

Flash Economie

17 mai 2018 - 544

Mais que font les entreprises de leur génération de cash flows?

Nous regardons les situations des Etats-Unis, de la zone euro, du Japon.

Dans ces pays, la génération de cash flows par les entreprises a considérablement augmenté depuis 20 ans. Deux questions se posent donc :

- les entreprises génèrent-elles trop de cash flows dont elles n'auraient pas l'usage ? Ne serait-il alors pas mieux que les salaires soient plus élevés ?
- qu'ont fait les entreprises des cash flows qu'elles ont généré ? La réponse à cette seconde question conditionne évidemment la réponse à la première question.

Les entreprises peuvent avoir :

- réduit leur endettement ;
- investi davantage ;
- rémunéré leurs actionnaires (en dividendes, en rachats d'actions) ;
- réalisé des acquisitions ;
- accumulé des réserves de cash.

On voit que l'usage essentiel de la génération supplémentaire de cash flows a été le financement d'acquisitions et l'accumulation de réserves de cash.

Il n'y a pas de hausse de l'investissement, et il y a réduction de l'endettement seulement au Japon.

Ceci incite à penser que la génération de cash flows a été utilisée assez inefficacement.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

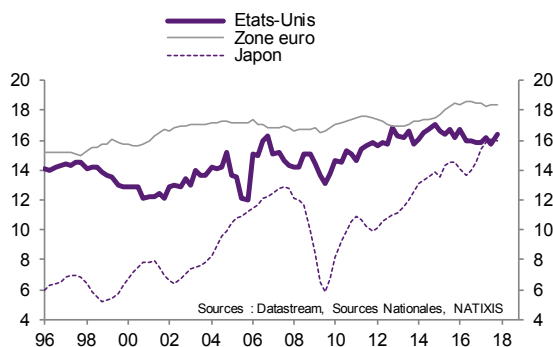
www.research.natixis.com

Génération croissante de cash flows par les entreprises

Nous regardons les entreprises non financières des Etats-Unis, de la zone euro, du Japon.

Le graphique 1 montre les cash flows générés par ces entreprises.

Graphique 1
Profits après impôts, intérêts et avant dividendes
(en % du PIB valeur)

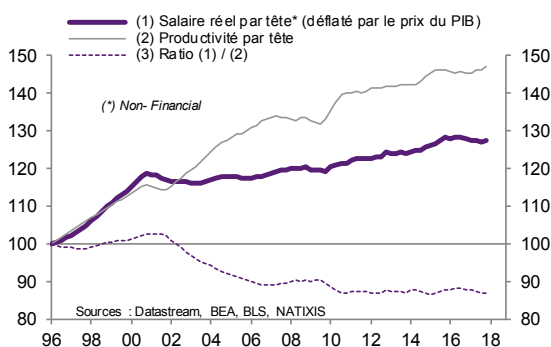


On voit la hausse forte des cash flows générés par les entreprises depuis le début des années 2000.

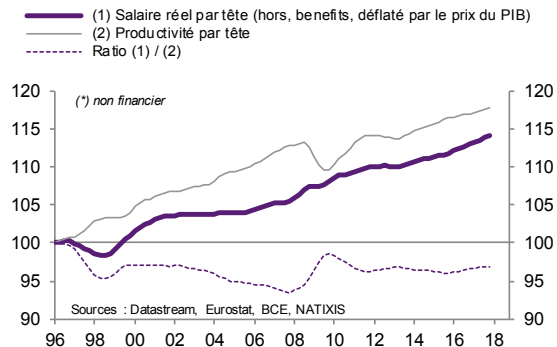
Nous nous demandons :

- si cette hausse des cash flows est utile, efficace ; n'aurait-il pas été mieux que les salaires progressent plus vite (graphiques 2 a/b/c) ? Les entreprises ont-elles l'usage de ces cash flows en forte hausse ?

