

Le rôle des marchés financiers pour financer les entreprises

Olivier GARNIER

5 décembre 2017

Résumé de la thèse d'A-B

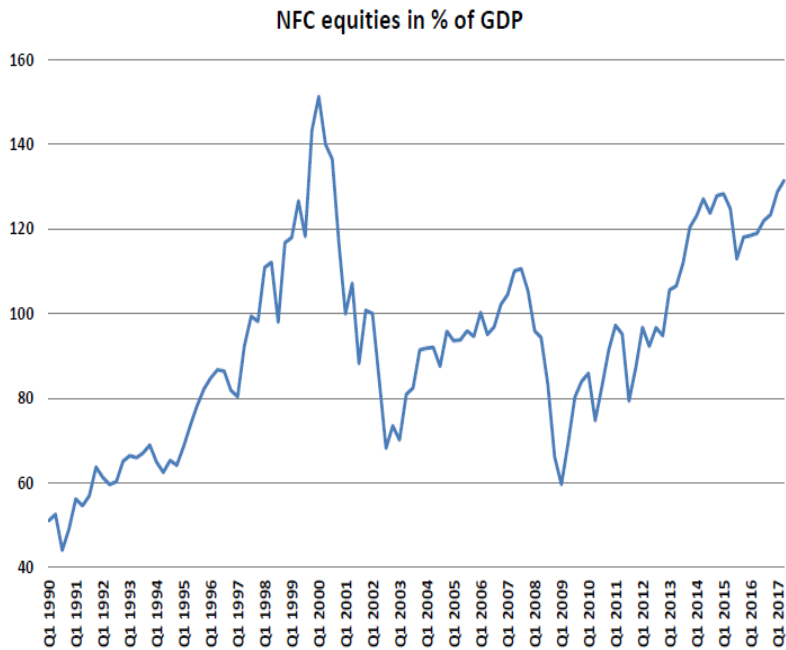
- Le constat:
 - Les entreprises se financent de moins en moins sur les marchés financiers (obligations et actions)
 - Cette tendance n'est pas la contrepartie d'un regain du financement par le crédit bancaire (réintermédiation)...
 - ...mais d'une hausse de l'épargne/autofinancement des entreprises
 - L' épargne financière des ménages ne finance plus les entreprises mais les Etats
- Les implications:
 - Moindre efficacité de la politique monétaire
 - Moindre risque et moindre rentabilité des portefeuilles détenus directement ou indirectement par les ménages
 - Moindre liquidité des marchés

Un constat à nuancer

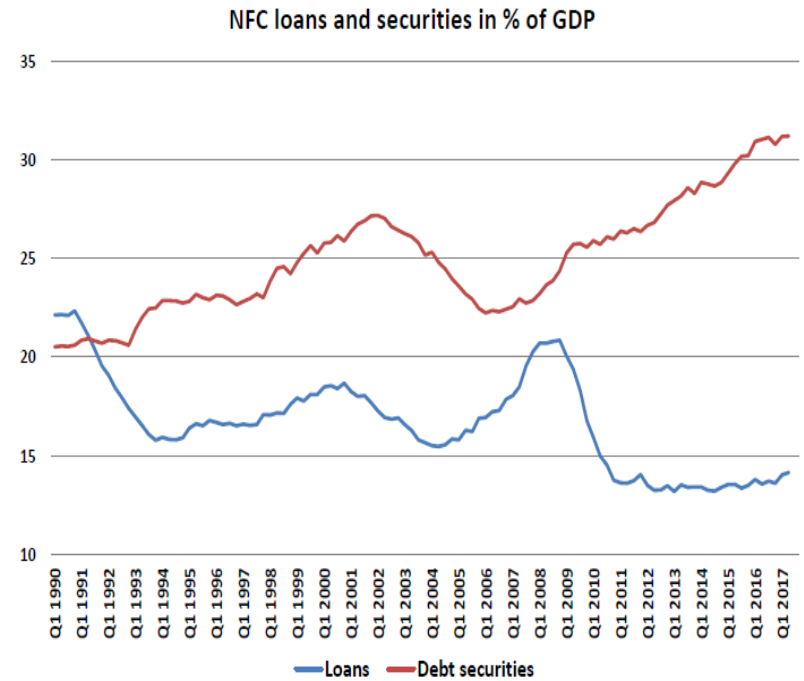
- Stocks \neq Flux
- Obligations \neq Actions
- Zone euro \neq Etats-Unis
- France \neq Zone euro

