

L'offre et la demande d'actions : rupture d'un équilibre

Synthèse de l'étude IEM Finance

Objectifs de l'étude

La crise financière marque une rupture dans les modes de financement de l'économie. Alors que les années 2000 se caractérisaient par un recours relativement aisé des entreprises au crédit, les arbitrages entre croissance et maîtrise des risques se sont déplacés vers le second objectif. Les politiques économiques face à la crise ont augmenté l'endettement des Etats, tandis qu'un faisceau convergent de facteurs ont diminué celui des entreprises. Les nouvelles réglementations prudentielles diminueront le levier des institutions financières, et les investisseurs financiers font preuve d'une plus grande aversion au risque. Dans ce contexte, les entreprises ont besoin de fonds propres plus importants.

Au travers de l'étude entreprise avec IEM Finance, l'Institut Pro-Actions a souhaité confronter l'offre d'actions par les émetteurs français avec la demande par les investisseurs français, dans l'objectif de mettre en évidence, mesurer et analyser le déséquilibre structurel, propre à la France, d'un marché où l'insuffisance de l'offre est compensée par l'intervention de l'Etat et des non-résidents.

Cette analyse permet de balayer un large spectre de questions, d'offrir une vue panoramique du sujet et de l'aborder dans l'ensemble de ces composantes. Au travers de cette confrontation, l'institut aspire à élaborer la synthèse d'un thème présenté le plus souvent comme une priorité sans que pour autant les fondements de cette priorité soient clairement établis et que les objectifs, autres que ponctuels, résultant de cette priorité soient clairement définis. Pour ce faire, l'institut adopte une démarche originale en considérant l'action comme un produit d'épargne et en le soumettant à une véritable analyse marketing.

Résumé de l'étude

Au cours des années 2000, la demande d'actions par les investisseurs français est restée supérieure à l'offre que les entreprises mettaient sur le marché à travers leurs augmentations de capital. Les placements de l'épargne nationale se sont ainsi diversifiés à l'échelle européenne et internationale. Pour autant, à l'avenir plusieurs facteurs augmenteront l'offre spontanée d'actions et d'autres risquent d'en diminuer la demande.

Du côté de l'offre, les émissions annuelles d'actions par des sociétés non financières ont doublé entre 1993 et 2008, passant de 33 milliards d'euros à 67 milliards. Ces émissions contribuent au financement des investissements des entreprises, de leur croissance externe et de leur besoin en fonds de roulement. Elles se substituent au crédit lorsque celui-ci devient plus difficile d'accès ou plus coûteux, en améliorant la solvabilité de l'émetteur. Les émissions peuvent aussi recapitaliser des entreprises à la suite de pertes, comme ce fut le cas des banques en 2008.

Plusieurs facteurs contribueront à la croissance de ces émissions à l'avenir :

- Sur le plan général, l'économie d'endettement qui a caractérisé les 20 dernières années a pris fin car la société a fait l'expérience des risques qui découlent d'un recours au crédit pour compenser les déséquilibres structurels.
- La croissance potentielle de la France devrait, selon l'OCDE, être réduite à 1,4% sur la période 2011-2017, contre 2,1% en moyenne entre 1998 et 2009. Cette baisse résulte du ralentissement des progrès de productivité, une tendance qui ne pourrait être inversée que par un supplément d'investissement. Une partie des investissements nécessaires, par nature lourds et risqués et présentant de fortes externalités, sera prise en charge par la Puissance Publique, notamment par l'utilisation des fonds de l'Emprunt National. Mais le montant de celui-ci est limité à 35 milliards d'euros. Ces nouveaux financements ne prendront toute leur efficacité que par le levier qu'ils exerceront sur l'investissement privé lié, estimé à **60 milliards d'euros**.
- Les entreprises qui pallient le manque de fonds propres par un recours au crédit commercial (en particulier les entreprises de services aux particuliers comme le commerce de détail, qui ont des délais clients courts et des délais fournisseurs longs), pourraient se trouver en difficulté, cette source de financement étant appelée à se réduire en application de la Loi de Modernisation de l'Economie (LME) du 4 août 2008 limite en effet à 45 jours fin de mois ou 60 jours à compter de l'émission de la facture, les délais contractuels de paiement. Les entreprises sur lesquelles la réduction des délais de paiement aura un impact défavorable (celles bénéficiant actuellement d'un encours de crédit fournisseur important) seront incitées à renforcer leurs fonds propres : l'impact est estimé à plus de **30 milliards d'euros** (cette somme représente la charge de trésorerie de la nouvelle législation estimée par l'Observatoire des Délais de Paiement pour les entreprises dont le délai fournisseur est supérieur à 90 jours et dont le délai client est inférieur au délai fournisseur).