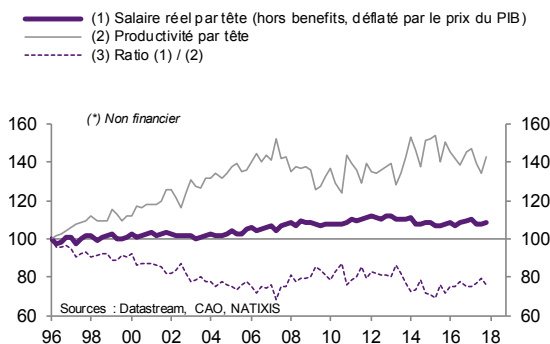
Graphique 2a
Etats-Unis : salaire réel par tête et productivité par tête (GA en %)



Graphique 2b
Zone euro : salaire réel par tête* et productivité par tête (100 en 1996:1)



Graphique 2c
Japon : salaire réel par tête* et productivité par tête
(100 en 1996:1)



- et, pour pouvoir répondre à la première question, quel a été l'usage fait par les entreprises de la hausse des cash flows ?

Quelle a été l'utilisation faite des cash flows des entreprises ?

Les entreprises peuvent avoir utilisé des cash flows en forte hausse :

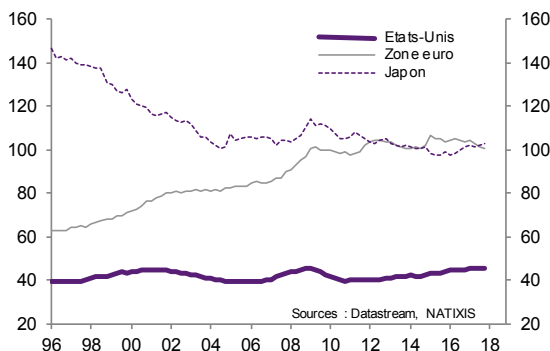
- pour réduire leur endettement ;
- pour investir davantage ;
- pour rémunérer les actionnaires ;
- pour financer des acquisitions ;
- pour accumuler des réserves de cash.

Qu'observe-t-on aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Japon ?

1- Endettement des entreprises

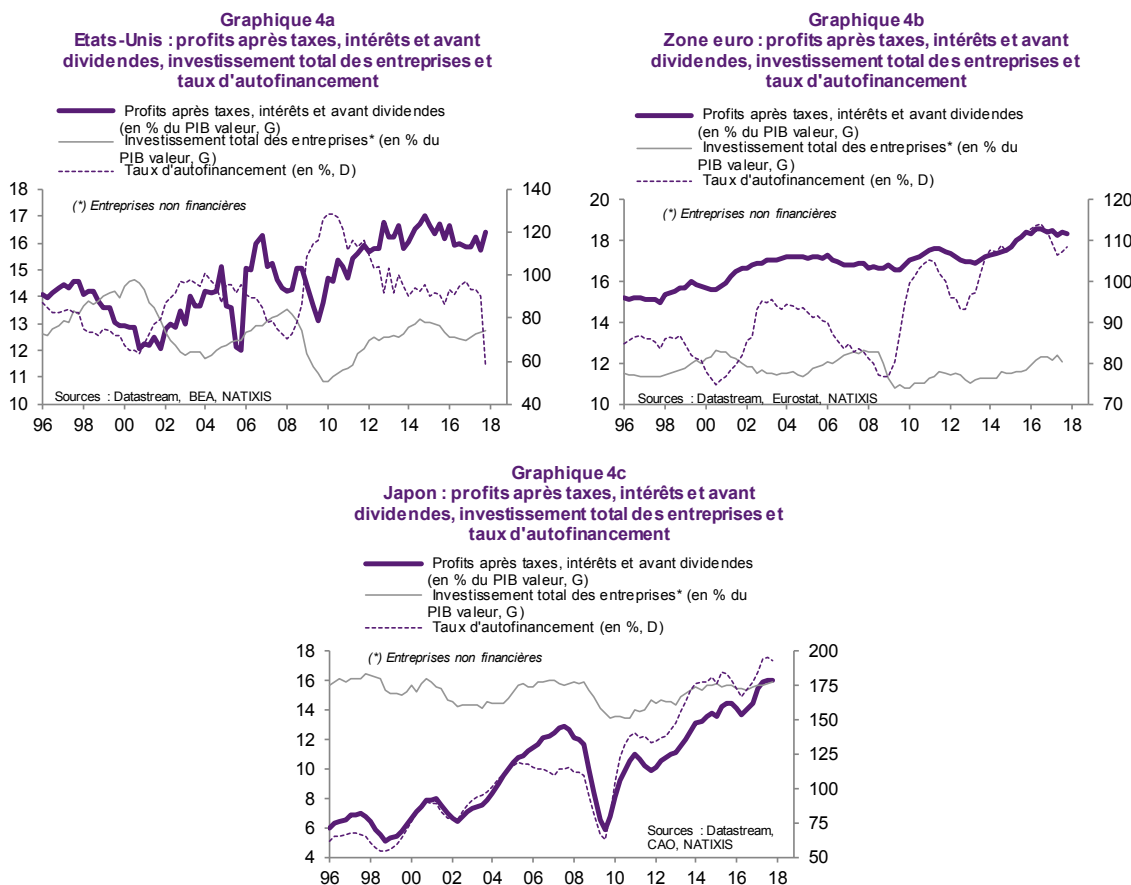
Le **graphique 3** montre le **désendettement des entreprises uniquement au Japon**.

