

Flash Economie

5 janvier 2018 - 19

Les rachats d'actions devraient devenir une composante normale, structurelle, et inquiétante aussi du fonctionnement du capitalisme

Nous pensons que le fonctionnement du capitalisme contemporain dans les pays de l'OCDE conduit inévitablement à l'accroissement, à la généralisation des rachats d'actions :

- les actionnaires voulant une profitabilité et des rendements des fonds propres (ROE) élevés, ils parviennent à déformer le partage des revenus en faveur des profits et au détriment des salariés ;
- il finit par en résulter des cash-flows des entreprises supérieurs à leur besoin d'investissement malgré le niveau élevé d'investissement ;
- cet excès de cash-flow n'est pas investi, car le rendement du capital physique (le ROACE) est insuffisant ; il n'est pas utilisé pour accroître les dividendes avec le risque d'irréversibilité des hausses des dividendes ; son utilisation pour réduire l'endettement est limitée par le fait que la réduction du levier d'endettement réduirait le rendement des fonds propres ;
- l'excès de cash-flow est donc rendu aux actionnaires sous la forme de rachats d'actions, ce qui, réduisant les fonds propres des entreprises, accroît encore plus leur rendement (le ROE) par rapport au rendement du capital physique (le ROACE).

L'évolution inexorable du capitalisme conduit donc :

- à un rendement des fonds propres de plus en plus déconnecté du rendement du capital physique ;
- à une destruction permanente de la base de financement en actions des entreprises.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

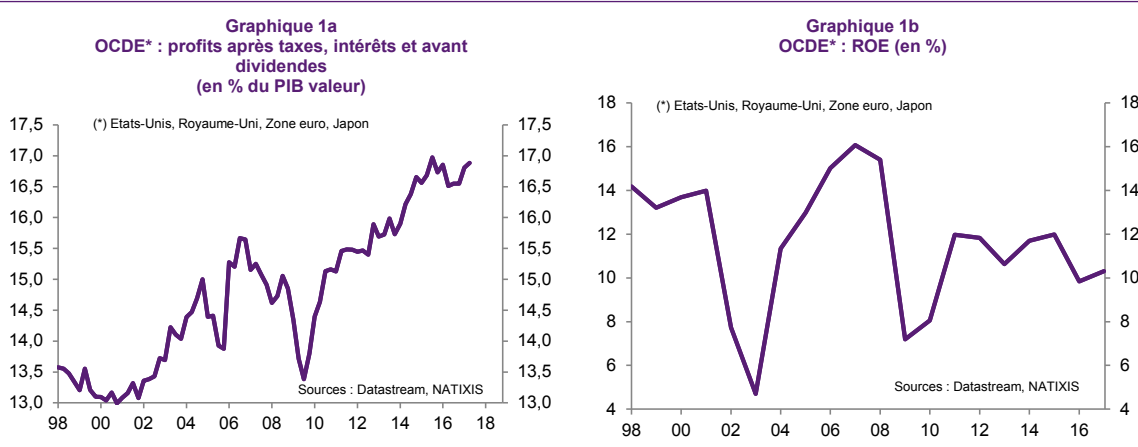
La logique implacable qui conduit aux rachats d'actions par les entreprises

Nous regardons l'ensemble de l'OCDE, constitué pour simplifier des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon.

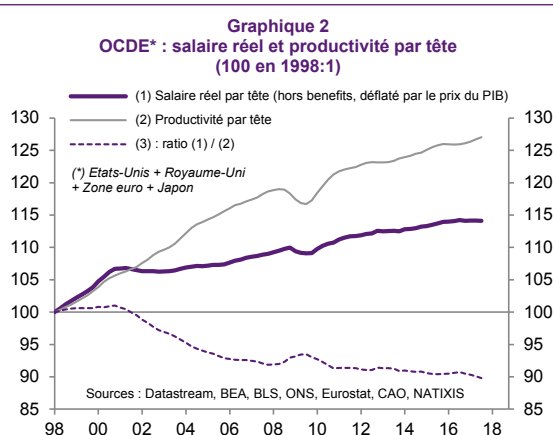
Les étapes de raisonnement qui conduisent inexorablement aux rachats d'actions sont les suivantes.