Un constat à nuancer: Flux \neq Stocks

US Nonfinancial Corporate Sector



Source : Federal Reserve

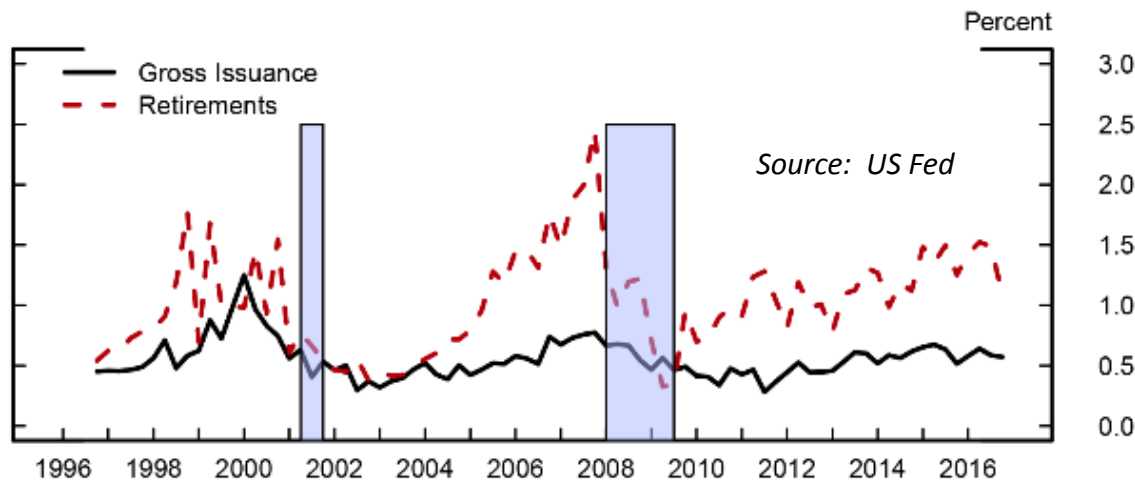


Source : Federal Reserve

Un constat à nuancer: Equity Gross Issuance \neq Equity Retirement

US Nonfinancial Corporate Sector

Gross issuance and retirements relative to GDP

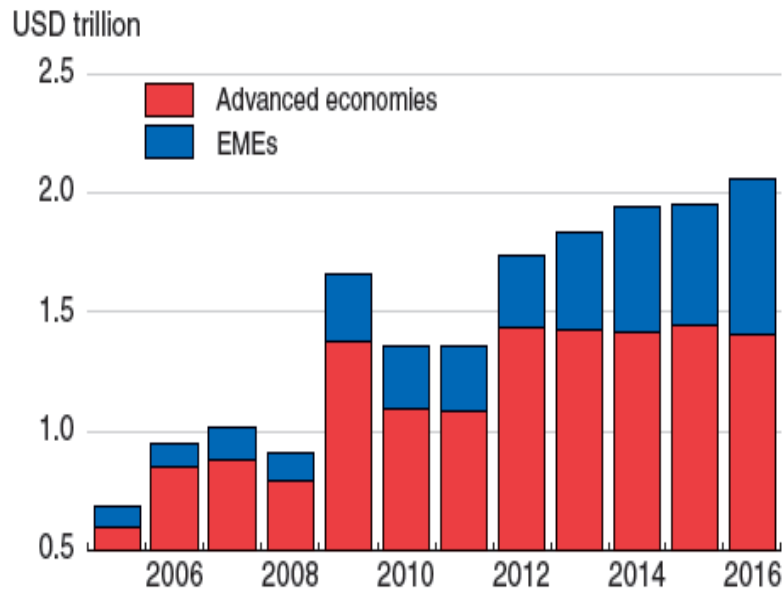


Shaded regions represent NBER recessionary periods (2001Q2 to 2001Q3 and 2008Q1 to 2009Q2, inclusive).

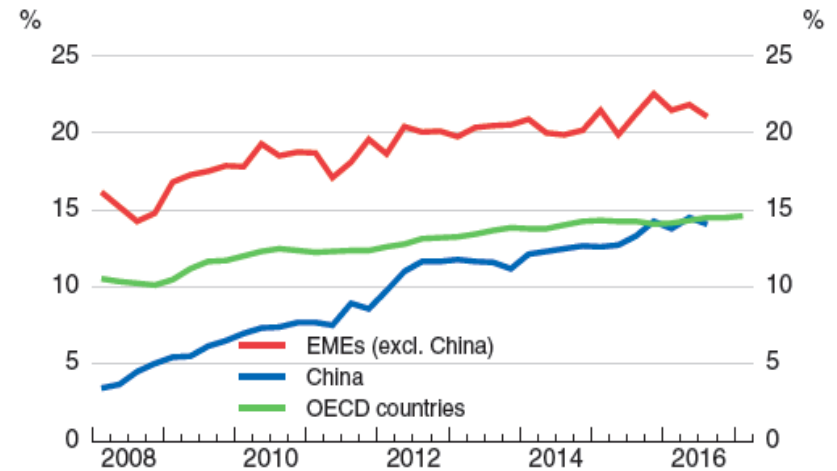
- Two main sources of equity retirements:
 - Repurchases through share buyback programmes
 - Alternative to dividends?
 - Retirements through M&A
 - Cash-financed transactions by domestic acquirers
 - Cash-financed or equity financed transactions by foreign acquirers

