

Groupe de travail du Cnis sur le Coût du capital

Compte rendu de la 2^{ème} réunion du 10 juillet 2014

Président : Olivier GARNIER (Chef Économiste du Groupe Société Générale)
Rapporteurs : Ronan MAHIEU (chef du Département des Comptes Nationaux, Insee)
Jean-Pierre VILLETTELLE (chef de l'Observatoire des entreprises, Banque de France)

Destinataires : les membres du groupe

Rappel de l'ordre du jour

1. Audition du Clersé, Centre lillois d'études et de recherches sociologiques et économiques : Propositions en vue de la construction d'un indicateur de surcoût du capital (Laurent Cordonnier, Clersé)
2. Estimation des intérêts et dividendes reçus et versés par les sociétés non financières (SNF) dans les Comptes nationaux : sources et méthodes (Ronan Mahieu, Insee).
Focus sur les relations avec le reste du monde (Dominique Nivat, Banque de France).

Liste des participants

Anne-Christèle CHAVY-MARTIN	Banque de France
Olivier CHEMLA	AFEP
Gérard DE LAVERNÉE	MEDEF
Denis DURAND	CGT
Olivier GARNIER	Société Générale
Edith GINGLINGER	Université Paris-Dauphine
Michel HUSSON	IRES
Anne-Juliette LECOURT	CFDT
Ronan MAHIEU	Insee
Jean-François OUVRARD	Rexecode
Philippe ROUSSEL	Cnis
Xavier TIMBEAU	OFCE
Jean-Pierre VILLETTELLE	Banque de France

Absents excusés

Julie BESTEL	CGPME
Serge BRU	CFTC
François MEUNIER	ALSIS Conseil
Hervé SAINT-SAUVEUR	CCI France
Olivier VIGNA	AMF

Personnes invitées ou auditionnées

Vincent BIAUSQUE	Insee
Laurent CORDONNIER	Clersé, Université Lille 1
Dominique NIVAT	Banque de France

1. Audition du CLERSÉ (Laurent Cordonnier, CLERSÉ - Université Lille 1)

Laurent Cordonnier (CLERSÉ, Université Lille 1) est co-auteur du rapport « *Le coût du capital et son surcoût : sens de la notion, mesure et évolution, conséquences économiques* » avec Thomas Dallery (TVES, Université du Littoral), Vincent Duwicquet (CLERSÉ, Université Lille 1), Jordan Melmiès (GREDÉG, Université de Nice/Sophia Antipolis), Franck Vandeveld (CLERSÉ, Université Lille 1). Les mêmes auteurs ont publié « *À la recherche du coût du capital* », dans La Revue de l'Ires, 2013/4 (n° 79, pages 111 à 136).

Ces travaux concernent le coût du capital financier et sont motivés par L. Cordonnier par l'intérêt théorique et empirique de la question des circonstances dans lesquelles ce coût devient un frein à l'investissement et à la croissance de l'économie. Ces circonstances apparaissent lorsque des raisons non économiques influent sur la formation du prix de capital et deviennent une source de surcoût du capital. Pour mesurer l'importance de ce phénomène, les auteurs proposent la construction d'un indice de surcoût du capital, calculé pour les sociétés non financières (SNF), sous la forme d'un ratio rapportant la part de la rente financière non justifiable par des raisons économiques à la valeur de la formation brute de capital fixe (FBCF) des SNF.

L'élaboration de cet indicateur nécessite quatre étapes :

1. mesurer le coût du capital productif, par la valeur de la FBCF des SNF (éventuellement corrigé de la consommation de capital fixe [CCF]) ;
2. mesurer le coût du capital financier, par la somme des intérêts et dividendes nets versés par les SNF, corrigés de l'inflation ;
3. isoler dans la mesure du coût du capital financier la part sans justification économique (surcoût du capital) ;
4. rapporter le surcoût du capital au coût du capital productif (FBCF en valeur).

L. Cordonnier estime que si les principes de cette démarche peuvent être considérés comme solides, les mesures statistiques que les auteurs ont proposées, associées à chaque concept, sont perfectibles.

En particulier, concernant la mesure de la justification économique du coût du capital financier, celle-ci, pour L. Cordonnier, trouve son sens dans la rémunération de l'épargne : assurer le prêteur contre le risque de défaut de l'emprunteur et couvrir le coût de gestion de la transformation financière. Les auteurs estiment que l'activité des institutions financières dans un environnement de taux bas – aux environs de 2 % en nominal, soit 1 % corrigé de l'inflation – est un bon indicateur du niveau de taux pouvant se justifier d'un point de vue économique : au-delà, le niveau de taux d'intérêt est une source de surcoût.

