

## Flash Economie

16 février 2021 - 116

### **L'exigence élevée de rentabilité des fonds propres pour les actionnaires : incite-t-elle les dirigeants d'entreprise à être efficaces, ou bien à prendre des décisions dangereuses et défavorables ?**

L'exigence de rentabilité des fonds propres pour les actionnaires (de RoE) est très élevée (15 % environ).

Une analyse « optimiste » conclut que cela résout le problème d'agence entre les actionnaires et les dirigeants des entreprises en incitant les dirigeants à être efficaces, à moderniser les entreprises, à innover.

Une analyse « pessimiste » conclut que la seule solution pour obtenir cette rentabilité élevée des fonds propres est que les dirigeants fassent des choix dangereux : hausse du levier d'endettement (rachats d'actions), déformation du partage des revenus au détriment des salariés, délocalisations, recherche de rentes de monopole.

L'analyse des évolutions observées montre que les deux thèses sont probablement correctes : certains dirigeants ont réagi en innovant, d'autres en faisant les choix « dangereux ».

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

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

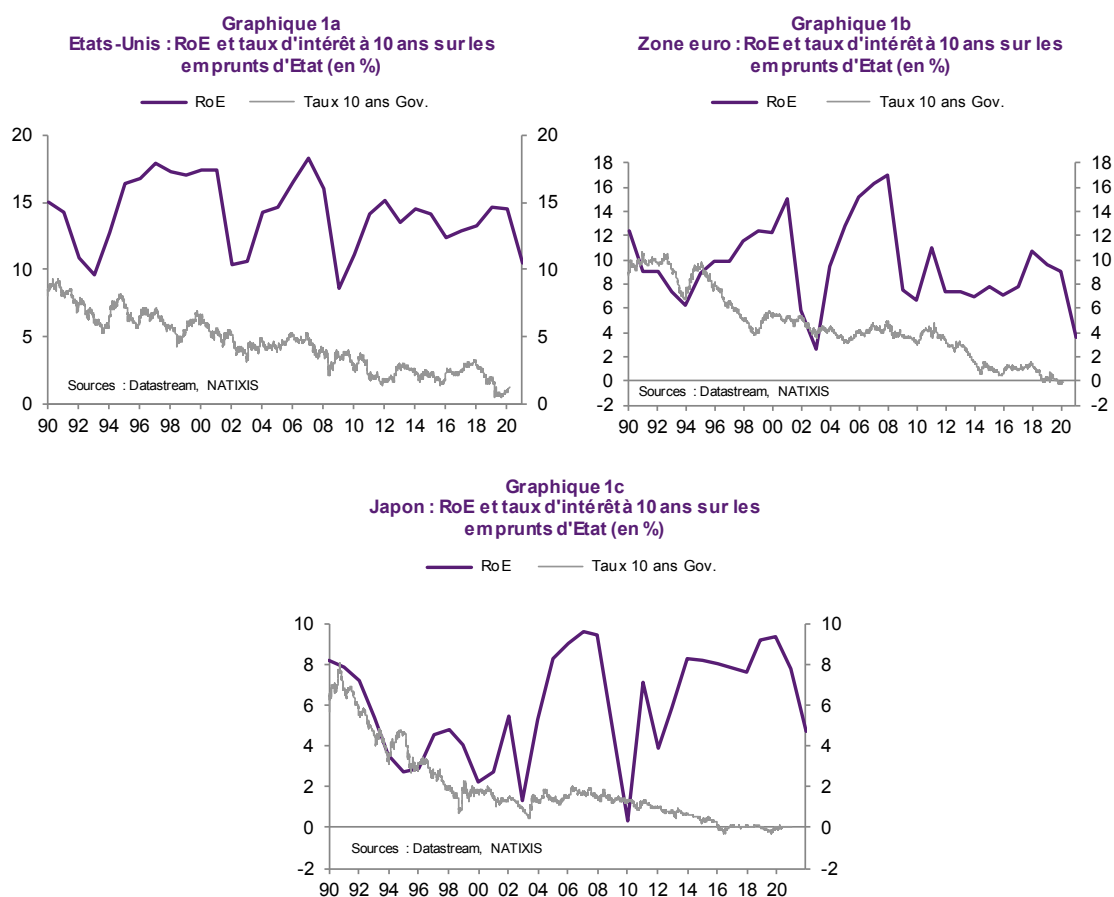
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

