

## Flash Economie

15 mai 2017 - 596

### Le rôle des marchés financiers pour financer les entreprises

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 ?
- 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) ?

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

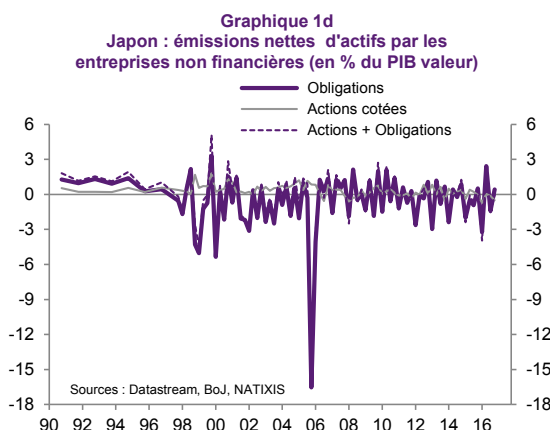
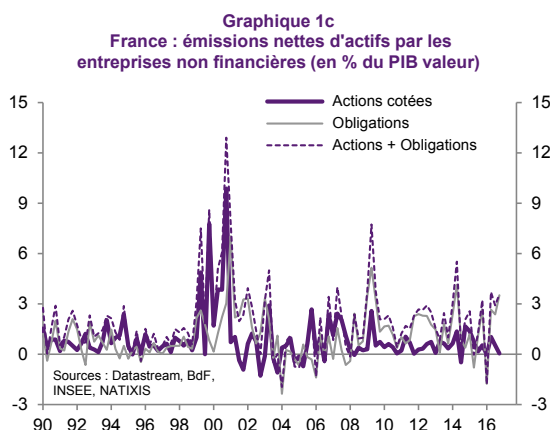
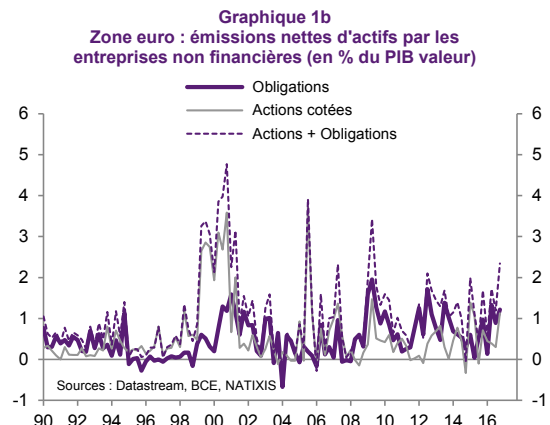
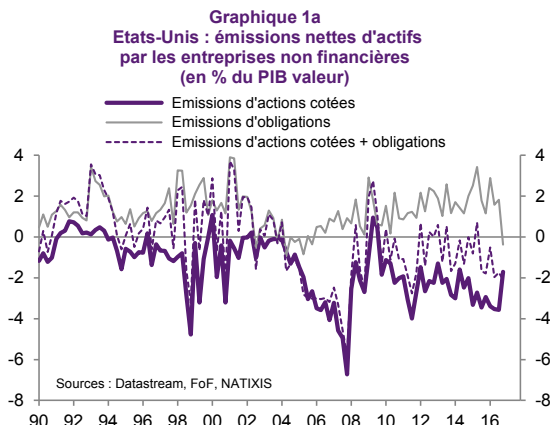
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## 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).

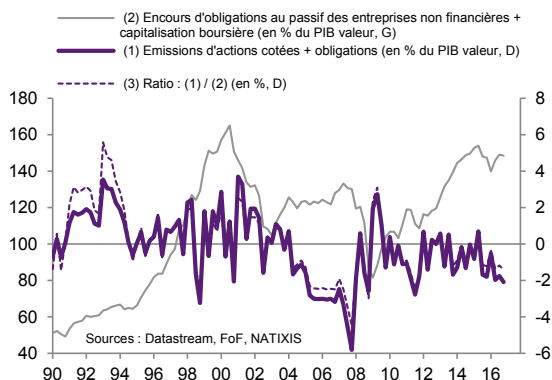


On observe :

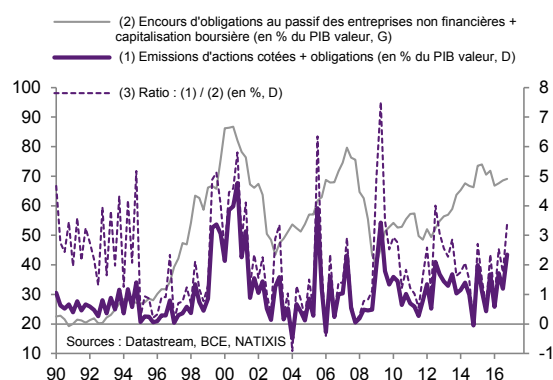
- la faiblesse des émissions des entreprises sur les marchés financiers depuis le début des années 2000 ;
- une situation particulière aux Etats-Unis, avec des émissions d'obligations qui financent les rachats d'actions par les entreprises non financières.

