

LE ROLE DES MARCHES FINANCIERS POUR FINANCER LES ENTREPRISES

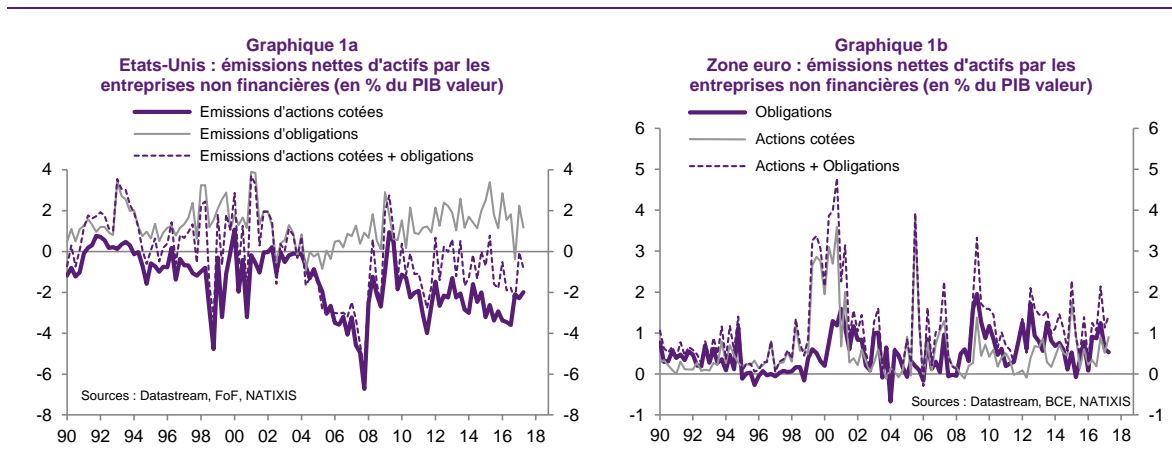
Patrick Artus, Natixis
Laurence Boone, Axa-IM

Nous partons de l'observation (aux Etats-Unis, de la zone euro, en France, au Japon) de ce que les émissions sur les marchés financiers des entreprises non financières sont devenues faibles (avec une particularité aux Etats-Unis due à l'importance des rachats d'actions).

- nous nous demandons d'abord ce qui cause cette évolution : il ne s'agit pas d'un rôle accru du crédit bancaire ; la hausse du taux d'autofinancement des entreprises (du financement des investissements des entreprises par leurs cash flows) est-elle la cause ou la conséquence de leur faible recours aux marchés financiers ? Quel est le lien avec l'évolution du partage des revenus, du prix relatif de l'investissement ? Avec le développement du non coté ? Avec les réglementations financières ?
- Dans la zone euro et en France, il y a désintermédiation du financement des entreprises (passage progressif du financement par le crédit bancaire au financement sur les marchés financiers) ; mais il s'agit d'un phénomène du second ordre par rapport au phénomène du premier ordre qui est le faible rôle des marchés financiers ;
- nous nous interrogeons ensuite sur le fonctionnement induit de l'économie. On passe d'un modèle où l'intermédiation financière utilisait l'excès d'épargne des ménages pour financer les entreprises à un modèle où l'intermédiation financière utilise l'excès d'épargne des ménages et entreprises pour financer l'Etat ; le Japon a réalisé depuis plus de 20 ans ce changement de modèle ;
- les conséquences de cette évolution sur l'efficacité de la politique monétaire, le rendement des portefeuilles, l'allocation des risques et la liquidité des marchés financiers sont importantes ;
- il reste enfin à déterminer le nouveau rôle des marchés financiers : à quoi servent-ils s'ils ne servent plus à financer les entreprises (à financer les Etats, à valoriser les entreprises, à permettre les transactions entre épargnants sur les actifs financiers) ?

Faiblesse des émissions sur les marchés financiers par les entreprises

Nous regardons les émissions nettes d'obligations et d'actions cotées par les entreprises non financières aux Etats-Unis, dans la zone euro, en France, au Japon (graphiques 1a/b/c/d) et tableau 1.



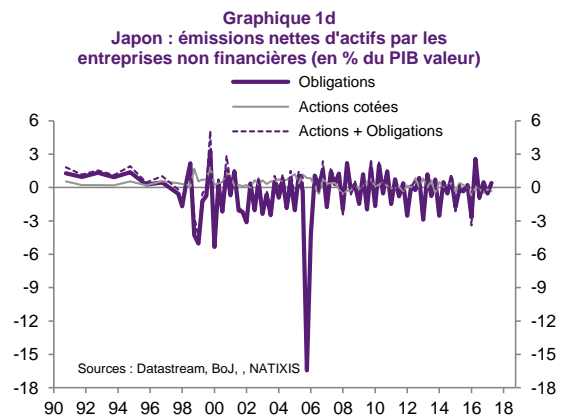
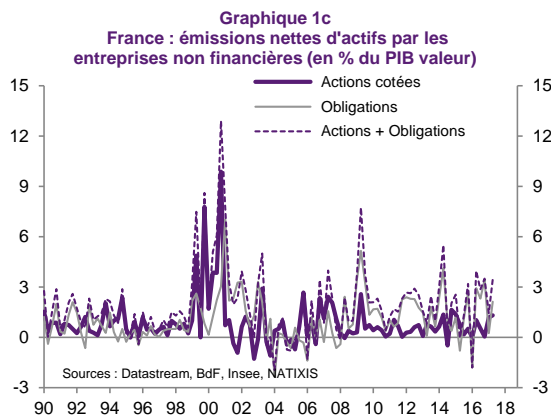


Tableau 1 : Moyenne des émissions d'actions, d'obligations et investissement total des entreprises

1990 - 2017	Etats-Unis	Zone euro	France	Japon
Emissions nettes d'actions	-1,48	0,37	1,22	0,79
Emissions nettes d'obligations	1,30	0,52	0,92	1,02
Emissions d'actions cotées + obligations	-0,17	0,88	2,14	2,02
Investissement total des entreprises volume (en % du PIB volume)	11,52	11,66	12,15	14,97

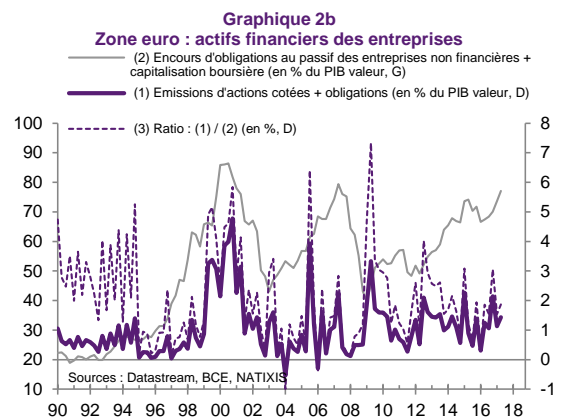
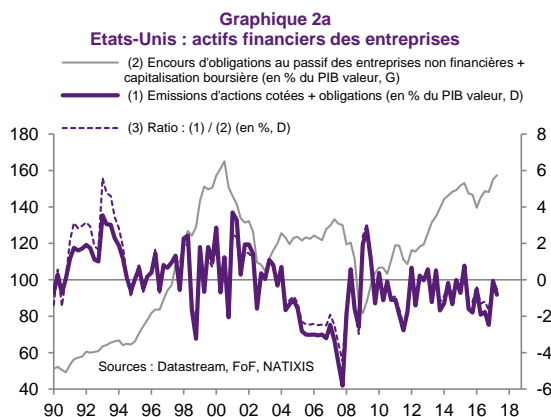
2002 - 2017	Etats-Unis	Zone euro	France	Japon
Emissions nettes d'actions	-2,12	0,23	1,14	0,44
Emissions nettes d'obligations	1,07	0,57	0,62	-0,62
Emissions d'actions cotées + obligations	-1,05	0,79	1,76	-0,17
Investissement total des entreprises volume (en % du PIB volume)	12,44	11,68	12,72	14,95