Un constat à nuancer: Obligations ≠ Actions

A. Gross bond issuance by NFCs

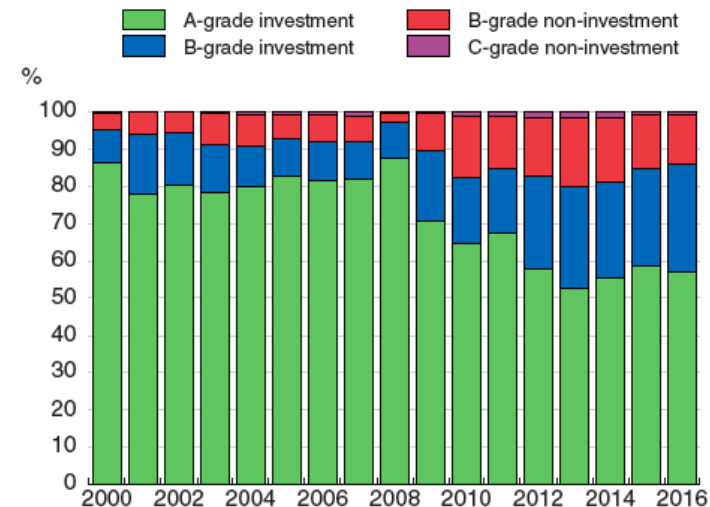


C. Share of debt securities in core debt¹



A. Bond ratings have decreased

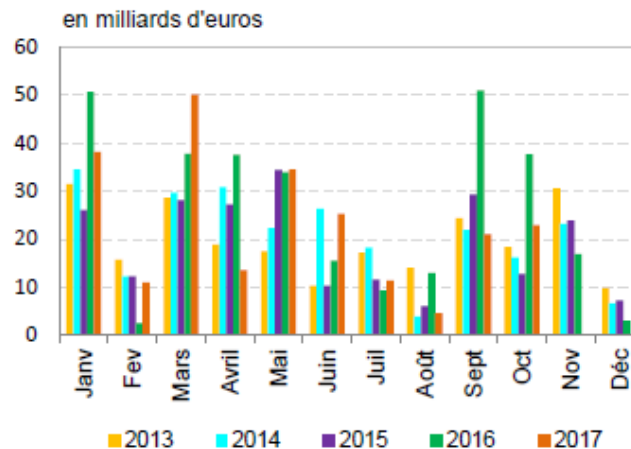
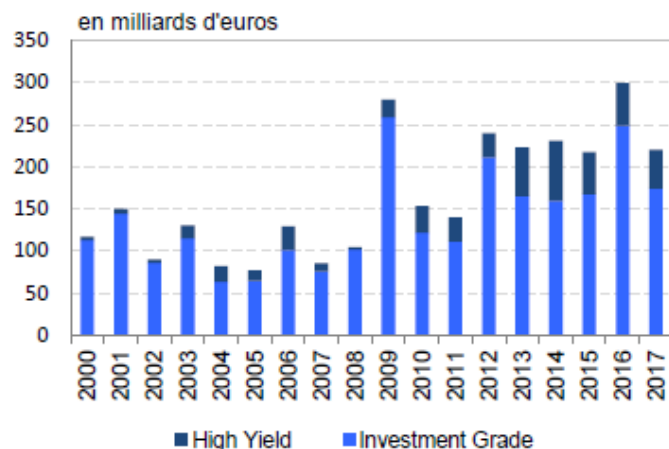
Advanced economies and EMEs



