

Groupe de travail du Cnis sur le Coût du capital

Compte rendu de la 3^{ème} réunion du 10 septembre 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. La rentabilité économique et financière des grands groupes cotés non financiers, de 1992 à 2010 (Renaud du Tertre, Université Paris Diderot)
2. L'évolution du coût du capital à partir des comptes de patrimoine : sources et méthodes (Xavier Timbeau, OFCE)
3. Autres points et validation du compte-rendu de la seconde réunion

Liste des participants

Julie BESTEL	CGPME
Anne-Christèle CHAVY-MARTIN	Banque de France
Olivier CHEMLA	AFEP
Gérard DE LAVERNÉE	MEDEF
Denis DURAND	CGT
Olivier GARNIER	Société Générale
Michel HUSSON	IRES
Anne-Juliette LECOURT	CFDT
Ronan MAHIEU	Insee
François MEUNIER	ALSIS Conseil
Jean-François OUVRARD	Rexecode
Philippe ROUSSEL	Cnis
Xavier TIMBEAU	OFCE
Olivier VIGNA	AMF
Jean-Pierre VILLETTELLE	Banque de France

Absents excusés

Serge BRU	CFTC
Edith GINGLINGER	Université Paris-Dauphine
Hervé SAINT-SAUVEUR	CCI France

Personnes invitées ou auditionnées

Vincent BIAUSQUE	Insee
Renaud DU TERTRE	Université Paris Diderot
Clément GUILLO	Insee
Mathieu PLANE	OFCE

1. Audition de Renaud du Tertre (Université Paris Diderot)

M. Renaud du Tertre (Université Paris Diderot) a présenté une analyse de la rentabilité économique et financière des grands groupes cotés non financiers du SBF 250, de 1992 à 2010. Il en résulte que ces groupes ont fait de l'endettement sur cette période une variable stratégique au service des actionnaires, aussi bien à court terme (versement de dividendes, défense de la valeur des titres) qu'à long terme (capacité d'autofinancement de l'investissement). La démonstration est articulée sur trois éléments : 1/ le redressement de la rentabilité économique de ces groupes, basé sur la hausse de leur taux de marge et le déploiement de leurs activités hors de France ; 2/ l'apparition d'un puissant effet de levier au milieu des années 1990, avec le redressement de leur rentabilité économique dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt ; 3/ la substitution de la distribution de dividendes à la charge d'intérêts, et la formation d'une capacité d'autofinancement, qui a permis une politique de distribution généreuse de dividendes sans compromettre la capacité d'investissement.

M. du Tertre a tout d'abord rappelé quelques faits stylisés concernant la financiarisation de l'économie nationale (dissociation entre taux de marge et taux d'investissement, sans dissociation entre taux de marge et capacité d'autofinancement, du fait de la substitution des dividendes versés aux intérêts; augmentation du taux d'autofinancement). Il a ensuite rappelé les concepts utilisés pour cerner le coût du capital.

Il montre comment ces groupes se sont tournés vers l'Amérique du Nord entre 1996-2000, mouvement qui a marqué le pas avec la crise internet. À partir de 2003, le mouvement d'internationalisation reprend, de façon privilégiée et intensive en Europe jusqu'en 2007, puis dans les pays émergents sur 2008-2010. Sur l'ensemble de la période 1996-2010, le taux de marge des grands groupes augmente de 5 points. Cette hausse du taux de marge, quant à elle, explique entièrement la hausse de la rentabilité économique.

Parallèlement, les taux d'intérêt baissent de façon marquée de 1992 à 1998, à la suite de quoi ils se maintiennent à un niveau très bas sur la période 1998-2010. Au début des années 1990, la baisse des taux accompagne la baisse de la rentabilité. À compter de 1996, la rentabilité économique se redresse et devient supérieure au taux d'intérêt, ce qui permet aux groupes du SBF 250 de jouer sur l'effet de levier. Le taux d'endettement se cale alors sur les cours boursiers, dans les différentes phases des cycles financiers 1996-2003 et 2004-2010, comme en tendance.