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.

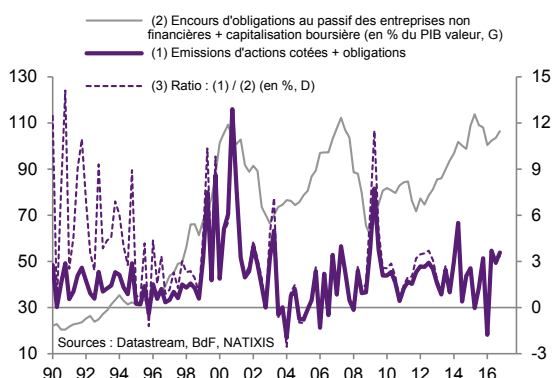
**Graphique 2a**  
Etats-Unis : actifs financiers intermédiés



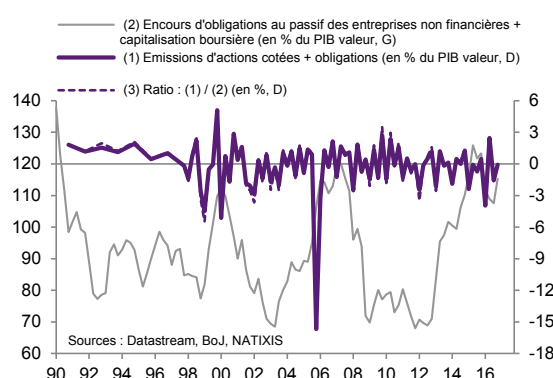
**Graphique 2b**  
Zone euro : actifs financiers intermédiés



**Graphique 2c**  
France : actifs financiers intermédiés



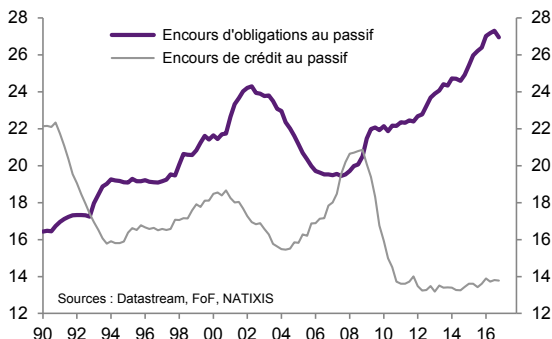
**Graphique 2d**  
Japon : actifs financiers intermédiés



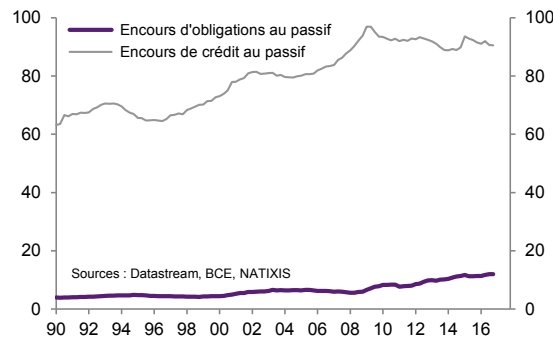
## Pourquoi la faiblesse des émissions des entreprises sur les marchés financiers ?

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.

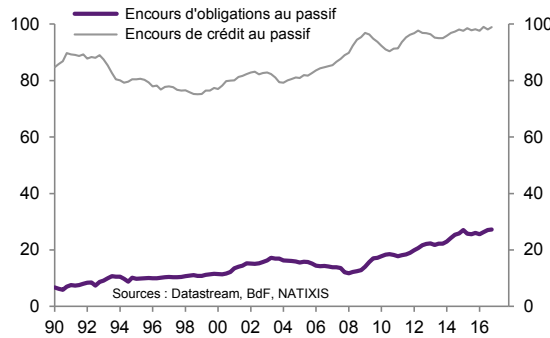
**Graphique 3a**  
Etats-Unis : encours d'obligations et de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



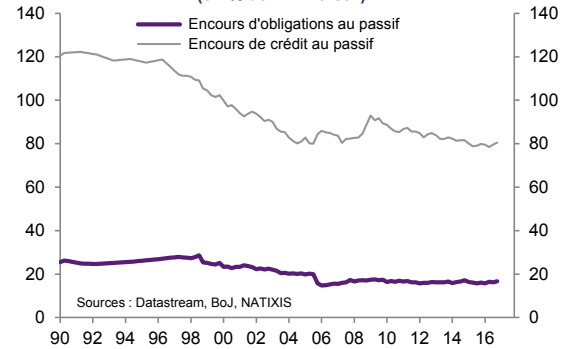
**Graphique 3b**  
Zone euro : encours d'obligations et de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