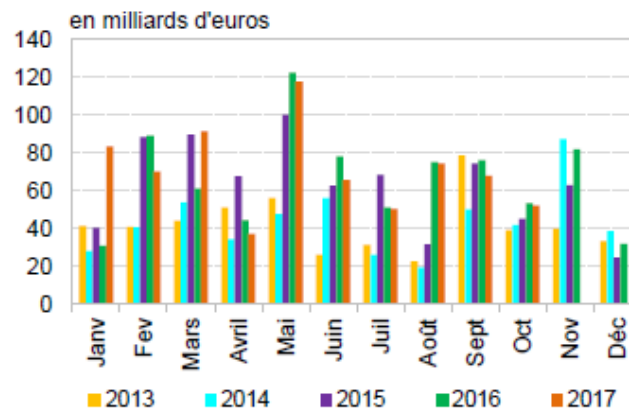
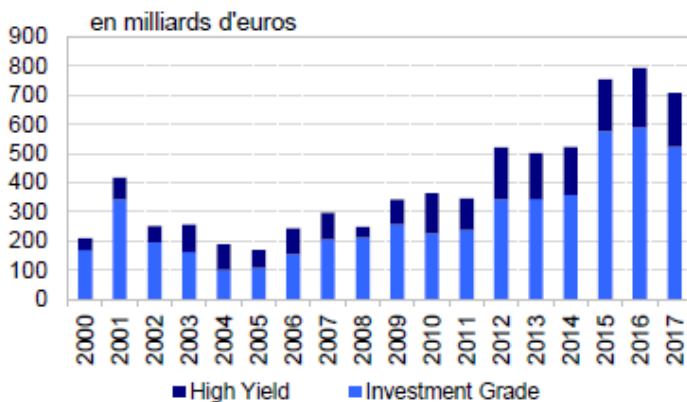
Source: OECD (Economic Outlook, Vo. 2017 Issue 2, Chap. 2)

Un constat à nuancer: Obligations ≠ Actions

1.2.2. Émissions d'obligations en Zone Euro par les entreprises non financières



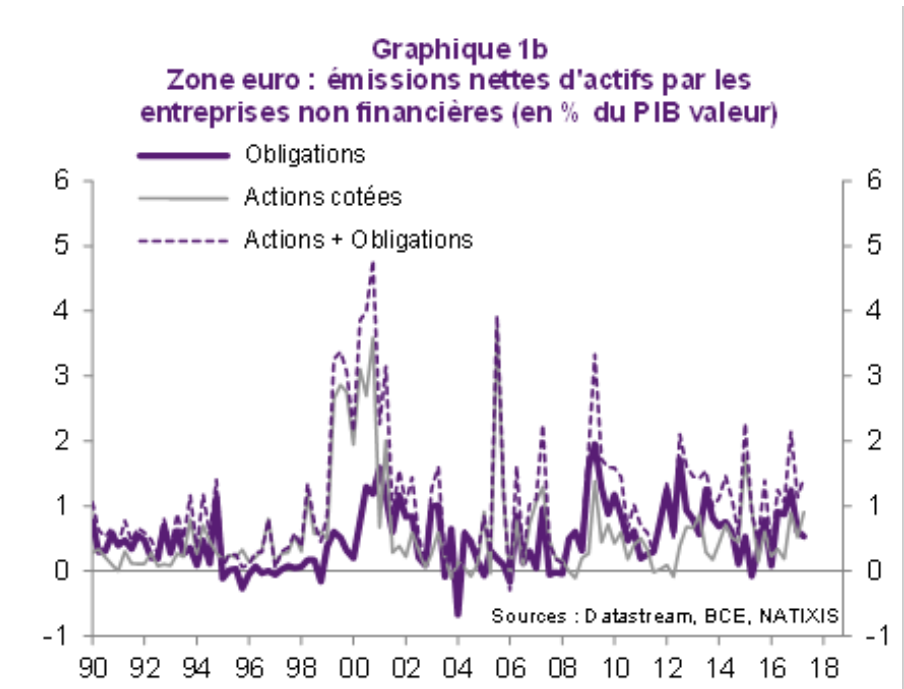
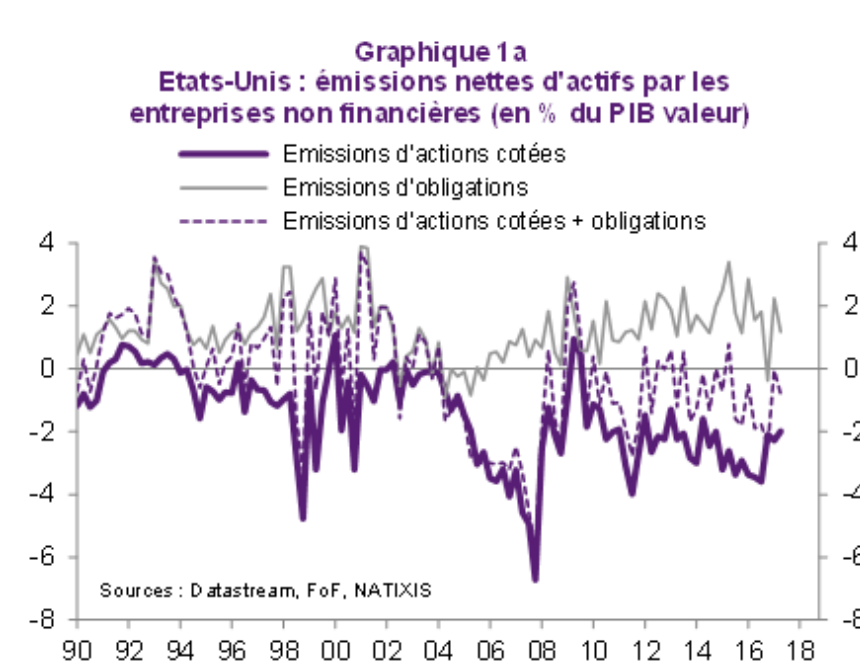
1.2.3. Émissions d'obligations aux États-Unis par les entreprises non financières



