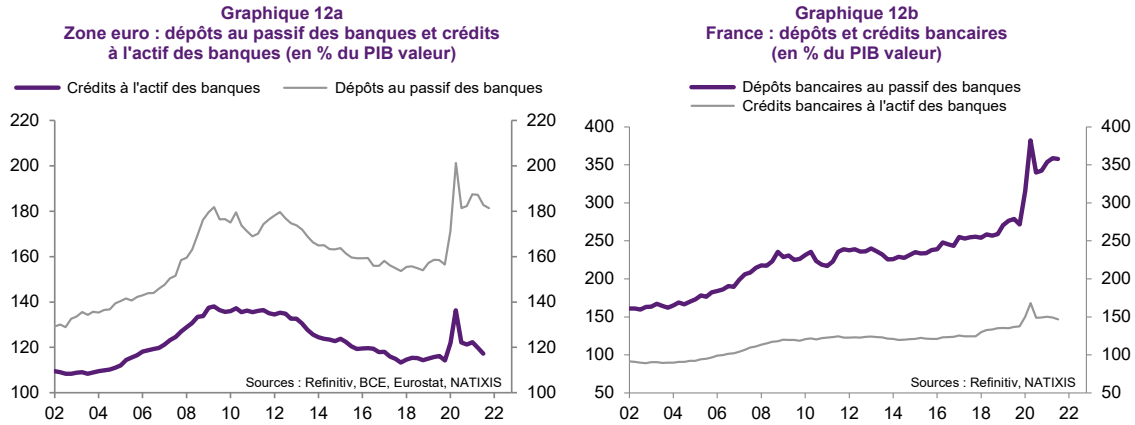


Graphique 11c
France : au passif des entreprises non financières
(en % du PIB valeur)

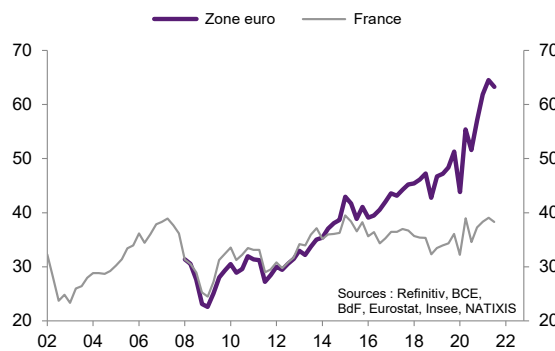


Pourquoi les actionnaires des intermédiaires financiers en Europe doivent-ils porter de plus en plus de risque ?

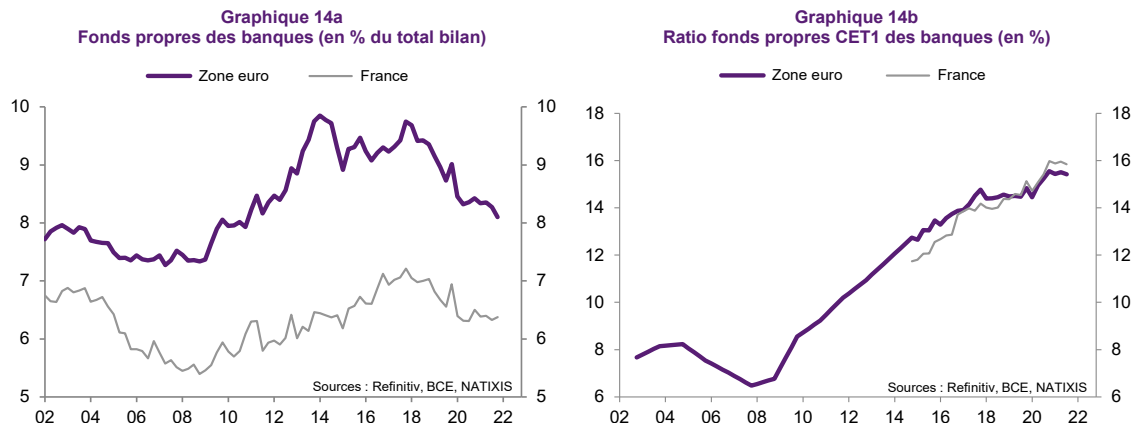
Les ménages ayant une préférence forte pour les actifs financiers peu risqués, les intermédiaires financiers (banques, sociétés d'assurance) ont des passifs qui doivent être sans risque et des actifs risqués (graphiques 12a/b et 13, crédits, titres émis par les entreprises).



