

# Comment les agents économiques se financent-ils ?

## Objectifs d'apprentissage

- Comprendre que le financement consiste à couvrir des besoins de financement par des capacités de financement.
- Comprendre que le taux d'intérêt – à la fois la rémunération du prêteur et le coût du crédit pour l'emprunteur – est le prix sur le marché des fonds prêtables.
- Savoir que le revenu disponible des ménages se répartit entre consommation et épargne et qu'ils peuvent dégager des besoins ou des capacités de financement.
- Savoir ce qu'est l'excédent brut d'exploitation et comprendre que les entreprises se financent par autofinancement et financement externe (emprunts bancaires et recours au marché financier, en particulier actions et obligations).
- Savoir que le solde budgétaire résulte de la différence entre les recettes (fiscales et non fiscales) et les dépenses de l'État ; comprendre que le déficit budgétaire est financé par l'emprunt et savoir qu'une politique de dépenses publiques peut avoir des effets contradictoires sur l'activité (relance de la demande / effet d'éviction).



Table des matières

Introduction .....	4
I. Comprendre que le financement consiste à couvrir des besoins de financement par des capacités de financement.....	5
A. Le besoin de financement trouve son origine dans la décision d'un agent économique d'acquérir des actifs. ....	5
B. La couverture des besoins de financement par des capacités de financement.....	6
Tableau 1.....	6
C. La fonction et l'organisation du système financier. ....	7
Figure 1 .....	7
Compléments pour le professeur : .....	8
II. Comprendre que le taux d'intérêt – à la fois la rémunération du prêteur et le coût du crédit pour l'emprunteur – est le prix sur le marché des fonds prêtables. ....	8
A. La rémunération du prêteur. ....	8
Complément pour le professeur : La structure par risque et la structure par terme des taux d'intérêt.....	9
B. Le marché des fonds prêtables.....	10
Graphique 1 : Le marché des fonds prêtables .....	11
Compléments pour le professeur : changement des taux d'intérêt d'équilibre. ....	13
III. Savoir que le revenu disponible des ménages se répartit entre consommation et épargne et qu'ils peuvent dégager des besoins ou des capacités de financement. ....	13
Complément pour le professeur : .....	14
IV. Savoir ce qu'est l'excédent brut d'exploitation et comprendre que les entreprises se financent par autofinancement et financement externe (emprunts bancaires et recours au marché financier, en particulier actions et obligations). ....	14
A. L'excédent brut d'exploitation mesure la création de richesses par l'entreprise.....	14
B. Les ressources dégagées par l'exploitation peuvent permettre à l'entreprise de s'autofinancer.....	15
Figure 2 : Synthèse : les décisions de financement d'une entreprise.....	16
C. Le financement externe.....	16
1. Le financement externe direct par actions .....	16
Complément pour le professeur : les capitaux propres assurent le financement du risque. Ils pourront être complétés par l'endettement. ....	17
2. Le financement externe direct par endettement (émission d'obligations).....	17
Complément pour le professeur : l'effet de levier, un autre avantage du financement par endettement pour les actionnaires. ....	18
3. Le financement externe indirect par endettement (crédit) .....	19

V. Savoir que le solde budgétaire résulte de la différence entre les recettes (fiscales et non fiscales) et les dépenses de l'État ; comprendre que le déficit budgétaire est financé par l'emprunt et savoir qu'une politique de dépenses publiques peut avoir des effets contradictoires sur l'activité (relance de la demande / effet d'éviction). .....	20
A. Le solde budgétaire résulte de la différence entre les recettes (fiscales et non fiscales) et les dépenses de l'État. ....	20
<i>Tableau 2 : Le compte des administrations publiques en 2018 (Md€)</i> .....	22
<i>Tableau 3</i> .....	22
B. Le déficit budgétaire est financé par l'emprunt .....	23
<i>Complément pour le professeur : la dette publique française, types d'obligations, détention et niveau.</i> .....	23
<i>Graphique 2 : Détention des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs au deuxième trimestre 2019 (Agence France Trésor)</i> .....	24
<i>Graphique 3 : Dette publique au sens de Maastricht (INSEE)</i> .....	24
C. Une politique de dépenses publiques peut avoir des effets contradictoires sur l'activité (relance de la demande / effet d'éviction). .....	25
Annexe 1 : changements du taux d'intérêt d'équilibre sur le marché des fonds prêtables et quantité de fonds prêtés. (D'après Mishkin, 2013, p. 125).....	28
Annexe 2 – Les revenus des ménages : du revenu primaire au revenu disponible .....	30
Bibliographie :.....	32

## Introduction

Dans les sociétés contemporaines, la création de richesses matérielles est majoritairement assurée par les entreprises. Une entreprise combine du capital, du travail, de la technologie et des ressources naturelles pour produire des biens et services qui seront échangés sur un marché. Les facteurs de production mobilisés représentent un coût pour l'entreprise. Ce coût doit souvent être payé avant que les premières recettes soient perçues. La production nécessite un investissement préalable et la croissance économique – l'augmentation de la production – requiert une augmentation de l'investissement qui permet l'accumulation de facteurs de production. A plus long terme, seule l'innovation permet à la production de richesses matérielles de croître. L'innovation « ne tombe pas du ciel, elle résulte de décisions d'investissement – notamment en recherche et développement (R&D) de la part d'entrepreneurs [...] » (Aghion, 2016). Accumulation du capital et innovation, conditions *sine qua non* de la croissance économique, nécessitent toutes deux d'importants investissements au préalable. Comment une entreprise qui n'a pas encore encaissé la recette de sa première vente peut-elle investir dans un appareil de production ou dans la recherche et développement ? Comment peut-elle obtenir les ressources nécessaires au démarrage de sa production avant même d'avoir la certitude que ses produits trouveront des débouchés ? Se poser cette question, c'est se poser la question du financement de l'économie.

Le financement de l'économie se définit comme l'ensemble des processus permettant aux agents économiques (entreprises, ménages, administrations) de couvrir les besoins financiers liés à leur activité. Cet ensemble de processus s'appuie principalement sur des mécanismes de marché : la rencontre, autour d'un prix des capacités et des besoins de financement des entreprises, des ménages, des investisseurs non-résidents, des administrations publiques ou du secteur financier. Le financement de l'économie peut se réaliser par la mobilisation de l'épargne existante (financement non monétaire) ou par création monétaire (financement monétaire)<sup>1</sup>. Les processus de financement de l'économie sont facilités par des institutions (marchés financiers, instruments financiers) et des acteurs (institutions financières) que nous analyserons dans ce chapitre. Ensemble, les institutions, les règles, les pratiques et les acteurs forment le **système financier**, qui permet de mettre en relation des agents à capacité de financement et des agents à besoin de financement. Enfin, les entreprises ne sont pas les seules à avoir besoin de ressources : les ménages et l'État sont aussi des agents qui peuvent avoir besoin de financement.

Nous étudierons ainsi l'origine des capacités et besoins de financements des différents acteurs de l'économie. Puis nous présenterons les dispositifs institutionnels qui permettent la rencontre entre ces agents aux besoins opposés et la variété des modalités de financement pour les différents acteurs. Nous analyserons enfin comment le marché, par l'entremise du taux d'intérêt, coordonne le financement de l'économie.

1 La création monétaire est abordée dans le chapitre « Qu'est-ce que la monnaie et comment est-elle créée ? ».

## I. Comprendre que le financement consiste à couvrir des besoins de financement par des capacités de financement.

### A. Le besoin de financement trouve son origine dans la décision d'un agent économique d'acquérir des actifs.

Supposons qu'un chef pâtissier souhaite créer une entreprise pour vendre ses confections. Il lui faudra acquérir un local, des machines, des logiciels pour débiter son activité, c'est-à-dire réaliser des investissements. La création de richesses matérielles nécessite en effet la combinaison de plusieurs facteurs de production, dont le facteur capital. Celui-ci regroupe les actifs qui sont utilisés pour produire : les terrains, les bâtiments, les machines, les outils, les logiciels et les brevets. Pour *investir* le chef pâtissier doit dépenser de la monnaie en puisant dans son épargne. Or, il est possible qu'il ne dispose pas des ressources suffisantes pour payer son local et ses machines. On dit que cet agent a un besoin de financement : *le besoin de financement émerge lorsque l'agent qui souhaite acquérir un actif ne dispose pas des ressources suffisantes pour couvrir cette acquisition*. Un agent est en besoin de financement dès lors que les dépenses nécessaires à son activité sont supérieures aux ressources dont il dispose : l'épargne de l'agent est inférieure à la dépense nécessaire pour réaliser l'investissement.

Pourtant, il est possible que ce chef pâtissier dispose bientôt de ces ressources : lorsqu'il aura vendu ses gâteaux, il disposera probablement de ressources correspondant au montant des machines dont il a besoin. Mais il ne disposera de ces ressources *que plus tard*. Le besoin de financement n'émerge pas que d'une différence entre les besoins et les ressources disponibles à *un moment du temps*, il provient aussi d'une différence entre les besoins et les ressources disponibles *à travers le temps*. L'entreprise peut avoir à faire face à une série de dépenses avant même d'avoir pu encaisser la recette de la première unité produite. Dès lors, le besoin de financement émerge du décalage dans le temps entre les flux monétaires entrants (recettes) et les flux monétaires sortants (dépenses) qui résulte de la nature de l'activité économique.

Les entreprises ne sont pas les seules à avoir des besoins de financement. Les administrations publiques en ont aussi. Par exemple, un Conseil Départemental qui souhaite ouvrir un collège doit effectuer de lourdes dépenses qu'il lui faudra financer. Enfin, un ménage qui souhaite acquérir un logement ne dispose pas toujours des fonds nécessaires à cette acquisition. Ce ménage est, dans ce cas, en besoin de financement.

## B. La couverture des besoins de financement par des capacités de financement.

Comment notre pâtissier peut-il acquérir son local et ses machines ? En utilisant les ressources qu'un autre agent lui aura mises à disposition. Comment un ménage peut-il acquérir un logement sans en avoir les moyens ? De manière similaire, en utilisant les ressources d'un agent qui en disposait et qui n'avait pas de projet dans lequel les employer.