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

## L'analyse « optimiste » de la rentabilité exigée élevée des fonds propres pour les actionnaires

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

Dans tous les pays de l'OCDE, la **rentabilité exigée des fonds propres pour les actionnaires est de plus en plus élevée par rapport aux taux d'intérêt sans risque** (graphiques 1a/b/c).



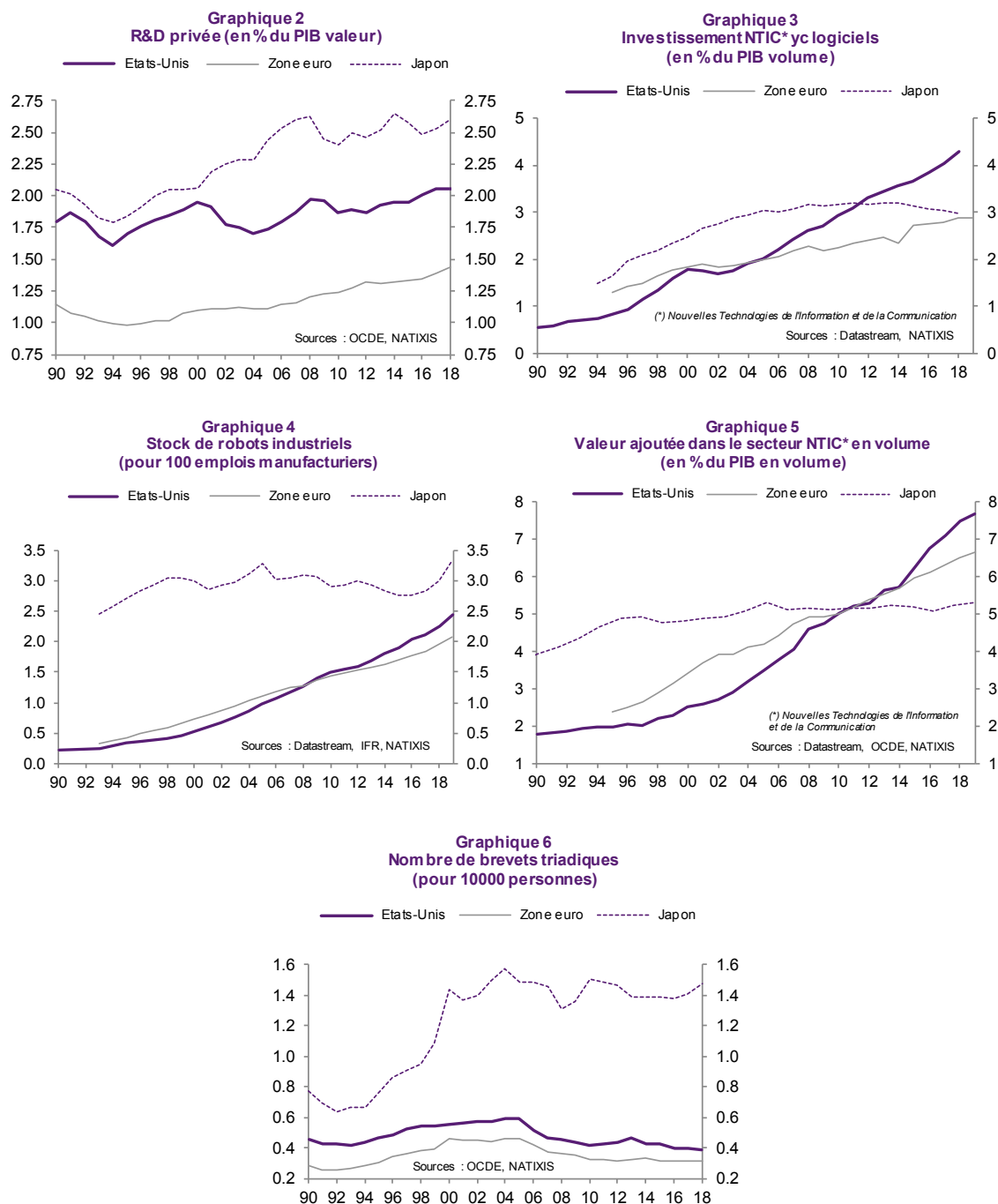
L'analyse optimiste est que **cette rentabilité élevée exigée des fonds propres pour les actionnaires incite les dirigeants d'entreprise** à innover, à moderniser les entreprises, à les rendre efficaces.

