



La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2017

À la fin de l'année 2017, les non-résidents détiennent 569 milliards d'euros d'actions des sociétés françaises du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 1 332 milliards d'euros, soit un taux de détention de 42,7%, en baisse pour la quatrième année consécutive.

Sur la base des cours de fin 2016, les non-résidents vendent pour 9,1 milliards d'euros d'actions du CAC 40 en 2017, tandis que les résidents y investissent à hauteur de 19,4 milliards d'euros.

Les investissements étrangers en actions et titres d'organismes de placements collectifs (OPC) français proviennent pour 44,6% de la zone euro, pour 32,8% des États-Unis, pour 7,7% du Royaume-Uni et seulement pour 14,9% du reste du monde.

Christophe GUETTE-KHITER
Direction de la Balance des paiements
Service des Titres

Codes JEL
F21, F23, F36,
G15, G34

42,7 %

le capital des sociétés françaises du CAC 40
détenu par des non-résidents

9,1 milliards d'euros

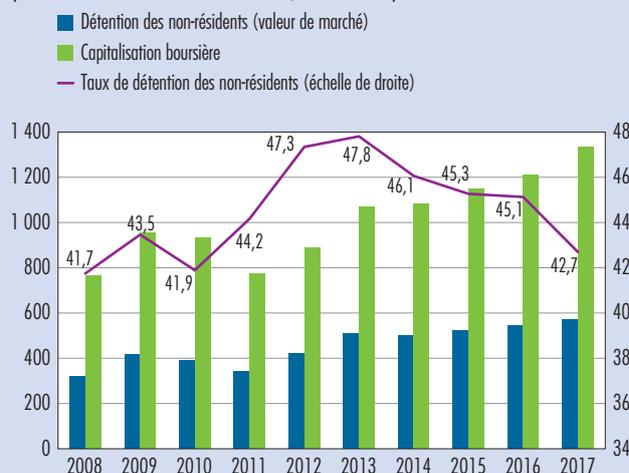
les ventes nettes d'actions françaises du CAC 40
par les non-résidents en 2017

29 %

des sociétés françaises du CAC 40
détenues majoritairement par des intérêts étrangers

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

(montants en milliards d'euros ; taux en %)



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.



1 La détention non résidente des actions françaises

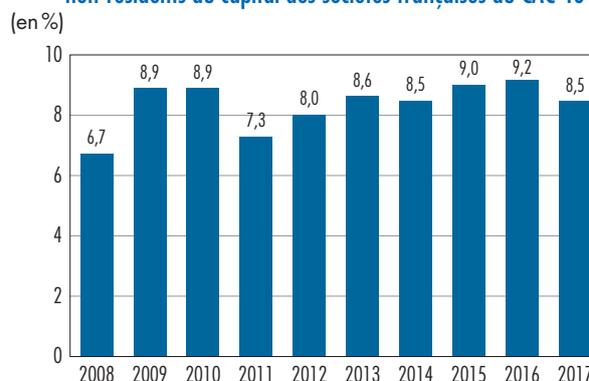
Baisse de la détention non résidente des actions cotées

Au 31 décembre 2017, la part des non-résidents dans l'actionnariat des 34 sociétés résidentes¹ du CAC 40 s'établit à 42,7%, en baisse de 2,4 points de pourcentage par rapport à l'année précédente (cf. graphique 1). Cette baisse poursuit le repli engagé en 2014.

La détention non résidente dans le CAC 40 se répartit entre les investissements de portefeuille², à hauteur de 91,5% et les investissements directs, à hauteur de 8,5%, la part de cette seconde modalité enregistrant une baisse de 0,7 point de pourcentage par rapport à 2016 (cf. graphique 2).

Après trois années de baisse consécutives, la détention des non-résidents dans les sociétés françaises cotées hors CAC 40 augmente de 0,6 point de pourcentage.

