

## Entreprises : les comptes de la crise

Jean-Noël Vieille, *Alternatives économiques*, 11 décembre 2017

Dix ans de crise, commencée avec les crédits *subprime* américains en 2007 et poursuivie avec les dettes souveraines à partir de 2010, ont laissé des traces profondes dans les comptes des grandes entreprises européennes. C'est ce que montre l'analyse portant sur 91 d'entre elles, dont nous avons agrégé les comptes de résultat, bilans et tableaux de financement. Dans cet échantillon, on trouve les géants de l'industrie et des services des pays membres de la zone euro. Principalement français, allemands, italiens, espagnols, hollandais ou belges, ils opèrent dans des secteurs aussi divers que l'automobile (Fiat, Renault...), les produits de grande consommation (Danone, Unilever, L'Oréal...), les télécoms (Orange, Telecom Italia), les services informatiques (SAP, Capgemini), l'énergie (Eni, RWE, Iberdrola...) ou encore la grande distribution (Ahold, Carrefour, Metro...). En 2016, l'ensemble de ces groupes réalisait un chiffre d'affaires cumulé de 2 716 milliards d'euros et dégagait 119 milliards d'euros de profits, tout en employant 8,6 millions de personnes.

### *Chiffre d'affaires : une croissance plus faible*

Entre 2007 et 2016, le chiffre d'affaires de notre échantillon a crû en moyenne de 2,2 % par an. Une croissance faible, si on la compare à celle de 6 % observée sur un échantillon comparable sur la période 1986-2006. Ce résultat s'explique par le ralentissement de la demande en Europe, mais aussi par la baisse du prix des matières premières, qui a joué un rôle déflationniste en faisant baisser les prix de vente. Et encore, pour refléter réellement l'évolution de l'activité de ces groupes, ce chiffre brut devrait être corrigé des mouvements de fusions et d'acquisitions : en modifiant le périmètre de ces groupes, ces fusions ont en effet influé sur leur chiffre d'affaires. En 2016, celui-ci restait en tout cas toujours inférieur au point haut atteint en 2012.

### Stratégie : des entreprises en mode fusions

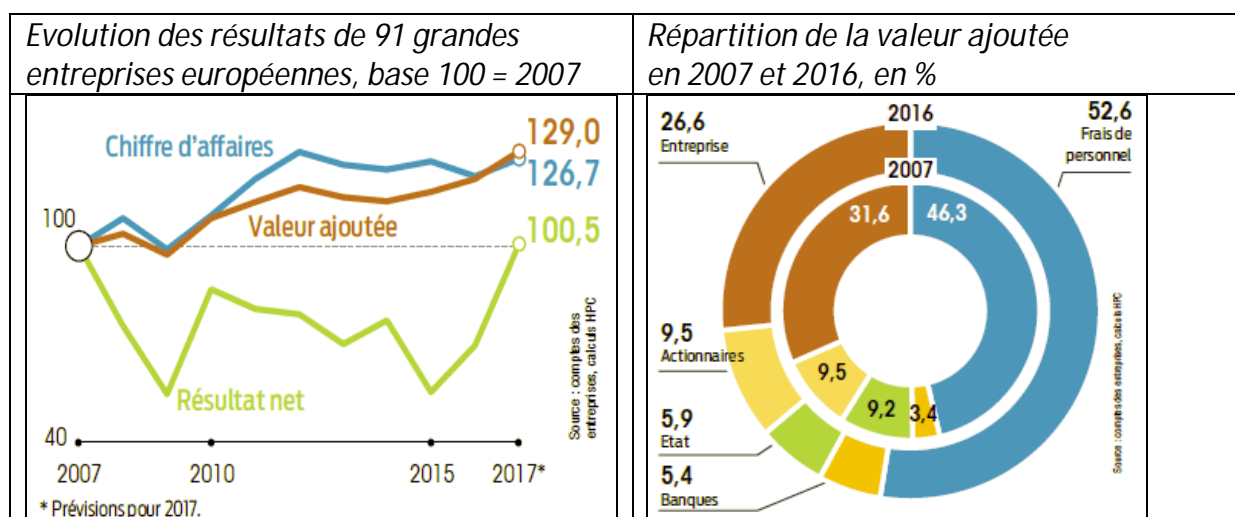
Environ un tiers des groupes européens étudiés ont mené d'importantes opérations de fusion au début de la crise financière. Ils ont ainsi voulu profiter de prix des actions alors jugés attractifs. Fin 2007, l'énergéticien italien Enel et le groupe de BTP espagnol Acciona ont par exemple lancé une OPA de 42,5 milliards d'euros sur Endesa, numéro un espagnol de l'électricité. En 2008, le belgo-brésilien InBev est devenu le premier brasseur mondial avec l'acquisition de l'américain Anheuser-Busch pour la somme astronomique de 52 milliards d'euros, une stratégie complétée depuis par le rachat du mexicain Modelo et de l'anglais SABMiller.