L'exigence de RoE élevée réglerait donc le problème d'agence, d'asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprises.

Quand on regarde :

- l'effort de Recherche-Développement des entreprises (**graphique 2**) ;
- l'effort d'investissement en Nouvelles Technologies (**graphique 3**) ;
- l'effort de robotisation des entreprises (**graphique 4**) ;
- le développement des entreprises technologiques (**graphique 5**) ;
- le nombre de brevets (**graphique 6**) ;

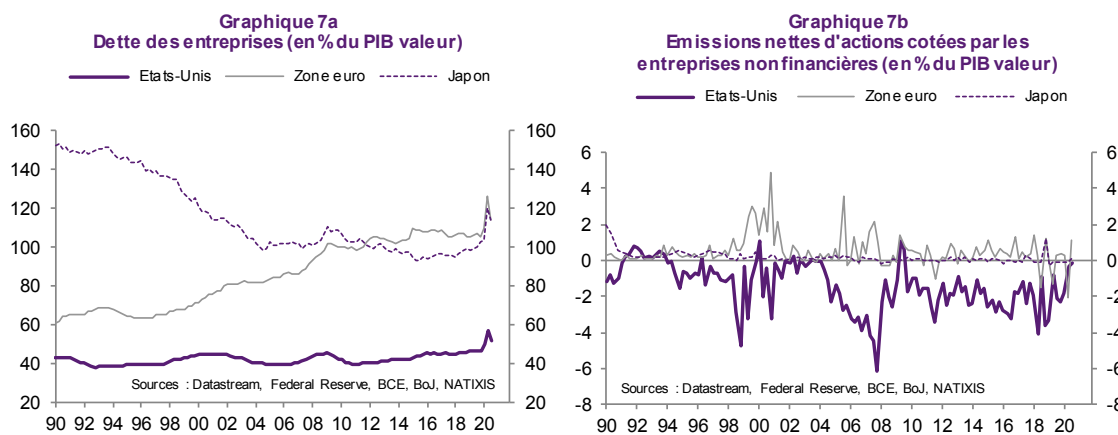
on voit effectivement un effort de modernisation des entreprises, de robotisation, d'innovation.



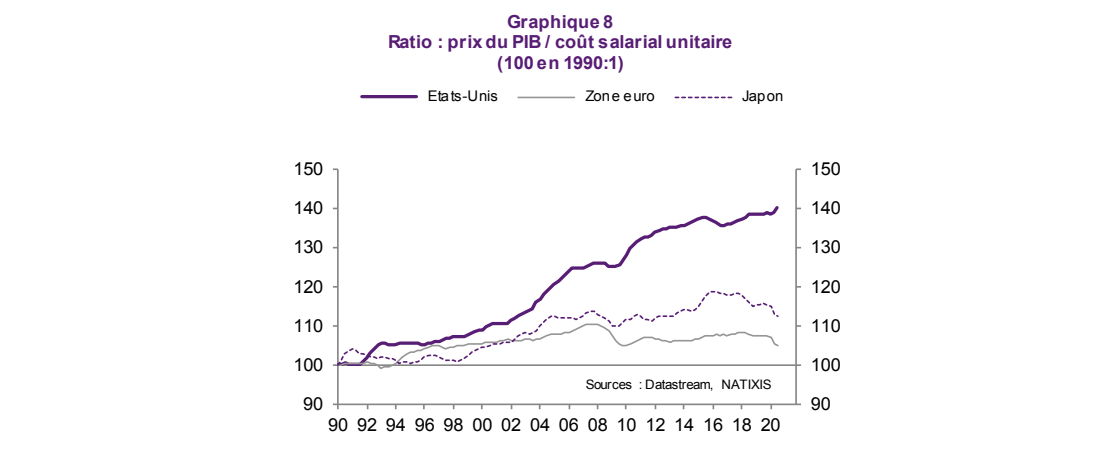
## L'analyse « pessimiste » met en avant les dangers liés à la recherche d'obtention d'un rendement élevé des fonds propres

