

Flash Economie

29 janvier 2020 - 131

Quelles conséquences du rejet de la retraite par capitalisation et des règles de l'assurance-vie en France et dans la zone euro ?

En France et dans la zone euro (nous utilisons une comparaison avec les Etats-Unis), il y a à la fois rejet de la détention d'actions par les ménages (en raison de leur aversion élevée pour le risque, pour des raisons idéologiques d'où le choix de la retraite par répartition), et réglementation de l'assurance-vie qui réduit le poids des actions dans les portefeuilles des assureurs.

La demande totale d'actions en France et dans la zone euro étant ainsi faible, que s'attend-on à observer, par rapport aux Etats-Unis par exemple :

- un financement des entreprises davantage par la dette que par les actions, ce qui est le cas ;
- une forte détention des entreprises par les non-résidents, ce qui est aussi le cas.

Ces deux conséquences du rejet des actions en France et dans la zone euro sont bien négatives : le levier d'endettement plus élevé des entreprises les fragilise financièrement ; la gouvernance des entreprises est dictée par leur actionnaires étrangers.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

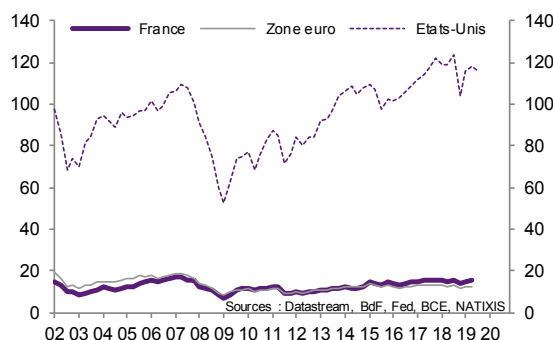
www.research.natixis.com

Faiblesse de la demande d'actions en France et dans la zone euro

Nous comparons la France et la zone euro aux Etats-Unis.

Le **graphique 1** montre la **détention d'actions cotées par les ménages, directement ou au travers des investisseurs institutionnels**.

Graphique 1
Encours d'actions cotées détenu par les ménages
et les investisseurs institutionnels
(en % du PIB valeur)



On voit **la faiblesse de la détention d'actions en France et dans la zone euro par rapport aux Etats-Unis**, qui s'explique essentiellement :

- **par le rejet de la détention d'actions par les ménages**, à la fois en raison de l'aversion forte pour le risque des ménages et pour des raisons idéologiques (le rejet du « capitalisme financier »). Il en résulte en particulier **le choix de la retraite par répartition** et non par capitalisation (**tableau 1**) ;

Tableau 1 : taille des fonds de pension (en % du PIB valeur, 2018)

Pays	Taille des fonds de pension (en % du PIB valeur)
France	0,7
Etats-Unis	76,3
Zone euro	17,7

Sources : OCDE, NATIXIS

- **par la réglementation des assureurs-vie (Solvabilité 2)**, qui réduit fortement leur capacité à détenir des actions (**encadré 1**).

Encadré 1 : structure des fonds euros des assurances-vie

Un fonds euros est constitué en moyenne de 80% d'obligations et de 20% de différents supports.

Les fonds sont en général garantis en capital, mais avec plusieurs conditions.

Voici un exemple de fonds euros :

Obligations à taux fixe	Obligations à taux variable	Obligations indexées sur l'inflation	Autres obligations	Actions et structurés actions	Immobilier	Liquidités	Autre
66,8%	7,3%	2,6%	8,7%	7,5%	5,9%	0,7%	0,5%