* Données cumulées fin de mois

Source : Dealogic, extractions des données au 30/10/2017

Un constat à nuancer: Zone euro \neq US



Un constat à nuancer : France ≠ Zone euro

2002 - 2017	Etats-Unis	Zone euro	France	Japon
Emissions nettes d'actions	-2,12	0,23	1,22	0,44
Emissions nettes d'obligations	1,07	0,56	0,92	-0,62
Emissions d'actions cotées + obligations	-1,06	0,79	1,76	-0,17
Investissement total des entreprises volume (en % du PIB volume)	12,44	11,64	12,72	14,95

Source : Natixis

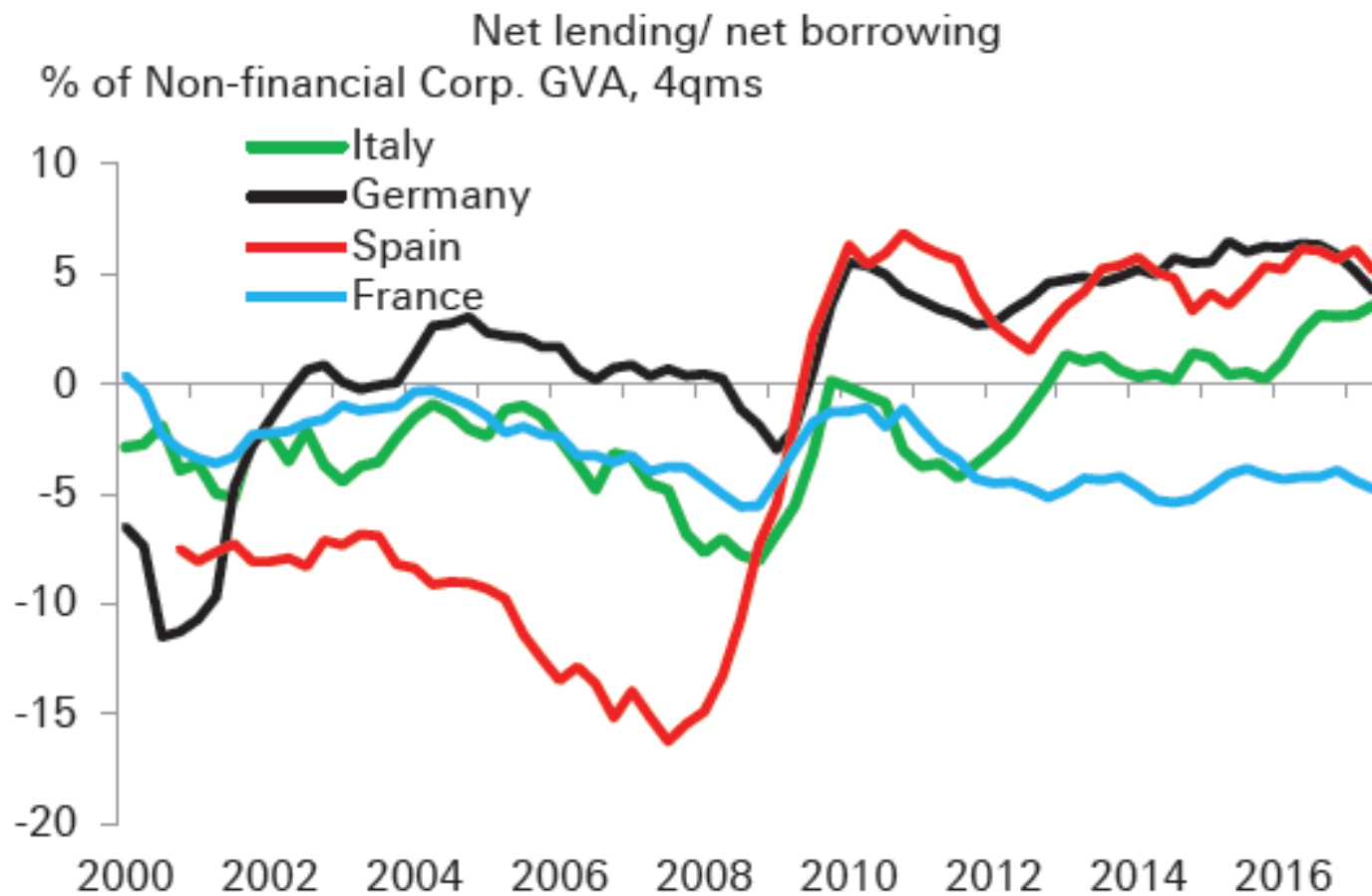
Non-financial corporate bonds outstanding*