Globalement, les groupes étudiés avaient ainsi dépensé 147 milliards d'euros en 2007 et 139 milliards en 2008. Soit près de 20 % de la valeur ajoutée créée ces années-là, quasiment autant que pour leurs investissements industriels classiques. Plus récemment, l'industrie européenne a encore connu des fusions importantes entre Fiat et Chrysler, Ahold et Delhaize, Lafarge et Holcim, Publicis et Sapient, Nokia et Alcatel, pour ne citer que les principales.

A l'inverse, quelques groupes ont plutôt opéré des cessions, tel Carrefour qui a vendu sa filiale *discount* Dia et quitté certains pays comme la Corée du Sud. Le géant de l'hôtellerie Accor s'est quant à lui séparé d'Edenred (Ticket Restaurant), tandis que Vivendi a vendu ses filiales Maroc Telecom et SFR.

Environ un tiers des groupes européens étudiés ont mené d'importantes opérations de fusion au début de la crise financière. Ils ont ainsi voulu profiter de prix des actions alors jugés attractifs. Fin 2007, l'énergéticien italien Enel et le groupe de BTP espagnol Acciona ont par exemple lancé une OPA de 42,5 milliards d'euros sur Endesa, numéro un espagnol de l'électricité. En 2008, le belge-brésilien InBev est devenu le premier brasseur mondial avec l'acquisition de l'américain Anheuser-Busch pour la somme astronomique de 52 milliards d'euros, une stratégie complétée depuis par le rachat du mexicain Modelo et de l'anglais SABMiller.

Globalement, les groupes étudiés avaient ainsi dépensé 147 milliards d'euros en 2007 et 139 milliards en 2008. Soit près de 20 % de la valeur ajoutée créée ces années-là, quasiment autant que pour leurs investissements industriels classiques. Plus récemment, l'industrie européenne a encore connu des fusions importantes entre Fiat et Chrysler, Ahold et Delhaize, Lafarge et Holcim, Publicis et Sapient, Nokia et Alcatel, pour ne citer que les principales. A l'inverse, quelques groupes ont plutôt opéré des cessions, tel Carrefour qui a vendu sa filiale *discount* Dia et quitté certains pays comme la Corée du Sud. Le géant de l'hôtellerie Accor s'est quant à lui séparé d'Edenred (Ticket Restaurant), tandis que Vivendi a vendu ses filiales Maroc Telecom et SFR.