**Graphique 3c**  
France : encours d'obligations et de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)

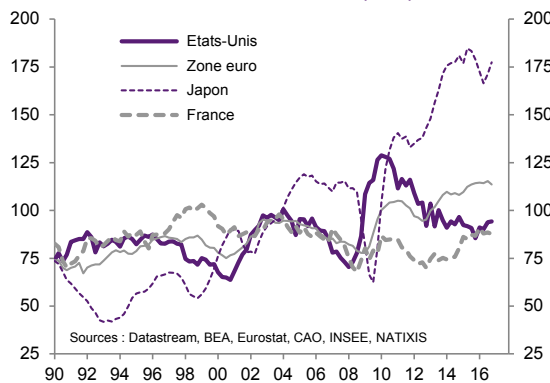


**Graphique 3d**  
Japon : encours d'obligations et de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)

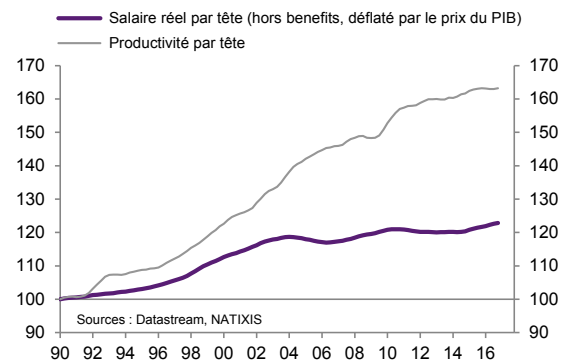


Nous pensons que **joue un rôle central la hausse du taux d'autofinancement des entreprises** (du ratio entre cash flows et investissement, **graphique 4**), qu'on peut rapprocher de **l'évolution du partage des revenus (graphiques 5a/b/c/d)**, avec la flexibilisation des marchés du travail. Le partage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

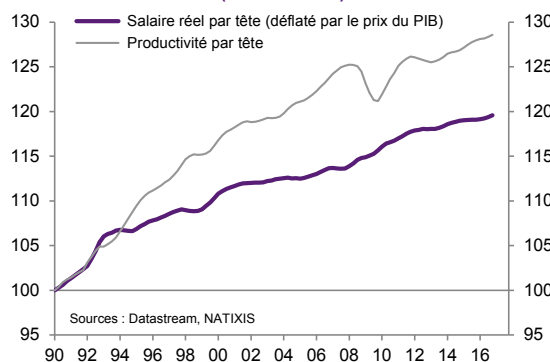
**Graphique 4**  
Taux d'autofinancement (en %)



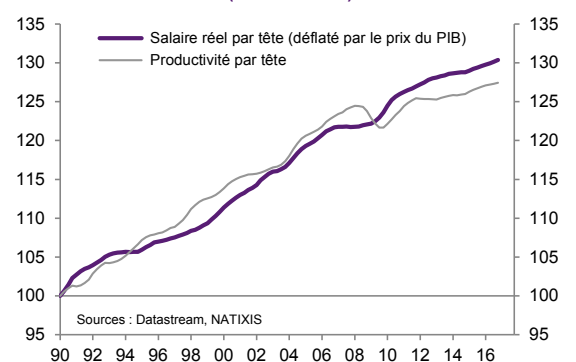
**Graphique 5a**  
Etats-Unis : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



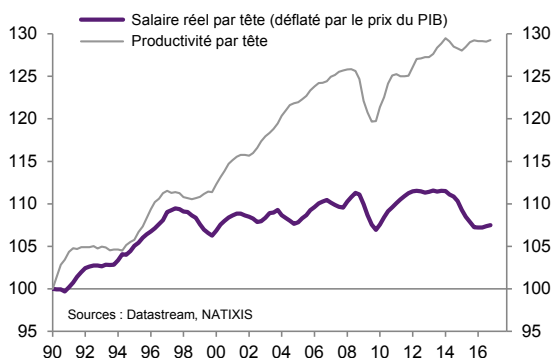
**Graphique 5b**  
Zone euro : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



**Graphique 5c**  
France : salaire réel et productivité par tête (100 en 1990:1)



**Graphique 5d**  
**Japon : salaire réel et productivité par tête**  
**(100 en 1990:1)**



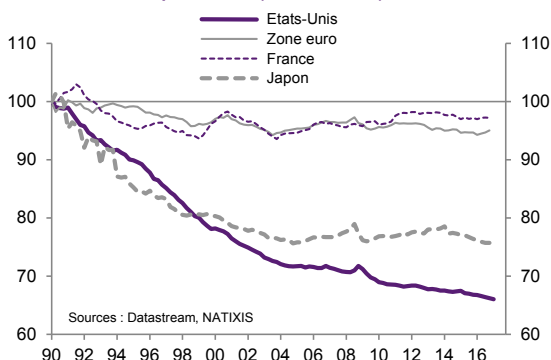
Un certain nombre de travaux de recherche<sup>(1)</sup> portent sur cette question de la hausse de l'épargne des entreprises. Ils l'attribuent :

- 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).