Region	Outstanding bonds in the market (€ bn)	Percentage share of total euro-area market	Market growth since end-2010 (€ bn)
Germany	146.6	14	28.7
France	489.1	48	204.5
Italy	117.9	12	34.1
Spain	32.6	3	19.1
Netherlands	59.9	6	7.0
Euro area	1,020.4	100	337.3

Source: ECB. * Denominated in euro. As at May 2017.

Deutsche Bundesbank

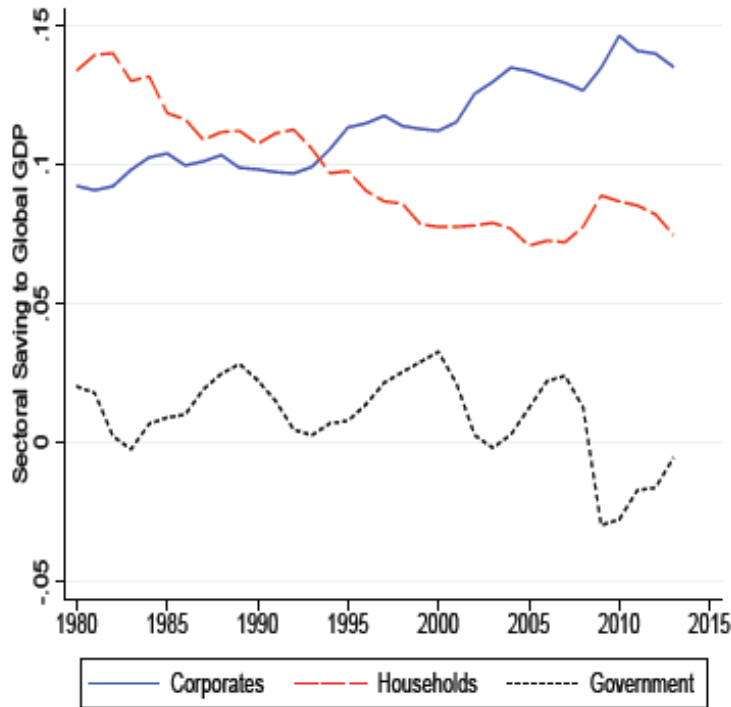
Un constat à nuancer : France \neq Zone euro



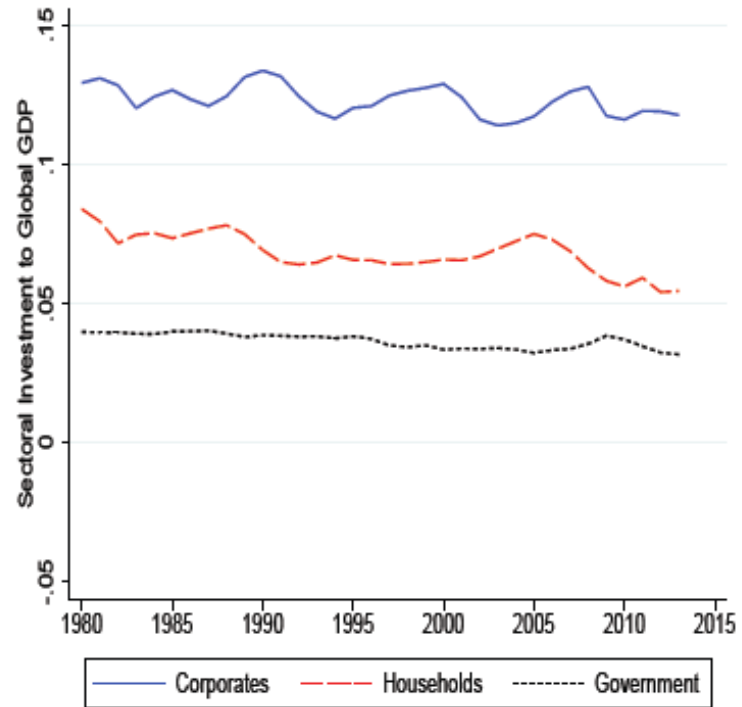
Des implications à nuancer

- Moindre efficacité de la politique monétaire?
 - Stocks/émissions de dettes restent importants
 - Neutralité de la structure financière sur le coût du capital ?
- Moindre risque et moindre rentabilité des portefeuilles détenus directement ou indirectement par les ménages?
 - Capitalisation des marchés d'actions (en % du PIB) proche de ses plus hauts
- Moindre liquidité des marchés?
 - Taille des marchés secondaires (stocks)
 - Autres facteurs

Le rôle central du 'corporate saving glut' ...