G2 Part des investissements directs dans la détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

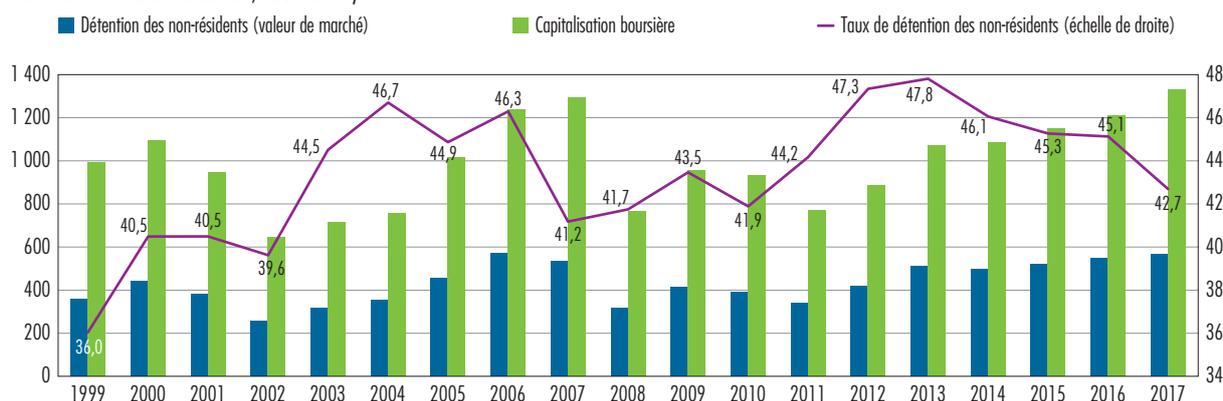


Source : Banque de France (balance des paiements).

Sur l'ensemble des actions françaises cotées, le taux de détention par les non-résidents diminue de 1,7 point de pourcentage en 2017, pour s'établir à 37,4% (cf. graphique 3)³.

G1 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

(montants en milliards d'euros ; taux en %)



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

1 Six sociétés du CAC 40 sont exclues du périmètre de cette étude car leur siège social est établi à l'étranger (ArcelorMittal, EADS, LafargeHolcim, Solvay, STMicroelectronics et Technip, cf. annexe 1 : Composition du CAC 40 en 2017). Les taux de détention des non-résidents sont calculés en fonction de la composition de l'indice et de la résidence des entreprises à la période de référence, et sont par conséquent affectés par leurs changements. L'impact de ces variations de périmètre est décrit dans la section 2 « Facteurs d'évolution ».

2 Sont désignées comme « investissements de portefeuille », les détentions individuelles représentant moins de 10% du total des actions d'une société. Au-delà de ce seuil, ces détentions sont traitées comme des « investissements directs » au sens de la balance des paiements. Une entreprise peut être majoritairement détenue par des non-résidents sans que ces détentions ne soient des investissements directs, dès lors que, prises individuellement, elles ne dépassent pas le seuil des 10%.

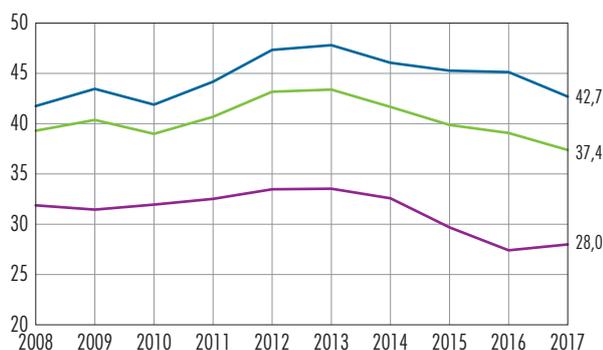
3 Calcul établi à partir de données agrégées de portefeuille. Les sources existantes ne permettent pas de déterminer si la variation est répartie sur l'ensemble des entreprises cotées ou concentrée sur certains secteurs.



G3 Évolution de la détention par les non-résidents des actions françaises cotées du CAC 40 et hors CAC 40

(en %)

- Taux de détention par les non-résidents des valeurs françaises du CAC 40
- Taux de détention par les non-résidents de l'ensemble des actions françaises cotées
- Taux de détention par les non-résidents des valeurs françaises cotées hors CAC 40



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Banque centrale européenne (*quarterly sector accounts, securities issues statistics*).

