

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011

Julien LE ROUX

Direction de la Balance des paiements

Service des Titres

Au 31 décembre 2011, la capitalisation boursière des entreprises françaises du CAC 40 était détenue à hauteur de 43,3 % par les non-résidents, soit une détention nette de 334,6 milliards d'euros sur une capitalisation boursière totale de ces sociétés de 772,3 milliards d'euros.

Cette part, qui a eu tendance à progresser sur la période allant de 1999 à 2006, a fléchi en 2007 et fluctue depuis lors aux alentours de 42 %. Entre 2010 et 2011, le taux de détention a crû de 2,2 points de pourcentage, s'établissant en fin d'année à 43,3 %, dont 1 point lié aux flux nets acheteurs des non-résidents, 0,5 point à un effet de changement dans la composition du CAC 40 et 0,7 point dû aux autres effets (principalement effets de valorisation).

Mots clés : marchés boursiers, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

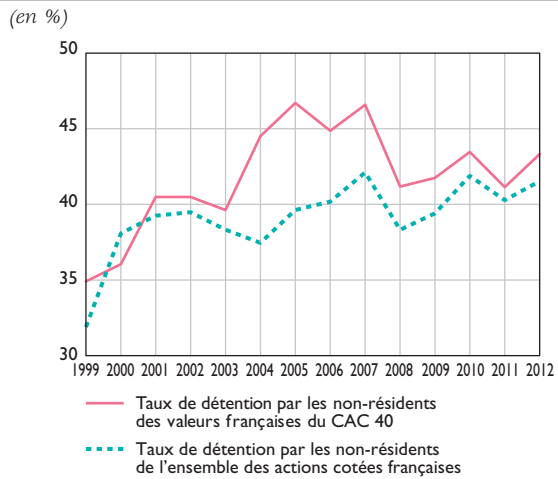
I | En 2011, la détention par les non-résidents des actions du CAC 40 s'inscrit dans la moyenne des dix dernières années

À la fin de l'année 2011, les non-résidents détenaient 334,6 milliards d'euros d'actions des trente-sept sociétés françaises¹ composant l'indice du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 772,3 milliards d'euros.

Le taux de détention par les non-résidents des actions françaises du CAC 40 atteint 43,3 % en 2011, revenant à un niveau proche de celui de 2009 (43,5 %)². Il s'établissait à 41,1 % en 2010. En dépit de cette hausse, le taux de détention ne revient pas aux points hauts observés entre 2004 et 2006 (entre 45 % et 47 %). Il est égal au taux moyen observé de 2002 à 2011 (43,3 %, cf. graphique 1).

La majorité de la détention non résidente en actions du CAC 40 se compose d'investissements de portefeuille au sens de la balance des paiements, c'est-à-dire de détentions représentant moins de 10 % du total des actions de la société considérée. La part des investissements directs – correspondant

Graphique 2 Évolution du taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées et des actions du CAC 40



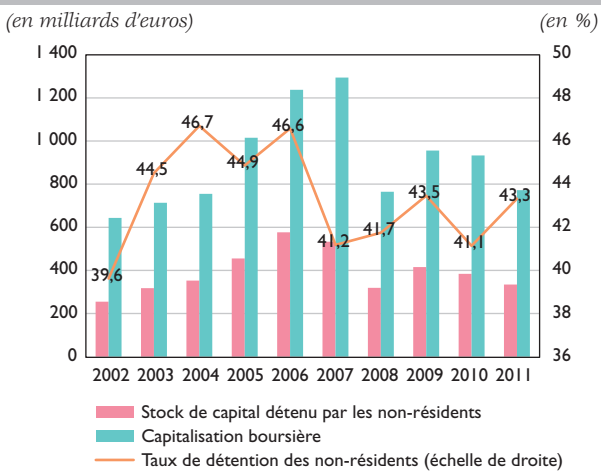
Source : Banque de France, DBDP

aux prises de participation supérieures à ce seuil – dans le total de la détention non résidente diminue légèrement entre 2010 et 2011, passant de 8,1 % à 7,4 % des avoirs non résidents en actions du CAC 40, soit 24,9 milliards d'euros à la fin 2011.