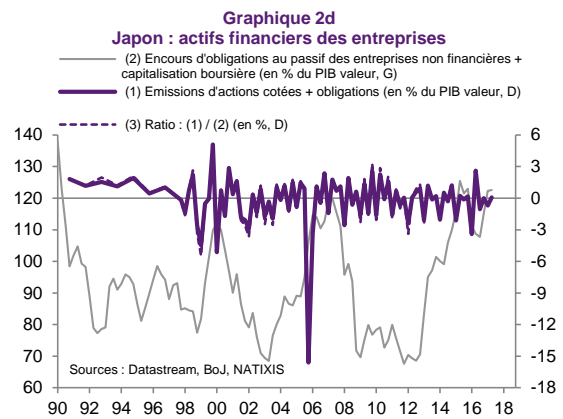
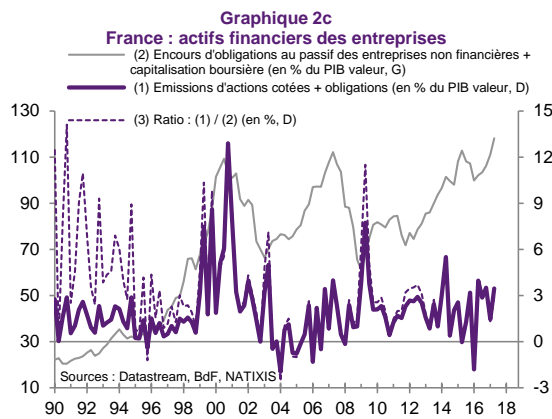
Source : Natixis

On observe :

- la faiblesse des émissions des entreprises sur les marchés financiers depuis le début des années 2000 ; elles financent environ au mieux 15% des investissements des entreprises ;
- une situation particulière aux Etats-Unis, avec des émissions d'obligations qui financent les rachats d'actions par les entreprises non financières.

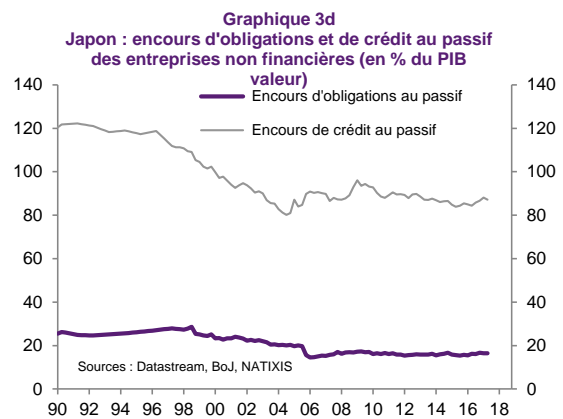
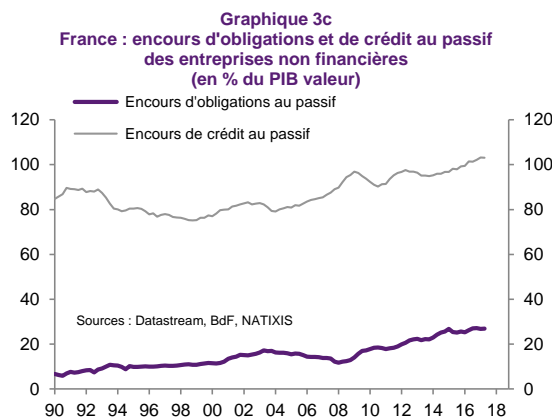
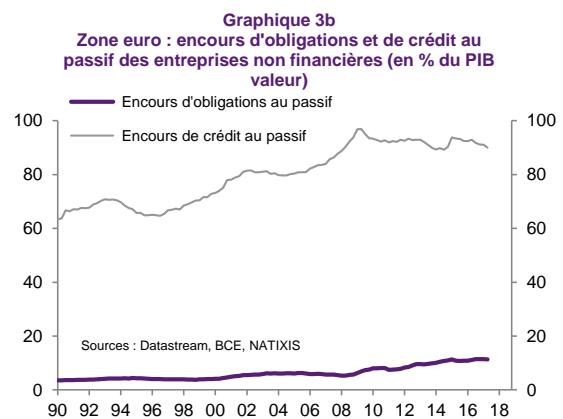
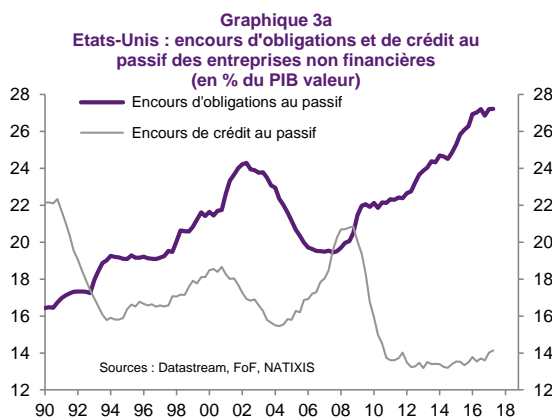
Quand on compare les émissions d'obligations et d'actions cotées à l'encours d'obligations et d'actions des entreprises (graphiques 2a/b/c/d) ; on voit que les émissions ne représentent que de 0 à 2-3% des encours, ce qui est très faible.