En effet, alors que des agents présentent des besoins de financement (leurs ressources sont inférieures à leurs dépenses), d'autres présentent des capacités de financement (leurs ressources sont supérieures à leurs dépenses). Ces derniers disposent d'une épargne qui peut être affectée aux agents qui en ont besoin. Cette affectation correspond au financement de l'économie.

Le financement de l'économie concerne les opérations par lesquelles les agents présentant un besoin de financement obtiennent des ressources en provenance des agents en capacité de financement. Dit autrement, le financement de l'économie permet la couverture des besoins de financement par des capacités de financement.

Au niveau individuel, les agents économiques (ménages, entreprises, administrations) peuvent présenter un besoin ou une capacité de financement ; cependant, au niveau macroéconomique, l'ensemble des ménages présentent une capacité de financement, les entreprises et l'État présentent un besoin de financement, comme on peut l'observer sur le tableau 1 ci-dessous.

**Tableau 1**

**T16F111T4 – Capacité ou besoin de financement des secteurs institutionnels**

*en milliards d'euros*

	2012 (r)	2013 (r)	2014
Sociétés non financières	-54,8	-47,0	-50,5
Sociétés financières	16,8	7,2	5,0
Administrations publiques	-100,4	-86,4	-84,8
Administration publique centrale	-84,2	-68,7	-71,8
État	-81,6	-69,8	-74,7
ODAC	-2,6	1,0	2,9
Administrations publiques locales	-3,5	-8,5	-4,5
Administrations de sécurité sociale	-12,7	-9,1	-8,5
Ménages <sup>1</sup>	73,9	70,5	81,8
ISBLSM	0,0	-0,3	-0,3
Économie nationale	-64,6	-55,9	-48,9

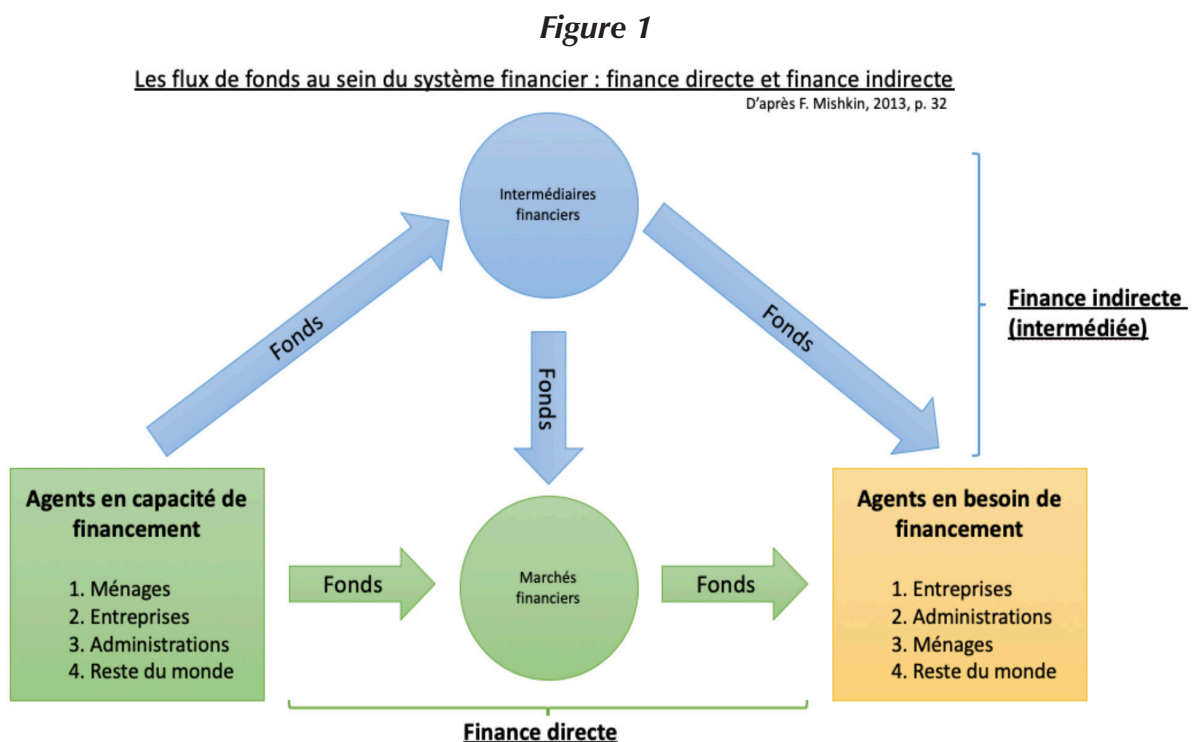
r : données révisées.  
1. Y c. entrepreneurs individuels.  
Source : Insee, comptes nationaux - base 2010.

Source : INSEE, tableaux de l'économie française 2018

### C. La fonction et l'organisation du système financier.

Le système financier permet de transférer les fonds des agents économiques présentant une capacité de financement vers les agents présentant un besoin de financement.

Les économies contemporaines voient cohabiter deux formes de finance, deux manières d'organiser la rencontre entre les agents en capacité de financement et les agents en besoin de financement. Ces deux formes sont présentées sur la figure 1, il s'agit de la finance directe et de la finance indirecte



La **finance directe** met directement en relation les agents en capacité de financement avec les agents en besoin de financement. Dans ce cas, les emprunteurs sollicitent directement les prêteurs en leur proposant un avantage économique en échange des fonds qu'ils fourniront.

Dans le cas de la **finance indirecte ou finance intermédiée**, les emprunteurs s'adressent à des intermédiaires financiers (en particulier les banques) qui leur octroient des *crédits*. Ces crédits proviennent pour partie des dépôts<sup>2</sup> que les intermédiaires financiers ont collectés auprès des agents en capacité de financement

2- L'autre partie provient de financement par création monétaire dans les économies de crédit. Cette notion est abordée dans le chapitre « Qu'est-ce que la monnaie et comment est-elle créée ? »

## Compléments pour le professeur :

L'intermédiation financière qui concerne la finance intermédiée est l'intermédiation de bilan. Dans ce cas, la créance sur l'agent en besoin de financement est détenue par l'intermédiaire financier et non par l'agent en capacité de financement. L'exposition au risque de contrepartie concerne donc l'intermédiaire financier. L'agent en capacité de financement n'est exposé qu'au risque de défaut de l'intermédiaire financier (par exemple de la banque).

Pour résumer, la nature même de l'activité économique donne lieu à des dépenses pour lesquelles les agents qui souhaitent les effectuer ne disposent pas des fonds nécessaires. Ces agents en besoin de financement devront donc faire appel à des agents en capacité de financement afin de pouvoir réaliser leurs investissements. La satisfaction du besoin de financement est donc l'étape indispensable à la production de richesses matérielles. Cette satisfaction est permise par le système financier.

Nous verrons dans ce chapitre l'origine des capacités ou besoin de financement pour chaque catégorie d'agents économiques, par quels moyens et dans quelle mesure ils prennent part aux opérations de financement (les ménages au point III, les entreprises au point IV et les administrations au point V).

Les opérations de financement entre les agents économiques sont permises par un ensemble d'institutions, de règles et de pratiques, en particulier dans les économies contemporaines, par les marchés financiers. Le financement de l'économie étant principalement coordonné par des mécanismes de marché, les prix auxquels s'effectuent les opérations de financement jouent un rôle prépondérant (point II).

**II. Comprendre que le taux d'intérêt – à la fois la rémunération du prêteur et le coût du crédit pour l'emprunteur – est le prix sur le marché des fonds prêtables.**

### *A. La rémunération du prêteur.*

Direct ou indirect, le financement exige un accord entre l'agent qui apporte les fonds et celui qui les reçoit. Ce contrat se déroule dans le temps et se traduit par des mouvements de monnaie ; il prendra notamment en compte la date éventuelle de remboursement d'une part, et le prix (taux d'intérêt) de la mise à disposition de ces fonds d'autre part. Ce dernier étant la rémunération que l'apporteur de fonds exigera.

Ainsi, notre entreprise de pâtisserie sera liée par un contrat avec le prêteur, selon lequel elle promet de rembourser les fonds à une date précise et à verser des intérêts. Ces intérêts sont



un coût pour l'entreprise de pâtisserie (l'emprunteur) et un revenu pour le prêteur.

Cette rémunération vise à compenser (ou « récompenser ») le prêteur du renoncement qu'il effectue et des risques qu'il prend en mettant ses fonds à disposition d'autres agents. En effet, en prêtant ses fonds,

- le prêteur renonce à la satisfaction que lui procurerait la consommation s'il dépensait lui-même ses fonds, il doit attendre que l'emprunteur le rembourse pour en jouir ;
- le prêteur n'est pas certain que l'emprunteur remboursera et prend le risque de perdre ses fonds.

Dès lors, le prêteur exigera une double rémunération en échange des fonds qu'il met à disposition : la rémunération du renoncement à pouvoir les utiliser lui-même dès à présent et la rémunération du risque.

Comme la rémunération est fonction du risque et du temps, des fonds mis à disposition à long terme devront être rémunérés davantage que des fonds prêtés à court terme, car la durée du renoncement est plus longue. De même, des fonds investis dans une activité risquée par l'emprunteur devront être rémunérés plus fortement que des fonds investis dans une activité peu risquée.

### **Complément pour le professeur : La structure par risque et la structure par terme des taux d'intérêt**

Des obligations de même maturité peuvent avoir des taux d'intérêt différents pour trois raisons : le risque de défaut, la liquidité et la fiscalité. Plus le risque de défaut de l'emprunteur est élevé, plus le taux d'intérêt que le prêteur applique l'est aussi.

Par ailleurs, lorsqu'on observe la structure par terme des taux d'intérêts, c'est-à-dire les différents taux d'intérêt pour des obligations de même catégorie à travers le temps, on constate que généralement, les taux à court terme sont inférieurs aux taux de long terme. Ceci s'explique principalement par les anticipations des agents sur l'évolution future des taux et de la liquidité de l'emprunteur.