Depuis 1998, le taux de détention des actions du CAC 40 par les non-résidents suit globalement une évolution similaire à celle du taux de détention par les non-résidents calculé sur l'ensemble des actions cotées françaises (cf. graphique 2). En niveau, ce taux, qui s'établit à 41,5 % à la fin 2011, est constamment et légèrement inférieur à celui du CAC 40 depuis l'an 2000. En 2011, l'écart entre les deux taux de détention s'est un peu élargi mais la différence reste faible (1,8 point de pourcentage en 2011). Dans le même temps, la part des actions du CAC 40 dans le total des actions cotées est restée stable, passant de 70,8 % à 70,1 %.

La part des non-résidents dans la détention du capital des sociétés résidentes du CAC 40 varie selon les entreprises (cf. tableau 1). Vingt d'entre elles présentent un taux de détention compris entre 25 % et 50 % de leur capital avec un taux de détention moyen de 38,1 %, treize d'entre elles se situent entre 50 % et 75 % (taux moyen de 58,4 %) et seules quatre d'entre elles ont un taux de détention par les non-résidents inférieur à 25 % (taux moyen de 17,4 %). Les taux

Graphique 1 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40



Sources : Banque de France, direction de la Balance des paiements – Euronext

1 Trois sociétés du CAC 40 ont leur siège social établi à l'étranger : ArcelorMittal, EADS et ST Microelectronics.
2 Il s'agit pour 2009 et 2010 de chiffres révisés par rapport à la publication de l'an passé, cf. annexe 1.

Tableau I Répartition des sociétés du CAC 40 en fonction de la part de capital détenue par les non-résidents

(taux en %)

Part du capital détenue par des non-résidents	Nombre de sociétés investies			Taux moyen de détention par les non-résidents		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
de 0 à 25 %	2	3	4	12,8	10,7	17,4
de 25 à 50 %	19	21	20	38,5	37,4	38,1
plus de 50 %	15	13	13	59,1	57,3	58,4
Total	36	37	37	-	-	-

Source : Banque de France, DBDP

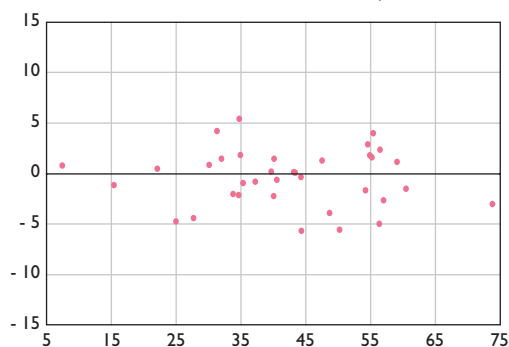
de détention par les non-résidents apparaissent plus faibles dans le cas des groupes ayant une part stable d'actionariat (bloc familial ou concert d'actionnaires par exemple). Un taux de détention faible ne reflète pas nécessairement un manque d'appétence des non-résidents pour un titre plutôt qu'un autre.

Individuellement, en 2011, dix-neuf sociétés françaises du CAC 40 voient leur taux de détention par les non-résidents diminuer, tandis que les dix-huit restantes enregistrent un accroissement des non-résidents dans la détention de leur capital.

Exception faite d'une société fortement désinvestie par les non-résidents dans le cadre d'investissements directs, les variations relatives de détention par les non-résidents sont modérées, au plus de 6 points de capital (cf. graphique 3).

Graphique 3 Évolution entre 2010 et 2011 du taux de détention par les non-résidents selon le niveau du taux de détention à fin 2011

(évolution en points de pourcentage, taux en %)



Note : Les variations atypiques reflétant des restructurations ne sont pas reportées dans ce graphique.

