

# Rendement des actions : le rôle des dividendes

La rémunération du capital est-elle forcément égale à terme à la croissance ? Cette arithmétique est un peu simpliste.

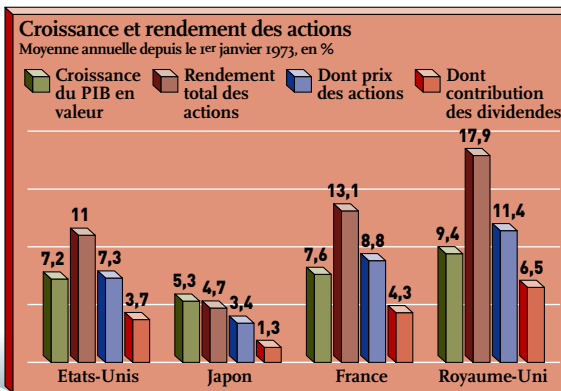
La rémunération que peut espérer dans la durée le détenteur d'un portefeuille diversifié d'actions est l'objet de controverses. En ces temps boursiers troublés, il n'est pas inutile de revenir sur quelques mécanismes fondamentaux. On affirme souvent que la rémunération du capital, volatile à court terme, ne peut s'écarter à long terme du taux de croissance économique. En effet, comment les actionnaires pourraient-ils bénéficier d'un rendement durablement plus élevé que la croissance sans que le « capital » n'accroisse indéfiniment sa part de la richesse nationale au détriment du « travail » ?



Par **Olivier Davanne** et **Thierry Pujol**  
Associés de DPA Conseil

Mais l'observation historique apparaît alors paradoxale. Sur trente ans, en dépit du krach récent, le rendement des actions a nettement dépassé la croissance économique moyenne dans tous les grands pays sauf le Japon (voir le tableau). Aux Etats-Unis, on constate que, depuis 1929, le rendement réel des actions américaines a dépassé en moyenne 6% par an, contre 3,1% pour le PIB.

Mais, parce qu'une partie significative des revenus financiers est consommée ou taxée (impôt sur le revenu, taxation des plus-values ou successions), le patrimoine des actionnaires progresse à un rythme plus lent que ces rendements financiers. Les revenus qu'ils en tirent progressent eux aussi à un rythme plus modéré, en cohérence avec ce que permet la croissance économique. En conséquence, même si le rendement du capital a été sur longue période supérieur à la croissance économique, les revenus des actionnaires n'en ont pas moins évolué, comme attendu, à peu près en ligne avec le PIB. Ainsi, tant que les « capitalistes » consomment et sont soumis à l'impôt, aucune contrainte arithmétique n'impose au rendement des actions de coller à la croissance économique ! Enfin, le rendement des actions a deux composantes : les dividendes versés et les plus-values générées par la hausse des cours. Or, sur très longue période, le prix des actions progresse en principe comme les profits ou le capital utilisé par



**Sur trente ans, le rendement des actions a dépassé la croissance économique moyenne dans les grands pays.**

les entreprises, c'est-à-dire in fine à un rythme tendanciel proche de la croissance économique. Ainsi, les actionnaires reçoivent mécaniquement un « bonus » relativement à la croissance : le dividende, généralement autour de 3% de la valeur des actions, qui vient compléter la croissance tendancielle des cours boursiers. On retrouve la fameuse « formule de Gordon » qui est finalement ce que l'arithmétique élémentaire dit de plus sûr quant au rendement des actions : sur le long terme, celui-ci serait égal à la somme de la croissance économique et du taux de dividende, soit au total aujourd'hui un peu plus de 5% (en termes réels) dans la zone euro.

Ce raisonnement doit cependant être nuancé. Même en l'absence de bulles spéculatives ou de paniques boursières, le prix des actions peut en effet légèrement diverger à long terme de la croissance économique. Si la croissance est très forte et que les entreprises doivent émettre de nouvelles actions pour financer un gros volume d'investissement, les anciens actionnaires sont victimes d'un phénomène de dilution et les cours évoluent en tendance moins vite que l'activité économique. La situation européenne actuelle illustre plutôt le cas opposé : les profits, après versement des dividendes, dépassent les besoins en investissement des entreprises, réduits par la faiblesse de la croissance. Elles peuvent donc, au choix et selon les époques, utiliser ces sommes disponibles pour se désendetter ou se développer par croissance externe. Dans les deux cas, ceci permet dans la durée aux cours des actions de progresser plus vite que la croissance.

Les investisseurs à long terme seraient donc bien avisés de se méfier de l'arithmétique un peu simpliste qui égalise à terme croissance et rendement des actions ! Au-delà des risques financiers à court terme liés aux déséquilibres américains et à la faiblesse du dollar, l'investisseur à long terme en actions européennes peut, aux cours actuels, tabler sur un rendement réel bien supérieur à 5%.