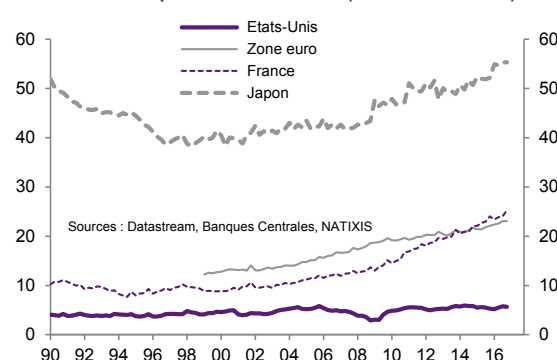
Ils ne mentionnent pas en général l'organisation du marché du travail.

**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 voir le rôle de la baisse du prix relatif des investissements (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 1) dans le financement des entreprises.**

**Graphique 5e**  
**Ratio : prix de l'investissement des entreprises /**  
**prix du PIB (100 en 1990:1)**



**Graphique 5f**  
**Actifs liquides et monétaires à l'actif**  
**des entreprises non-financières (en % du PIB valeur)**



<sup>1)</sup> Chen-Kara Bar Bounis-Neiman (2017) ; Baccheta-Benhima (2015) aussi pour les pays émergents : Gruber-Kamin (2016).

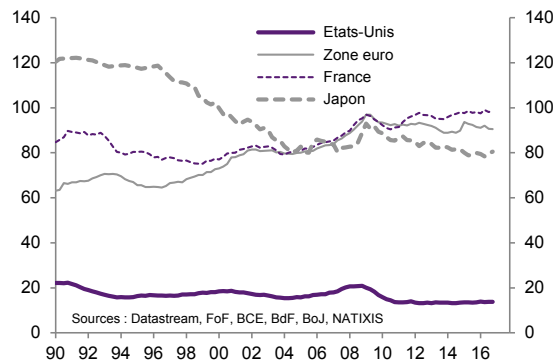
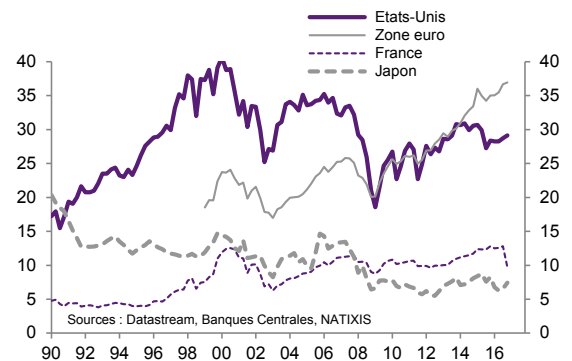
**Tableau 1 : Private Equity (Fonds levés en LBO, en Mds de \$)**

|      | 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     |

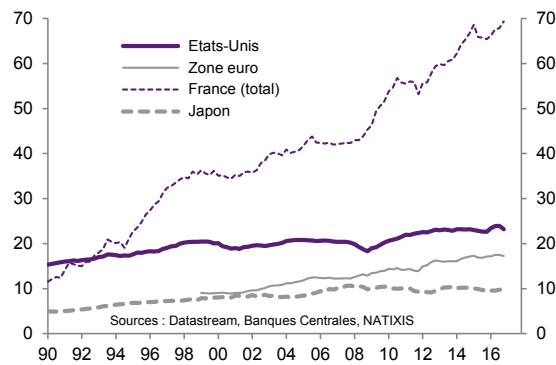
Sources : EVCA, NVCA, Natixis

## 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 6a**), soit par les actions et obligations des entreprises détenues par les investissements institutionnels (**graphiques 6b/c**).

