

## Flash Economie

30 avril 2020 - 527

### Comprend-on l'évolution du rendement des fonds propres (du ROE) ?

Nous partons de l'écart entre le rendement des fonds propres (le ROE) des entreprises et les taux d'intérêt à long terme sans risque, qui a considérablement augmenté depuis 30 ans pour les pays de l'OCDE. Nous nous intéressons aux explications possibles de cette ouverture de l'excès de rendement des fonds propres :

- l'inertie, face à la forte baisse des taux d'intérêt à long terme sans risque ;
- la hausse effective du risque d'entreprise ou de l'aversion pour le risque ;
- la hausse de l'exigence de rentabilité du capital, corrigée du risque.

Nous voyons que ces trois explications sont probablement pertinentes.

L'« anomalie du ROE » rend plus difficiles à imaginer un partage plus équitable des revenus, des relocalisations, des investissements ayant des horizons de long terme, l'arrêt des rachats d'actions...

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

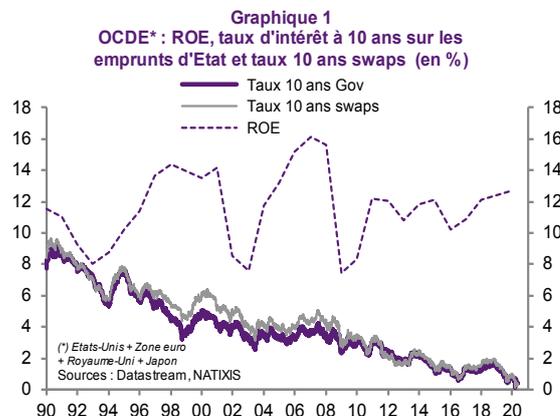
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

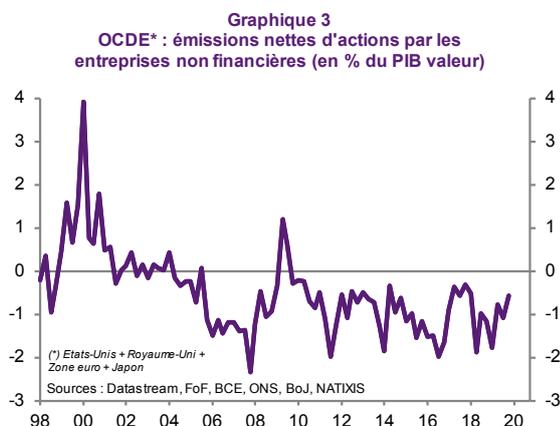
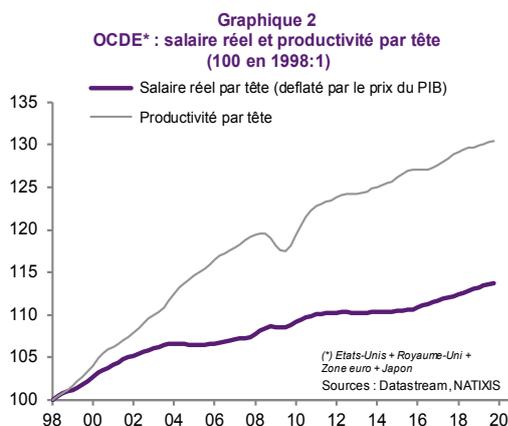
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Hausse forte du rendement des fonds propres par rapport aux taux d'intérêt sans risque

Nous regardons l'ensemble de l'OCDE. Le **graphique 1** compare le rendement des fonds propres des entreprises pour les actionnaires (le ROE), le taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques et le taux d'intérêt sur les swaps à 10 ans.



On voit l'ouverture continue de l'écart entre le rendement des fonds propres et les taux d'intérêt à long terme sans risque. Cette ouverture a des conséquences très importantes, par exemple de pousser les entreprises à déformer le partage des revenus en leur faveur (**graphique 2**) ou à racheter leurs actions (**graphique 3**).



Nous nous demandons ce qui a pu causer cette ouverture de l'écart entre le ROE et le taux d'intérêt sans risque.

## Trois explications de l'ouverture de l'écart entre ROE et taux d'intérêt sans risque

### 1. Simplement l'inertie

Au début des années 1990, le ROE (le rendement des fonds propres) n'était supérieur que de 3 points au taux d'intérêt à long terme sans risque, aujourd'hui c'est 12 points.

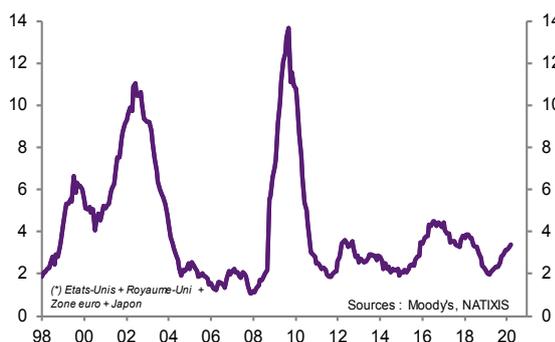
Une explication simple est que le ROE, par simple inertie, est simplement resté voisin du niveau qui était cohérent avec les taux d'intérêt à long terme beaucoup plus élevés des années 1990.

Les entreprises n'auraient pas réajusté à la baisse leur exigence de rendement des fonds propres malgré la baisse des taux d'intérêt.