En parallèle, d'autres facteurs risquent d'induire une baisse de la demande d'actions :

- L'aversion au risque des ménages se traduit par une contraction des achats de produits exposés au risque des actions (titres en direct, OPCVM et assurance vie en unités de compte). Depuis 2008, le cumul des achats d'actions directs et indirects ne suffit plus à compenser les ventes, alors que dans les dix années précédentes, les ménages étaient acheteurs nets de 11 milliards d'euros d'actions par an en moyenne. Pour les trois prochaines années, le manque à gagner pourrait donc s'élever à **33 milliards d'euros**.
- La réglementation prudentielle des banques envisagée par le Comité de Bâle limitera leur capacité à financer les entreprises, que ce soit par le crédit ou par leurs achats d'actions en compte propre. Les banques ont d'ores et déjà éliminé la plus grande partie de leur activité pour compte propre en capital investissement. Les niveaux d'achats exceptionnels observés avant la crise (60 milliards d'euros en 2008) ne se reproduiront pas. Par rapport à la période 2000-2007, l'hypothèse retenue est que le manque à gagner sera de **30 milliards d'euros par an**, ce qui correspondrait à une division par deux des achats nets des banques.
- L'application de la directive « Solvency II » forcera les compagnies d'assurances à vendre une part très importante de leur portefeuille d'actions cotées, pour un montant qui pourrait atteindre **40 milliards d'euros**, et beaucoup sortiront complètement du capital investissement.
- L'Etat, confronté à des déficits importants ne pourra pas investir des capitaux supplémentaire importants. Il ne le fera que lorsqu'une recapitalisation de sociétés « systémiques » ou stratégiques sera le seul moyen d'éviter le dépôt de bilan. Les investissements du FSI ne compenseront pas une tendance de long terme au désengagement de l'Etat, car celui-ci fait face à un endettement déjà excessif. Les cessions continueront à un rythme comparable à celui observé depuis 1986, pour un montant moyen de près de **9 milliards par an**.
- Le scénario central de l'ARRCO et de l'AGIRC montre que ces régimes deviendront déficitaires, dès 2009 pour le second et en 2010 pour le premier, et que ces déficits augmenteront continuellement les années suivantes. Ils seront donc obligés de puiser dans leurs réserves pour combler ces déficits croissants. Les réserves devraient être épuisées en 2018, ce qui a un double effet négatif sur la détention d'action : le portefeuille global va diminuer progressivement, et la réduction de sa durée va diminuer la part relative des actions. La vente de ce portefeuille d'actions est estimée à **18 milliards d'euros**.
- Les réglementations applicables aux institutions de retraite les empêchent d'investir en actions autant que ce que leur durée impliquerait pour optimiser leur performance. Par exemple, le Conseil d'Orientation des Retraites (COR) souligne que les aléas sur les financements du Fonds de Réserve des Retraites (FRR) et les imprécisions sur ses décaissements à partir de 2020 conduisent nécessairement à une allocation stratégique sous-optimale.

Au total, l'offre d'actions des entreprises françaises pourrait augmenter de 90 milliards d'euros sur trois ans tandis que la demande par des investisseurs français baisserait de près de 150 milliards, soit un déséquilibre potentiel proche de **240 milliards d'euros**.

En prenant en compte les besoins de fonds propres des banques, le déséquilibre serait encore plus important. Si les dernières propositions du Comité de Bâle (dites Bâle III) étaient retenues, certains analystes considèrent que les banques de la zone euro auraient un besoin de fonds propres supplémentaires de 450 milliards d'euros. Les banques françaises représentent environ 28% de la capitalisation du secteur dans la zone euro. Leur besoin de fonds propres supplémentaires pourrait donc s'élever jusqu'à 125 milliards d'euros, ce qui porterait le déséquilibre total à près de **370 milliards d'euros**.

**Les facteurs de variation de l'offre et de la demande
d'actions dans les trois années à venir**

(milliards d'Euros)

	Impact sur l'offre d'actions	Impact sur la demande d'actions
Investissements d'avenir	+ 60	
Réduction des délais de paiement	+ 30	
Augmentation de l'aversion aux risques des ménages		- 33
Baisse des placements actions des banques		- 30
Baisse des placements des sociétés d'assurances (Solvency II)		- 40
Cessions de l'Etat		- 27
Cessions ARRCO-AGIRC		-18
TOTAL	+ 90	- 148
Total en tenant compte des propositions de Bâle III	+ 215	- 148

Les conséquences du déséquilibre

Pour les grandes sociétés cotées, le déséquilibre pourrait se résoudre par un recours accru aux investisseurs étrangers, en particulier les fonds de pension et les fonds souverains. Néanmoins il convient de souligner que la France ne sera pas le seul pays occidental dans cette situation et sera donc en concurrence pour attirer les fonds étrangers. Par ailleurs, ces mêmes fonds seront aussi alloués au financement de la croissance des pays émergents et seront donc peut-être moins disponibles pour investir dans les pays occidentaux.

Les PME indépendantes non cotées en bourse ne peuvent pas accéder à des investisseurs étrangers pour compenser la faiblesse de l'épargne nationale investie en actions. Pour le plus grand nombre d'entre elles, elles n'ont pas non plus d'accès au marché obligataire. Or, la source de financement alternative qu'est le crédit, est devenue plus difficile d'accès depuis la crise financière, et les nouvelles réglementations prudentielles bancaires envisagées par le Comité de Bâle risquent de diminuer la capacité de prêt des banques. En conséquence les PME peuvent distribuer moins de dividendes à leurs actionnaires, ralentir leurs investissements, voire perdre leur indépendance en se faisant racheter par des groupes. Cette inadéquation de la demande d'actions risque donc de multiplier les défaillances et de brider les investissements de productivité, donc la croissance économique.