L'analyse des comptes de trésorerie distingue les opérations d'exploitation et d'investissement – tant interne qu'externe –, avec leur solde, le *free cash flow* d'une part, les opérations de financement avec leur solde, la capacité ou le besoin de financement d'autre part. Les opérations d'exploitation révèlent le poids croissant de l'amortissement dans l'autofinancement, les groupes assurant ainsi de plus en plus le financement des investissements de renouvellement, dans un souci de perspectives à long terme. Les opérations d'investissement mettent en évidence, selon les périodes, le choix entre croissance interne et croissance externe. Enfin, les opérations de financement montrent l'ampleur des besoins de financement entre 1996 et 2000, satisfaits pour l'essentiel par endettement. Puis, sur 2002-2004, les directions d'entreprise s'engagent dans un vaste programme de désendettement. Sur 2005-2008, le mouvement s'inverse avec la reprise de la croissance. À partir de 2008, le désendettement est massif, quelques groupes de secteurs particuliers continuant à s'endetter (automobile, bâtiment). En revanche, le versement de dividendes est de nature contra-cyclique : il se renforce dans les périodes de chute des cours boursiers, avec une tendance orientée à la hausse. L'endettement est donc utilisé comme variable d'ajustement au service des actionnaires.

2. Audition de Xavier Timbeau (OFCE)

M. Xavier Timbeau (OFCE) a présenté une analyse fondée sur l'utilisation des comptes de patrimoine et de variation de patrimoine de la comptabilité nationale. Cette analyse porte sur l'ensemble des sociétés non financières (SNF) hors entreprises individuelles. Toutes les tailles d'entreprises sont prises en compte, et pas seulement les grands groupes. Le cas échéant, l'activité des filiales étrangères des groupes n'est pas prise en compte ici.

M. Timbeau s'intéresse d'abord à la répartition de la valeur ajoutée brute entre salaires, impôts, intérêts, dividendes, investissements nets et consommation de capital fixe (amortissements). Les SNF apparaissent ainsi structurellement déficitaires, distribuant plus que leur valeur ajoutée.

Mais les détenteurs de titres font des gains en capital – tant effectifs que latents – qui ne sont pas pris en compte par la comptabilité nationale. Le propos est donc de les intégrer en les définissant comme la variation de l'actif net des SNF en actions, diminuée du flux d'actions nouvelles.

Les gains en capital constituent un flux non matérialisé qui peut alors être ajouté aux autres flux de revenus. La mesure proposée ici est une mesure instantanée, sujette aux fortes variations que peut provoquer la réévaluation brutale de la valeur des actifs. Il convient donc de la lisser sur plusieurs périodes afin de donner une évaluation robuste de la somme actualisée des flux futurs de revenus que l'on peut attendre de la détention des actifs.

Il faut également prendre en compte la variation de la valeur nette, ce poste servant à équilibrer le passif et l'actif des comptes de patrimoine. Il faut enfin corriger de la taxe inflationniste qui déprécie la valeur des actifs.

La prise en compte des gains en capital sur la période 1996-2002 apporte peu de choses à l'analyse des évolutions, ceux-ci étant quasi-nuls sur la période. En revanche, après 2002, les gains en capital deviennent très volatils. En 2004, de fortes pertes en capital ont lieu, puis des gains jusqu'en 2007. La crise des *subprimes* ouvre une nouvelle période de pertes en capital. Une fois pris en compte les gains en capital, aucune dérive haussière de la part des dividendes n'est observée.

Par ailleurs, à partir des données de la comptabilité nationale non retraitées, le taux de rendement nominal des actions du point de vue de l'actionnaire (profit net/valeur des actions) semble stable autour de 3-4 % depuis le début des années 2000. Mais, en intégrant les ajustements décrits plus hauts $[(\text{dividendes} + \text{gains en capital}) / (\text{actions} + \text{valeur nette résiduelle})]$, ce rendement nominal est à la fois beaucoup plus volatil et beaucoup plus élevé en moyenne puisqu'il est proche de 10 %.

Enfin, l'intégration de la valeur nette au calcul du levier d'endettement conduit au diagnostic d'une grande stabilité de l'effet de levier depuis le milieu des années 1990.

Au total, la prise en compte des gains en capital comme flux de revenus aide à comprendre la structure de la répartition des revenus et les motifs de la détention d'actifs.