Pour approfondir ce point, voir par exemple Mishkin (2013) et Quiry et Le Fur (2019), Bénassy-Quéré, A., Boone, L. & Coudert, V. (2015)

## B. Le marché des fonds prêtables.

La rémunération des fonds mis à dispositions par les agents en capacité de financement varie donc selon la durée de cette mise à disposition et le risque de défaut de l'emprunteur. Par conséquent, il existe une grande variété de rémunérations puisqu'il existe une grande variété d'emprunteurs (ménages, entreprises, administrations et autres organisations) et de durées d'emprunts (du très court terme au très long terme). Ces rémunérations sont liées à des contrats de mise à disposition de fonds (crédits, obligations) qui s'échangent sur les marchés financiers de manière directe (dans le cas de la finance directe) ou par l'intermédiaire d'institutions financières (dans le cas de la finance indirecte). Afin de comprendre l'essentiel de cette réalité complexe, nous avons besoin de la simplifier au moyen d'un modèle : celui du marché des fonds prêtables.

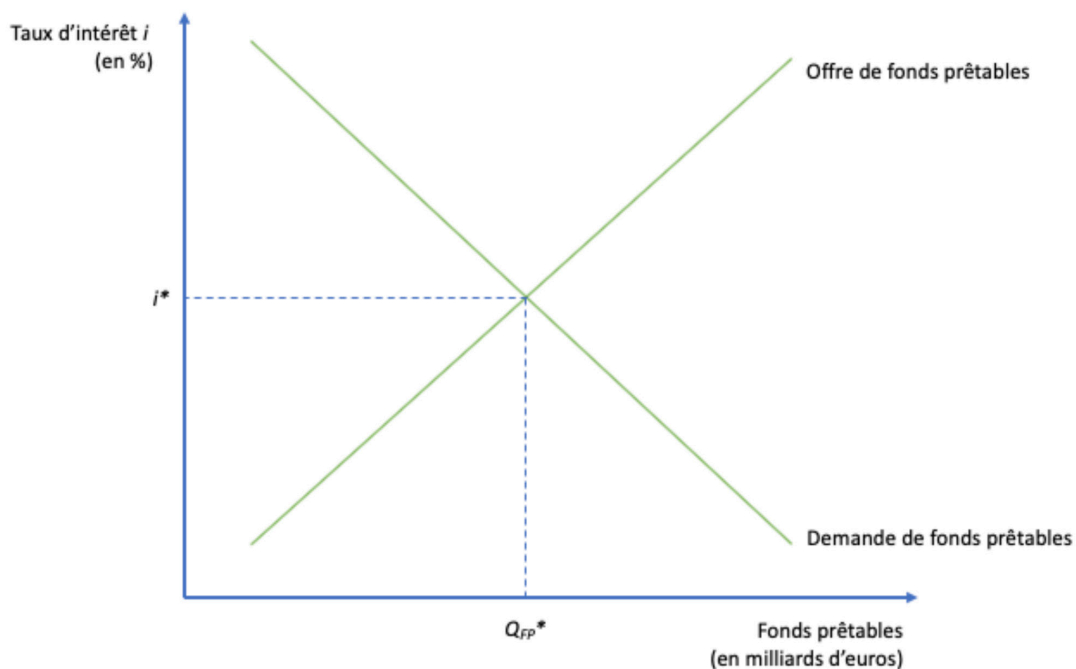
Le marché des fonds prêtables modélise la rencontre des offreurs de fonds prêtables (prêteurs, offreurs de capitaux) et des demandeurs de fonds prêtables (emprunteurs, demandeurs de capitaux), rencontre qui permet aux offreurs de mettre leurs capacités de financement à disposition des demandeurs (en besoin de financement). Cette rencontre aboutissant à un volume de capitaux prêtés par les offreurs aux demandeurs est coordonnée par le prix sur le marché des fonds prêtables, c'est-à-dire la rémunération des capitaux mis à disposition en fonction du temps et du risque, appelée ici taux d'intérêt.

### Supposons

- qu'il existe un grand nombre d'offeurs de capitaux (des agents en capacité de financement) et un grand nombre de demandeurs de capitaux (des agents en capacité de financement) ;
- que les offreurs sont disposés à prêter aux demandeurs via un contrat qui prévoit la durée du prêt et que tous les contrats sont de même durée ;
- que les agents en besoin de financement présentent le même risque : ils ont tous la même probabilité de ne pas rembourser le prêt qui leur aura été consenti ;
- que tout agent en capacité de financement et tout agent en besoin de financement peut accéder au marché des fonds prêtables ;
- que tous les agents disposent de toute l'information nécessaire pour effectuer les transactions (durée de prêt, risque de défaut des prêteurs, rémunération des obligations de même risque)

Ces conditions étant supposées réunies, le marché peut allouer les fonds prêtables par la rencontre des offreurs et des demandeurs qui va fixer le prix de marché des capitaux, c'est-à-dire le taux d'intérêt d'équilibre. Ce modèle de marché est représenté sur le graphique 1.

**Graphique 1 : Le marché des fonds prêtables**



Le double rôle de l'intérêt, rémunération du prêteur et coût pour l'emprunteur, nous permet de comprendre la forme des fonctions d'offre et de demande de fonds prêtables. Le taux d'intérêt (prix) détermine le montant de l'intérêt (revenu) que l'emprunteur devra verser au prêteur, en pourcentage de la somme empruntée. Ce prix est la variable qui détermine l'offre et la demande de fonds prêtables.

La demande de fonds prêtables émane des agents en besoin de financement, elle est décroissante en fonction du prix puisque plus le taux d'intérêt est faible, plus les intérêts à déboursier seront réduits.

Par exemple, pour un emprunt de 1000€ sur un an à 8%, il faudra rembourser  $1000 + 8\% \times 1000 = 1080$ . Si le taux d'intérêt diminue, toutes choses égales par ailleurs, passant de 8% à 3%, il faudra rembourser  $1000 + 3\% \times 1000 = 1030$ .

Un faible taux d'intérêt incite donc les agents à emprunter puisque les capitaux sont mis à leur disposition contre une faible rémunération : l'emprunt est dans ce cas peu coûteux. Il suffit de payer 30 euros pour obtenir 1000 euros maintenant, à rembourser dans un an. Lorsque le taux d'intérêt est faible, le coût de l'emprunt est faible, la quantité demandée de fonds prêtables est élevée.

Au contraire, un taux d'intérêt élevé renchérit le coût de l'emprunt : à 8%, il faut payer 80 eu-

ros pour obtenir 1000 euros maintenant, à rembourser dans un an. Un taux d'intérêt élevé, qui correspond à un coût plus élevé des capitaux mis à disposition pour celui qui emprunte, conduit à une diminution de la quantité demandée de fonds prêtables.

La loi de la demande s'applique donc sur le marché des fonds prêtables : lorsque le taux d'intérêt augmente, toutes choses égales par ailleurs, la quantité demandée de fonds prêtables diminue.

L'offre de fonds prêtables émane des agents en capacité de financement, elle est croissante en fonction du prix car les prêteurs sont disposés à prêter d'autant plus qu'ils percevront une rémunération élevée sur les capitaux qu'ils prêtent.

Par exemple, pour un prêt de 1000€ sur un an à 8%, le prêteur récupèrera  $1000 + 8\% \times 1000 = 1080$ . Si le taux d'intérêt diminue, toutes choses égales par ailleurs, passant de 8% à 3%, il ne récupèrera plus que  $1000 + 3\% \times 1000 = 1030$ . Un taux d'intérêt élevé correspond à une rémunération élevée des fonds prêtés, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, incite le prêteur à prêter davantage. Au contraire, lorsque le taux d'intérêt est faible, la rémunération des capitaux prêtés est faible ce qui, toutes choses égales par ailleurs, décourage l'agent en capacité de financement de prêter, le renoncement à utiliser les fonds étant moins bien compensé. Dans notre exemple, à 3%, se priver de 1000 euros pendant un an ne rapporte que 30 euros, au lieu de 80 euros lorsque le taux d'intérêt est de 8%.

La loi de l'offre s'applique donc sur le marché des fonds prêtables : lorsque le taux d'intérêt augmente, toutes choses égales par ailleurs, la quantité offerte de fonds prêtables augmente.

Au taux d'intérêt d'équilibre, la quantité offerte de fonds prêtables est égale à la quantité demandée de fonds prêtables ; celle-ci étant la quantité de fonds effectivement prêtés. Le taux d'intérêt d'équilibre, qui est le prix de marché des fonds prêtables a été déterminé collectivement par le mécanisme de marché, il s'imposera à tous les contrats de mise à disposition de fonds de même durée et présentant le même risque.

En définitive, le taux d'intérêt détermine le montant de capitaux mis à disposition, ce qui revient à dire que le taux d'intérêt coordonne le financement de l'économie : il permet d'affecter les capacités de financement aux besoins de financements ; il détermine quels projets seront financés et quels projets ne le seront pas.

## Compléments pour le professeur : changement des taux d'intérêt d'équilibre.

Le développement ci-dessus présente la détermination du taux d'intérêt d'équilibre sur le marché des fonds prêtables et le comportement des quantités offertes et demandées en fonction des variations de prix, toutes choses égales par ailleurs. L'annexe 1 présente les variations de l'offre et de la demande de fonds prêtables et leurs conséquences sur le taux d'intérêt d'équilibre.

### III. Savoir que le revenu disponible des ménages se répartit entre consommation et épargne et qu'ils peuvent dégager des besoins ou des capacités de financement.

Un ménage désigne l'ensemble des occupants d'un même logement sans que ces personnes soient nécessairement unies par des liens de parenté (en cas de cohabitation, par exemple). Un ménage peut être composé d'une seule personne. (INSEE).

Le revenu disponible (voir annexe 2) est le revenu qui reste à disposition des ménages pour consommer et/ou épargner. Par conséquent, l'affectation du revenu disponible des ménages se fait entre deux possibilités : la consommation finale et l'épargne brute.

L'épargne est la partie non consommée du revenu. C'est pour un ménage, le reliquat de son revenu disponible après que toutes les dépenses de consommation ont été effectuées.

Un ménage peut utiliser son épargne de deux manières possibles : il peut en premier la conserver sous forme de monnaie ou la placer en achetant des actifs financiers plus ou moins liquides (c'est l'épargne financière). Il peut aussi l'utiliser pour acquérir des biens immobiliers : c'est l'investissement logement<sup>3</sup> (on parle aussi d'épargne non financière).