Moins de 30 % des sociétés françaises du CAC 40 sont détenues à plus de 50 % par des non-résidents

Au 31 décembre 2017, parmi les 34 sociétés françaises du CAC 40, seulement 10 sont détenues majoritairement par des non-résidents, soit une de moins par rapport à 2016 et neuf de moins par rapport à 2013 (cf. tableau 1) ⁴.

T1 Répartition des sociétés françaises du CAC 40 en fonction de la part du capital détenu par les non-résidents

Part du capital détenu par les non-résidents	Nombre de sociétés investies					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
0-25 %	2	2	2	1	1	1
25-50 %	17	15	16	21	23	23
Plus de 50 %	16	19	18	14	11	10
TOTAL	35	36	36	36	35	34

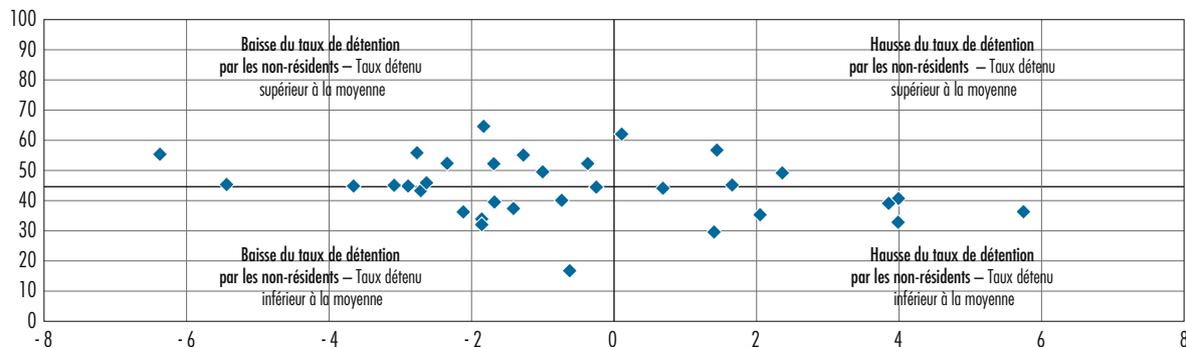
Source : Banque de France (balance des paiements).

Dans l'ensemble, les sociétés qui affichent les baisses les plus importantes du taux de détention par des non-résidents en 2017 étaient parmi les plus investies par ces derniers en 2016. À l'inverse, les hausses significatives concernent principalement les sociétés les moins investies par les non-résidents en 2016 (cf. graphique 4).

En moyenne, la part de la détention non résidente ⁵ est plus faible pour les actions dont les cours sont les plus volatils. Cette corrélation en coupe transversale se vérifie quasiment chaque année depuis 2008 et traduit la préférence des investisseurs étrangers pour les valeurs les plus stables, comme l'analyse économétrique le vérifie (cf. annexe 2).

G4 Évolution entre 2016 et 2017 du taux de détention non résident représenté en fonction du rapport à la moyenne à fin 2016

(en abscisse : évolution en points de pourcentage ; en ordonnée : taux en pourcentage)



Note : Moyenne pondérée par les encours du taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises appartenant au CAC 40 en 2016 et 2017, d'une valeur de 44,6 % à fin 2016.

Source : Banque de France (balance des paiements).

⁴ La différence entre la moyenne pondérée et la moyenne simple s'explique par les écarts de capitalisation boursière entre les sociétés du CAC 40.

⁵ Hors investissements directs.