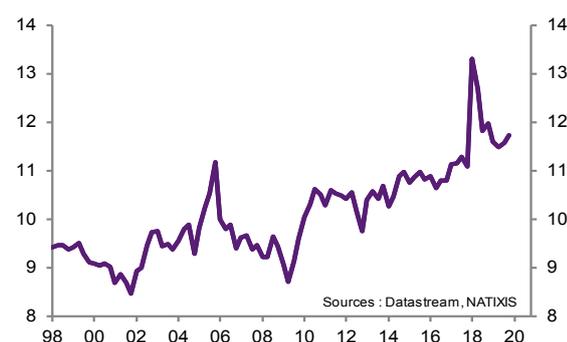
## 2. La hausse effective du risque d'entreprise et de l'aversion pour le risque

La répétition des crises (2000-2001, 2008-2009 et maintenant 2020), marquées par la forte hausse des faillites d'entreprises (graphique 4) et le fort recul de leurs profits (graphique 5), conduit à la hausse d'une part de la perception du risque d'entreprise, d'autre part de l'aversion pour le risque.

Graphique 4  
OCDE\* : taux de défaut High Yield (en %)

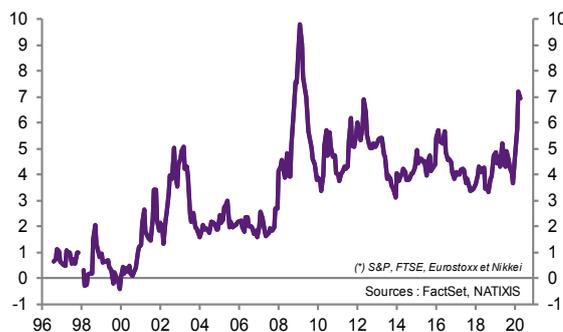


Graphique 5  
OCDE\* : profits après taxes, intérêts et dividendes (en % du PIB valeur)



Ceci conduit à la hausse de la prime de risque exigée des entreprises quand on regarde la prime de risque sur les actions cotées (graphique 6), on voit qu'elle a augmenté de 3 points entre les années 1990 et la période qui suit la crise des subprimes.

Graphique 6  
OCDE\* : prime de risque actions



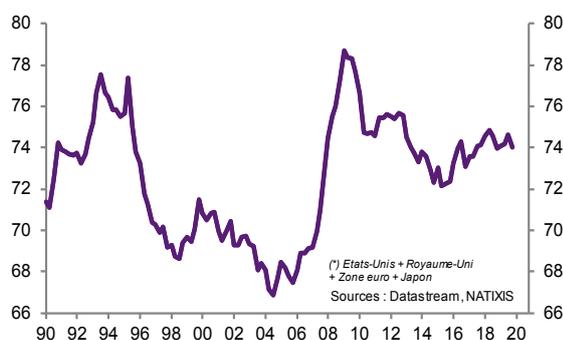
Quand on regarde l'écart entre le ROE et le taux d'intérêt sans risque (graphique 1 plus haut), on voit qu'il a augmenté de 9 points.

Cette explication par la hausse du risque d'entreprise et de l'aversion pour le risque est pertinente mais ne peut pas être la seule explication de la hausse de l'écart entre le rendement des fonds propres et les taux d'intérêt sans risque.

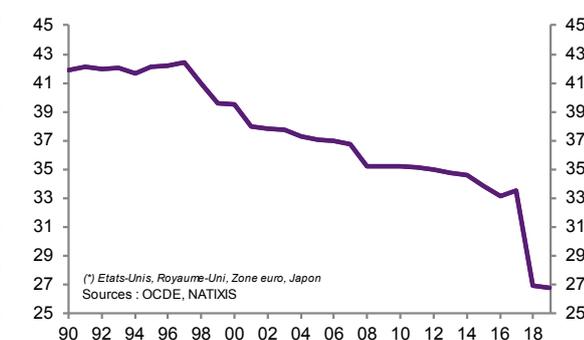
### 3. La hausse de l'exigence de rentabilité du capital, corrigée du risque

Les entreprises des pays de l'OCDE ont déformé le partage des revenus en leur faveur (graphique 2 plus haut), ont accru leur levier d'endettement (graphique 3 plus haut, **graphique 7**), ont obtenu des gouvernements une baisse de la taxation des profits (**graphique 8**), ont délocalisé (**graphique 9**)...

**Graphique 7**  
OCDE\* : dette des entreprises (en % du PIB valeur)



**Graphique 8**  
OCDE\* : taux d'imposition sur les profits des entreprises (en %)



**Graphique 9**  
OCDE\* : importations depuis l'ensemble des émergents hors Russie + OPEP (valeur, en % du PIB valeur)



Toutes ces évolutions révèlent **la volonté des entreprises d'accroître la rentabilité du capital, corrigée du risque.**

### Synthèse : les trois explications sont pertinentes probablement

Le niveau de plus en plus élevé de la rentabilité des fonds propres (du ROE) des entreprises par rapport aux taux d'intérêt à long terme sans risque résulte probablement des trois mécanismes que nous avons évoqués :

- l'inertie du ROE demandé par rapport à la baisse des taux d'intérêt sans risque ;
- la hausse du risque d'entreprise et de l'aversion pour le risque ;
- la hausse de l'exigence de rentabilité du capital, corrigée du risque.

Cette « anomalie du ROE » rend difficiles à imaginer un partage plus équitable des revenus, des relocalisations, des investissements ayant des horizons de long terme, l'arrêt des rachats d'actions...