Avec ces conventions, les auteurs estiment le coût normal du capital à 20 % de la valeur de la FBCF, sur l'ensemble de la période 1961-2012. Le coût effectif du capital était de cet ordre de grandeur dans les années 60 et jusqu'au début des années 80. Il s'est progressivement élevé depuis cette date pour atteindre 40 % de la valeur de la FBCF, soit 20 points de surcoût depuis les années 90.

La discussion a porté en premier lieu sur la cohérence de la mesure de surcoût du capital proposée. Celle-ci rapporte un numérateur corrigé de l'inflation (intérêts et dividendes réels) alors que le dénominateur ne l'est pas (FBCF en valeur). Par ailleurs il s'agit d'une mesure qui rapporte le coût des investissements passés non remboursés aux flux d'investissement nouveaux : à l'extrême, dans une économie où les entreprises auraient emprunté par le passé pour investir et n'investiraient pas une année donnée, alors que la charge de leur dette passée n'est pas éteinte, le surcoût atteindrait l'infini avec la FBCF tombant à zéro.

Par ailleurs, l'assimilation faite dans cette mesure entre prêteurs et actionnaires a aussi été critiquée : l'actionnaire est celui qui porte le risque résiduel et sa présence permet de trouver des prêteurs qui, prenant dès lors moins de risques, acceptent une rémunération plus faible.

2. Estimation des dividendes dans les comptes nationaux

2.1 Estimation des intérêts et dividendes reçus et versés par les sociétés non financières (SNF) dans les Comptes nationaux : sources et méthodes (Ronan Mahieu, Insee)

Lors de la publication des données des comptes nationaux en base 2010 le 15 mai 2014, le montant des dividendes nets versés par les sociétés non financières (SNF) a fait l'objet d'une importante révision à la baisse pour l'année 2012, passant de 60 à 33 Mds €. Cette révision a deux origines différentes : d'une part, une baisse des dividendes nets versés par les SNF lors du « calage » des années de base 2009 et 2010 ; d'autre part, en 2011 et 2012, des révisions à la hausse des dividendes nets versés par le « reste du monde » ayant pour contrepartie une révision à la baisse des dividendes nets versés par les SNF.

Tout d'abord, lors du calage des années de base, les comptes nationaux ont exploité les données d'entreprises fournies par la source « É sane », ce qui n'avait pas pu être fait lors de la base précédente. La prise en compte de ces données conduisait spontanément à réviser en forte baisse, de l'ordre de 40 Mds €, le total des revenus de la propriété (dividendes, mais aussi intérêts, revenus des fonds communs de placement - FCP). Compte tenu des informations disponibles par ailleurs sur les autres agents (sociétés financières, administrations publiques), cela aurait conduit par solde à inscrire dans les comptes des dividendes nets versés par les ménages positifs. Cela aurait voulu dire que les ménages versent des dividendes, ce qui est évidemment absurde. Aussi a-t-il été décidé de prendre en compte le signe de la révision apporté par l'exploitation des comptes des SNF, mais pas son ampleur. Comme par ailleurs d'autres révisions affectant le revenu et la consommation des ménages poussaient à la hausse le taux d'épargne des ménages, la révision a été calibrée pour éviter une révision à la hausse du taux d'épargne des ménages dans la mesure où celui-ci atteignait des niveaux élevés, notamment en comparaisons internationales.

Il en résulte une diminution sur l'ensemble de la période 1949-2013 des dividendes nets versés par les SNF, mais limitée par rapport à ce que la source « entreprises » indiquait spontanément. Sur l'année de base 2009, la révision à la baisse des dividendes nets versés par les SNF s'élève ainsi à un peu moins de 15 Mds €. À titre de comparaison, le montant des dividendes nets versés par les SNF avait été révisé :

- entre la base 2000 et la base 2005, de +7 Mds € et +11 Mds € respectivement sur les années de base 2007 et 2008 ;
- entre la base 1995 et la base 2000, de -7 Mds € et -8 Mds € respectivement sur les années de base 1999 et 2000.

Par ailleurs, la Banque de France a apporté d'importantes révisions sur les dernières années aux données de la balance des paiements portant sur les dividendes nets versés par le « reste du monde » (cf. section 2.2). L'équilibrage comptable des dividendes implique un ajustement sur les SNF dans la mécanique actuelle des comptes.

Les deux révisions se sont cumulées en 2012. Le cumul des deux motifs entraîne à la fois une révision en baisse des dividendes versés par les SNF de 17,6 Mds € (- 8,7 %), et une révision en hausse des dividendes qu'elles reçoivent de 9,4 Mds € (+ 6,7 %), soit un impact global de 27 Mds €. Même si l'ampleur exacte des ces révisions peut être discutée, leur sens paraît, lui, fondé.