Graphique 3
Dette des entreprises non financières
(en % du PIB valeur)



2- Investissement

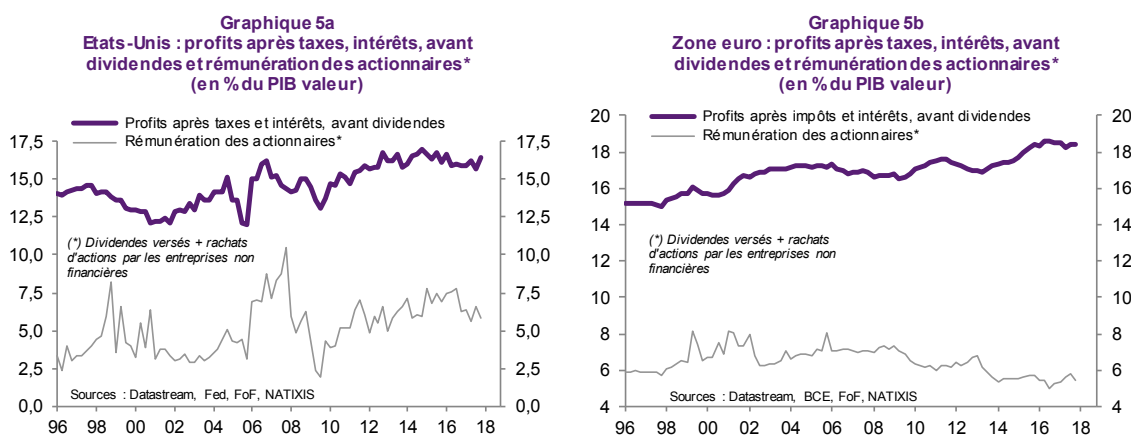
Les **graphiques 4 a/b/c** montrent que les taux d'autofinancement sont passés partout au-dessus de 100%, **donc que les cash flows n'ont pas essentiellement servi à investir davantage**. Dans le **graphique 4a**, la donnée du dernier trimestre 2017 reflète la réforme fiscale mais n'a pas de sens économique durable.