Source : Banque de France, DBDP

2| Facteurs d'évolution

2|1 Les flux d'entrées de capitaux étrangers en 2011 sont le principal facteur de hausse du taux de détention des non-résidents

En 2011, les non-résidents ont acheté, en solde net, pour 14 milliards d'euros d'actions françaises du CAC 40. Dans le même temps, les résidents vendaient, toujours en solde net, 6,4 milliards d'euros d'actions du CAC 40. Contrairement à l'année précédente où les augmentations de capital des sociétés du CAC 40 avaient essentiellement été acquises par les résidents, en 2011, les émissions d'actions des sociétés du CAC 40 ont été souscrites par les non-résidents dans une proportion supérieure à leur part d'origine en détention (14 milliards d'achats pour 7,5 milliards de flux d'émissions nettes). Les principales augmentations de capital des sociétés du CAC 40 ont eu en effet pour corollaire une hausse de la détention par les non-résidents de ces mêmes sociétés. Cette situation est comparable à celle observée en 2009.

En 2011, les flux nets positifs d'achat des non-résidents ont induit une hausse de 1,0 point de leur taux de détention du CAC 40.

2|2 Les changements de composition du CAC 40 participent modérément de la hausse du taux de détention des non-résidents

En 2011, la composition du CAC 40 a été modifiée suite à l'entrée de Safran en remplacement de Natixis, et de Legrand en remplacement de Suez Environnement. Le nombre de sociétés résidentes composant le CAC 40 reste égal à 37 entre 2010 et 2011, alors qu'il n'était que de 36 en 2009.

Les sociétés qui sont entrées dans le CAC 40 en 2011 ont, en moyenne, un taux de détention par les non-résidents supérieur à celui des sociétés sortantes. De sorte que ce changement dans la composition du CAC 40 contribue à la hausse du taux de détention par les non-résidents à hauteur de 0,5 point de pourcentage.

2|3 Les variations du cours de la bourse ont également légèrement affecté l'évolution du taux de détention des non-résidents

En moyenne, les actions françaises du CAC 40 ont enregistré une baisse de 18 % de leur valeur entre décembre 2010 et 2011³. Seuls six titres sur trente-sept ont enregistré une hausse de leur valeur boursière en 2011.

La baisse des cours des titres sur lesquels la détention des non-résidents est la plus élevée a été plus faible que celle de l'indice d'ensemble. Cet effet a contribué à la hausse de 0,4 point du taux de détention moyen du CAC 40 par les non-résidents.

En 2010, cet effet prix avait joué en sens opposé, à hauteur de - 1,3 point, pour une variation globale du taux de détention de - 2,3 points.

3| Répartition des investissements des non-résidents selon le secteur d'activité de la société investie

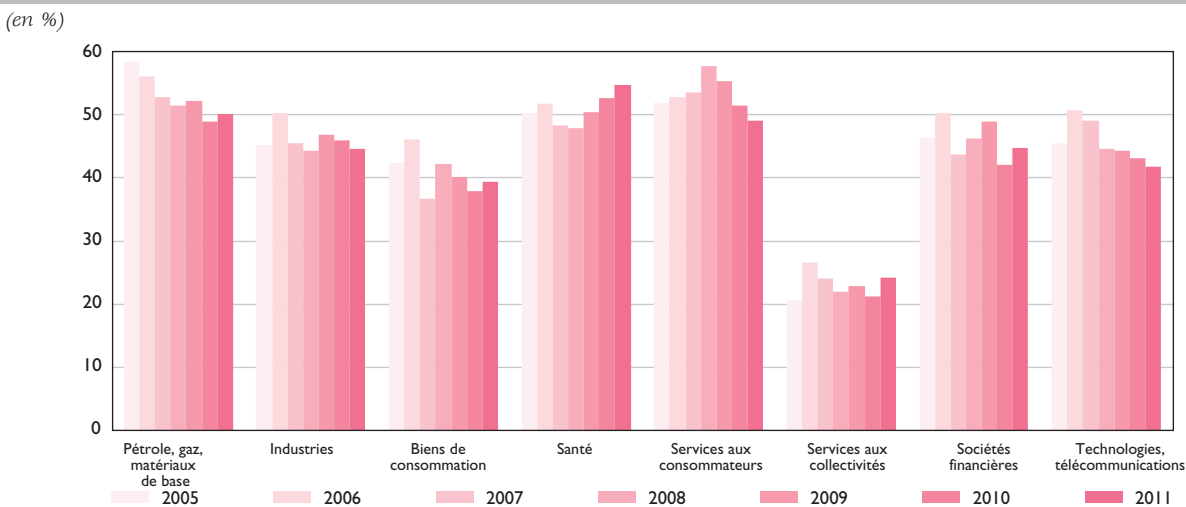
En 2011, les entreprises les plus investies par les non-résidents sont celles de la santé (avec un taux de détention de 54,7 %), du pétrole, du gaz et des matériaux de base (50 %), et des services aux consommateurs (49 %).