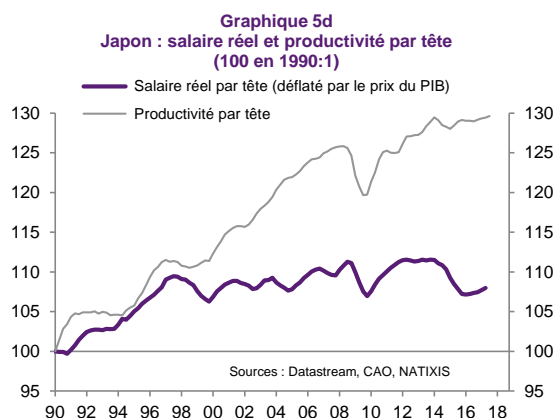
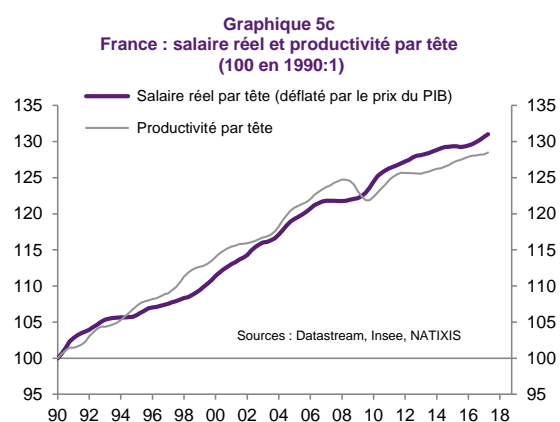
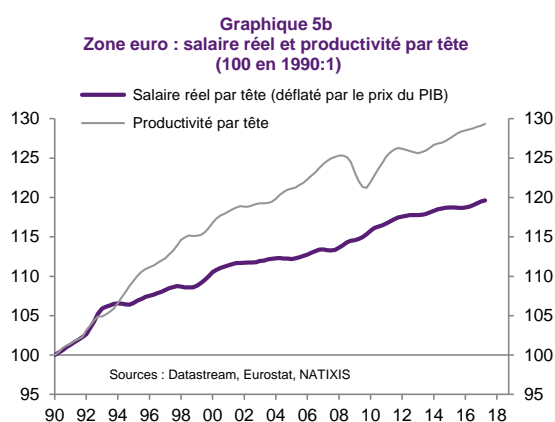
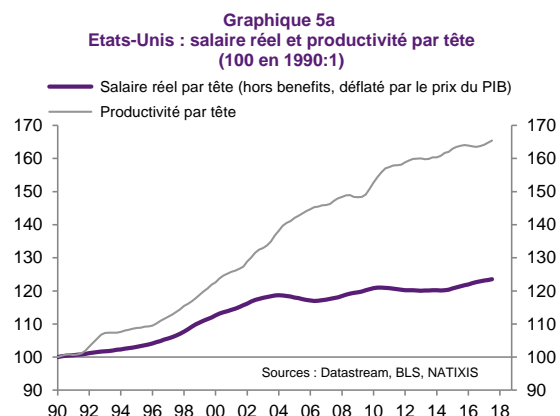
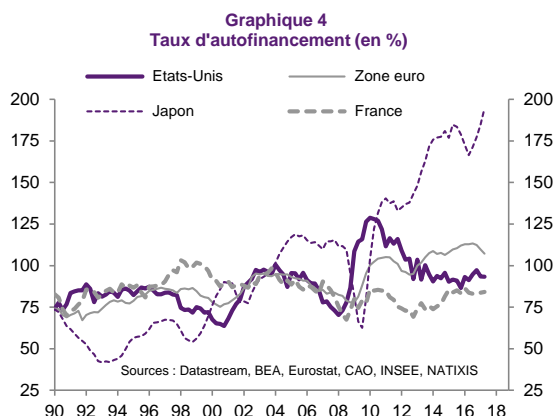


Pourquoi la faiblesse des émissions des entreprises sur les marchés financiers ?

La première observation est qu'il ne s'agit pas d'une substitution du crédit bancaire aux émissions sur les marchés financiers (graphiques 3a/b/c/d), puisque les encours de crédit bancaire stagnent ou reculent. Nous revenons plus loin sur la question de la désintermédiation.



Nous pensons que joue un rôle central la hausse du taux d'autofinancement des entreprises (du ratio entre cash flows et investissement, graphique 4), qu'on peut rapprocher de l'évolution du partage des revenus (graphiques 5a/b/c/d), avec la flexibilisation des marchés du travail. Le partage des revenus se déforme au détriment des salariés aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Japon, mais pas en France.



Un certain nombre de travaux de recherche¹ portent sur cette question de la hausse de l'épargne des entreprises. Ils l'attribuent :

- à la baisse du prix relatif de l'investissement ;
- à l'incitation à racheter les actions ;
- à l'incitation à détenir des réserves de liquidités (de cash).

Ils ne mentionnent pas en général l'organisation du marché du travail.

Si le point de départ est l'évolution du fonctionnement du marché du travail, la causalité va de la hausse du taux d'autofinancement vers le recul des émissions sur les marchés financiers et pas l'inverse. Mais on peut aussi

¹ Chen-Kara Barbounis-Neiman (2017) ; Gruber-Kamin (2016).

voir le rôle de la baisse du prix relatif des investissements (graphique 5e) et d'une demande accrue de détention de liquidité par les entreprises (graphique 5f). On peut aussi penser à l'accroissement du rôle du non coté (private equity, tableau 2) dans le financement des entreprises.

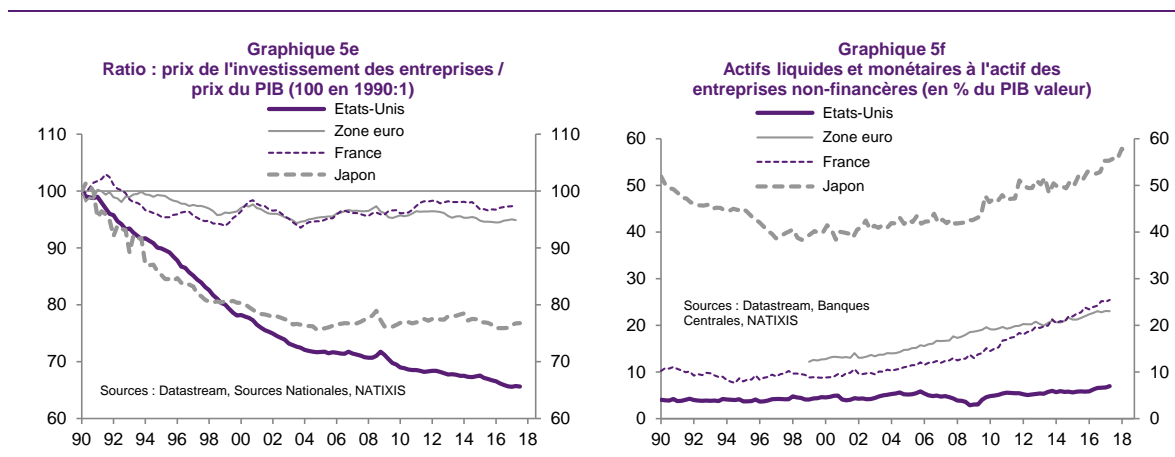


Tableau 2 : Private Equity (Fonds levés en LBO, en Mds de \$)

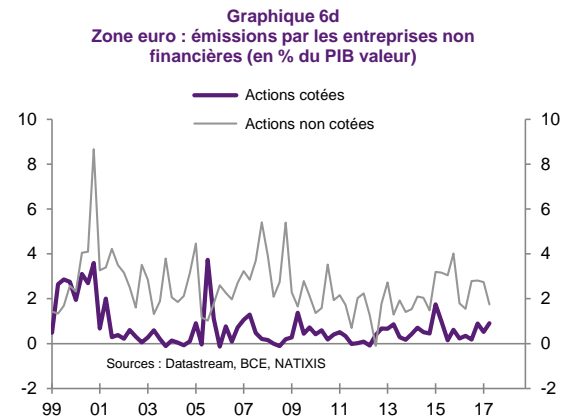
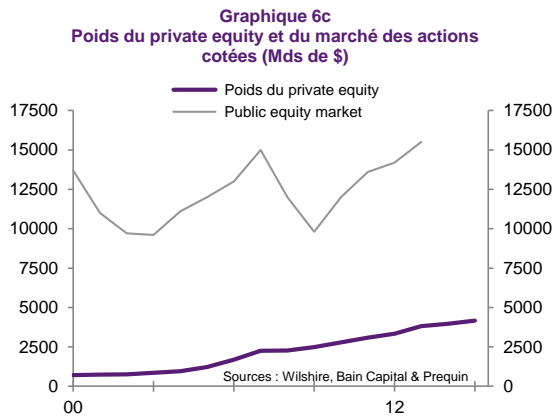
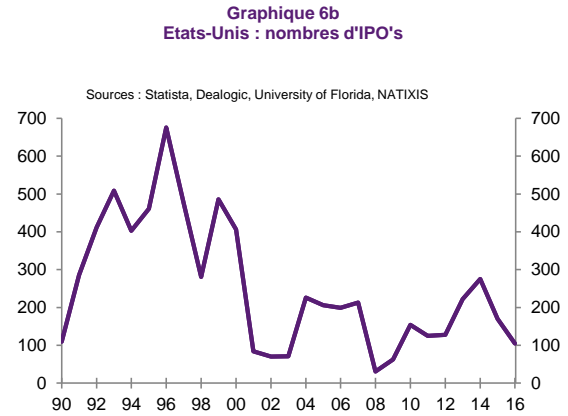
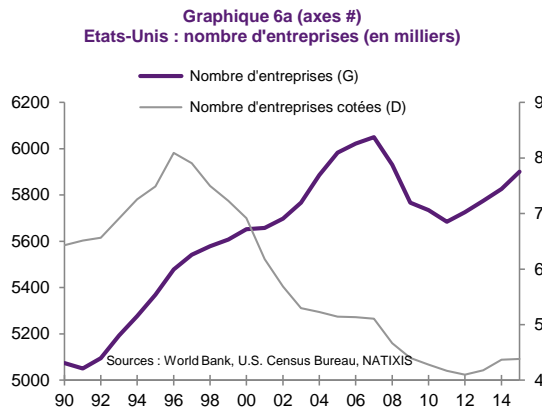
	Europe	Etats-Unis
1990	4,58	11,32
1991	4,19	7,32
1992	4,21	18,00
1993	3,43	21,59
1994	6,69	31,61
1995	4,40	36,32
1996	7,96	44,34
1997	20,00	59,91
1998	20,34	92,28
1999	25,40	104,97
2000	48,02	180,59
2001	40,01	89,49
2002	27,53	39,06
2003	27,02	46,49
2004	27,45	77,48
2005	71,80	137,52
2006	112,30	184,01
2007	79,59	263,86
2008	80,47	201,11
2009	18,91	83,67
2010	21,80	65,76
2011	41,60	89,46
2012	24,58	128,74
2013	54,40	152,75
2014	47,97	149,57
2015	47,57	144,52