L'épargne financière est donc la partie l'épargne qui n'est pas consacrée à l'achat de biens immobiliers : elle reste détenue sous forme de monnaie ou de placements financiers et elle constitue la **capacité de financement** des ménages. On a donc :

$$\text{Capacité de financement des ménages} = \text{revenu disponible} - \text{dépense de consommation} - \text{épargne non financière.}$$

Ainsi, un ménage dégager une capacité de financement à deux conditions : dégager d'abord une épargne positive (ne pas consommer tout son revenu disponible) et ensuite ne pas affecter la totalité de cette épargne à l'achat de biens immobiliers.

3- Les achats de logement sont comptabilisés comme des investissements (compte de capital) et non comme une consommation (compte d'utilisation du revenu) (Eurostat, SEC 2010, 3.96.b3 p. 77).

Un ménage est en besoin de financement si son épargne est inférieure à sa dépense en investissement logement.

### Complément pour le professeur :

On peut observer l'affectation du revenu disponible entre consommation et épargne dans le compte d'utilisation du revenu. On peut ensuite observer l'affectation de l'épargne entre épargne financière et épargne non financière dans le compte de capital. En effet, en comptabilité nationale, l'épargne financière des ménages est le solde du compte de capital, c'est-à-dire la différence entre l'épargne brute et l'investissement logement (les achats de logements, actifs immobiliers) qui relève de la formation de capital.

*IV. Savoir ce qu'est l'excédent brut d'exploitation et comprendre que les entreprises se financent par autofinancement et financement externe (emprunts bancaires et recours au marché financier, en particulier actions et obligations).*

Dans cette partie, nous verrons que l'entreprise crée des richesses (A) et qu'elle peut, d'une part, les utiliser pour financer ses nouveaux investissements (autofinancement, B) ; d'autre part qu'elle peut utiliser des ressources qui lui sont extérieures (financement externe, C).

*A. L'excédent brut d'exploitation mesure la création de richesses par l'entreprise.*

Une entreprise produit des biens et services qui sont considérés comme ayant de la valeur par les consommateurs : c'est en cela que l'on peut parler de création de richesses. Pour produire des richesses, il faut généralement détruire d'autres richesses afin de fabriquer le nouveau produit. Par exemple, si le chef pâtissier de notre exemple souhaite fabriquer une tarte aux fraises, il devra utiliser des ingrédients qui ont une certaine valeur (farine, crème, fraises, etc.) ainsi que de l'énergie. Il devra également utiliser une certaine quantité de travail, ce dernier étant aussi une richesse. Ainsi, l'exploitation de l'entreprise détruit des richesses pour en fabriquer de nouvelles, normalement en quantité supérieure. Le solde net de création (ou destruction) de richesses à l'issue d'un cycle d'exploitation s'appelle **l'excédent brut d'exploitation** : il est la différence entre la valeur des produits créés par le cycle d'exploitation et les richesses qui ont été détruites pour obtenir ces produits. Si l'excédent brut d'exploitation est positif, il correspond à des ressources dégagées par l'exploitation et qui sont disponibles pour l'entreprise. Pour simplifier, on peut considérer que l'excédent brut d'exploitation est égal au chiffre d'affaires diminué des consommations intermédiaires et des salaires.

## *B. Les ressources dégagées par l'exploitation peuvent permettre à l'entreprise de s'autofinancer.*

L'excédent brut d'exploitation, surcroît de richesses créées par l'entreprise permet d'une part la rémunération des fonds mis à disposition de l'entreprise par les agents à capacité de financement (propriétaires ou prêteurs) et d'autre part le paiement de l'impôt sur les bénéfices (en France, 33% du résultat avant impôts).

On peut donc calculer le bénéfice de l'entreprise :

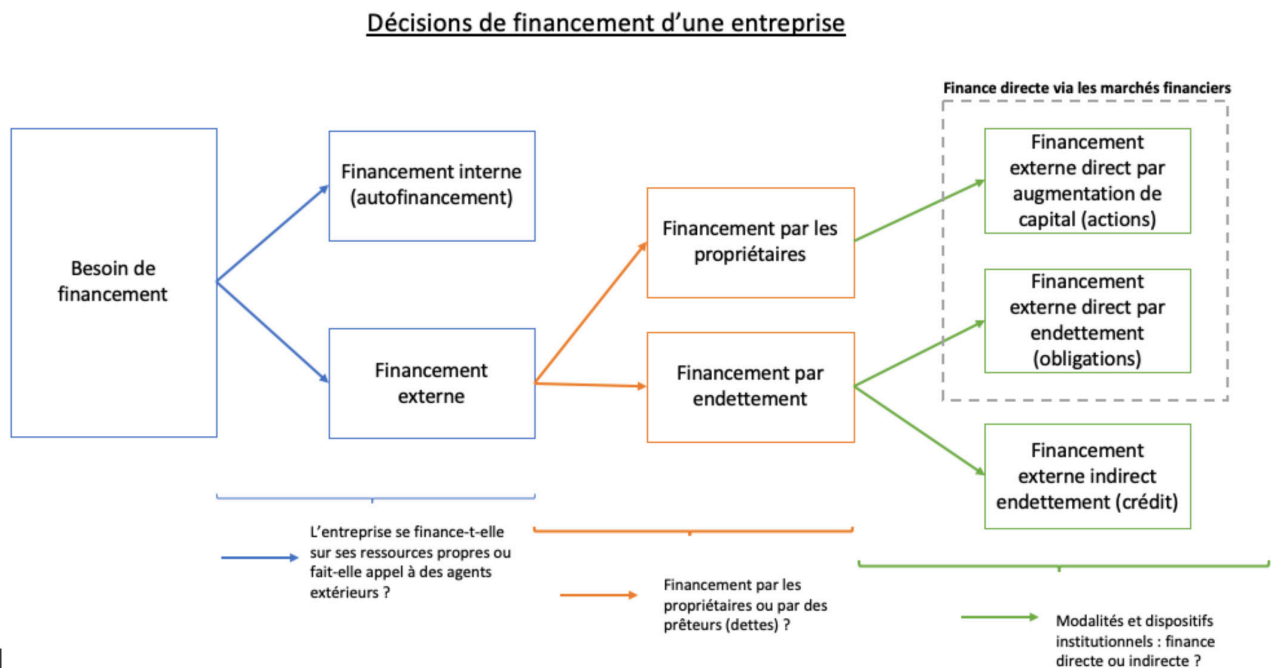
$$\begin{aligned} \text{Bénéfice (rémunération des propriétaires)} &= \text{Excédent brut d'exploitation} \\ &- \text{rémunération de la dette (prêteurs)} - \text{impôts sur les bénéfices} \end{aligned}$$

Les propriétaires de l'entreprise – donc du bénéfice – votent son affectation, entre deux issues possibles. Les propriétaires peuvent d'une part décider de récupérer ce bénéfice sous forme monétaire, c'est-à-dire que l'entreprise va distribuer ce bénéfice à ses propriétaires sous forme de dividende. Ils peuvent d'autre part décider de ne pas distribuer le bénéfice et de le placer dans l'entreprise en augmentant les ressources dont elle dispose (mise en réserve), ce qui permettra à l'entreprise de bénéficier de ressources supplémentaires. Ainsi, une partie des ressources créées par l'entreprise peut être utilisée par elle pour investir : ces ressources supplémentaires, issues de l'activité correspondent au financement interne, aussi appelé autofinancement.

L'autofinancement présente un avantage majeur : en limitant le recours aux marchés financiers (financement par actions ou obligations) ou aux banques (cf. points suivants), l'autofinancement limite la dépendance de l'entreprise à d'autres acteurs en matière de prise de décision. Ses dirigeants sont donc plus libres. Il ne doit pour autant pas être considéré comme gratuit.

Les entreprises dont l'activité parvient, dès les premières années de leur existence, d'abord à être rentable et permettre la survie de la firme, ensuite à financer l'investissement, sont très rares. Le plus souvent, l'entrepreneur ne dispose pas d'un patrimoine suffisant pour réaliser les investissements et absorber les pertes des premiers temps. Il doit donc, le plus souvent, faire appel à d'autres agents pour financer son entreprise de façon externe. Il peut le faire soit au moyen de la finance directe, via les marchés financiers, soit au moyen de la finance indirecte, en s'adressant à des intermédiaires financiers. Toutes ces possibilités sont présentées de manière synthétique sur la figure 2 et abordées dans les points suivants.

**Figure 2 :** Synthèse : les décisions de financement d'une entreprise.



### C. Le financement externe.

La question du financement externe se traite en deux temps : le choix du financement par actions (C1) ou par endettement ; puis dans le cas du financement par endettement, le choix entre la finance directe (obligations – C2) et la finance indirecte (crédit – C3).

#### C.1 Le financement externe direct par actions

Une entreprise en besoin de financement peut proposer à un agent en capacité de financement de devenir propriétaire d'une partie de l'entreprise en échange des fonds qu'il apporte. Le contrat qui sera souscrit entre ce nouveau copropriétaire et l'entreprise est une action : un titre de propriété.

Ce titre ne prévoit pas le remboursement des fonds que l'actionnaire fournit à l'entreprise, mais lui concède en échange, un autre avantage économique : une partie de la propriété de l'entreprise, s'accompagnant d'un droit aux éventuels profits qu'elle réalisera et un droit de participer aux décisions concernant son fonctionnement.

Pour effectuer un financement externe direct par actions, l'entreprise procède à une augmentation de capital : elle émet de nouvelles actions qui pourront être achetées par des agents en capacité de financement, qui deviendront co-propriétaires de l'entreprise (se partageant la propriété avec les agents déjà propriétaires, au prorata de leurs parts). Les fonds issus de cette augmentation de capital sont de nouvelles ressources, que l'entreprise pourra utiliser pour



acheter des facteurs de production et des consommations intermédiaires pour produire de la valeur. Une partie des richesses ainsi créées viendront ensuite rémunérer ces fonds sous forme de dividendes.

Cet échange entre les agents en capacité de financement et les entreprises en besoin de financement au moyen d'une augmentation de capital est permis par l'existence d'un ensemble d'institutions, les marchés financiers, et d'un certain nombre d'acteurs et de pratiques qui y opèrent.