(a) Sectoral Saving

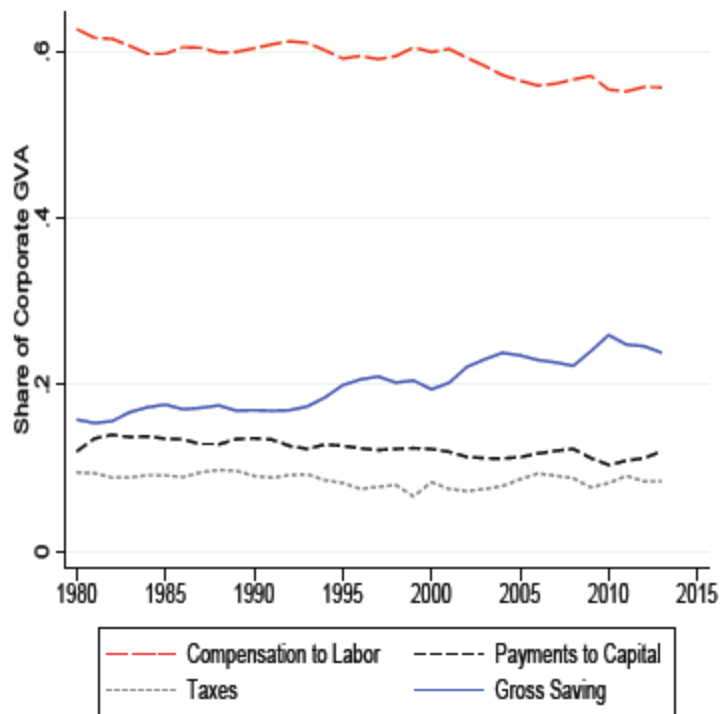


(b) Sectoral Investment

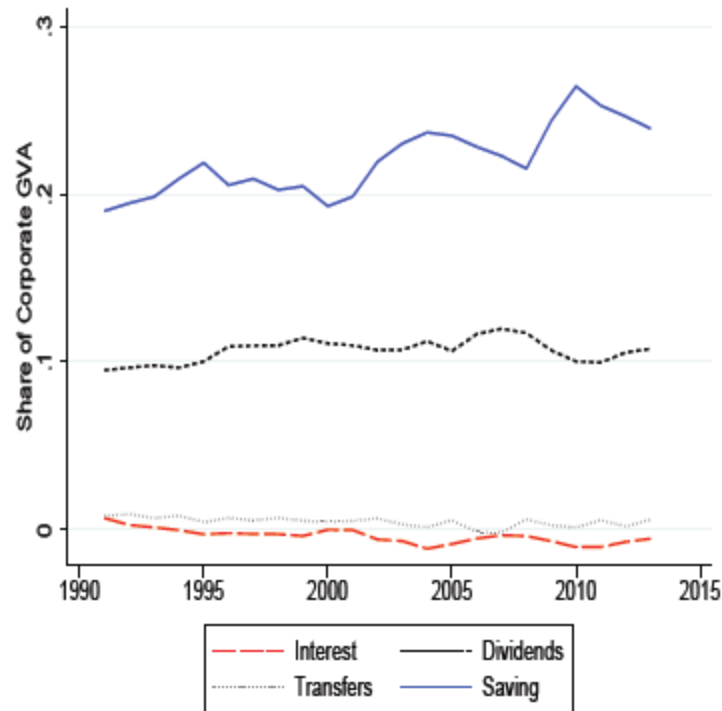
Figure 1: Global Saving and Investment

Source: Chen-Karabarbounis-Neiman (2017)

...qui résulte de l'évolution du partage de la VA (et de la relative stabilité des revenus du capital)