Une baisse de la détention non résidente pour la plupart des secteurs d'activité

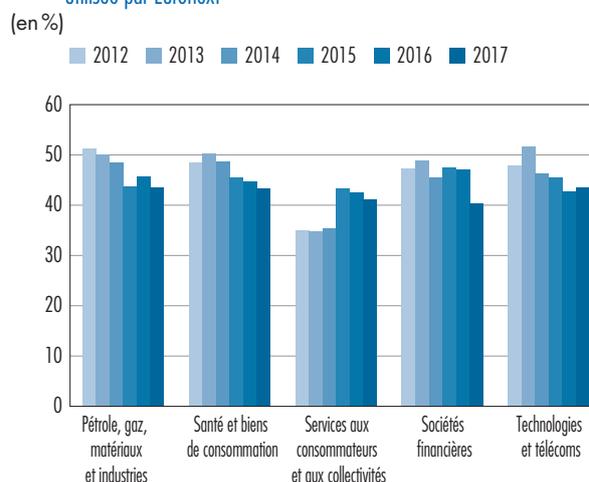
Seul le secteur « Technologies et télécoms » enregistre une hausse de sa part de détention non résidente en 2017. La plus forte baisse provient du secteur des « Sociétés financières » (cf. graphique 5).

La détention non résidente des actions cotées françaises est faible en comparaison des autres pays européens

Alors que le taux de détention par les non-résidents de l'ensemble des actions cotées s'établit à 37 % en France fin 2017 (pour 2 087 milliards d'euros de capitalisation), il est supérieur en Espagne et en Italie (50 %, pour respectivement 715 et 557 milliards d'euros de capitalisation) et plus nettement encore en Allemagne (55 % pour 1 934 milliards d'euros de capitalisation), au Royaume-Uni (63 % pour 2 218 milliards d'euros de capitalisation), en Belgique (68 % pour 390 milliards d'euros de capitalisation) et aux Pays-Bas (86 % pour 859 milliards d'euros de capitalisation). À la différence de la France, tous ces pays enregistrent une hausse du taux de détention par les non-résidents des actions cotées entre 2008 et 2017 (cf. graphique 6).

G5 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité

Selon la classification ICB (Industry Classification Benchmark) utilisée par Euronext

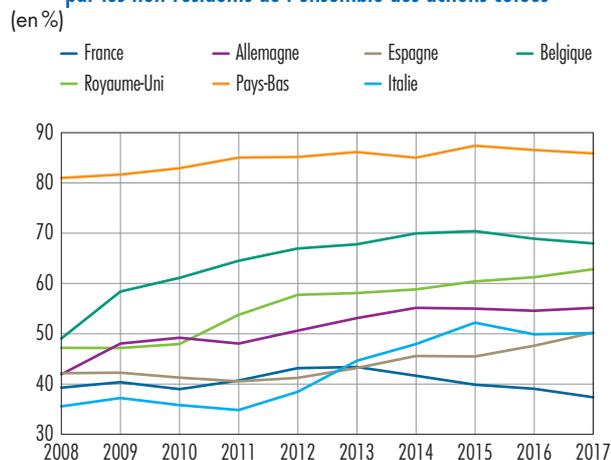


Source : Banque de France (balance des paiements).

2 Facteurs d'évolution : ventes nettes d'actions françaises du CAC 40 par les non-résidents

Sur la base des prix de décembre 2016, afin de neutraliser l'impact de la valorisation, les résidents sont acheteurs nets à hauteur de 19,4 milliards d'euros alors que les non-résidents sont vendeurs nets pour 9,1 milliards d'euros (cf. graphique 7).

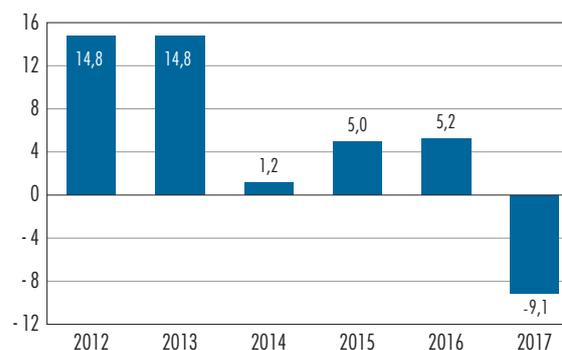
G6 Comparaison internationale du taux de détention par les non-résidents de l'ensemble des actions cotées



Source : Banque centrale européenne (quarterly sector accounts, securities issues statistics).