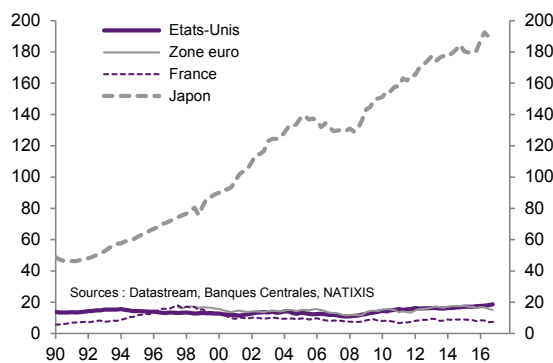
**Graphique 6a**  
 Encours de crédit au passif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)

**Graphique 6b**  
 Encours d'actions à l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)


**Graphique 6c**  
Encours d'obligations privées à l'actif des investisseurs institutionnels ( en % du PIB valeur)

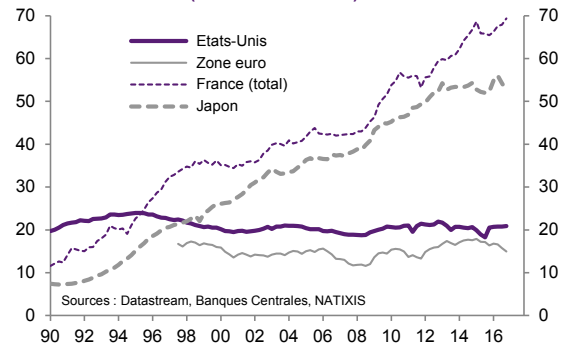


Le modèle nouveau est un modèle où l'intermédiation financière utilise l'excès d'épargne des ménages et des entreprises pour financer l'Etat (graphiques 7a/b) puisque les entreprises n'ont plus de besoin de financement externe.

**Graphique 7a**  
Encours d'obligations d'Etat (du secteur public) à l'actif des banques ( en % du PIB valeur)



**Graphique 7b**  
Encours d'obligations d'Etat (du secteur public) à l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



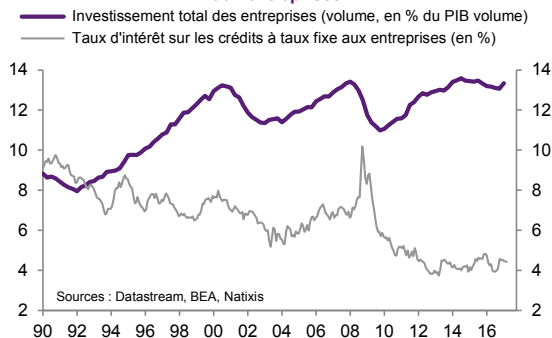
L'intermédiation financière perd donc un de ses rôles centraux qui est de transformer de l'épargne sans risque en financements risqués de l'économie, puisqu'elle finance l'Etat et plus les entreprises. L'épargne des ménages devient moins efficace puisqu'elle ne finance plus le capital productif des entreprises.

## Conséquences de cette évolution

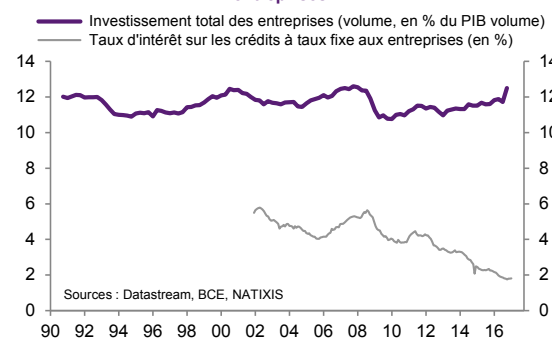
On peut s'interroger sur diverses conséquences de cette évolution vers l'arrêt de l'utilisation des marchés financiers pour financer les entreprises.

- (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 8a/b/c/d)**, comme on le voit depuis 2009.

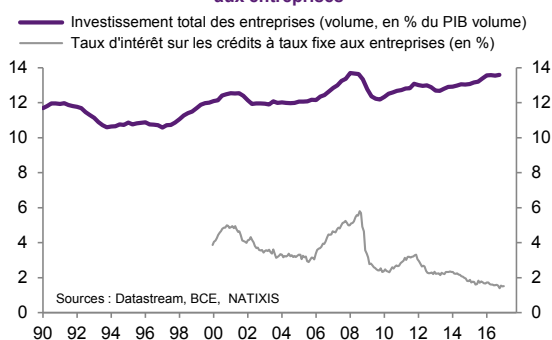
**Graphique 8a**  
Etats-Unis : investissement total des entreprises et taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux entreprises



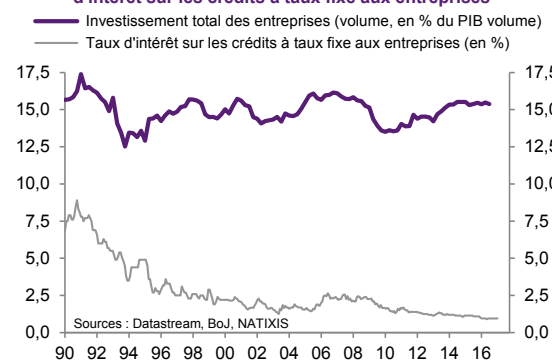
**Graphique 8b**  
Zone euro : investissement total des entreprises et taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux entreprises