Les comptes nationaux sont conscients de longue date de la fragilité de la mesure des dividendes, mais la succession à dates rapprochées de deux changements de base n'a pas permis jusqu'à présent de mener les travaux nécessaires pour y remédier. Une piste envisagée consiste à tenter d'exploiter les déclarations d'impôt sur le revenu pour disposer d'une mesure directe des dividendes reçus par les ménages, ce que la suppression récente du prélèvement libératoire devrait désormais permettre. Par ailleurs, l'exploitation de la déclaration récapitulative des opérations sur valeurs mobilières et revenus de capitaux mobiliers (déclaration IFU ou 2561) pourrait apporter des éléments supplémentaires sur les dividendes versés par les entreprises. Un autre axe consistera à approfondir l'expertise sur la source É sane, notamment le partage, aujourd'hui imparfait, entre intérêts, dividendes et revenus d'organismes de placement collectif.

2.2 Les revenus d'investissements directs en balance des paiements (Dominique Nivat, Banque de France)

La balance des paiements de la Banque de France publie des estimations de revenus d'investissements directs à l'étranger (IDE), qu'il s'agisse des investissements directs français à l'étranger (IDFE, auquel cas un flux de revenu depuis le reste du monde est enregistré) ou bien des investissements directs étrangers en France (IDEF, auquel cas un flux de revenu vers le reste du monde est enregistré).

Qu'il s'agisse d'IDFE ou d'IDEF, la balance des paiements doit enregistrer à la fois :

- les flux effectifs de revenus (« dividendes d'IDE ») ;
- et les « bénéfices réinvestis d'IDE » : lorsqu'une filiale détenue via un ID dégage un bénéfice mais ne verse pas de dividendes à ses actionnaires, on rapatrie le résultat de la filiale vers sa maison-mère (à hauteur de sa participation, d'au minimum 10 % dans le cas d'un IDE) en lui imputant un revenu de la propriété. Symétriquement on impute une prise de participation dans la filiale à hauteur de ce revenu (les deux flux imputés s'annulent donc) pour traduire l'idée qu'en ne se faisant pas verser de dividendes, la maison-mère choisit en fait de réinvestir dans la filiale le bénéfice dégagé par celle-ci.

Empiriquement, on constate depuis le début des années 2000 une hausse très forte des revenus d'IDFE, beaucoup moins marquée pour les IDEF. La hausse concerne d'abord les dividendes, dont le montant net (reçu du reste du monde) est passé de moins de 10 Mds € sur la période 1999-2004 à plus de 30 Mds € en 2011 et 2012.

La balance des paiements note que les révisions des estimations de revenus d'IDE sont concentrées entre la 1^{ère} et la 2^{ème} année de publication, lorsque l'on substitue des données collectées auprès des entreprises sur les flux effectifs de dividendes à une pure estimation statistique de l'ensemble des revenus d'IDE fondée sur l'analyse des résultats des entreprises. À cette occasion, en particulier, le partage entre dividendes effectifs et bénéfices réinvestis est fortement revu et peut amener à inverser le diagnostic sur l'évolution des flux de dividendes. Ainsi, le rapport annuel 2011 de la balance des paiements publié en juin 2012 indiquait une nette baisse de 3,2 Mds € des dividendes nets d'IDE entre 2010 et 2011. Un an plus tard, le rapport annuel 2012 faisait état d'une hausse de 8,6 Mds € de ces dividendes nets d'IDE, toujours entre 2010 et 2011. C'est cette révision (au total de 11,8 Mds €) qui s'est reportée sur les dividendes nets versés par les SNF en comptabilité nationale en 2011 (cf. section 2.1).

Le fait que les révisions affectent beaucoup le partage entre dividendes et bénéfices réinvestis suggère qu'il serait probablement plus pertinent que les comptes nationaux ne reprennent que l'évolution globale des revenus d'IDE (dividendes plus bénéfices réinvestis) lors de la première publication : ceci serait de nature à limiter opérées d'une publication à l'autre sur l'évolution des dividendes nets reçus du reste du monde.

Il convient toutefois de noter que les révisions de la balance des paiements ne se limitent pas au partage entre dividendes d'IDE et bénéfices réinvestis : si l'on considère l'ensemble des revenus d'IDE (dividendes et bénéfices réinvestis), on constate que le rapport annuel 2012 publié en 2013 diagnostiquait une baisse de 4,1 Mds € du solde de ces revenus entre 2011 et 2012. Un an plus tard, le rapport annuel 2013 faisait état d'une hausse de 1,9 Mds € du solde de ces revenus, toujours entre 2011 et 2012. Soit une révision encore très substantielle de 6 Mds €.