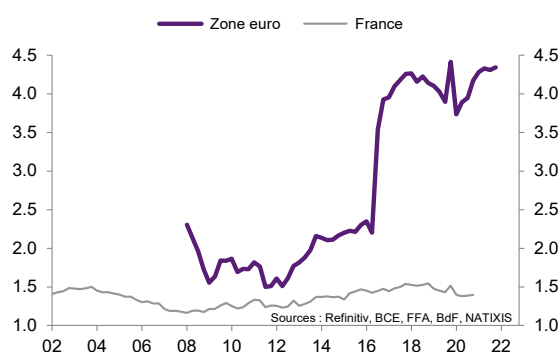
Graphique 13
Actions et obligations des entreprises à l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



Pour rendre cela possible, il faut que les intermédiaires financiers détiennent des fonds propres de plus en plus importants qui leur permettent d'absorber les éventuelles pertes sur leur actif, ce qui est apparu au cours du temps et qui correspond à la régulation des intermédiaires (graphiques 14a/b/c).

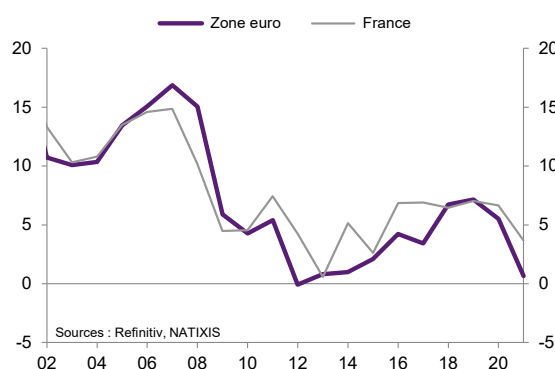


Graphique 14c
Fonds propres des investisseurs institutionnels
(en % du bilan des banques)

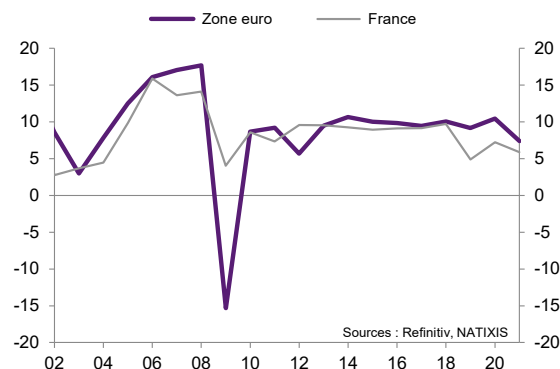


Mais cette stratégie conduit à une impasse. Comme les fonds propres des intermédiaires financiers sont très importants, la rentabilité de ces fonds propres est faible (graphiques 15a/b), inférieure à la rentabilité des fonds propres des autres entreprises.

Graphique 15a
ROE des banques (en %)



Graphique 15b
ROE des assurances (en %)



Cela empêche que les intermédiaires financiers puissent lever les fonds propres nécessaires, d'où alors la réduction de leur capacité à prêter et à détenir des actifs risqués, d'où la demande de garanties de l'État (crédits, fonds propres ou quasi-fonds propres des entreprises).

4. Mais on ne peut pas imaginer que les États portent tous les risques économiques

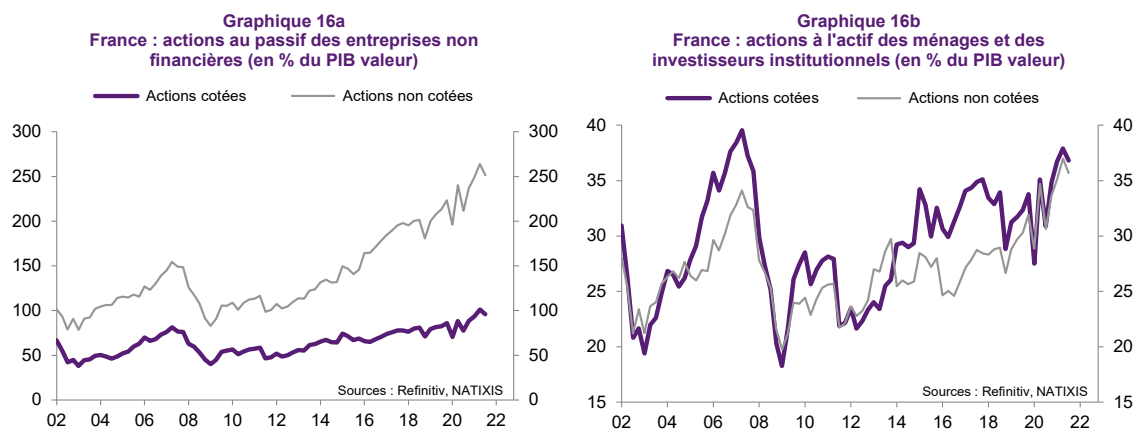
On voit la demande faite aujourd'hui : que les États réalisent les investissements à long terme, risqués, financent l'innovation, garantissent les produits financiers risqués, allègent le risque porté par les intermédiaires financiers.