Source : EVCA, NVCA, Natixis

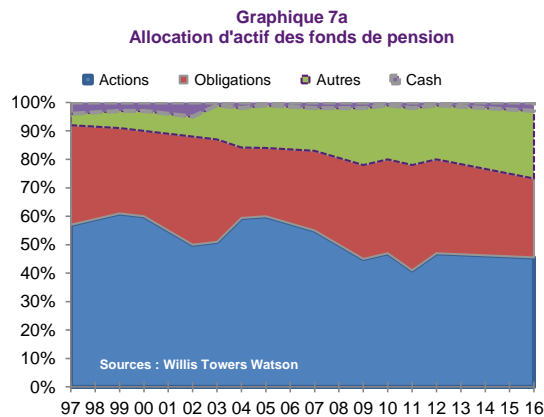
Aux Etats-Unis, la proportion d'entreprises non cotées augmente, le nombre d'entreprises cotées diminue (graphique 6a) ; le nombre d'introductions en Bourse diminue (graphique 6b) et le poids du private equity par rapport aux entreprises cotées augmente fortement (graphique 6c).

On voit aussi dans la zone euro la hausse du poids des actions non cotées par rapport aux actions cotées (graphique 6d).

Les réglementations financières jouent certainement aussi un rôle en décourageant la détention d'actions et d'obligations des entreprises par les investisseurs institutionnels.

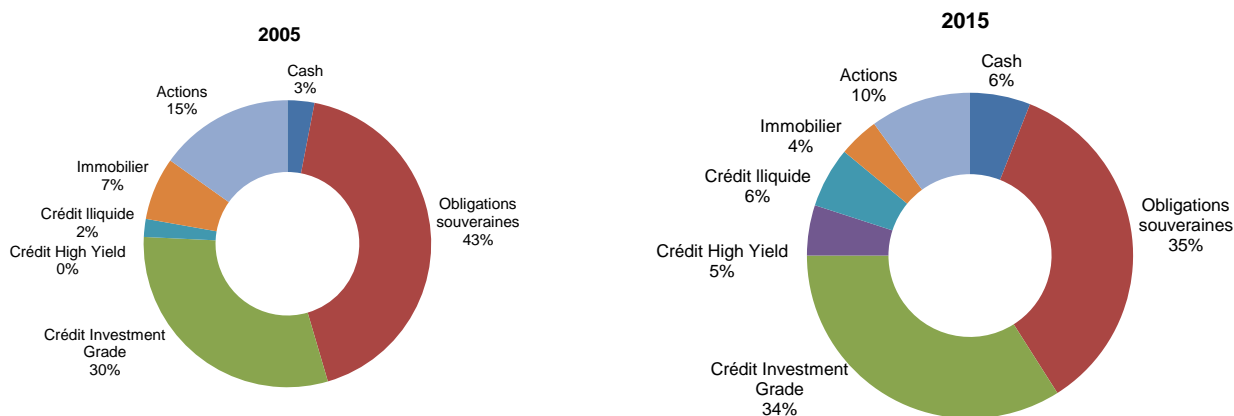


Le graphique 7a montre que, mondialement, les fonds de pension ont réduit le poids des actions et des obligations dans leurs portefeuilles. Le graphique 7b montre que le poids des actions et du High Yield dans les portefeuilles des assureurs européens reste faible.



Source : AXA

Graphique 7b : Répartition moyenne des actifs des assureurs européens



Source : AXA

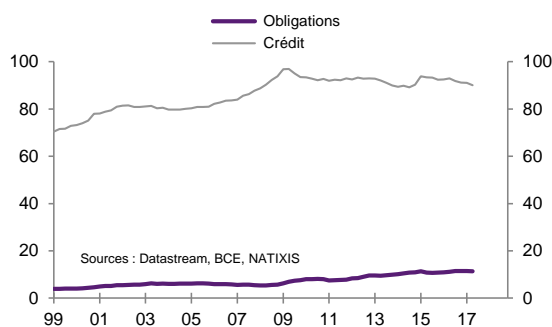
La désintermédiation dans la zone euro

On s'intéresse souvent au mouvement de désintermédiation du financement des entreprises dans la zone euro, qui apparaît après la crise de 2008 (graphique 8a) et rapproche lentement le modèle de financement des entreprises de la zone euro de celui des Etats-Unis (graphique 8b).

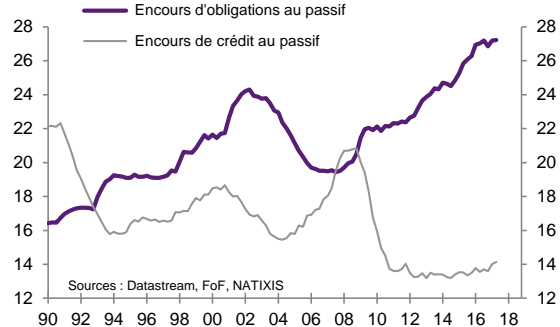
Cette évolution est importante, avec la réduction du rôle des banques dans le financement de l'économie, mais il ne faut pas oublier qu'elle est du second ordre par rapport au faible rôle des marchés financiers pour financer les entreprises à la hausse du rôle de l'autofinancement.

On sait que le débat porte aussi sur les conséquences d'un financement désintermédié des entreprises. En particulier, il nécessite un marché du travail flexible (graphique 8c) pour que les entreprises puissent réagir rapidement à l'arrêt des possibilités d'émission sur les marchés dans les crises et récessions.