**Graphique 8c**  
France : investissement total des entreprises et taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux entreprises

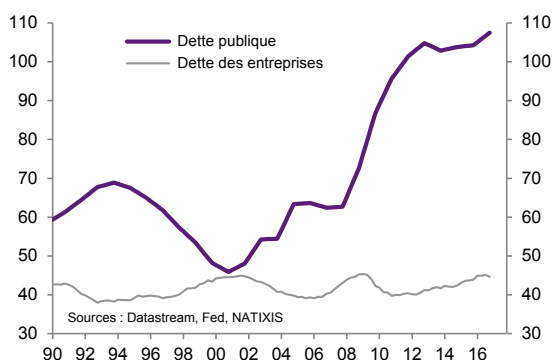


**Graphique 8d**  
Japon : investissement total des entreprises et taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux entreprises

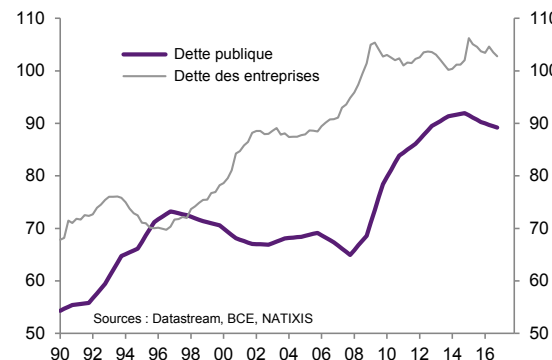


(2) L'allocation des risques est différente. Dans les portefeuilles des ménages (détenus directement ou indirectement par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels), le poids du risque souverain s'accroît, le poids du risque d'entreprise diminue (graphiques 9a/b/c/d). Corrélativement, le rendement de ces portefeuilles diminue.

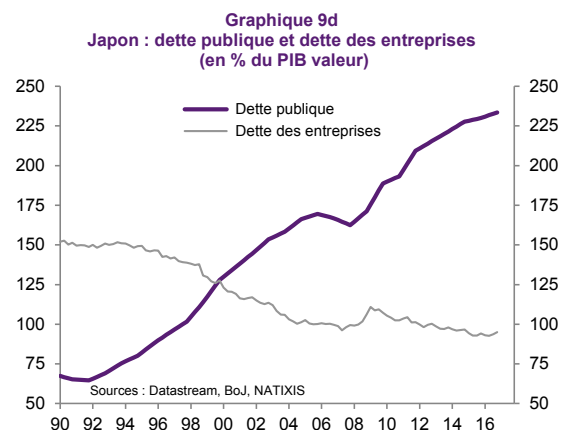
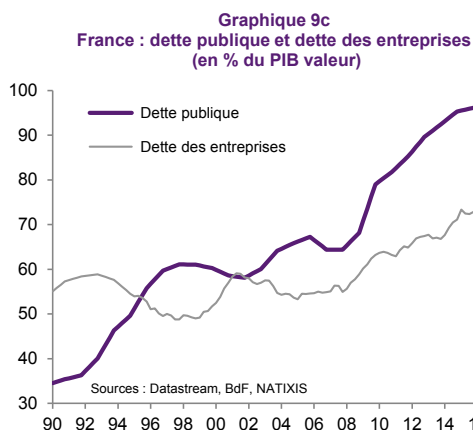
**Graphique 9a**  
Etats-Unis : dette publique et dette des entreprises (en % du PIB valeur)