On parviendrait donc à une situation où les États porteraient l'ensemble des risques économiques structurels, pas seulement cycliques. Mais cette situation n'est pas optimale :

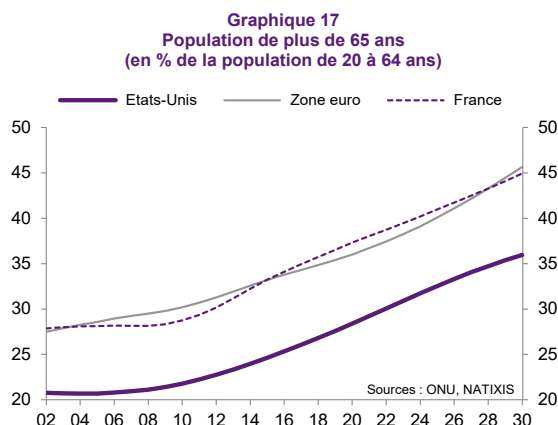
- il faut répartir les risques entre les différents agents économiques, et on peut mettre en place des incitations (arrêter de subventionner l'épargne liquide et sans risque, concentrer les aides sur les innovations de rupture) pour que le secteur privé prenne davantage de risques ;
- si l'État porte une partie importante des risques, et si alors il subit des pertes, il doit se refinancer, donc augmenter les impôts, donc *in fine* reporter les risques sur le secteur privé. Le portage de risques structurels élevés par l'État est donc une illusion.

Pour que les ménages portent davantage de risques, il faudrait :

- réserver les avantages fiscaux au revenu des actifs risqués (actions cotées et non cotées, obligations des entreprises...);
- faire disparaître les rémunérations anormalement élevées dont bénéficient certains actifs financiers sans risque (anciens plans d'épargne logement...);
- ne pas simplement cacher le risque (il n'y a par exemple aucune raison que les actions non cotées, graphiques 16a/b, soient moins risquées que les actions cotées, mais l'absence de cotation donne l'illusion de l'absence de risque).



On utilise parfois l'argument du vieillissement démographique (graphique 17) pour expliquer que les ménages européens désirent détenir de moins en moins d'actifs risqués.



Il est vrai que les ménages âgés, avec l'incertitude sur la durée de vie, détiennent normalement moins d'actifs risqués. Mais il ne faut pas oublier que les ménages âgés ont aussi moins d'incertitude de revenu, ce qui va au sens opposé.

Les Tableaux 2a/b montrent que, aux États-Unis, les ménages âgés détiennent beaucoup d'actions, alors qu'en France la détention d'actions diminue à partir de 65 ans.

Tableau 2a : États unis : détention d'actions par tranche d'âge (valeur moyenne des portefeuilles détenus par les ménages, en milliers de \$)

Tranches d'âge	Portefeuille d'actions (milliers de \$)
Moins de 35 ans	18,2
35 - 44 ans	149,7
45 - 54 ans	331,8
55 - 64 ans	472,1
65 - 74 ans	574,9
+ de 75 ans	613,8

Sources : Survey of Consumer Finances Federal Reserve 2019

Tableau 2b : France : répartition des détenteurs d'actions en direct

Tranche d'âge	Proportion des détenteurs d'actions en direct (en %)
Moins de 35 ans	18,1
De 35 ans à 64 ans	49,0
65 ans et plus	32,9
dont 75 ans et plus	13,3

Sources : AMF-France, Kantar 2021, NATIXIS