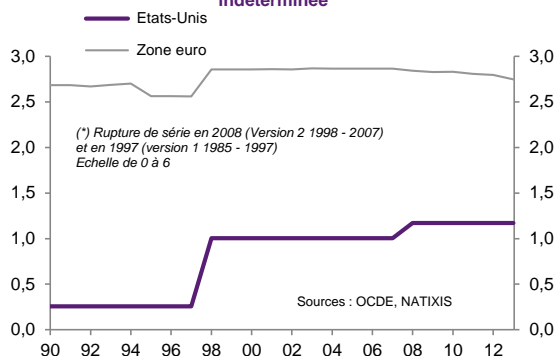
Graphique 8a
Zone euro : encours d'obligations et de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Graphique 8b
Etats-Unis : encours d'obligations et de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



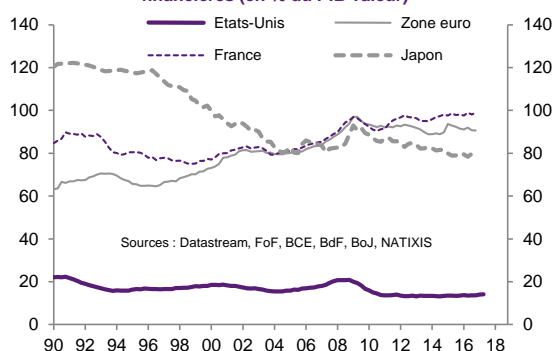
Graphique 8c
Indice OCDE de protection de l'emploi à durée indéterminée*



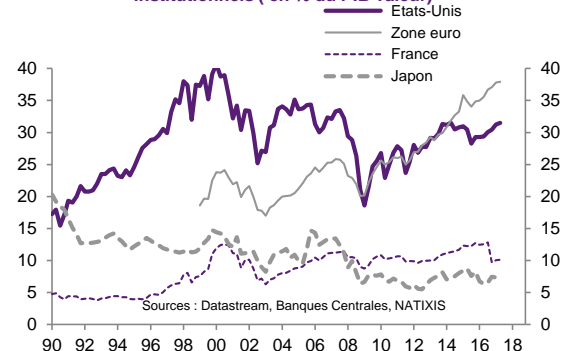
Fonctionnement de l'économie

Le modèle traditionnel est un modèle où l'intermédiation financière utilise l'excès d'épargne des ménages pour financer les entreprises, soit par le crédit bancaire (graphique 9a), soit par les actions et obligations des entreprises détenues par les investissements institutionnels (graphiques 9b/c).

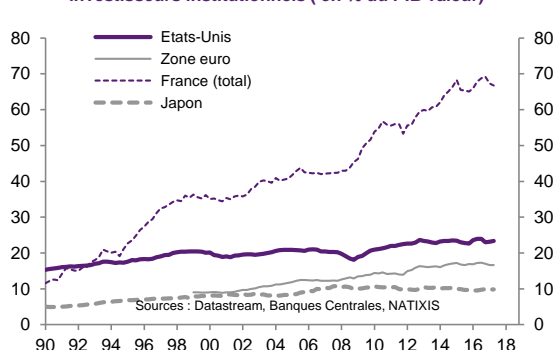
Graphique 9a
Encours de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



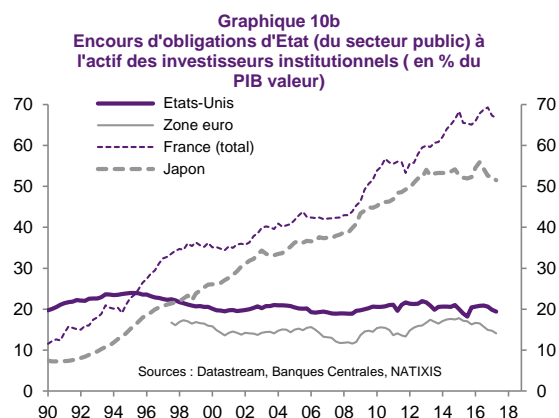
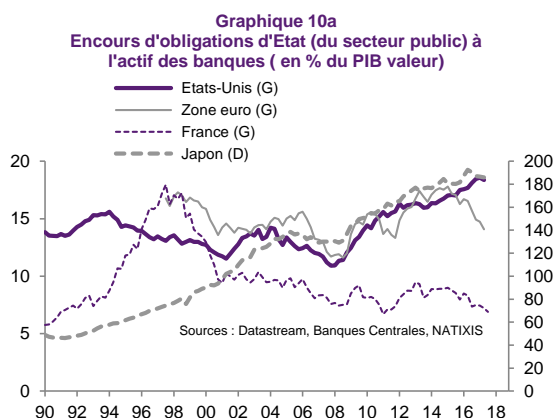
Graphique 9b
Encours d'actions à l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



Graphique 9c
Encours d'obligations privées à l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



Le modèle nouveau est un modèle où l'intermédiation financière utilise l'excès d'épargne des ménages et des entreprises pour financer l'Etat (graphiques 10a/b) puisque les entreprises n'ont plus de besoin de financement externe.

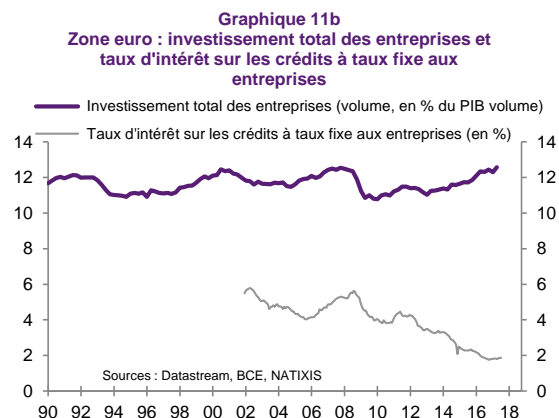
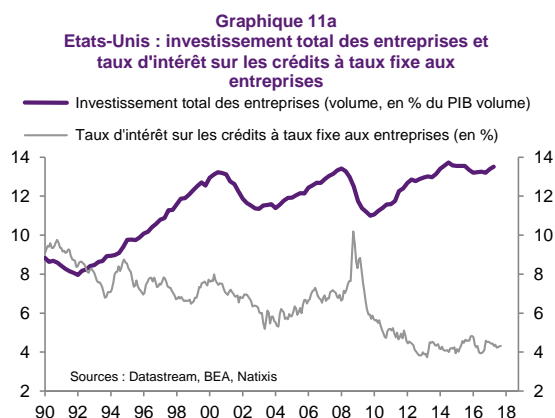


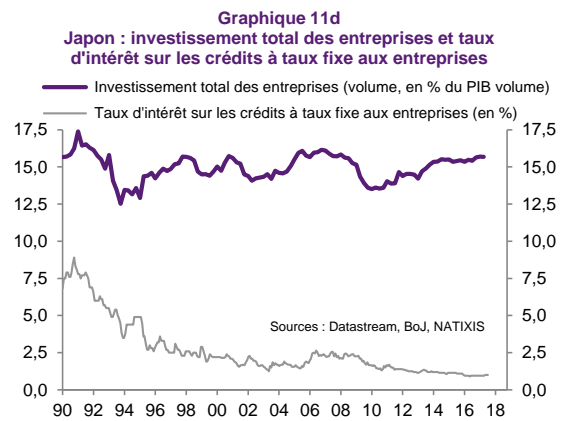
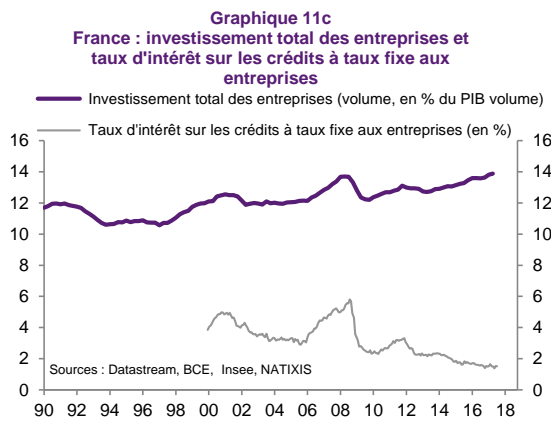
L'intermédiation financière perd donc un de ses rôles centraux qui est de transformer de l'épargne sans risque en financements risqués de l'économie, puisqu'elle finance l'Etat et plus les entreprises. L'épargne des ménages devient moins efficace puisqu'elle ne finance plus le capital productif des entreprises.