A contrario, le secteur des services aux collectivités reste, comme les années précédentes, peu investi par les non-résidents avec un taux de détention par les non-résidents de 24 %, en raison notamment de la place de l'État français dans le capital social des sociétés de ce secteur.

En 2011, pour la troisième année consécutive, le secteur de la santé poursuit sa progression auprès

Graphique 4 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité

Selon la classification ICB utilisée par Euronext



Note : ICB = Industry Classification Benchmark

Source : Banque de France, DBDP

3 Moyenne pondérée par la capitalisation boursière individuelle à la fin 2010. Les prix utilisés sont corrigés des effets des événements enregistrés sur la période (division du nominal principalement).

des non-résidents, passant d'un taux de détention de 52,5 % à 54,7 %. Le secteur des services aux consommateurs, qui, de 2007 à 2009, était celui le plus investi par les non-résidents voit la part de ces derniers dans le capital de ces sociétés se replier en 2011, passant de 51,4 % à 49,0 %. Cette année, le secteur des services aux consommateurs se retrouve en termes de détention relative derrière les secteurs du pétrole, du gaz et des matériaux de base, tandis que ce dernier secteur voit son taux de détention progresser (+ 1,1 point). Les observations faites sur ces trois secteurs ne sont pas imputables à l'évolution de la composition du CAC 40 de cette année, mais à des flux nets importants.

En revanche, l'effet de composition favorise nettement la progression du taux de détention des sociétés du secteur financier, qui passe de 41,9 % à 44,6 % (+ 2,7 points), et s'explique principalement par la sortie de Natixis de l'indice CAC 40 en 2011.

Une vue d'ensemble sur la période 2005–2011 (cf. graphique 4) ne permet pas de dégager de tendance spécifique par secteur. Les variations du taux de détention d'une année sur l'autre résultent d'effets de composition et de valorisation du CAC 40, de la conjonction du calendrier d'émissions par les entreprises composant cet indice, d'éventuelles opérations de restructuration et de flux d'achats ou ventes par les non-résidents. Il est ainsi difficile de distinguer la part des aménagements de portefeuilles résultant des rééquilibrages sectoriels de celle guidée par une adaptation de la répartition entre la France et les autres pays.

4| Origine géographique des détenteurs du CAC 40

L'enquête annuelle du Fonds monétaire international (FMI) *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)*⁴ détaille la ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions et les OPCVM français. Combinées aux taux de détention du CAC 40, les données du CPIS permettent d'évaluer la part

Tableau 2 Origine géographique des détenteurs d'actions françaises du CAC 40

(en %)

	Taux de détention				
	à fin 2007	à fin 2008	à fin 2009	à fin 2010	à fin 2011 ^{a)}
Encours détenu par les non-résidents	41,2	41,7	43,5	41,1	43,3
dont : Zone euro	16,5	16,8	18,0	18,0	18,9
États-Unis	15,0	15,5	14,6	13,7	14,5
Royaume-Uni	3,1	2,8	2,9	1,8	1,9
Japon	1,2	1,3	1,5	1,3	1,4
Suisse	1,1	1,0	1,3	1,2	1,3
Canada	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents à fin 2010, en raison des délais de collecte qui ne permettent de disposer, au 1^{er} janvier 2012, que des données à fin 2010.

Sources : Banque de France, DBDP – FMI

des actions du CAC 40 détenues par pays ou zone géographique. On suppose pour cela que la répartition géographique de détention du CAC 40 est identique à celle observée sur les actions et titres d'OPCVM français détenus par les non-résidents.