**Graphique 9b**  
Zone euro : dette publique et dette des entreprises (en % du PIB valeur)

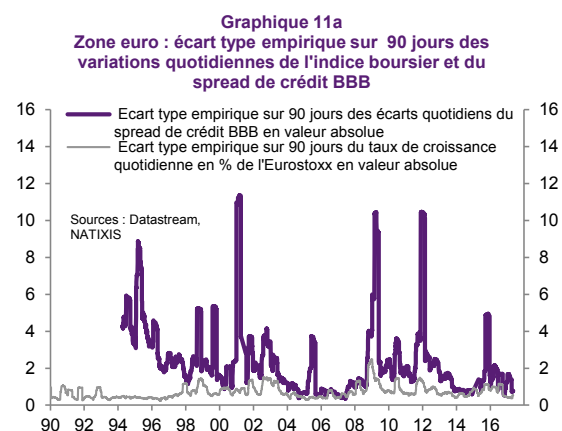
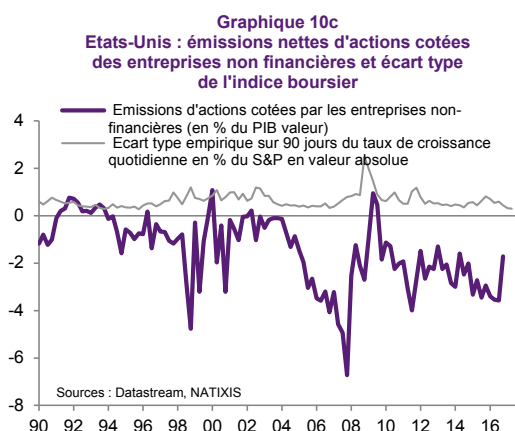
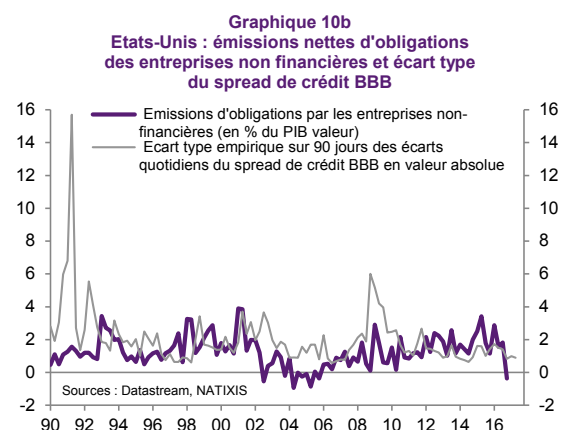
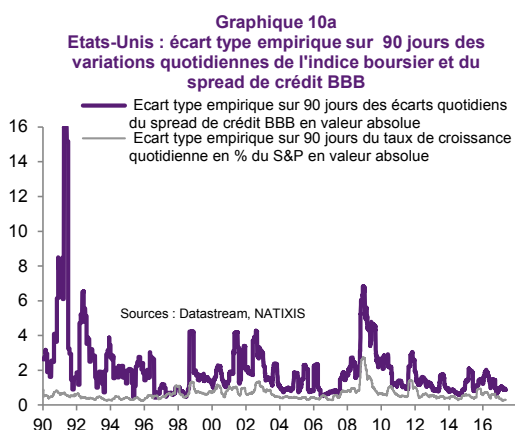




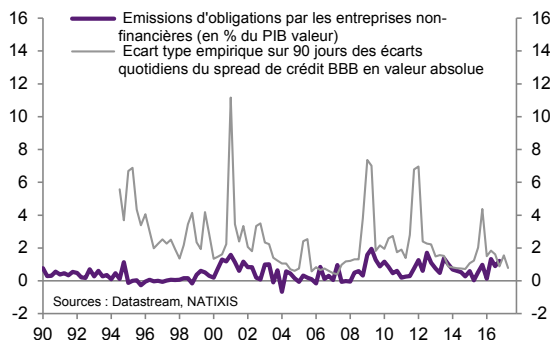


(3) L'effet sur la liquidité des marchés financiers est important. Y a-t-il **une réduction de la liquidité si les émissions primaires sont de plus petite taille** ? L'idée est que les investisseurs ne peuvent acheter que sur le marché secondaire, et que celui-ci est peu liquide si les investisseurs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

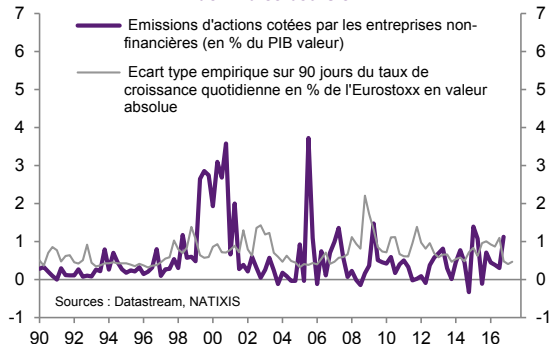
Les graphiques 10a/b/c à 13a/b/c et les tableaux 2 à 5 comparent les émissions nettes d'actions ou d'obligations par les entreprises et la variabilité des indices boursiers ou des spreads de crédit.