**Complément pour le professeur : les capitaux propres assurent le financement du risque. Ils pourront être complétés par l'endettement.**

« Le financement du risque de l'entreprise doit être assuré par des capitaux propres, sinon l'entreprise prend le risque d'une crise de trésorerie grave au premier retournement de conjoncture. Cependant lorsque l'entreprise a acquis une position stratégique suffisante sur son marché pour conserver une rentabilité et une valeur, il devient normal de réduire le financement par capitaux propres et d'accroître le financement par endettement. Les flux de trésorerie disponible sont devenus assez sûrs pour pouvoir supporter les échéances fixes et régulières de l'endettement. Les capitaux propres servent à prendre le risque de l'entreprise : il est normal que, lorsque celui-ci paraît maîtrisé, le relais soit pris partiellement par des capitaux d'endettement. » (Quiry & Le Fur, 2019, ch. 38)

L'entreprise qui présente un besoin de financement et doit faire appel aux capacités de financements d'agents externes peut émettre de nouvelles actions ainsi que nous venons de le voir. Elle peut aussi s'endetter. Dans ce cas, deux modalités s'offrent à elle : un endettement direct auprès d'agents en capacité de financement via les marchés financiers par une émission d'obligations (C.2), ou un endettement auprès d'une institution financière comme une banque (C.3)

*C.2 Le financement externe direct par endettement (émission d'obligations)*

Une entreprise en besoin de financement peut emprunter des fonds à des agents en capacité de financement en leur proposant de souscrire à un contrat appelé obligation. Cet agent en capacité de financement peut être un particulier, une entreprise ou encore un fonds de placement. En souscrivant ce contrat, le prêteur met des fonds à disposition de l'emprunteur en échange d'un titre financier qui atteste juridiquement de la promesse que fait l'entreprise de le rembourser à une date donnée et en y ajoutant une rémunération appelée intérêt. L'obligation représente donc, pour le prêteur, le droit d'être remboursé et, pour lui, l'intérêt est un revenu. Pour l'emprunteur, l'obligation est un titre de dette et, pour lui, l'intérêt est un coût.

Par exemple, si notre pâtisserie émet une obligation auprès d'un prêteur, le contrat peut pren-

dre la forme suivante : le prêteur met à disposition 100 000 euros pour une durée de cinq ans, le remboursement doit s'effectuer à la fin de la cinquième année. Chaque année, un intérêt de 3% doit être versé au prêteur le 31 décembre. Notre pâtisserie s'est ainsi engagée à utiliser une partie de son excédent brut d'exploitation pour rémunérer au prêteur les 3% d'intérêt qu'elle devra verser chaque année. De plus, elle s'est engagée à rembourser les 100 000 euros à la fin de la période de cinq ans. L'obligation fait peser une contrainte de liquidité sur l'entreprise qui emprunte, puisque la rémunération est contractuelle dans son montant et sa périodicité ; la date de remboursement l'est également. L'entreprise doit donc impérativement posséder les ressources nécessaires à la date de versement des intérêts et du remboursement du prêt.

Le recours à l'emprunt obligataire par les entreprises s'explique notamment par leur volonté de diversifier leurs sources de financement. Généralement, les entreprises partagent la somme empruntée en un grand nombre d'obligations, auxquelles souscriront des prêteurs différents. De plus, les obligations permettent aux entreprises d'obtenir des financements à plus long terme que ceux octroyés par les banques, souvent, avec moins de contraintes et à moindre coût puisqu'il n'y a pas de banque à rémunérer.

### **Complément pour le professeur : l'effet de levier, un autre avantage du financement par endettement pour les actionnaires.**

L'effet de levier est le soulèvement de la rentabilité financière (ratio du résultat net / fonds propres) du fait de l'augmentation de l'endettement<sup>4</sup>. En effet, l'endettement permet à un même montant de fonds propres d'acquiescer davantage de facteurs de production, que l'entreprise combinera pour créer de la valeur. L'endettement accroît les ressources de l'entreprise, donc sa production et la valeur qu'elle crée. Cette valeur créée grossira, de manière résiduelle, le bénéfice, qui rémunère les fonds propres. Le taux de rentabilité de ces fonds propres est la rentabilité financière.

Supposons une entreprise financée avec 100 millions d'euros de fonds propres. Si sa rentabilité économique (ratio du résultat net / total des ressources utilisées) est de 15%, le résultat net sera de 15 millions d'euros. La rentabilité financière (c'est-à-dire la rentabilité des fonds propres) sera aussi de 15% (résultat net / fonds propres). En effet, dans ce cas, le total des ressources utilisées est égal au total des fonds propres.

Supposons que cette même entreprise s'endette à hauteur de 100 millions d'euros, toutes choses égales par ailleurs. Si la rentabilité économique ne change pas, alors les 200 millions d'euros dont elle dispose (le total des ressources utilisées) rapporteront 15% de résultat net, soit 30 millions d'euros. Cependant, la rentabilité financière (30/100) est à présent de 30%. Pour une même rentabilité économique, la rentabilité financière a augmenté grâce à l'endettement, c'est l'effet de levier. Il faut toutefois prendre garde à un endettement excessif qui fait peser

4- Que celui-ci soit obligataire ou bancaire.

une contrainte de liquidité sur l'entreprise et s'avère désastreux en cas de crise.

### *C.3 Le financement externe indirect par endettement (crédit)*

Une entreprise présentant un besoin de financement et souhaitant le satisfaire par l'endettement peut, en complément ou à la place d'une émission d'obligations, souscrire un crédit auprès d'une institution financière. Seules les grandes entreprises ont accès aux marchés obligataires ; le crédit est donc le moyen de financement incontournable des micro-, petites et moyennes entreprises.

Un crédit est un contrat souscrit entre un emprunteur (ici une entreprise) et une institution financière, souvent une banque, qui tient le rôle de prêteur. Ce contrat prévoit le montant, la durée ainsi que l'objet du crédit (à quoi vont servir les fonds) ; le taux d'intérêt (la rémunération de la banque), les assurances et autres frais ; le calendrier de remboursement ; ainsi que diverses garanties visant à protéger la banque en cas de non-paiement de l'emprunteur.

V. Savoir que le solde budgétaire résulte de la différence entre les recettes (fiscales et non fiscales) et les dépenses de l'État ; comprendre que le déficit budgétaire est financé par l'emprunt et savoir qu'une politique de dépenses publiques peut avoir des effets contradictoires sur l'activité (relance de la demande / effet d'éviction).

Nous avons jusqu'ici présenté le financement des agents privés. Les administrations publiques<sup>5</sup>, dont le rôle est important dans les pays développés et en particulier en Union européenne ont aussi – en général – des besoins de financement. Après avoir identifié l'origine du besoin de financement des administrations publiques, nous étudierons comment ce besoin est couvert par l'emprunt, puis nous présenterons les effets possibles d'une politique de dépenses publiques sur l'activité.

*A. Le solde budgétaire résulte de la différence entre les recettes (fiscales et non fiscales) et les dépenses de l'État.*

Les dépenses publiques financent les nombreuses actions des administrations publiques<sup>5t</sup> ainsi que leur fonctionnement. Par exemple, elles financent de nombreux services publics (police, hôpitaux, armée, tribunaux, écoles, universités, etc.). Elles incluent aussi les prestations ou aides sociales (retraites, assurance maladie, aides au logement, allocations familiales, revenu de solidarité active, etc.). Enfin, une part de la dépense publique sert à rembourser les intérêts de la dette publique.

Les dépenses publiques ont augmenté à mesure que l'intervention de l'État a pris de l'importance dans l'organisation de la société<sup>6</sup>. Au XIX<sup>e</sup> siècle, le principal rôle de l'État est un rôle régalien. A partir du début du XX<sup>e</sup> siècle, l'État, visant à améliorer le « bonheur collectif » a accru son intervention. En France, la part des dépenses publiques dans le PIB a plus que quadruplé au cours du XX<sup>e</sup> siècle et la structure de ces dépenses a considérablement évolué au cours de la période.

---

5- Les administrations publiques ont le pouvoir de lever des impôts et d'autres prélèvements obligatoires et de faire adopter des lois qui ont un impact sur le comportement des unités économiques. Les principales fonctions économiques des administrations publiques sont les suivantes :

- a) fournir des biens et des services à la communauté, à des fins de consommation collective (administration des affaires publiques, défense et application de la loi, par exemple) ou individuelle (notamment enseignement, santé, loisirs et services culturels), et en assurer le financement par la fiscalité ou d'autres recettes;
- b) redistribuer le revenu et la richesse au moyen de paiements de transfert (impôts et prestations sociales);
- c) s'engager dans d'autres types de production non marchande. (SEC 2010, 20.02 p. 465)

On distingue les administrations publiques centrales (pouvoir exécutif central, pouvoir législatif et pouvoir judiciaire), les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale.

6- Pour une présentation très pédagogique du rôle de l'État, on peut se reporter à Bacache-Beauvallet et Mayneris, 2006, ch. 2.

En effet, la part des dépenses des collectivités territoriales a fortement augmenté dans le total des dépenses. Surtout, ce sont les dépenses des administrations de sécurité sociale qui sont devenues prépondérantes (elles représentent 45% des dépenses publiques à la fin du XX<sup>e</sup> siècle). En définitive, l'État moderne intervient dans l'allocation des ressources (lorsque le marché est défaillant et/ou pour des motifs de cohésion sociale), la répartition des revenus et la stabilisation de l'économie.

Le rôle très important de l'État dans les économies développées, en particulier en France, apparaît clairement lorsque l'on mesure son intervention. En 2018, les dépenses publiques s'élèvent en France à 1 318 milliards d'euros, soit l'équivalent de 56,0 % de PIB, après 1 294 milliards d'euros et 56,4 % de PIB en 2017. En 2017, les dépenses de l'État ont représenté 30 % des dépenses publiques, celles des « organismes divers d'administration centrale » 5 %, celles des « administrations de sécurité sociale » 45 % et celles des « administrations publiques locales » 20 %.

Pour couvrir leurs dépenses croissantes, les administrations publiques doivent disposer de ressources.