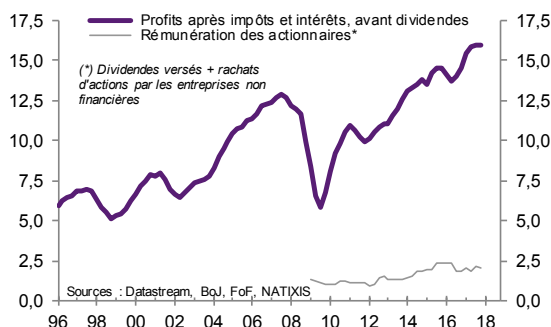
3- Rémunération des actionnaires

La rémunération des actionnaires est **la somme des dividendes et des rachats d'actions**.

Les **graphiques 5 a/b/c** montrent la **hausse de la rémunération des actionnaires seulement aux Etats-Unis**.



Graphique 5c
Japon : profits après taxes, intérêts, avant dividendes et rémunération des actionnaires* (en % du PIB valeur)

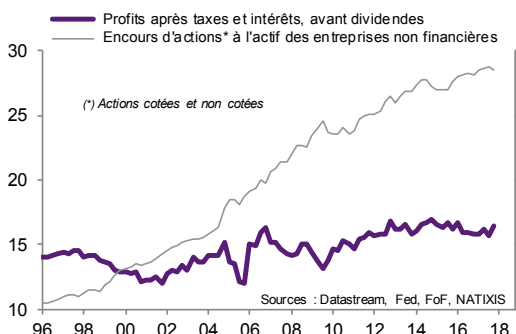


4- Financement d'acquisitions

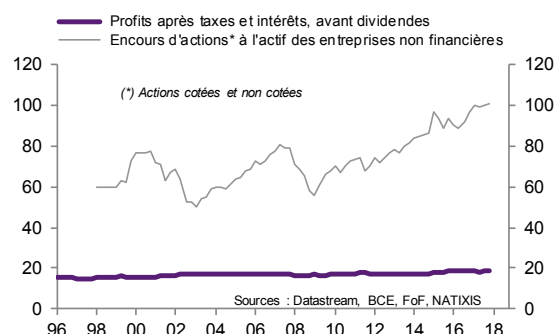
L'utilisation des cash flows pour financer des acquisitions se voit à la **hausse de l'encours d'actions (cotées et non cotées) détenues par les entreprises**.

Les graphiques 6 a/b/c montrent **cette hausse dans les trois pays**.

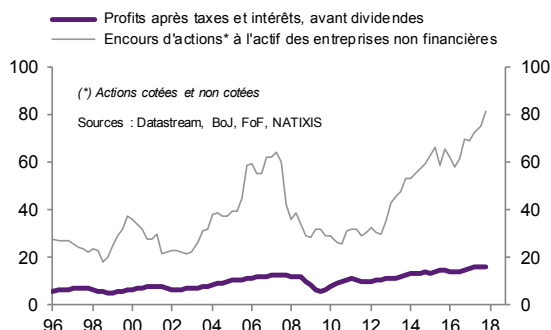
Graphique 6a
Etats-Unis : profits après taxes, intérêts, avant dividendes et encours d'actions* à l'actif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Zone euro : profits après taxes, intérêts, avant dividendes et encours d'actions* à l'actif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