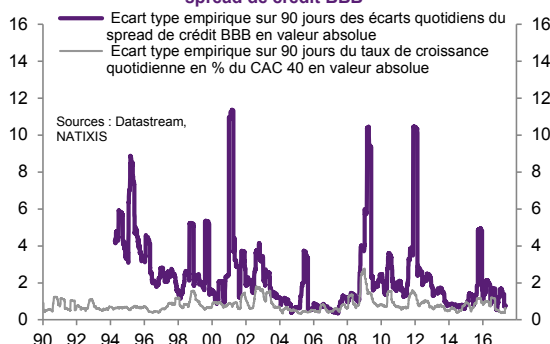
**Graphique 11b**  
Zone euro : émissions nettes d'obligations des entreprises non financières et écart type du spread de crédit BBB



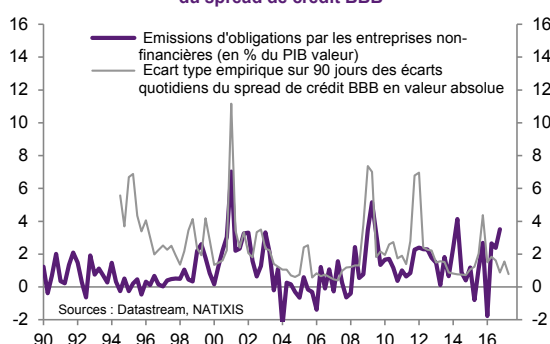
**Graphique 11c**  
Zone euro : émissions nettes d'actions cotées des entreprises non financières et écart type de l'indice boursier



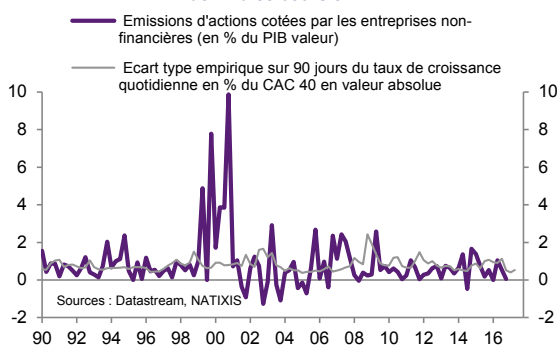
**Graphique 12a**  
France : écart type empirique sur 90 jours des variations quotidiennes de l'indice boursier et du spread de crédit BBB



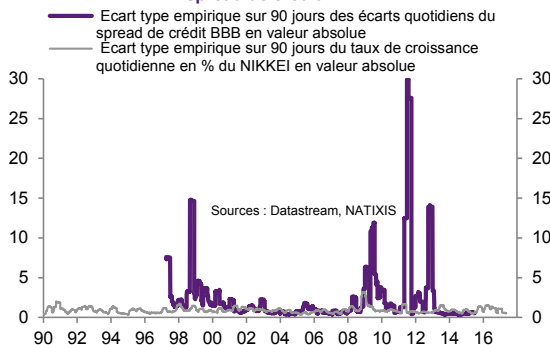
**Graphique 12b**  
France : émissions nettes d'obligations des entreprises non financières et écart type du spread de crédit BBB



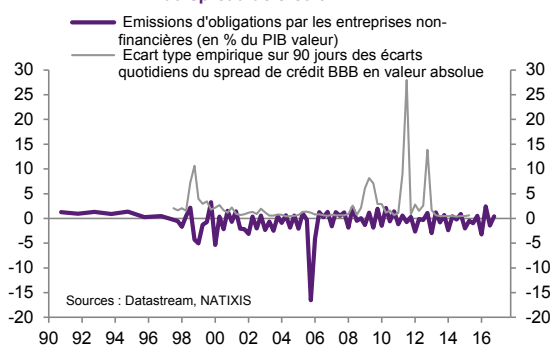
**Graphique 12c**  
France : émissions nettes d'actions cotées des entreprises non financières et écart type de l'indice boursier



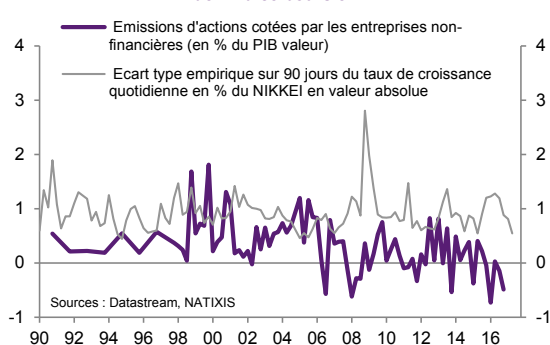
**Graphique 13a**  
Japon : écart type empirique sur 90 jours des variations quotidiennes de l'indice boursier et du spread de crédit BBB



**Graphique 13b**  
Japon : émissions nettes d'obligations des entreprises non financières et écart type du spread de crédit BBB



**Graphique 13c**  
Japon : émissions nettes d'actions cotées des entreprises non financières et écart type de l'indice boursier



**Tableau 2 : 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) |   | -0,1  |

Source : Calcul Natixis

**Tableau 3 : 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) |   | -0,04   |

Source : Calcul Natixis

**Tableau 4 : 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 5 : 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.

## **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.

## 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.