Conséquences de cette évolution

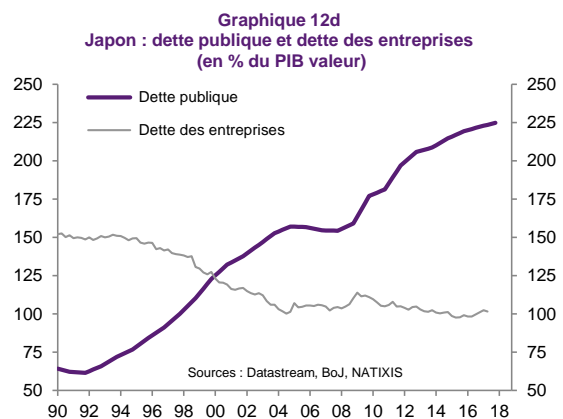
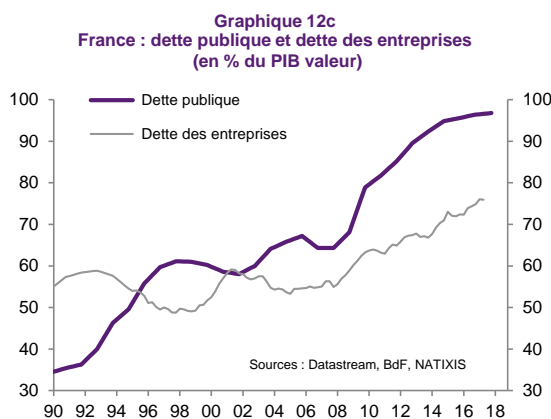
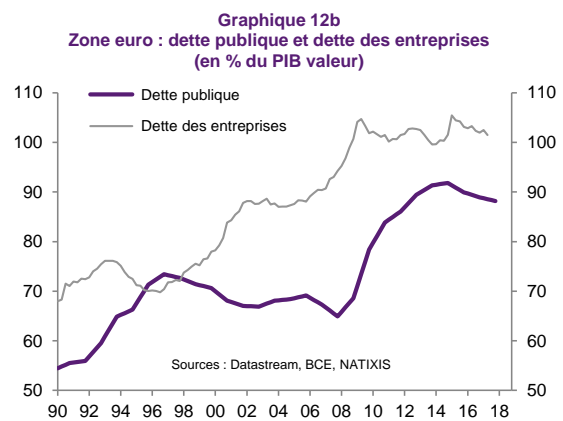
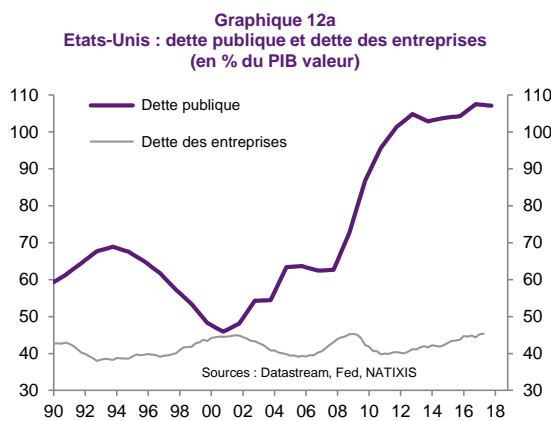
On peut s'interroger sur diverses conséquences de cette évolution vers l'arrêt de l'utilisation des marchés financiers pour financer les entreprises.

- (1) La politique monétaire est probablement moins efficace, puisque les entreprises ne sont plus directement exposées à l'évolution des taux d'intérêt si elles ne s'endettent plus pour financer leurs investissements (on a vu qu'il y avait autofinancement des investissements). Les variations des taux d'intérêt auraient donc des effets plus faibles sur l'investissement des entreprises (graphiques 11a/b/c/d), comme on le voit depuis 2009.



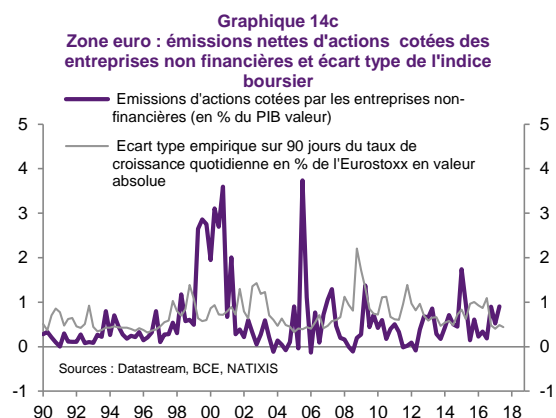
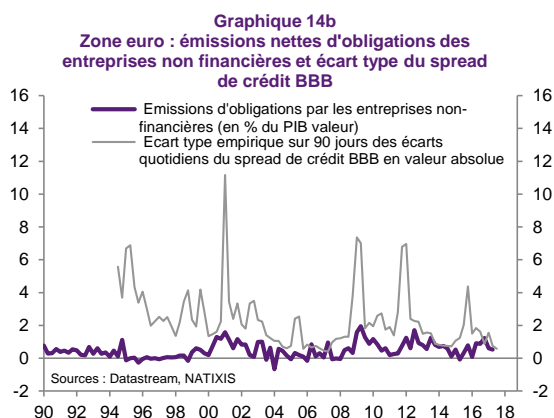
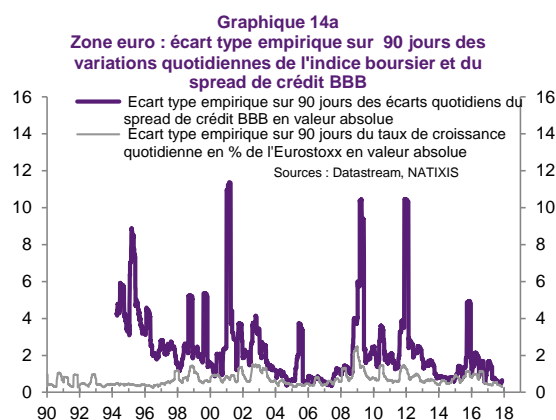
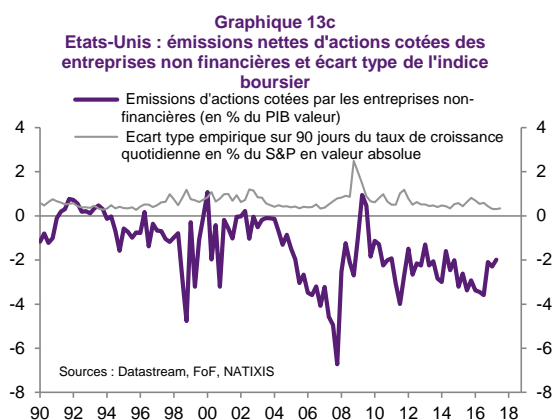
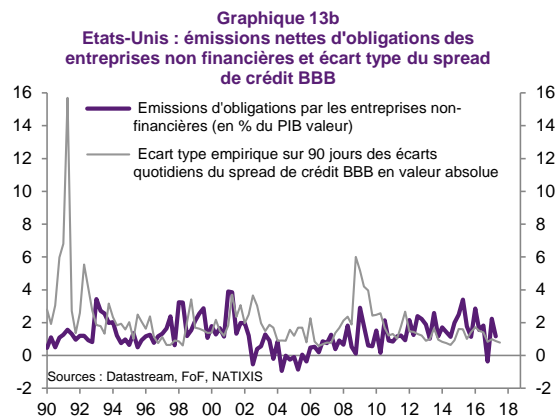
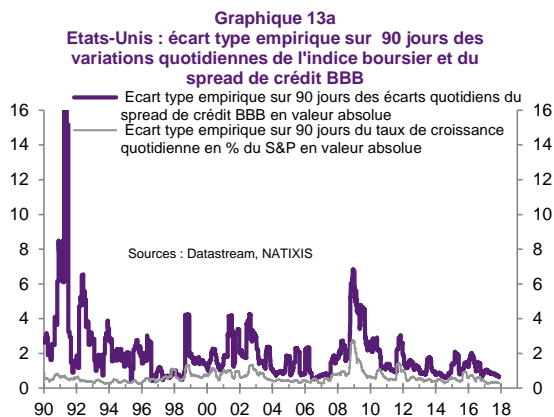