En 2011, sur les 43,3 % d'actions françaises du CAC 40 détenues par les non-résidents, 18,9 % (contre 18,0 % en 2010) le sont par des pays de la zone euro. La zone euro représente donc un peu moins de la moitié de la détention étrangère, et ce pourcentage progresse depuis plusieurs années (cf. tableau 2). Viennent ensuite les États-Unis qui détiennent 14,5 % de ces titres (13,7 % en 2010) et le Royaume-Uni (1,9 %), dont la part, cependant, tend à décroître depuis 2008.

Sur l'ensemble des actions cotées françaises détenues par les non-résidents, la part détenue par les États-Unis, en constante progression de 2001 à 2008, s'est depuis légèrement tassée autour de 33 %. En revanche, cette proportion est en baisse constante concernant la détention britannique, qui est passée de 28 % en 2001 à 5 % à fin 2010.

Les autres principaux pays détenteurs des actions françaises du CAC 40 sont le Japon, la Suisse et le Canada. Leur part reste faible et stable à moins de 3 % de la capitalisation boursière totale du CAC 40.

4 L'enquête CPIS menée par le FMI fournit pour près de soixante-quinze pays leur position en investissements de portefeuille par type de titre (actions et OPCVM, titres de dette de court terme et de long terme) et par pays de contrepartie. Plusieurs pays d'Asie – dont la Chine – ou du Moyen-Orient – dont l'Arabie Saoudite – ne contribuent pas au CPIS. Une enquête spécifique est également menée, depuis 2010, sur les avoirs de réserves et les titres détenus par les organisations internationales. Les données et explications relatives au CPIS sont disponibles sur le site du FMI : <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>

Annexe I

Sources et méthodes

En 2011, suite à l'entrée de Safran et Legrand dans le CAC 40 en remplacement respectivement de Natixis et de Suez Environnement, le périmètre des valeurs résidentes constituant le CAC 40 s'établit comme suit :

Liste des 37 sociétés françaises constituant le CAC 40 au 31 décembre 2011

Accor	Carrefour	Lafarge	Renault	Unibail-Rodamco
Air Liquide	Crédit agricole	Legrand	Safran	Vallourec
Alcatel-Lucent	Danone	LVMH	Saint Gobain	Veolia environnement
Alstom	EDF	Michelin	Sanofi-Aventis	Vinci
AXA	Essilor international	Pernod Ricard	Schneider Electric	Vivendi
BNP Paribas	France Télécom	Peugeot	Société Générale	
Bouygues	GDF Suez	PPR	Technip	
Cap Gemini	L'Oréal	Publicis groupe	Total	

Note : ArcelorMittal, EADS et ST Microelectronics dont le siège social est établi à l'étranger ne sont pas retenus dans cette étude.

Source : Euronext

Les statistiques de détention de titres à la Banque de France

Depuis la fin 2007, la source principale utilisée pour le suivi des détentions est la collecte titre par titre réalisée chaque trimestre par la direction générale des Statistiques auprès des teneurs de compte conservateurs résidents (dispositif PROTIDE). Ceux-ci déclarent titre par titre les positions de leur clientèle tant résidente que non résidente relevant des investissements de portefeuille, en excluant les avoirs des autres teneurs de compte conservateurs résidents afin d'éviter les doubles comptes. En revanche, dans les positions de la clientèle non résidente, on peut trouver des positions globales d'intermédiaires, eux-mêmes teneurs de comptes conservateurs, sans que les informations collectées permettent d'identifier les détenteurs finaux.

La collecte PROTIDE couvre également les actions émises au nominatif pur et administrées par des intermédiaires. Elle est complétée par une enquête *ad hoc* pour le nominatif pur non administré.

La collecte PROTIDE ne couvre pas les avoirs de la clientèle gérés à l'étranger par les résidents comme les non-résidents par des établissements localisés hors de France. Le cas échéant, des transferts peuvent être constatés comme au début de 2007, où il a été observé des départs à l'étranger de la conservation de positions de non-résidents s'élevant à 69,6 milliards d'euros, soit 5 % de la capitalisation totale des sociétés françaises du CAC 40.