1- Etape 1 : désir de profitabilité élevée, de rentabilité élevée des fonds propres

Les actionnaires des entreprises des pays de l'OCDE souhaitent une **profitabilité élevée** (graphique 1a), une **rentabilité élevée des fonds propres** (graphique 1b).

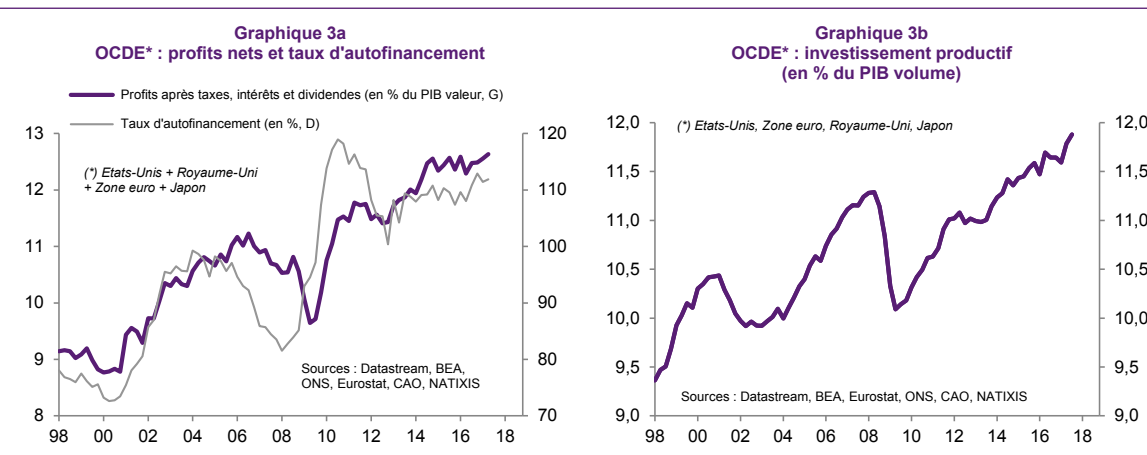


Ils l'obtiennent en réussissant à réduire le pouvoir de négociation des salariés et à **déformer le partage des revenus en faveur des profits et au détriment des salariés** (graphique 2).



2- Etape 2 : la hausse de la profitabilité des entreprises finit par entraîner des cash-flows supérieurs aux besoins d'investissement des entreprises

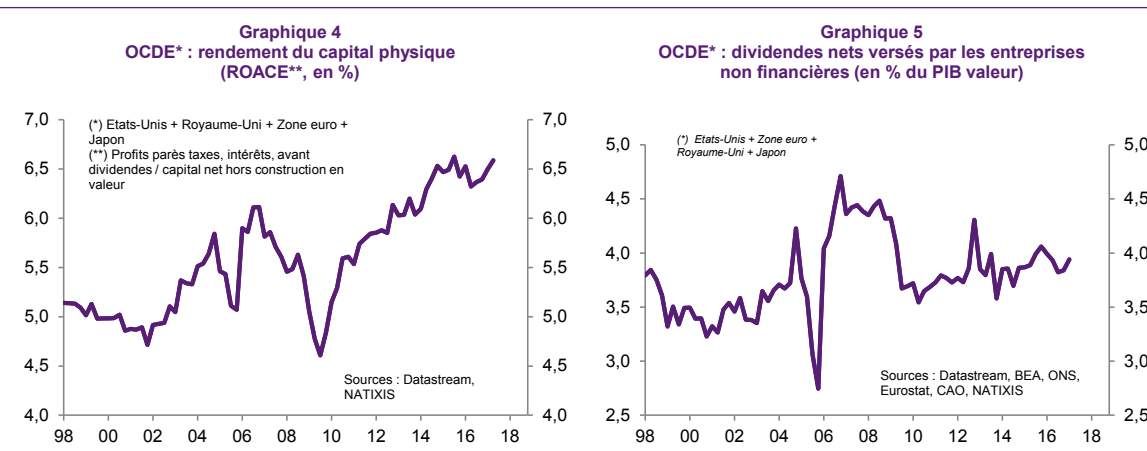
Le taux d'autofinancement (ratio des cash-flows aux investissements) des entreprises de l'OCDE finit par dépasser 100% (**graphique 3a**), malgré un niveau élevé de l'investissement (**graphique 3b**), grâce à la forte hausse des cash-flows (**graphique 3a**).