G7 Flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40

(en milliards d'euros, valorisés aux prix de début de période)



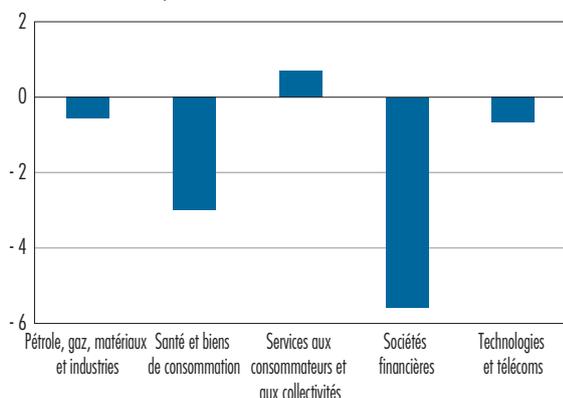
Source : Banque de France (balance des paiements).



G8 Répartition par secteur d'activité des acquisitions par les non-résidents d'actions françaises du CAC 40

Aux prix du 31 décembre 2016 (hors effet de valorisation) et selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (balance des paiements).

En particulier, les non-résidents vendent 5,6 milliards d'euros de titres dans le secteur des « Sociétés financières » et 3 milliards d'euros de titres dans le secteur « Santé et biens de consommation » (cf. graphique 8).

L'évolution des cours boursiers a un impact significatif sur le taux de détention non résidente du CAC 40 (-0,7 point de pourcentage).

Les changements de composition de l'indice, avec l'entrée d'Atos, la sortie de Klépierre et la fusion de Technip avec FMC Technologies basant son siège social à l'étranger, contribuent à abaisser ce taux de détention de 0,5 point de pourcentage.

3 Hausse de la part de la zone euro dans la détention non résidente des actions et titres d'OPC français

À fin 2017, 44,6 % des actions et parts d'OPC françaises détenues à l'étranger le sont au sein de la zone euro, 32,8 % aux États-Unis et 7,7 % au Royaume-Uni. De 2012 à 2017, la part de la zone euro dans la détention non résidente des actions et titres d'OPC français a augmenté de 3,6 points de pourcentage et celle des États-Unis a diminué de 1,4 point (cf. tableau 2).

L'enquête annuelle du Fonds monétaire international (FMI) « *Coordinated Portfolio Investment Survey – CPIS* ⁶ », à laquelle la Banque de France contribue, détaille la ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions cotées et les titres d'OPC français.

T2 Origine géographique des détenteurs non résidents d'actions et titres d'OPC français

(en %)

	Taux de détention en fin d'année					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{a)}
Zone euro, dont :	41,0	40,5	41,3	41,8	44,1	44,6
Luxembourg ^{b)}	11,9	12,4	12,6	13,3	13,4	13,6
Allemagne	7,8	7,6	7,5	7,8	7,8	7,8
Italie	6,2	6,4	6,8	6,2	7,1	7,2
États-Unis	34,2	34,4	33,4	33,3	33,3	32,8
Royaume-Uni	7,3	8,9	8,8	8,1	6,6	7,7
Norvège	4,0	3,6	3,5	2,9	2,9	2,3
Japon	2,8	2,3	2,9	3,0	2,7	2,6
Canada	3,0	2,9	2,7	2,7	2,6	2,6
Suisse	3,0	2,8	2,8	2,6	2,3	2,5
Autres ^{c)}	4,7	4,6	4,5	5,6	5,4	5,0

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents au 1^{er} semestre 2017, en raison des délais de collecte.

b) La part du Luxembourg inclut les titres détenus par les OPC luxembourgeois, dont les parts peuvent être détenues par des résidents étrangers, y compris la France.

c) Au sein de « Autres », les principaux pays sont l'Australie (0,93 %), la Suède (0,83 %), le Danemark (0,58 %) et la Chine (0,35 % pour la Chine continentale, 0,45 % en y intégrant Hong Kong et Macao).

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Fonds monétaire international (enquête CPIS).