La représentativité des taux de détention doit donc s'apprécier en rapprochant du total des placements recensés les encours émis. Le rapport des encours collectés sur la capitalisation a diminué de 92,6 % à 90,3 % entre la publication de l'an dernier et cette dernière version.

Révision des données

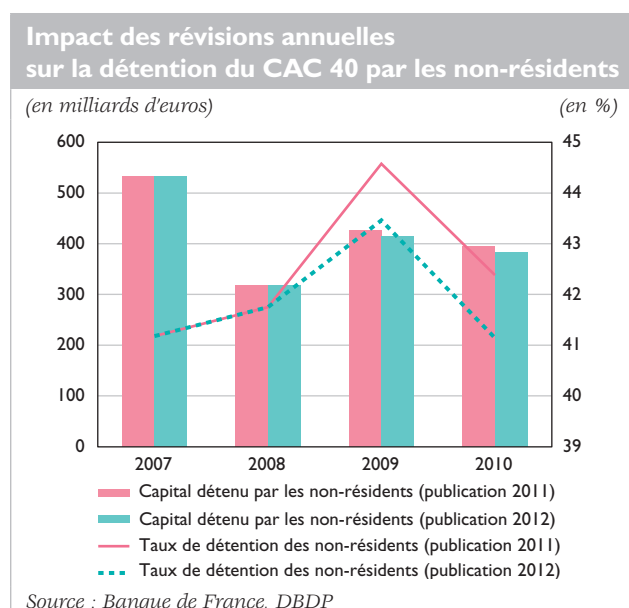
À l'occasion de la publication annuelle du *Rapport de la balance des paiements* par la Banque de France¹, des révisions sont apportées sur les avoirs et engagements français des trois dernières années. Les chiffres publiés dans cet article en cohérence avec cette publication tiennent compte de ces corrections.

Les révisions sur les détentions de titres proviennent de compléments de collecte auprès des conservateurs, d'intégration de nouveaux investissements directs ou encore de corrections quant à la valorisation de certains titres. En revanche, les données de capitalisations boursières, établies par Euronext, ne donnent pas lieu à révision.

Il résulte de ces révisions une baisse de la détention des non-résidents sur les actions du CAC 40 en 2009 et 2010 par rapport aux données publiées l'an passé. Les avoirs des non-résidents en actions françaises du CAC 40 passent de 426,1 à 415,4 milliards d'euros en 2009 (- 2,5 %) et de 395,5 à 383,9 milliards d'euros en 2010 (- 2,9 %).

De fait, le taux de détention des actions françaises du CAC 40 par les non-résidents évalué dans la précédente publication à 44,6 % en 2009 et à 42,4 % en 2010 est estimé aujourd'hui à 43,5 % en 2009 et à 41,1 % en 2010.

Ces révisions n'affectent toutefois pas l'évolution globale du taux de détention observée sur ces deux années (hausse entre 2008 et 2009 et baisse entre 2009 et 2010).



Données sur la détention du CAC 40 publiées en 2011 et en 2012

(en milliards d'euros et en %)

	Publication de 2011		Publication de 2012	
	2009	2010	2009	2010
Capital détenu par les non-résidents	426,1	395,5	415,4	383,9
Capitalisation boursière	955,8	933,2	955,8	933,2
Taux de détention par les non-résidents	44,6	42,4	43,5	41,1

Source : Banque de France, DBDP

¹ « La balance des paiements et la position extérieure de la France », disponible sur le site de la Banque de France : <http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-economie-internationale/la-balance-des-paiements/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure-de-la-france.html>

Annexe 2

Calculs relatifs aux contributions des effets résultant de la variation de la composition du CAC 40, des prix et des flux

Les principales notations utilisées dans cette annexe sont les suivantes :