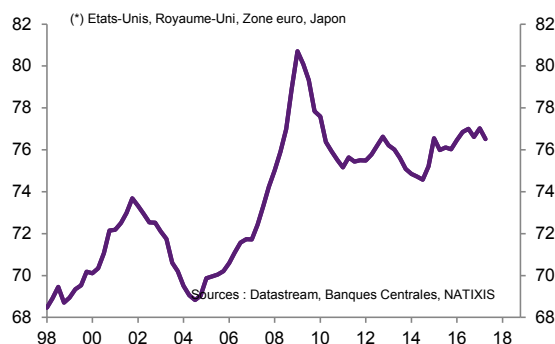
3- Etape 3 : les cash-flows ne sont pas utilisés pour investir davantage, distribuer davantage de dividendes ou réduire significativement le taux d'endettement

Ces cash-flows très importants des entreprises de l'OCDE :

- **ne sont pas utilisés pour investir davantage**, comme le montre le taux d'autofinancement supérieur à 100% (graphique 3a plus haut), ce qui vient **sans doute du niveau assez faible du rendement du capital physique** (graphique 4) ;
- **ne sont pas utilisés pour accroître les dividendes distribués** (graphique 5), en particulier en raison de la forte irréversibilité des hausses des dividendes ;
- **ne sont pas utilisés pour beaucoup réduire le taux d'endettement des entreprises** (graphique 6), parce que réduire le levier d'endettement réduirait le rendement des fonds propres (le ROE).

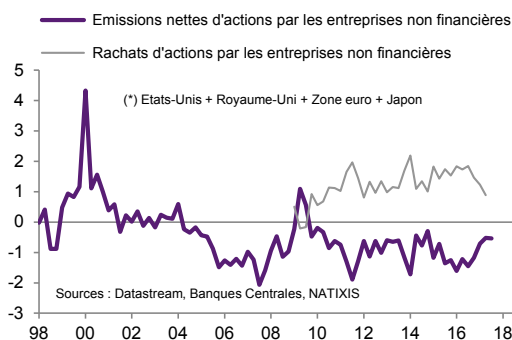


Graphique 6
OCDE* : dette des entreprises (en % du PIB valeur)

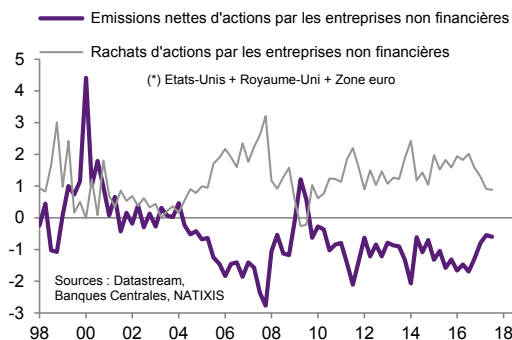


4- Etape 4 : si les cash flows dépassent le besoin d'investissement des entreprises, et si cela ne conduit ni à une hausse de l'investissement ni à une hausse des dividendes, ni à une baisse de l'endettement, il y a nécessairement rachats d'actions (graphiques 7a/b).

Graphique 7a
OCDE* : émissions nettes d'actions et rachats d'actions par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Graphique 7b
OCDE* : émissions nettes d'actions et rachats d'actions par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Synthèse : quelles conséquences des rachats d'actions ?

On vient de le voir, inexorablement le fonctionnement du capitalisme conduit aux rachats d'actions : la profitabilité désirée augmente, les cash-flows dépassent le besoin d'investissement, ils ne sont pas utilisés pour accroître l'investissement, les dividendes ou réduire significativement l'endettement.

Ceci a deux conséquences :

- la dissociation croissante entre le rendement des fonds propres (ROE) et le rendement du capital physique (ROACE), graphique 8 ;
- la destruction progressive de la base de financement en actions des entreprises.

Graphique 8
OCDE* : ROE et ROACE** (en %)