Sources : assurancevie.com, NATIXIS

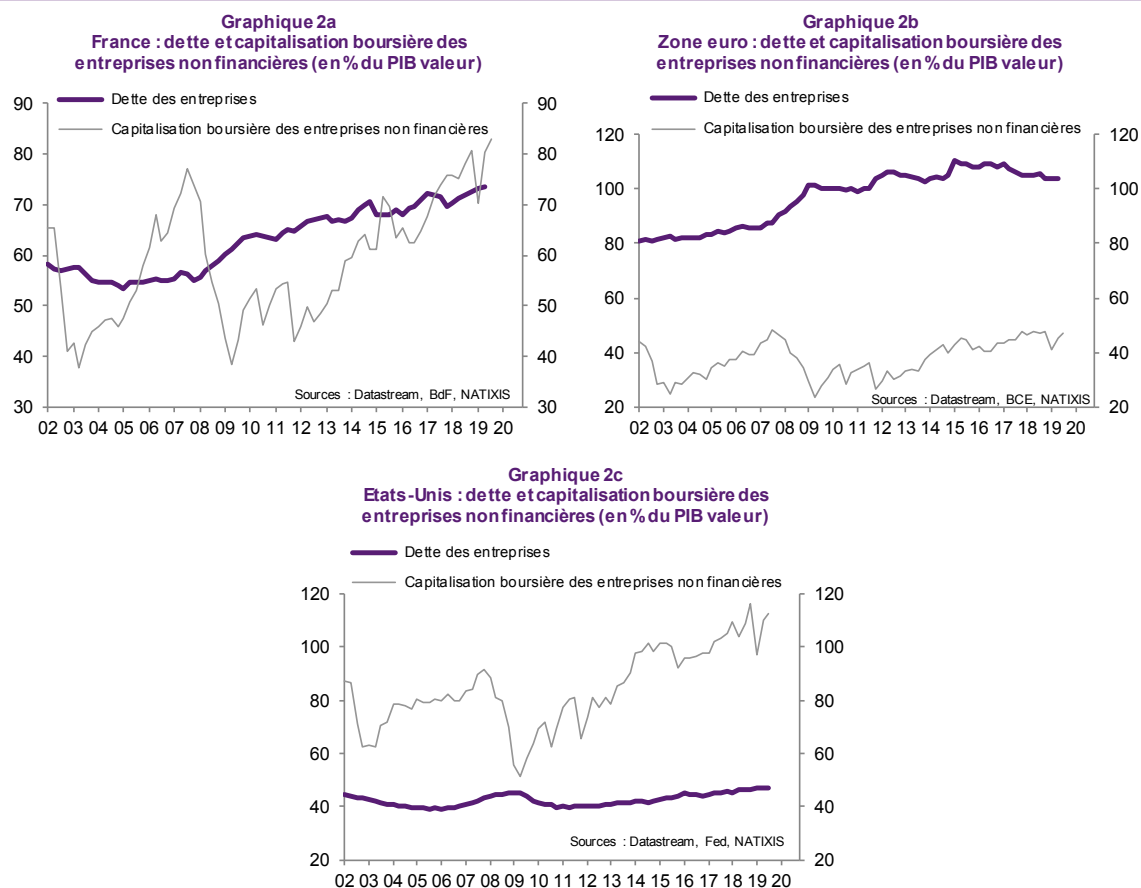
Observe-t-on en France et dans la zone euro les conséquences attendues de la faiblesse de la demande d'actions ?

Si la demande d'actions est faible en France et dans la zone euro pour les raisons vues plus haut (rejet de la détention d'actions par les ménages, réglementation de l'assurance-vie), **on devrait observer les conséquences de cette faiblesse sur le financement des entreprises et sur la détention des entreprises.**

1. Financement des entreprises non financières

Si la demande d'actions est faible, **on s'attend à observer un financement des entreprises réalisé davantage par la dette que par les actions.**

Les **graphiques 2a/b/c** montrent **qu'aux Etats-Unis la capitalisation boursière est beaucoup plus élevée que la dette des entreprises, ce qui n'est pas du tout le cas en France ou dans la zone euro.**

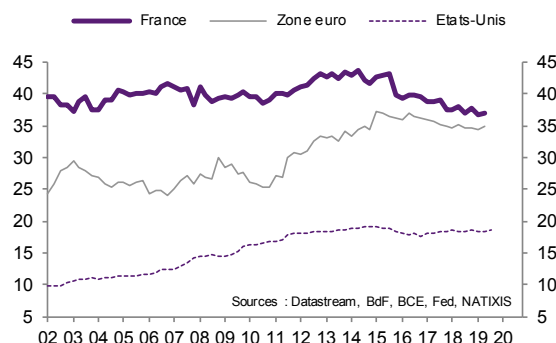


2. Détention des entreprises

Si la demande domestique d'actions est faible, on s'attend à ce **que le poids des non-résidents dans la détention des entreprises soit élevé.**

Le **graphique 3** montre que **le poids des non-résidents est effectivement nettement plus élevé en France et dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.**

Graphique 3
Encours d'actions cotées détenu par les non-résidents (en % de l'encours total d'actions cotées)



Synthèse : deux conséquences défavorables de la faible demande d'actions en France et dans la zone euro

Parce que l'aversion pour le risque des épargnants est élevée, pour des raisons idéologiques (rejet de la retraite par capitalisation), parce que la réglementation des assureurs limite leur demande d'actions, **la demande d'actions est faible en France et dans la zone euro.**

Il en résulte deux conséquences défavorables :

- **les entreprises financent davantage en dette qu'en actions, ce qui accroît le risque de défaut en cas de récession ;**
- **les entreprises sont davantage détenues par les non-résidents ce qui leur impose la gouvernance des pays de leurs actionnaires,** ce qui empêche la mise en place d'une gouvernance spécifique « européenne » des entreprises.