Les recettes des administrations publiques sont majoritairement des recettes fiscales. Celles-ci sont constituées de prélèvements obligatoires sous la forme d'impôts et de cotisations sociales. Les impôts frappent la production (notamment la TVA pour 16% des prélèvements obligatoires et impôts sur les produits pour 10% des prélèvements obligatoires) et les revenus qui en découlent pour 24% des prélèvements obligatoires (impôt sur le revenu des personnes physiques, CSG, impôts sur les sociétés). Les cotisations sociales représentent 36% des prélèvements obligatoires. (Chiffres INSEE 2018)

D'autres recettes, non fiscales, viennent s'y ajouter : les ventes de biens et services (production marchande des administrations publiques, telles que les ventes d'armement ou de certaines productions universitaires) ; les revenus de la propriété (par exemple les dividendes que versent les entreprises publiques à l'État) et les contraventions.

On peut alors calculer le solde budgétaire et en déduire la capacité ou le besoin de financement :

*La différence entre les recettes et les dépenses, équivalente à l'excédent ou au déficit, correspond à la capacité ou au besoin de financement .*

Le tableau 2 ci-dessous présente, le compte des administrations publiques en 2018.

**Tableau 2 : Le compte des administrations publiques en 2018 (Md€)**

<b>Dépenses publiques</b>		<b>Recettes publiques</b>	
Consommations intermédiaires	112,8	Cotisations sociales	381,0
Rémunérations	294,1		
Prestations sociales	600,4	Impôts	708,7
Subventions et autres transferts	174,0		
Charges d'intérêts	44,2		
Formation brute de capital fixe	79,7		
Autres dépenses	13,3	Autres recettes	169,2
<b>Total des dépenses</b>	<b>1 318,5</b>	<b>Total des recettes</b>	<b>1 258,9</b>
		<b>Besoin de financement (déficit public)</b>	<b>59,6</b>

Source : Insee ; FIPECO

En France, depuis 1974, le solde budgétaire est déficitaire, ce qui signifie que les dépenses publiques sont supérieures aux recettes, chaque année depuis 1974, ce qui conduit, chaque année à l'apparition d'un besoin de financement pour les administrations publiques. Pour la seule année 2018, le besoin de financement supplémentaire s'élevait à 59,5 milliards d'euros (tableau 3).

**Tableau 3**

**Capacité ou besoin de financement des administrations publiques en 2018**

*en milliards d'euros*

<u>Administrations publiques</u>	2013	2014	2015	2016	2017	2018
État	-70,2	-74,3	-73,3	-73,8	-66,1	-69,8
Odac (1)	1,3	2,6	-2,5	-6,2	-4,4	-2,7
<u>Administrations publiques locales</u>	-8,5	-4,8	-0,1	3,0	1,6	2,3
Administrations de sécurité sociale	-9,1	-7,4	-3,8	-2,2	5,3	10,6
<b>Déficit public notifié (2)</b>	<b>-86,5</b>	<b>-83,9</b>	<b>-79,7</b>	<b>-79,1</b>	<b>-63,6</b>	<b>-59,5</b>

(1) : Organismes divers d'administration centrale.  
 (2) : le déficit public notifié à la Commission européenne correspond exactement au besoin du financement des administrations publiques.  
 Champ : France.  
 Source : Insee, comptes nationaux - base 2014. <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2381398>

## B. Le déficit budgétaire est financé par l'emprunt

Le déficit budgétaire des administrations publiques correspond à un besoin de financement, qui peut être couvert en faisant appel à l'épargne d'agents en capacité de financement dans le cadre d'un emprunt. L'État emprunte selon deux modalités : l'émission d'obligations (environ 90% de la dette publique en 2018) et les emprunts bancaires (environ 10% de la dette publique en 2018).

En France, l'Agence France Trésor, rattachée au Ministère de l'Économie et des Finances est chargée de la gestion de la dette de l'État (c'est-à-dire des administrations publiques centrales).

Les obligations émises par l'État sont un contrat en vertu duquel un agent en capacité de financement (un ménage, une entreprise, une compagnie d'assurance ou encore un autre État) prête un montant à l'État français. Ce contrat prévoit, outre le montant, la durée du prêt, la rémunération du prêteur (taux d'intérêt et calendrier des versements) et les conditions de remboursement (l'intégralité du montant est remboursée en date de fin du contrat).

### **Complément pour le professeur : la dette publique française, types d'obligations, détention et niveau.**

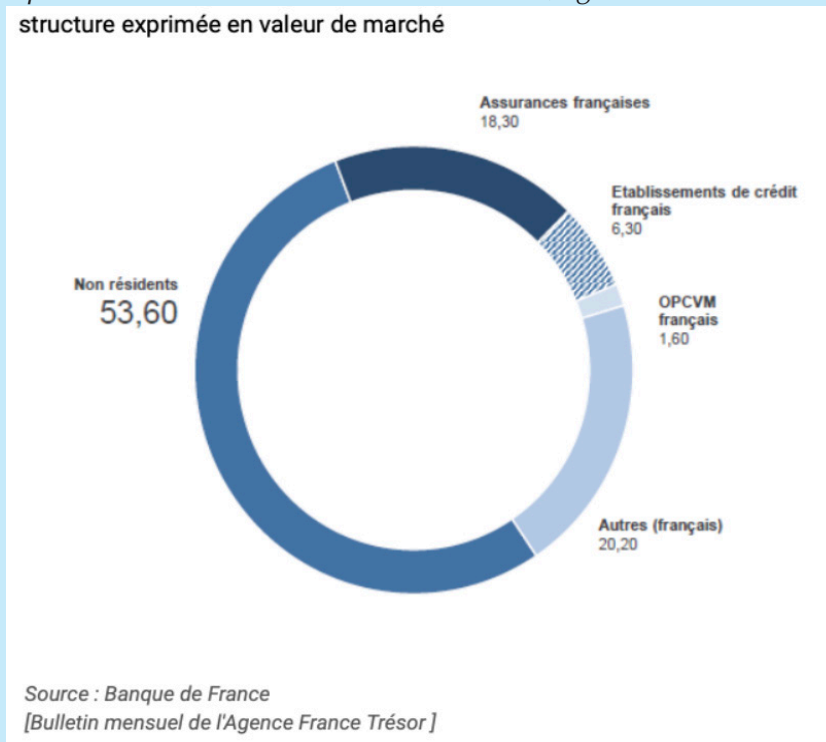
L'État français émet deux types de titres de dette sur les marchés financiers à destination d'agents en capacité de financement, dont l'Agence France Trésor fait la présentation suivante :

Les obligations assimilables du Trésor (OAT), qui sont le support de l'endettement à moyen et long terme de l'État. La durée prévue par le contrat de prêt peut aller de deux à cinquante ans.

Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF) sont l'instrument de gestion de trésorerie de l'État. Ils servent à couvrir les fluctuations infra-annuelles de la trésorerie de l'État, qui découlent pour l'essentiel du décalage entre le rythme d'encaissement des recettes et celui du paiement des dépenses et de l'échéancier d'amortissement de la dette. La durée de ces contrats varie de quelques semaines à un an.

Le graphique suivant montre qui sont les détenteurs de la dette de l'État français, c'est-à-dire les agents en capacité de financement qui ont prêté à l'État pour satisfaire son besoin de financement.

**Graphique 2 : Détention des titres de la dette négociable de l'État par groupe de porteurs au deuxième trimestre 2019 (Agence France Trésor)**

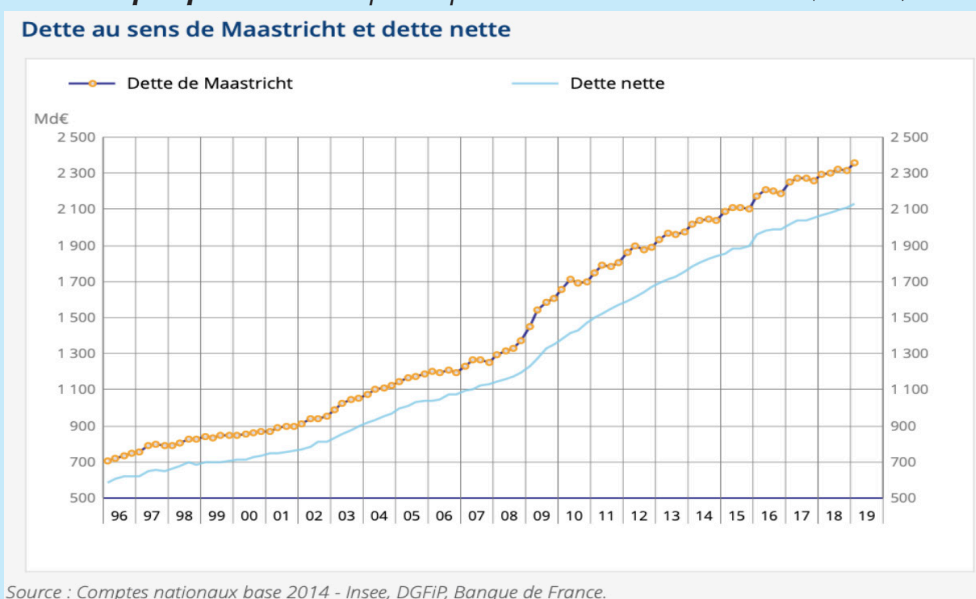


Source : <https://www.aft.gouv.fr/fr/principaux-chiffres-dette>

On peut observer que la dette de l'État français est détenue en majorité par des agents non-résidents, puis par des compagnies d'assurance françaises.

Le montant de la dette de l'État est un stock, alimenté chaque année par un flux positif ou négatif : l'excédent (capacité de financement) ou le déficit (besoin de financement). Le graphique 3 présente l'évolution du stock de dette des administrations publiques françaises (au sens du traité de Maastricht). On peut observer que ce stock augmente chaque année, ce qui correspond aux déficits (besoins de financement) mis en lumière sur le graphique 2 (solde budgétaire).

**Graphique 3 : Dette publique au sens de Maastricht (INSEE)**



<https://www.insee.fr/fr/statistiques/4177916#graphique-dette-g2-fr>



Le premier jeudi et le troisième jeudi de chaque mois, l'État français, via l'Agence France Trésor, émet des obligations (OAT) sur les marchés financiers. Ces obligations permettent d'obtenir des fonds qui servent à financer le déficit de l'année en cours d'une part ; rembourser les dettes passées d'autre part.

En effet, au cours d'une année, les titres de dette qui arrivent à échéance doivent être remplacés par de nouveaux titres (au taux d'intérêt en vigueur) et il faut par ailleurs émettre de la « nouvelle » dette pour financer le déficit.