$S_i^{(0)}$	Stock d'actions du CAC 40 détenues par les non-résidents à la fin de l'année i, estimé à la valeur de marché de la fin de l'année j
$C_j^{(0)}$	Capitalisation boursière des actions du CAC 40 à la fin de l'année i, estimée à la valeur de marché de la fin de l'année j
$CS_i^{(0)}$	Effet du changement de la composition du CAC 40 au cours de l'année i sur le stock détenu par les non-résidents, à la valeur de marché de l'année j
$CC_i^{(0)}$	Effet du changement de la composition du CAC 40 au cours de l'année i sur la capitalisation boursière du CAC 40, à la valeur de marché de l'année j
$F_R^{(0)}$	Flux nets d'achat/vente au cours de l'année i par les résidents des actions du CAC 40, à la valeur de marché initiale de l'année j
$F_{NR}^{(0)}$	Flux nets d'achat/vente au cours de l'année i par les non-résidents des actions du CAC 40, à la valeur de marché initiale de l'année j

Articulation composition/flux/stocks/valorisation

(en milliards d'euros)

	Stock 2010	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des non-résidents en 2011	Stock 2011
	$S_{10}^{(10)}$	$+ CS_{11}^{(10)}$	$+ F_{NR,11}^{(10)}$	$= S_{11}^{(10)}$
Évolution du stock hors variation de prix en 2011	383,9	+ 6,3	+ 14,0	= 404,2
	$V_{S10}^{(10)}$	$V_{CS11}^{(10)}$	$V_{F_{NR,11}}^{(10)}$	= Somme 1 ^(v)
Variation des prix en 2011	- 69,5	- 0,1	0,0	= - 69,6
	$S_{10}^{(11)}$	$+ CS_{11}^{(11)}$	$+ F_{NR,11}^{(11)}$	$= S_{11}^{(11)}$
Évolution du stock avec les variations de prix en 2011	314,4	+ 6,2	+ 14,0	= 334,6

	Capitalisation 2010	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des résidents en 2011	Flux nets des non-résidents en 2011	Capitalisation 2011
	$C_{10}^{(10)}$	$+ CC_{11}^{(10)}$	$+ F_{R,11}^{(10)}$	$+ F_{NR,11}^{(10)}$	$= C_{11}^{(10)}$
Évolution de la capitalisation hors variation de prix en 2011	933,2	+ 1,3	- 6,4	+ 14,0	= 942,1
	$V_{C10}^{(10)}$	$V_{CC11}^{(10)}$	$V_{F_{R,11}}^{(10)}$	$V_{F_{NR,11}}^{(10)}$	= Somme 2 ^(v)
Variation des prix en 2011	- 173,1	+ 4,9	- 1,5	0,0	= - 169,8
	$C_{10}^{(11)}$	$+ CC_{11}^{(11)}$	$+ F_{R,11}^{(11)}$	$+ F_{NR,11}^{(11)}$	$= C_{11}^{(11)}$
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix en 2011	760,1	+ 6,2	- 7,9	+ 14,0	= 772,3

Mesure des effets de changement de composition de l'indice, de prix et de flux sur le taux de détention par les non-résidents

(taux en %)

Composition de l'indice	Prix	Flux des NR	Formule de calcul du taux de détention	Taux	
Composition constante	Prix courants	Avec flux des NR	$[S_{10}^{(11)} + F_{NR,11}^{(11)}] / [C_{10}^{(11)} + F_{R,11}^{(11)} + F_{NR,11}^{(11)}]$	42,8	T1
Composition modifiée	Prix constants	Avec flux des NR	$S_{11}^{(10)} / C_{11}^{(10)}$	42,9	T2
Composition modifiée	Prix courants	Hors flux des NR	$[S_{10}^{(11)} + CS_{11}^{(11)}] / [C_{10}^{(11)} + CC_{11}^{(11)} + F_{R,11}^{(11)}]$	42,3	T3
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux des NR	$S_{11}^{(11)} / C_{11}^{(11)}$	43,3	T4

Les effets du changement dans la composition de l'indice CAC 40 sur l'évolution du taux de détention sont évalués par différence entre T4 et T1, soit + 0,5 point.

Les effets de prix sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différence entre T4 et T2, soit + 0,4 point.

Les effets des flux des non-résidents sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différentiel entre T4 et T3, soit + 1,0 point.

Les effets de volume, liés aux émissions nettes hors flux des non-résidents, combinés avec les effets de structure, résultant des taux de détention initiaux, sont estimés par solde à + 0,3 point.