(2) L'allocation des risques est différente. Dans les portefeuilles des ménages (détenus directement ou indirectement par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels), le poids du risque souverain s'accroît, le poids du risque d'entreprise diminue (graphiques 12a/b/c/d). Corrélativement, le rendement de ces portefeuilles diminue.



(3) L'effet sur la liquidité des marchés financiers est important. Y a-t-il une réduction de la liquidité si les émissions primaires sont de plus petite taille ? L'idée est que les investisseurs achètent essentiellement sur le marché secondaire, et que celui-ci est peu liquide si les investisseurs conservent les titres qu'ils ont préalablement achetés.

Les graphiques 13a/b/c à 16a/b/c et les tableaux 3 à 6 comparent les émissions nettes d'actions ou d'obligations par les entreprises et la variabilité des indices boursiers ou des spreads de crédit.



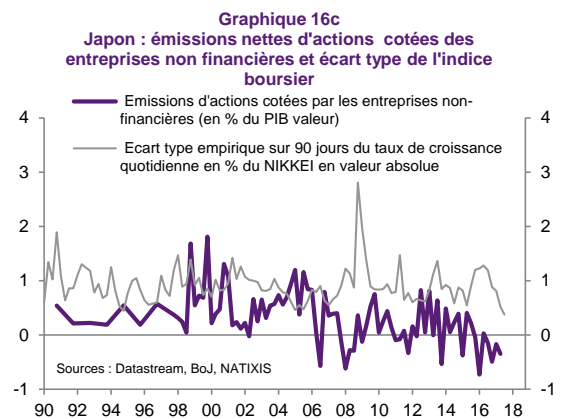
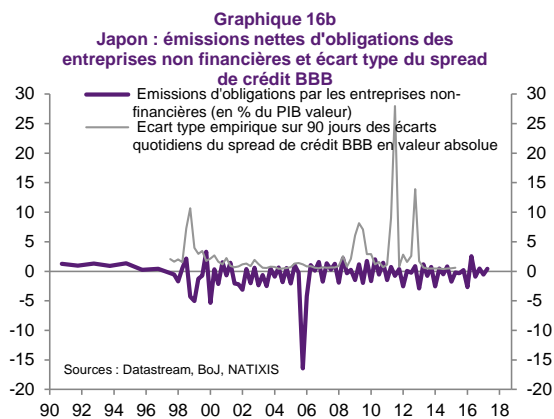
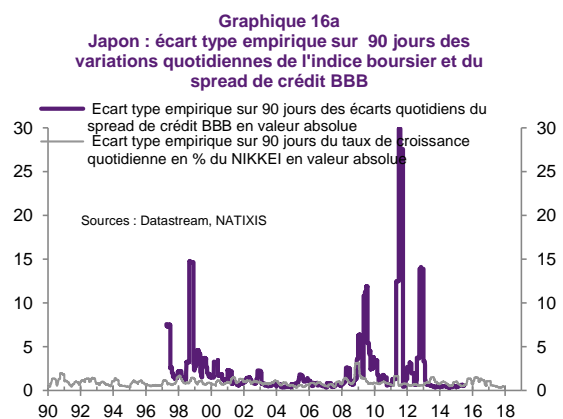
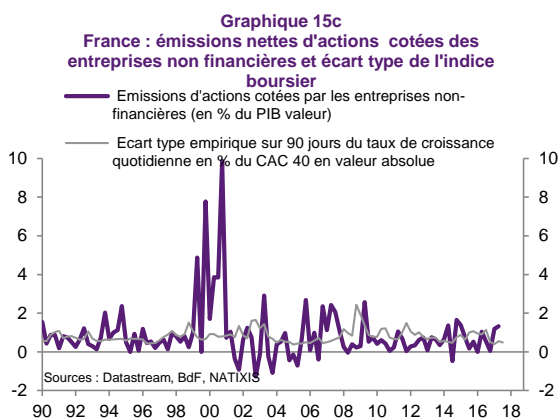
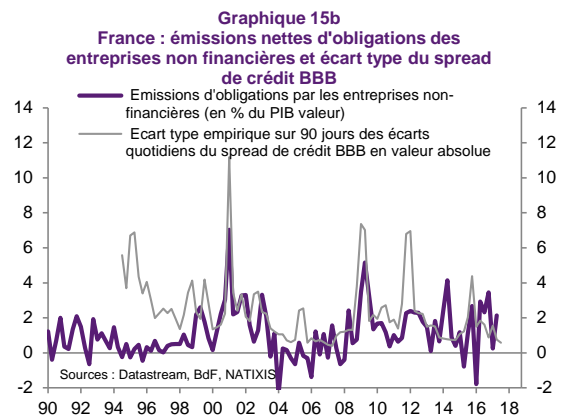
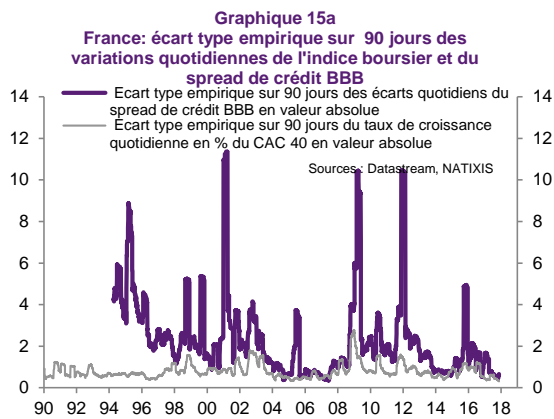


Tableau 3 : Etats-Unis : coefficients de corrélation

Données trimestrielles de 1990 à 2017	Ecart type empirique sur 90 jours des écarts quotidiens du spread de crédit BBB en valeur absolue	Ecart type empirique sur 90 jours du taux de croissance quotidienne en % du S&P en valeur absolue
Emissions d'obligations par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)	0,01	
Emissions d'actions cotées par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)		-0,04

Source : Calcul Natixis

Tableau 4 : Zone euro : Coefficients de corrélation

Données trimestrielles de 1990 à 2017	Ecart type empirique sur 90 jours des écarts quotidiens du spread de crédit BBB en valeur absolue	Ecart type empirique sur 90 jours du taux de croissance quotidienne en % de l'Eurostoxx en valeur absolue
Emissions d'obligations par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)	0,25	
Emissions d'actions cotées par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)		-0,05