La valeur ajoutée est cependant un meilleur indicateur que le chiffre d'affaires pour évaluer la richesse supplémentaire que ces groupes ont créée. Celle-ci résulte de la combinaison des deux facteurs de production que sont le travail et le capital. La croissance moyenne de la valeur ajoutée a été légèrement inférieure sur la période à celle du chiffre d'affaires (+ 2,1 %, contre + 2,2 %). En conséquence, le taux de valeur ajoutée, qui mesure le poids de celle-ci dans le chiffre d'affaires, a un peu reculé, passant de 33,2 % en 2007 à 32,9 % en 2016. Ce taux varie fortement d'un secteur à un autre selon le niveau d'intégration des entreprises (le recours à la sous-traitance fait en effet baisser le taux de valeur ajoutée). Ce taux est ainsi sans surprise particulièrement faible dans la grande distribution (18 %), tandis qu'il atteint des records dans des activités comme la publicité ou les services informatiques (75 %). Comment expliquer ce léger fléchissement de la valeur ajoutée ? L'endettement trop élevé des entreprises lors du déclenchement de la crise a pu les pousser à réduire le capital que leur activité immobilisait en accroissant le recours à la sous-traitance, en vendant une partie de leur outil de production ou encore en procédant à des cessions immobilières.

### *Les salaires contre l'emploi*

La valeur ajoutée dégagée par une entreprise est affectée à la rémunération du travail (salaires et cotisations sociales) et à celle du capital (excédent brut d'exploitation). Les profits vont en effet servir à financer les investissements de l'entreprise et à rétribuer les autres agents qui contribuent à la création de la valeur ajoutée que sont les banques (au travers des frais financiers), l'Etat (via l'impôt) et les actionnaires par le versement des dividendes.

Entre 2007 et 2016, le poids des frais de personnel dans la valeur ajoutée des entreprises de notre échantillon a progressé sensiblement, passant de 46,3 % à 52,6 %. Face à la contraction de cette valeur ajoutée au début de la crise, les grandes entreprises n'ont en effet pas réduit leurs effectifs dans les mêmes proportions. Le retour de la croissance, la modération salariale et la maîtrise des effectifs devraient se conjuguer pour faire baisser de nouveau cette part au cours des prochaines années.

Plus que les salaires, c'est l'emploi qui est le grand perdant de cette décennie

En 2016, les entreprises étudiées employaient 8,6 millions de personnes, contre 7,9 millions neuf ans plus tôt. Soit une hausse annuelle moyenne des effectifs de 0,9 %, alors que les frais de personnel ont connu une croissance de 3,5 % par an. Dans ces groupes, c'est donc surtout la hausse des salaires qui explique l'augmentation des coûts de personnel au cours de cette décennie, et non la croissance de l'emploi. Probablement un effet de l'accélération des hausses de salaires dans les pays émergents.

Le poids des frais financiers a eu lui aussi tendance à progresser, passant de 3,4 % à 5,3 % de la valeur ajoutée. Cette hausse s'explique par l'accroissement de l'endettement des groupes étudiés, qui est passé de 464 milliards d'euros en 2007 à 575 milliards d'euros en 2016. Soit une hausse de 24 %, quand la valeur ajoutée ne progressait que de 20 %. Un endettement supplémentaire, facilité notamment par des taux d'intérêt faibles, qui a surtout servi aux entreprises, en particulier françaises, à financer leurs acquisitions d'autres entreprises ou le rachat de leurs propres actions. La faible croissance du chiffre d'affaires de ces groupes sur l'ensemble de la période montre en tout cas que cet endettement supplémentaire a peu servi à accroître leur activité réelle.

*A contrario*, le poids des impôts a fortement baissé dans la valeur ajoutée de ces entreprises, en raison principalement d'une moindre profitabilité : de 172 milliards d'euros en 2007, le résultat net cumulé des entreprises étudiées est en effet tombé à 94 milliards en 2009, pour remonter à 119 milliards en 2016, soit une baisse moyenne de 4 % par an. Ces entreprises restent donc encore loin d'avoir retrouvé leur niveau de profits d'avant la crise. Mais le recul des impôts dans la valeur ajoutée s'explique aussi par une moindre taxation des entreprises : alors que les impôts pesaient 33 % de leur résultat courant à la fin des années 2000, ils n'en représentaient plus que 28 % en 2016.