Le besoin de financement brut à la période (t) est égal à la dette arrivant à échéance à la période (t) augmentée du déficit de la période (t). (Bénassy-Quéré et al., 2017)

La dette des administrations publiques a pour conséquence une dépense publique visant à rémunérer les agents qui ont mis leurs capacités de financement à disposition des administrations en déficit. Cette rémunération du prêteur est un coût pour l'emprunteur (ici l'État), il se mesure par le montant des intérêts payés par les administrations à leurs prêteurs. Le montant de ces intérêts, que l'on appelle service de la dette était de 44,2 milliards d'euro (sur 1318,5 de dépenses publiques) en 2018 (INSEE) soit 3,35% des dépenses publiques.

### *C. Une politique de dépenses publiques peut avoir des effets contradictoires sur l'activité (relance de la demande / effet d'éviction).*

L'État est un acteur qui peut, en utilisant son budget, exercer une forte influence sur l'économie. Il peut tenter de relancer la demande en augmentant les dépenses publiques. Cependant, comme il doit financer ses dépenses, il est possible que les fonds qu'il capte évincent l'investissement privé.

Après une crise économique, la production est inférieure à son niveau d'avant-crise et le chômage est plus élevé. On peut alors penser que l'État, en adressant une demande aux entreprises, pourrait permettre de faire augmenter la production et diminuer le chômage. C'est l'idée de relance par la demande.

S'il souhaite relancer la demande, l'État doit fournir aux entrepreneurs des raisons de produire et d'embaucher. Il peut le faire par une politique de dépenses publiques, proposant ainsi aux entreprises de réaliser des projets pour son compte (par exemple des grands travaux d'aménagement du territoire). Ce faisant, l'État paye ces prestations aux entreprises : il oriente des fonds vers elles.

Afin de répondre à cette demande, les entreprises devront produire davantage et probablement embaucher. Elles verseront alors des salaires à leurs travailleurs, qui pourront accroître leurs dépenses de consommation et augmenter la demande de biens et services. Les entreprises devront aussi investir, par exemple acquérir des machines pour effectuer les travaux. Elles créeront ainsi une demande pour les vendeurs de biens de production. Au total, la politique de dépenses publique a non seulement permis d'augmenter directement la production,

mais aussi de généré des revenus qui ont augmenté la demande de consommation et de biens de production. On peut penser que cette augmentation de la demande conduira, à son tour, à une augmentation de la production pour la satisfaire. Un cercle vertueux de croissance pourrait alors s'enclencher : l'augmentation de la demande soutenant la production, qui génère des revenus, lesquels iront à leur tour soutenir la demande.

Dans certains cas, l'État peut aussi relancer la demande en distribuant directement des revenus aux ménages (prime de rentrée scolaire par exemple) ou en diminuant les impôts. Il s'agit dans les deux cas d'augmenter le pouvoir d'achat des ménages pour les inciter à consommer et ainsi adresser une demande aux entreprises qui pourront créer des emplois.

Toutefois, ce mécanisme se heurte à quelques contraintes, en particulier le fait que les ménages consomment un grand nombre de produits importés (véhicules, smartphones, contenu numérique, etc.). Dans ce cas, la dépense publique d'un pays ne vient pas soutenir les entreprises qui créent des emplois dans ce pays mais dans les pays étrangers.

Le financement de cette relance nécessite généralement un endettement préalable de l'État, ce qui peut créer un effet néfaste pour l'activité économique. En effet, l'État, en empruntant, va capter une partie des fonds que les agents en capacité de financement mettent à disposition. Il reste donc moins de fonds à disposition des autres agents en besoin de financement : les ménages et les entreprises. Privés de fonds, des projets productifs peuvent ne pas voir le jour car les agents en capacité de financement ont préféré prêter leurs fonds à l'État. La dépense publique pourrait ainsi réduire la dépense privée et donc la production et l'emploi.

Comment expliquer que des agents en capacité de financement prêtent à l'État plutôt qu'à des ménages ou des entreprises ? Principalement parce que la durée de vie de l'État est considérée comme infinie. Dès lors, on imagine que l'État pourra toujours rembourser sa dette en levant des impôts sur les générations futures. Les agents en capacité de financement pourront préférer prêter à l'État car cela représente un plus faible risque de ne pas être remboursé. Ce faisant, ils ne financent pas un certain nombre de projets d'investissement privés. En définitive, l'emprunt public *évincerait* les emprunts privés, ces derniers devenant moins attractifs aux yeux des investisseurs. Les fonds disponibles pour les investissements privés devenant plus rare, le taux d'intérêt augmenterait, ce qui entraînerait alors une diminution de l'investissement privé : c'est **l'effet d'éviction**. Cet effet d'éviction peut aboutir à réduire la production.

Au terme de ce chapitre, nous avons pu comprendre que le financement de l'économie est un phénomène fondamental dans le fonctionnement de nos économies modernes et pour la croissance à long terme. Les dispositifs institutionnels dédiés au financement de l'économie – tout comme la régulation des acteurs et des pratiques – ont des répercussions considérables sur de nombreuses dimensions de la vie économie (croissance, propriété des entreprises, part-

age de la valeur ajoutée, système de retraites). Le financement de l'économie concerne et influence directement les décisions que les agents prennent aujourd'hui pour préparer l'avenir. Par conséquent, la réglementation mise en place par l'État et les instances supranationales, qui constitue les incitations orientant le comportement des agents, détermine l'efficacité du financement de l'économie, ses modalités et leurs conséquences sur les conditions de vie à long terme des citoyens dans les économies modernes.

## Annexe 1 : changements du taux d'intérêt d'équilibre sur le marché des fonds prêtables et quantité de fonds prêtés. (D'après Mishkin, 2013, p. 125)

a) Changements de l'offre de fonds prêtables : motifs et conséquences sur le taux d'intérêt d'équilibre et la quantité de fonds prêtés.

La théorie de l'offre de fonds prêtables (ou théorie de la demande d'actifs) permet d'identifier les facteurs qui affectent l'offre de fonds prêtables. Nous présentons ici les principaux motifs d'une variation de l'offre de fonds prêtables.

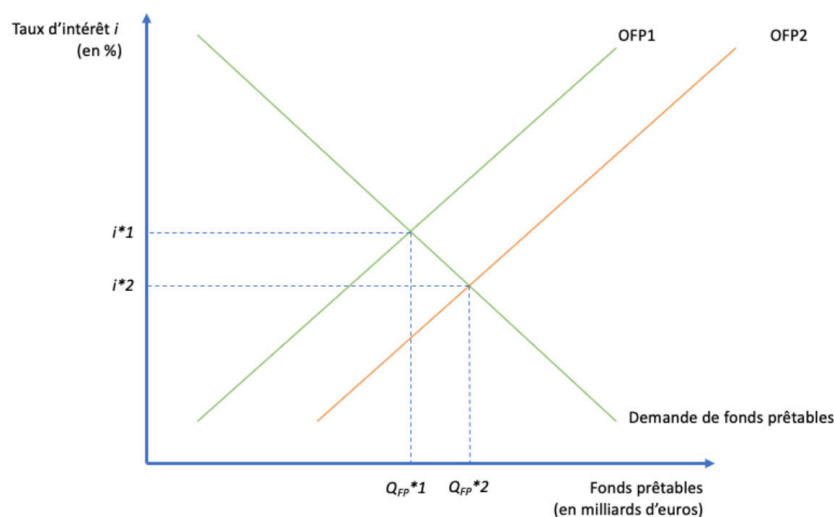
1. **La richesse des agents** : toutes choses égales par ailleurs, en période de croissance économique, le revenu disponible des agents s'accroît plus vite que leur consommation. L'épargne augmente et l'offre de fonds prêteable également. Ceci peut se représenter graphiquement par un déplacement vers la droite de l'offre de fonds prêteable. Conséquence, le taux d'intérêt d'équilibre diminue et la quantité de fonds prêtés augmente. Graphiquement, la courbe d'offre se déplace vers la droite.

En outre, si la propension à épargner augmente, l'épargne des ménages augmente, ce qui conduit à une hausse de l'offre de fonds prêtables.

Une variation en sens opposé du revenu et du patrimoine des agents lors d'une récession conduira à une diminution de l'offre de fonds prêtables, aboutissant à une augmentation du taux d'intérêt d'équilibre et une diminution de la quantité de fonds prêtés.

2. **Le risque relatif** (par rapport aux autres actifs) : lorsque le risque d'un actif (par exemple, d'une catégorie d'emprunteurs) augmente, les prêteurs sont moins enclins à prêter leurs fonds car ils craignent de n'être pas remboursés. Ils préfèrent donc placer leurs fonds dans d'autres actifs moins risqués et l'offre de fonds prêtables, pour cette catégorie d'actifs, se réduit. Graphiquement, la courbe d'offre se déplace vers la gauche.

Le marché des fonds prêtables : augmentation de l'offre



b) Changements de la demande de fonds prêtables : motifs et conséquences sur le taux d'intérêt d'équilibre et la quantité de fonds prêtés.

1. **La rentabilité anticipée des investissements des entreprises** : des débouchés anticipés grâce à l'achat d'une licence d'exploitation, la conquête d'un nouveau marché grâce à des investissements de capacité ou une rentabilité en hausse grâce à un investissement de rationalisation peuvent conduire l'entreprise à anticiper des profits plus élevés. Dès lors, elle cherchera à financer ses projets d'investissement et demandera des fonds pour le faire. Si la conjoncture est favorable, les occasions d'investissement qui semblent rentables sont plus nombreuses, pour tout niveau de taux d'intérêt, ce qui incite les entreprises à investir, donc à demander des fonds. Inversement, lors d'une conjoncture défavorable, les occasions d'investissement rentables, pour tout niveau de taux d'intérêt, diminuent, ce qui conduit à une diminution de la demande de fonds prêtables.