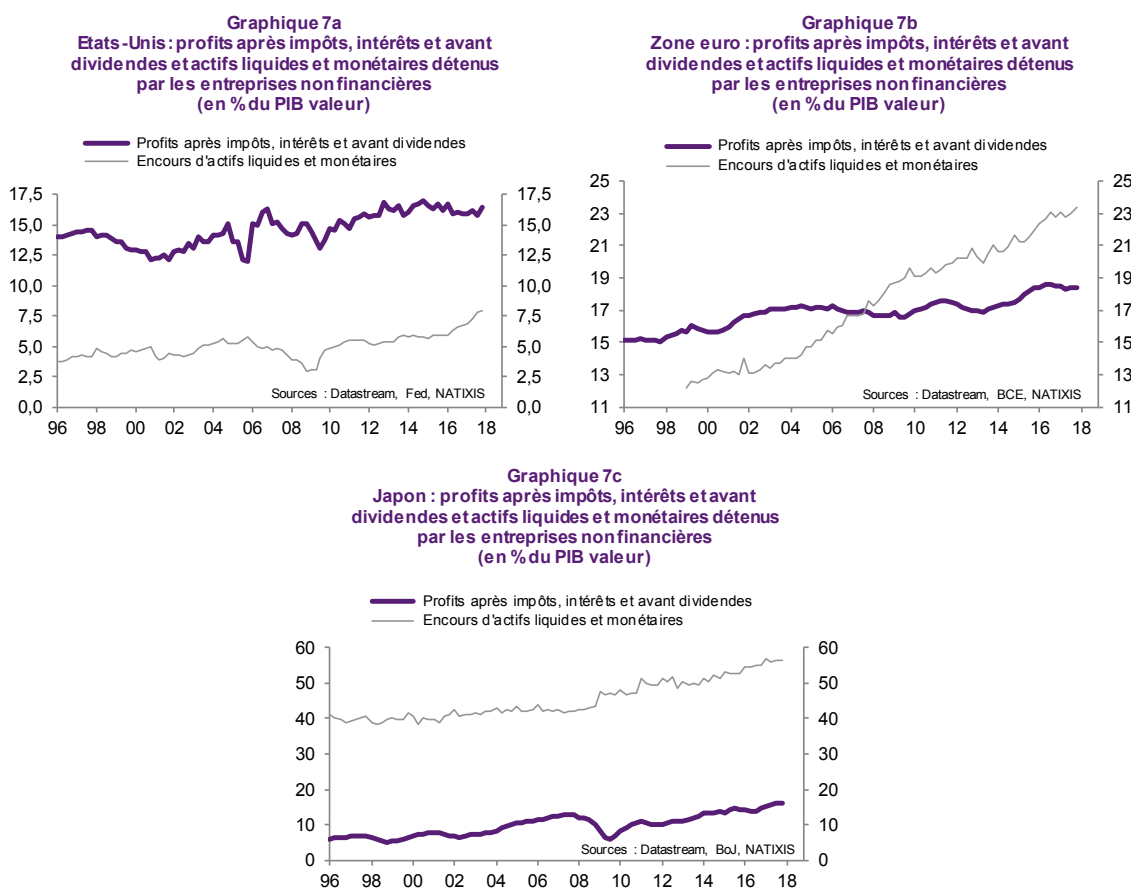
Graphique 6c
Japon : profits après taxes, intérêts, avant dividendes et encours d'actions* à l'actif des entreprises non financières (en % du PIB valeur)



5- Accumulation de réserves de cash

Les **graphiques 7 a/b/c** comparent la génération de cash flows par les entreprises non financières et leur détention d'actifs liquides et monétaires.

On voit une **hausse des réserves de cash des entreprises** associées à la hausse de leurs cash flows dans la **zone euro** et au **Japon**.



Synthèse : à quoi a servi la génération de cash flows pour les entreprises ?

Le **tableau 1** résume les résultats obtenus.

Tableau 1 : Utilisation de la génération de cash flows par les entreprises

Pays	Réduction de l'endettement	Hausse de l'investissement	Rémunération des actionnaires	Acquisitions	Accumulation de réserves de cash
Etats-Unis			X	X	
Zone euro				X	X
Japon	X			X	X

Source : Natixis

D'un point de vue nominatif, on préférerait que la génération de cash flows par les entreprises :

- soutienne l'investissement ;
- réduise l'endettement des entreprises s'il était initialement trop élevé ;
- n'accroisse pas excessivement la rémunération des actionnaires, les acquisitions ou les réserves de cash des entreprises.

Malheureusement, l'effet essentiel a été le financement d'acquisitions et l'accumulation de réserves de cash.