⁶ L'enquête CPIS menée par le FMI fournit pour près de 80 pays leur position en investissements de portefeuille par type de titre (actions et OPC, titres de dette de court terme et de long terme) et par pays de contrepartie. Les données et explications relatives au CPIS sont disponibles sur le site du FMI : <http://data.imf.org/>



Annexe 1 Sources et méthodes

Composition du CAC 40 en 2017 et champ de l'étude

Pour qu'une société entre dans le champ de l'étude, elle doit appartenir au CAC 40 et le siège social de sa maison-mère doit être situé sur le territoire français. Parmi les deux entreprises intégrant le CAC 40 en 2017 (Atos et STMicroelectronics), seule Atos entre dans la liste des sociétés résidentes constituant

le CAC 40. À l'inverse, Klépierre et Technip sortent de cette liste car le premier ne fait plus partie du CAC 40 et le second a établi son siège social à l'étranger suite à sa fusion avec FMC Technologies. La sortie du CAC 40 de Nokia, domicilié à l'étranger, ne modifie pas le champ de l'étude par rapport à 2016. Le nombre de sociétés résidentes cotées dans le CAC 40 passe donc de 35 à fin 2016 à 34 à fin 2017.

Ta Liste des 34 sociétés résidentes constituant le CAC 40 au 31 décembre 2017

AccorHotels	Capgemini	Kering	Pernod Ricard	Sanofi	Valeo
Air Liquide	Carrefour	Legrand	Groupe PSA	Schneider Electric	Veolia
Atos	Crédit agricole	L'Oréal	Publicis Groupe	Société Générale	Vinci
Axa	Danone	LVMH	Renault	Sodexo	Vivendi
BNP Paribas	Engie	Michelin	Safran	Total	
Bouygues	Essilor International	Orange	Saint-Gobain	Unibail-Rodamco	

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

Source : Euronext.

Révision des données

La publication annuelle du rapport de la balance des paiements par la Banque de France¹ donne lieu à des révisions sur les avoirs et engagements français des trois dernières années. Les chiffres publiés dans cet article 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 capitalisation boursière, établies par Euronext, ne donnent pas lieu à révision.

¹ Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France 2017, disponible sur le site de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/statistiques/balance-des-paiements/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure/balance-des-paiements-et-la-position-exterieure-de-la-france-donnees-annuelles>. D'autres documents sur ce thème sont disponibles sur le site : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales.html>



Ainsi, la détention des non-résidents sur les actions du CAC 40 en 2016 est révisée à la hausse par rapport aux données publiées l'an passé, passant de 539,6 à 546,9 milliards d'euros, ce qui entraîne une hausse du taux de détention, de 44,5% à 45,1%.

Tb Révision des données 2015 et 2016

(en milliards d'euros et en %)

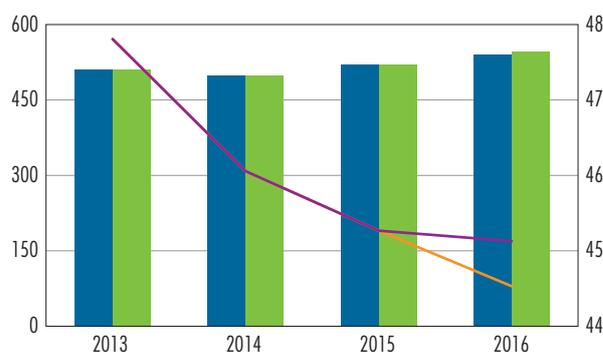
	Publication de 2017		Publication de 2018	
	2015	2016	2015	2016
Capital détenu par les non-résidents	520,5	539,6	520,5	546,9
Capitalisation boursière	1 149,9	1 211,8	1 149,9	1 211,8
Taux de détention par les non-résidents	45,3	44,5	45,3	45,1

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

Révision des données depuis 2013

(en milliards d'euros et en %)

- Capital détenu par les non-résidents (publication 2017)
- Capital détenu par les non-résidents (publication 2018)
- Taux de détention des non-résidents (publication 2017) (échelle de droite)
- Taux de détention des non-résidents (publication 2018) (échelle de droite)



Source : Banque de France (balance des paiements).