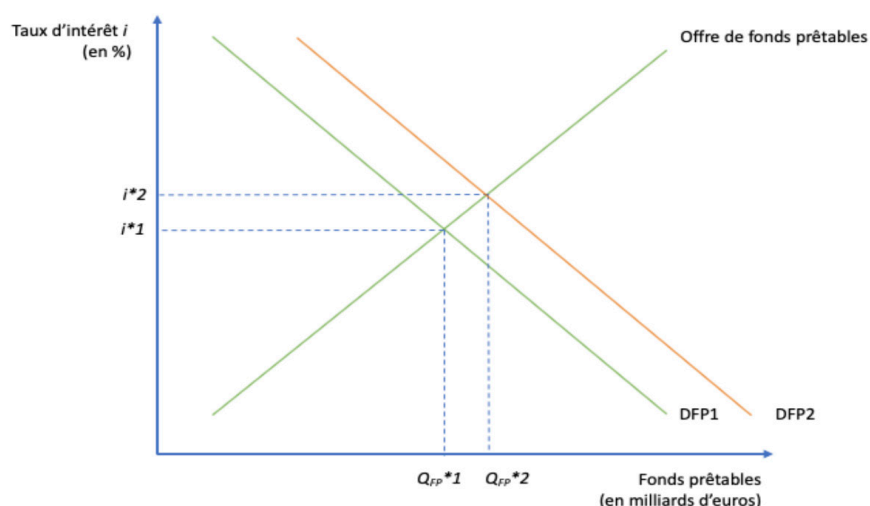
2. **L'inflation anticipée** : le taux d'intérêt réel, qui détermine le coût réel de l'emprunt, étant égal au taux d'intérêt nominal diminué de l'inflation, une augmentation de l'inflation diminue le taux d'intérêt réel, pour tout niveau de taux d'intérêt nominal. Le coût réel de l'emprunt, pour tout niveau de taux d'intérêt nominal, diminue donc lorsque l'inflation augmente. Si les agents anticipent une accélération de l'inflation, ils anticipent une baisse du coût réel de leur emprunt : par conséquent, ils peuvent emprunter davantage pour un même coût. Une hausse de l'inflation anticipée augmente donc la demande de fonds prêtables.

### 3. La politique budgétaire de l'État :

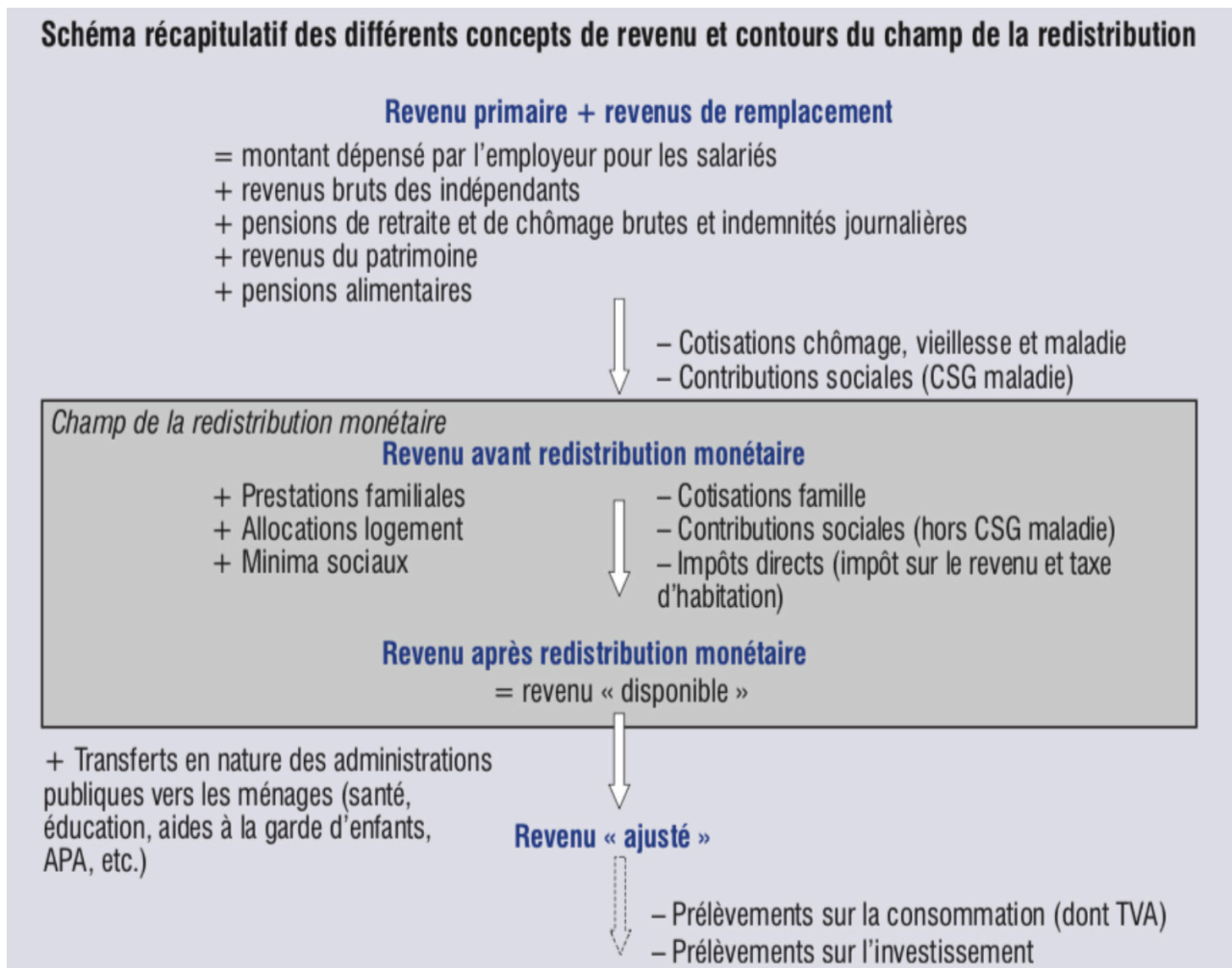
Une émission d'obligations d'État pour financer un déficit budgétaire (qui n'est pas fonction directe des taux d'intérêts) constitue une augmentation de la demande de fonds prêtables, pour tout niveau de taux d'intérêt

Les trois motifs présentés conduisent à une augmentation de la demande de fonds prêtables. Graphiquement, la courbe de demande se déplace vers la droite. En conséquence, le taux d'intérêt d'équilibre augmente et la quantité de fonds prêtés augmente aussi.

**Le marché des fonds prêtables : augmentation de la demande**



## Annexe 2 – Les revenus des ménages : du revenu primaire au revenu disponible



Le revenu disponible se calcule à partir des revenus primaires. Ceux-ci rémunèrent la production. Pour des motifs de cohésion sociale, de solidarité ou selon des principes moraux, une société peut choisir de modifier la répartition des revenus et d'organiser une redistribution. Celle-ci commence par retirer aux revenus primaires des impôts directs et des cotisations sociales (les prélèvements obligatoires). Puis, la redistribution organise des transferts sociaux en versant des prestations sociales notamment.

Selon l'INSEE, « les prestations sociales (ou transferts sociaux) sont des transferts versés (en espèces ou en nature) à des individus ou à des familles afin de réduire la charge financière que représente la protection contre divers risques.

Elles sont associées à six grandes catégories de risques :

- La vieillesse et la survie (pensions de retraite, pensions de réversion, prise en

charge de la dépendance).

- La santé (prise en charge totale ou partielle de frais liés à la maladie, à l'invalidité, aux accidents du travail et aux maladies professionnelles).
- La maternité-famille (prestations familiales : prestations liées à la maternité, allocations familiales, aides pour la garde d'enfants).
- La perte d'emploi (indemnisation du chômage) et les difficultés d'insertion ou de réinsertion professionnelle.
- Les difficultés de logement (aides au logement).
- La pauvreté et l'exclusion sociale (minima sociaux : revenu minimum d'insertion- RSA, minimum vieillesse). »

La somme des revenus primaires et des transferts sociaux, diminuée des prélèvements obligatoires donne le revenu disponible des ménages

## Bibliographie :

Aghion, Philippe, *Repenser la croissance économique*, Collège de France / Fayard, Collection Leçons inaugurales du Collège de France, 2016

Bacache-Beauvallet, Maya & Mayneris, Florian, *Le rôle de l'Etat. Fondements et réformes*, Bréal, Collection Thèmes et Débats, économie, 2006.

Banque de France, « Le financement des entreprises », *Note d'information d'octobre 2015*, 2015

--, « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2017 », *Bulletin de la Banque de France*, 219/1, Septembre-Octobre 2018 - [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/818316\\_bdf219-1\\_v10.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/818316_bdf219-1_v10.pdf)

Beitone, Alain, Cazorla, Antoine & Hemdane, Estelle, *Dictionnaire de science économique*, Dunod, 2019

Bénassy-Quéré, Agnès, Boone, Laurence & Coudert, Virginie, *Les taux d'intérêt*. Paris : La Découverte, 2015

Bénassy-Quéré, Agnès, Coeuré, Benoît, Jacquet, Pierre & Pisani-Ferry, Jean, *Politique économique*, 4<sup>e</sup> édition, De Boeck, Collection Ouvertures économiques, 2017

Cour des comptes, *L'État et le financement de l'économie*, 2012

FIPECO, « Les dépenses publiques », *Les fiches de l'encyclopédie*, 2019

INSEE, « La redistribution : état des lieux en 2012 », France, portrait social, 2013.  
--, « Tableaux de l'économie française », *Insee Références*, 2018

Mishkin, Frederic, *Monnaie, banque et marchés financiers*, 10<sup>e</sup> édition, traduction et adaptation de la 10<sup>e</sup> édition de *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson, 2013

Pindyck, Robert & Rubinfeld, Daniel, *Microéconomie*, 9<sup>e</sup> édition, traduction de la 9<sup>e</sup> édition de *Microeconomics*, Pearson, 2017



Quiry, Pascal & Le Fur, Yann, *Finance d'entreprise. Pierre Vernimmen* - édition 2020, 18<sup>e</sup> édition, Dalloz, 2019

SEC 2010 (Eurostat – Commission Européenne), *Système européen des comptes*, Collection Manuels et instructions, Union Européenne, 2013

Villieu Patrick, *Macroéconomie : consommation et épargne*. La Découverte, « Repères », 2008

Wasmer, Etienne, *Principes de microéconomie, Méthodes empiriques et théories modernes*, 3<sup>e</sup> édition, Pearson, 2017