Pour obtenir un rendement anormalement élevé des fonds propres, les entreprises peuvent choisir :

- la hausse du levier d'endettement, soit par l'endettement (graphique 7a), soit par les rachats d'actions (aux Etats-Unis, graphique 7b) ;



- la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, c'est-à-dire la **hausse des marges bénéficiaires (graphique 8)** qui peut venir soit d'une faiblesse anormale des salaires, soit de la concentration des entreprises et des positions dominantes ;



- les **délocalisations** pour obtenir des coûts de production plus bas.

## Synthèse : les deux thèses sont probablement correctes

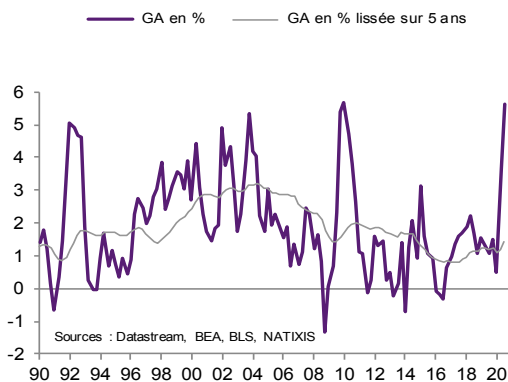
Il est clair que l'écart entre le rendement des fonds propres et les taux d'intérêt sans risque a augmenté considérablement.

**Dans certaines entreprises**, dans les secteurs technologiques (électronique, services Internet, médicament...) où des progrès techniques rapides sont possibles, **la réaction au RoE élevé a été favorable** : innovation, robotisation, efficacité productive.

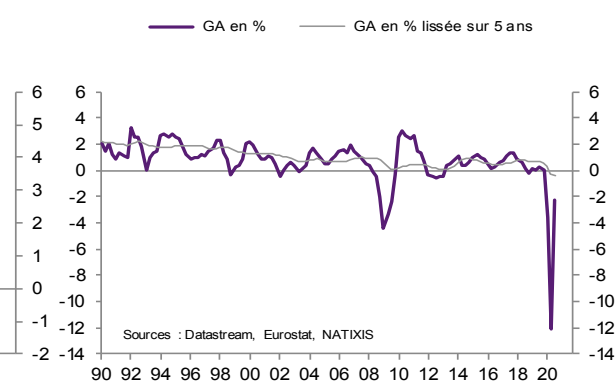
**Mais dans d'autres entreprises**, probablement parce qu'il y était plus difficile d'innover et de moderniser, le **RoE élevé a été obtenu par le levier d'endettement, les rentes de monopole, les délocalisations, les bas salaires** (ce que nous appelons les « choix dangereux »).

Comme **on voit au total que les gains de productivité ont ralenti (graphiques 9a/b/c)** on a plutôt le sentiment que la majorité des entreprises a fait les choix dangereux.

**Graphique 9a**  
Etats-Unis : productivité par tête (GA en %)



**Graphique 9b**  
Zone euro : productivité par tête (GA en %)



**Graphique 9c**  
Japon : productivité par tête (GA en %)