Annexe 2

Analyse économétrique de l'effet de la volatilité sur les investissements non résidents

La corrélation négative observée en coupe transversale entre détention non résidente et volatilité des cours suggère une préférence plus marquée des non-résidents pour les valeurs stables.

Pour vérifier cette interprétation, plusieurs modèles d'économétrie de panel sont estimés sur l'ensemble des actions françaises du CAC 40 « élargi »¹ observées tous les trimestres de 2008 à 2017.

Ces modèles expliquent les différences entre achats non résidents² et achats résidents (exprimées en pourcentage de la capitalisation) par la volatilité et l'évolution des cours au trimestre précédent, en contrôlant par le VIX³, l'entrée dans l'indice et la sortie de l'indice (cf. tableau).

Les résultats de ces estimations indiquent clairement un impact négatif de la volatilité sur les investissements non résidents. Toutes choses égales par ailleurs, les actions les plus volatiles pour un trimestre donné sont

relativement moins investies par les non-résidents au trimestre suivant.

Ils montrent également que les non-résidents privilégient les actions ayant connu une croissance plus forte de leur valeur au trimestre précédent. L'entrée et la sortie de l'indice semblent également avoir un impact sur les achats non résidents – positif pour l'entrée et négatif pour la sortie – mais cette estimation n'est pas significative pour l'ensemble des modèles.

Résultats de l'analyse économétrique

$$\text{Variable dépendante : } 100 \times \frac{F_{\text{IPNR}}(i,t) - F_{\text{R}}(i,t)}{K(i,t)}$$

Où i désigne un titre du CAC 40 « élargi », t un trimestre entre le T1 2008 et le T4 2017, F_{IPNR} le flux d'achat net par les non-résidents en investissements de portefeuille, F_{R} le flux d'achat net par les résidents et K la capitalisation totale.

Comparaison des modèles

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercepte			- 3,52*** (1,244)	- 2,74*** (0,092)	
Volatilité au trimestre précédent (log)	- 1,75** (0,729)	- 1,75** (0,843)	- 1,29*** (0,467)	- 1,04*** (0,029)	- 1,09*** (0,062)
Évolution du cours au trimestre précédent (log)	2,68** (1,177)	2,68** (1,276)	3,37*** (1,13)	2,5*** (0,104)	3,11*** (0,118)
Entrée dans le CAC 40	2,28 (1,958)	2,28 (1,722)	3,19 (2,165)	2,31*** (0,169)	2,17*** (0,19)
Sortie du CAC 40	- 1,17 (1,876)	- 1,17 (2,575)	0,68 (2,167)	- 2,32*** (0,167)	- 1,14*** (0,207)
VIX			0,05* (0,03)	0,03*** (0,004)	0,04*** (0,004)
R ²	0,008	0,008	0,014	0,014	0,032
Nombre d'observations	1 738	1 738	1 599	1 738	1 738

Notes :

Significativité : 1% « *** », 5% « ** » et 10% « * ».

Modèle (1) : Modèle à effets fixes à composantes individuelle et temporelle.

Modèle (2) : Modèle (1) avec correction de la variance des estimateurs pour la corrélation sérielle des erreurs idiosyncratiques (Newey-West).

Modèle (3) : Modèle à effets aléatoires à composantes individuelle et temporelle.

Modèle (4) : Moindres carrés généralisé avec covariance non restreinte dans la dimension longitudinale.

Modèle (5) : Moindres carrés généralisé avec effets fixes individuels et covariance non restreinte dans la dimension longitudinale.

1 En intégrant toutes les entreprises françaises ayant appartenu à l'indice depuis 2008.

2 Seuls les investissements de portefeuille sont considérés car les investissements directs représentant une participation stratégique à plus long terme obéissent vraisemblablement à une logique différente.

3 Le VIX est un indice reflétant les anticipations de volatilité sur le marché financier américain.



Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysses

Réalisation

Studio Création
Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