### *Les actionnaires cajolés*

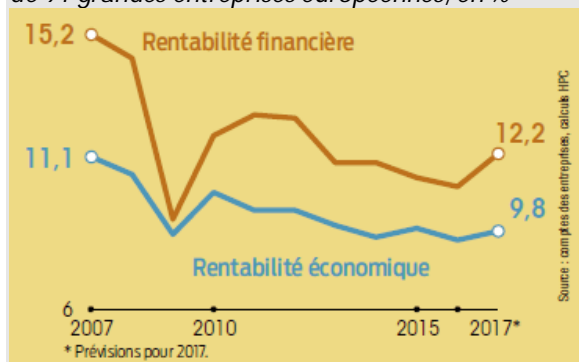
En toute logique, la baisse des profits des entreprises aurait dû entraîner celle de la rémunération des actionnaires. Il n'en a rien été : cette dernière est restée stable en proportion de la valeur ajoutée. En conséquence, alors que les dividendes versés représentaient en 2007 la moitié des résultats de l'exercice précédent, ils atteignaient près de 90 % des bénéfices en 2016 ! Les entreprises européennes ont eu pour stratégie de maintenir le niveau des dividendes versés afin de garder la confiance de leurs actionnaires.

## La rentabilité sous pression

Pour apprécier la rentabilité d'une entreprise, il faut distinguer sa rentabilité économique de sa rentabilité financière. La première mesure sa capacité à générer de la richesse à partir de son outil de production. Elle se calcule en rapportant son résultat d'exploitation après impôt à la somme des capitaux qu'il faut mobiliser pour la faire fonctionner, c'est-à-dire l'ensemble de ses immobilisations nettes et son besoin en fonds de roulement.

La rentabilité financière mesure, quant à elle, la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de profits : elle s'obtient en divisant le résultat net par les fonds propres de l'entreprise. Elle doit en règle générale être plus élevée que la rentabilité économique.

*Evolution des rentabilités économique et financière de 91 grandes entreprises européennes, en %*



En 2007, les entreprises de notre échantillon affichaient une rentabilité économique élevée, de 11 %, ainsi qu'une rentabilité financière atteignant la norme, souvent recherchée par les investisseurs, de 15 %. L'effet de la crise a ensuite fait dévisser la rentabilité économique jusqu'en 2016. De quoi expliquer la tendance des entreprises à réduire leurs investissements, le retour sur investissement étant plus faible. La rentabilité financière a également fortement baissé, pour atteindre 10 % seulement en 2016. Elle devrait cependant se redresser cette année.

Une fois tous ces flux déduits, reste ce qui est disponible pour le financement des investissements de l'entreprise, ce qu'on appelle son autofinancement. Ce poste est passé de 32 % de la valeur ajoutée en 2007 à 27 % en 2016. Si ce surplus a été suffisant durant cette période pour permettre aux entreprises de couvrir leurs investissements industriels classiques, il n'a pas permis à lui seul de financer leurs opérations de croissance externe. Il leur a donc fallu trouver d'autres sources de financement. Pour cela, les groupes ont d'abord réduit leur trésorerie (le *cash* qu'elles conservaient à disposition), mais aussi procédé à des cessions d'actifs et, enfin, augmenté leur endettement.

En conclusion, le ralentissement économique des dix dernières années a donc beaucoup freiné la croissance et pénalisé la rentabilité des entreprises européennes dans l'ensemble des secteurs. Ce qui a notamment entraîné une faible hausse de l'emploi dans ces entreprises. Mais celles-ci ont aussi souvent privilégié le maintien de dividendes élevés versés à leurs actionnaires au détriment de l'investissement et de l'emploi.

Les perspectives de croissance apparaissent désormais meilleures en Europe. Mais la véritable sortie de crise sur le Vieux Continent dépendra aussi pour une bonne part du fait que ces grands groupes européens se décident enfin à effectuer des choix de gestion qui soient moins frileux et plus tournés vers l'investissement productif et l'innovation.