Source : Calcul Natixis

Tableau 5 : France : Coefficients de corrélation

Données trimestrielles de 1990 à 2017	Ecart type empirique sur 90 jours des écarts quotidiens du spread de crédit BBB en valeur absolue	Ecart type empirique sur 90 jours du taux de croissance quotidienne en % du CAC 40 en valeur absolue
Emissions d'obligations par les entreprises non -financières (en % du PIB valeur)	0,40	
Emissions d'actions cotées par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)		-0,1

Source : Calcul Natixis

Tableau 6 : Japon : Coefficients de corrélation

Données trimestrielles de 1990 à 2017	Ecart type empirique sur 90 jours des écarts quotidiens du spread de crédit BBB en valeur absolue	Ecart type empirique sur 90 jours du taux de croissance quotidienne en % du NIKKEI en valeur absolue
Emissions d'obligations par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)	0,01	
Emissions d'actions cotées par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)		-0,2

Source : Calcul Natixis

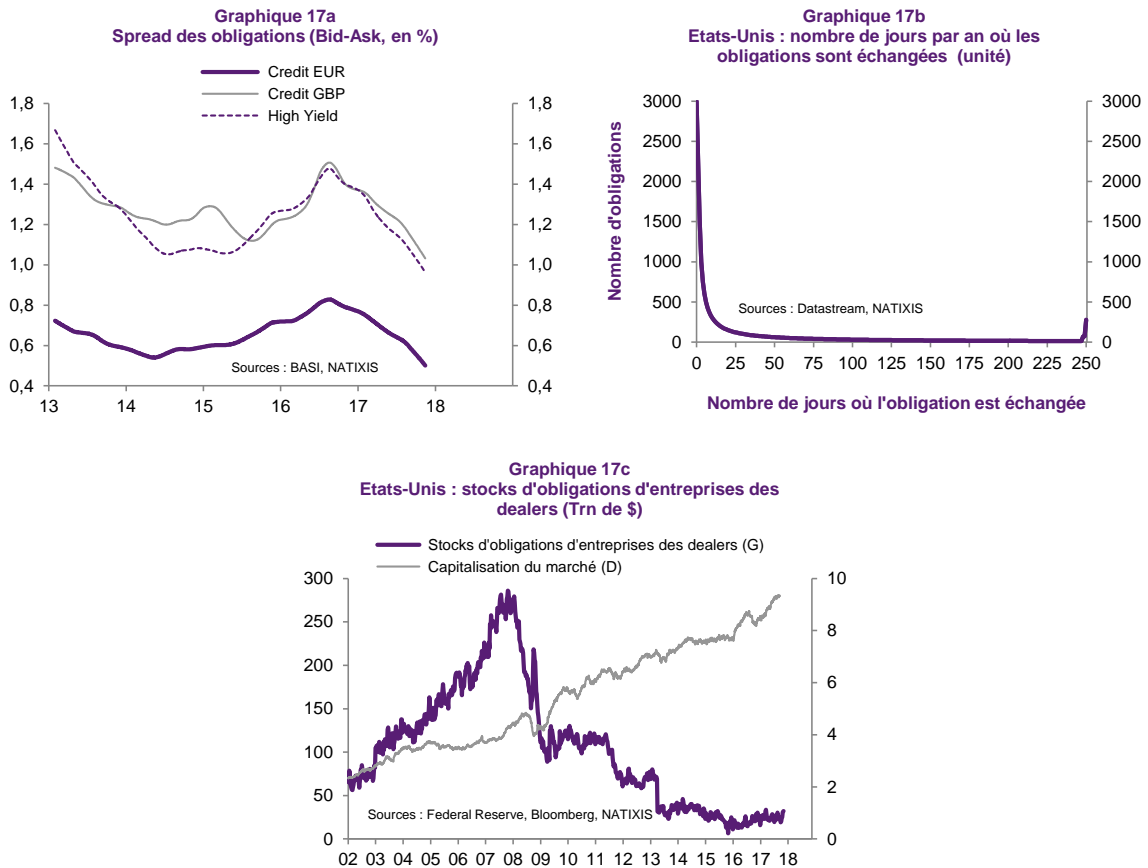
On ne voit pas de corrélation significative entre les émissions et la variabilité des cours boursiers ou des spreads de crédit sauf une corrélation positive (donc pas du signe recherché) en France entre les émissions obligataires et la variabilité des spreads de crédit.

La littérature de recherche a étudié les liens entre la liquidité sur le marché des actifs des entreprises et la réglementation (Adrian-Fleming-Shachar-Vogt (2017) ; Loon-Zhong (2014), Bao-O'Hara-Zhou (2016)), aussi la liquidité et la qualité de crédit (Dick-Nielsen, Feldhütter, Lando (2012), Ellul-Jotikasthira-Lundblad (2011)), mais pas à notre connaissance les liens entre liquidité et taille des émissions primaires.

On voit que les spreads Bid-Ask par les obligations des entreprises sont plus élevés qu'avant la crise de 2008 (graphique 17a). On sait aussi que, sur les 26 000 obligations d'entreprises cotées aux Etats-Unis (graphique 17b) :

- 3000 ne sont jamais échangées ;
- 5000 ne sont échangées que au plus 5 jours par an ;
- seulement 277 sont échangées quotidiennement.

Mais ceci peut être dû à la réduction des stocks des dealers (graphique 17c), pas à la faiblesse des émissions premières d'obligations.



Synthèse : à quoi servent les marchés financiers ?

Si les marchés financiers ne servent plus à financer les entreprises, quel est leur rôle ?

- assurer le financement des Etats ;
- valoriser les entreprises ;
- valoriser le risque ;
- permettre les échanges d'actifs financiers entre épargnants.

Mais il faut réfléchir aux conséquences de cette situation sur l'efficacité de la politique monétaire, l'allocation du risque, la liquidité des marchés...

Références

- T. Adrian, M. Fleming, O. Shachar and E. Vogt (2017) : “Market Liquidity after the Financial Crisis”. *Working Paper, Federal Reserve Bank of New York*.
- P. Bacchetta and K. Benhima (2015) : “The Demand for Liquid Assets, Corporate Saving and Global Imbalances”, *Journal of the European Economic Association*, 13 (6) , pp. 1001-1035.
- J. Bao, M. O’Hara, and X. Zhou (2016) : “The Volcker Rule and Market-Making in Times of Stress”, *Working Paper, Federal Reserve Board*.
- P. Chen, L. Karabarbounis, B. Neiman (2017) : “The Global Rise of Corporate Saving”, *NBER Working Paper 23133*.
- J. Dick-Nielsen, P. Feldhütter, and D. Lando (2012) : “Corporate Bond Liquidity before and after the Onset of the Subprime Crisis”. *Journal of Financial Economics 103*, pp. 471-492.
- A. Ellul, C. Jotikasthira and C.T. Lundblad (2011) : “Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market”, *Journal of Financial Economics 101*, pp. 596-620.
- J. Gruber and S. Kamin (2016) : “The Corporate Saving Glut and Falloff of Investment Spending in OECD Economies,” *IMF Economic Review*, 64 (4), pp. 777-799.
- Y.C. Loon and Z.K. Zhong (2014) : “The Impact of Central Clearing on Counterparty Risk, Liquidity and Trading: Evidence from the Credit Default Swap Market”, *Journal of Financial Economics 112*, pp. 91-115.