(a) GVA Components



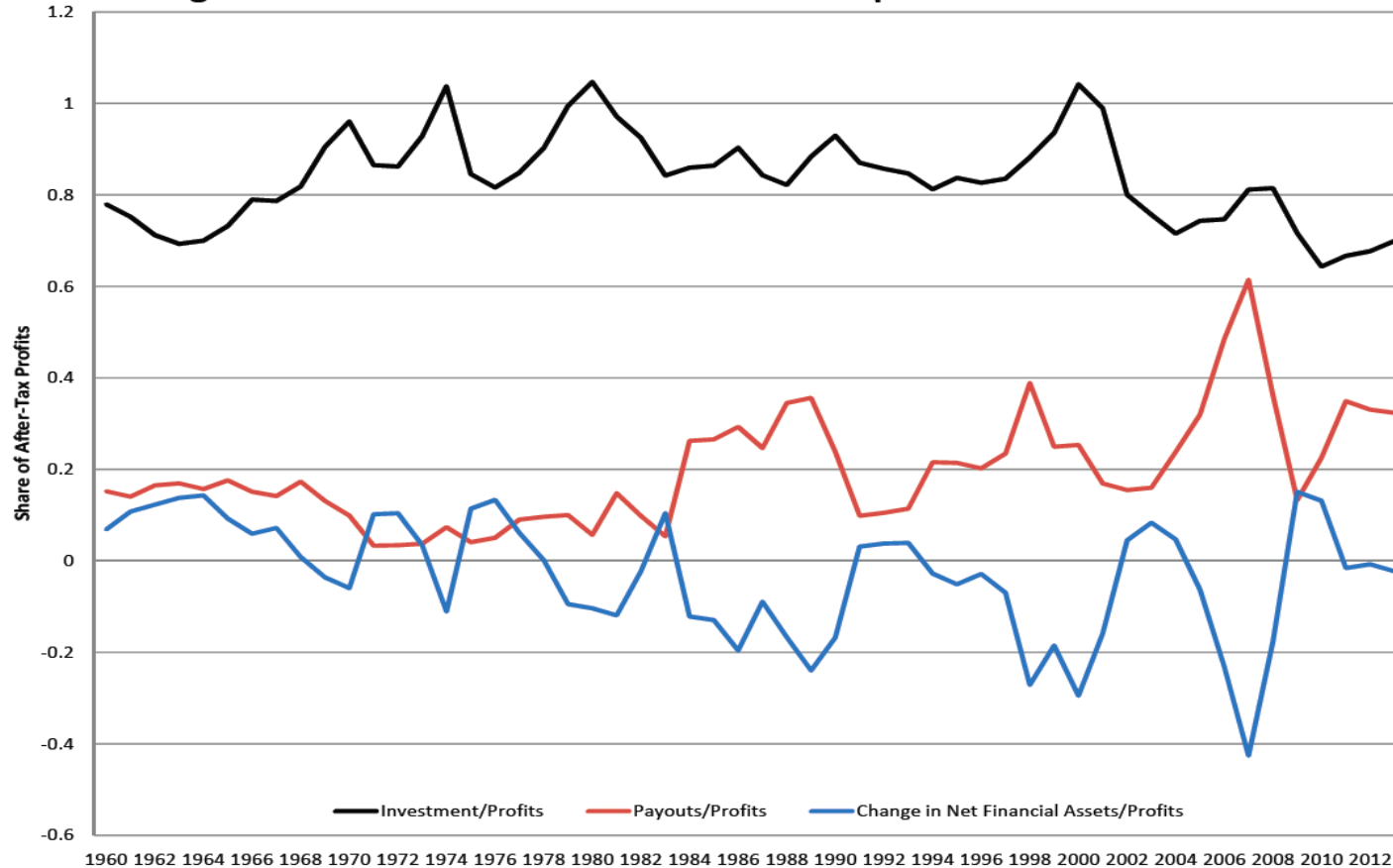
(b) Saving, Dividends, and Interest

Figure 4: Decomposition of Increase in Corporate Saving

Source: Chen-Karabarbounis-Neiman (2017)

Etats-Unis: baisse du taux d'investissement et hausse du taux de « distribution » aux actionnaires

Figure 7: Allocation of U.S. Non-Financial Corporate After-Tax Profits



$$\text{Profits} = \text{Investment} + (\text{Dividends} + \text{Equity Buybacks}) + (\Delta \text{Financial Assets} - \Delta \text{Debt Liabilities})$$

where we define,

$$\text{Payouts} = \text{Dividends} + \text{Equity Buybacks},$$

Source: Gruber-Kamin (2015)

Les hypothèses possibles pour expliquer le comportement des entreprises

- La 'Grande Récession'
 - Réponse de l'investissement à la chute de la demande et à la mollesse persistante de la reprise
- La 'Grande Incertitude'
 - Réduction de l'investissement et accumulation de cash par les entreprises
- La 'Stagnation Séculaire'
 - Réduction durable des opportunités d'investissement → retour du capital aux actionnaires