

La prévision des dividendes versés aux ménages

Les dividendes versés aux ménages représentent environ 3 % du revenu disponible brut (RDB). Cette part a augmenté tendanciellement depuis plusieurs décennies, mais elle s'avère de plus en plus volatile. Cet éclairage présente la méthodologie retenue dans la *Note de conjoncture* pour prévoir les évolutions des montants de dividendes versés aux ménages, en s'appuyant sur un modèle à correction d'erreur. À long terme, l'évolution des dividendes au niveau agrégé s'explique ainsi par celle de l'excédent brut d'exploitation (EBE) des entreprises. À court terme, au-delà de l'EBE, l'évolution globale est relativement bien prévue à l'aide des variations des dividendes versés par les seules entreprises cotées au CAC40. Elle peut également dépendre de paramètres exogènes, de nature notamment fiscale. En 2018, les dividendes versés aux ménages ont crû vivement, cette croissance ayant contribué à hauteur de +0,5 point de pourcentage à l'évolution du RDB. Pour 2019, le modèle prévoit une augmentation de 8 %, se traduisant par une contribution de +0,2 point à l'évolution du RDB.

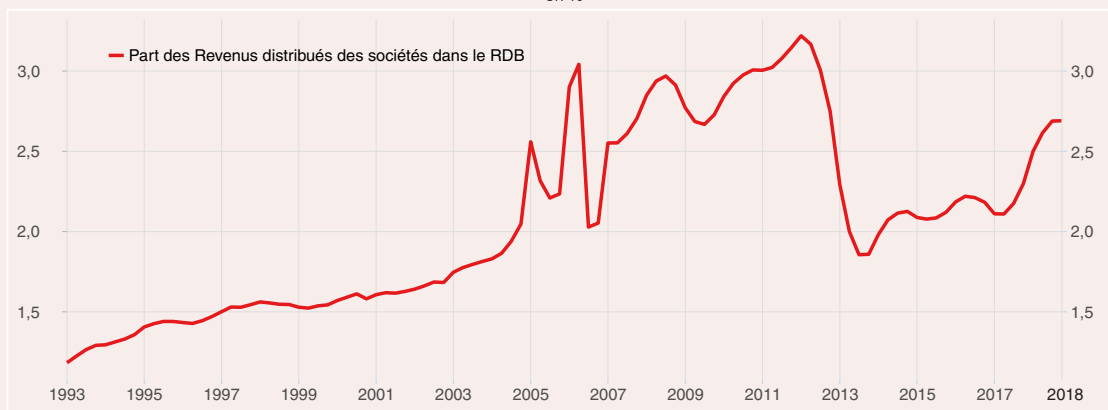
La part des dividendes dans le revenu des ménages croît tendanciellement depuis les années 1960

Lorsque les ménages mettent à la disposition d'autres unités institutionnelles les actifs financiers ou naturels (terrains, gisements...) dont ils sont propriétaires, ils perçoivent un revenu de cette propriété. Une partie de

ce revenu est versée sous forme de dividendes, lesquels regroupent tous les types de distribution des bénéfices des sociétés aux détenteurs de titres de propriété de celles-ci. La particularité des dividendes est qu'ils ne correspondent pas à un revenu fixe ou prédéfini¹. Tandis que, depuis 30 ans, la part des dividendes versés aux ménages dans le revenu disponible brut a plus que

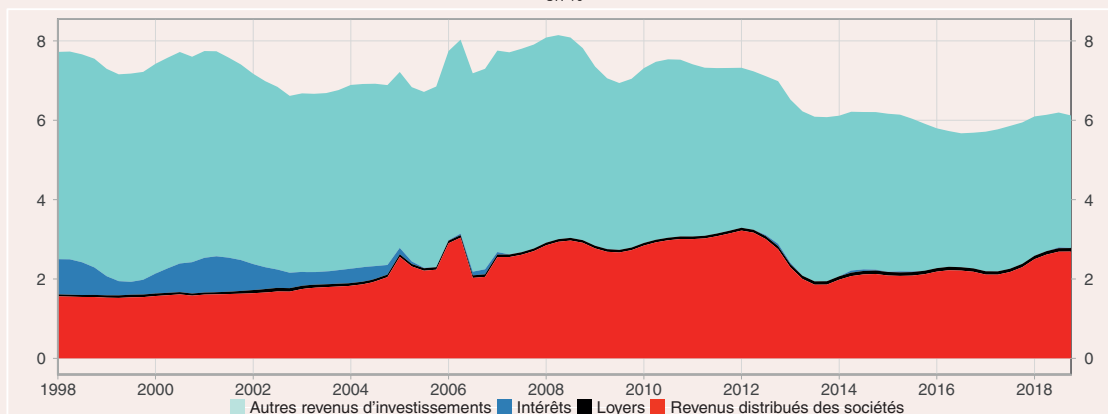
1. Les dividendes (codés D42 selon la nomenclature de la comptabilité nationale) contiennent aussi les actions distribuées aux actionnaires, les revenus versés aux administrations publiques par les entreprises publiques dotées de la personnalité juridique et enfin, les revenus générés par des activités non observées et transférés aux propriétaires d'entreprises participant à ces activités pour leur propre compte.

1 - Évolution de la part des dividendes versés aux ménages dans le revenu disponible brut



Source : comptes trimestriels, Insee

2 - Part des postes du revenu de la propriété dans le RDB des ménages



Source : comptes trimestriels, Insee

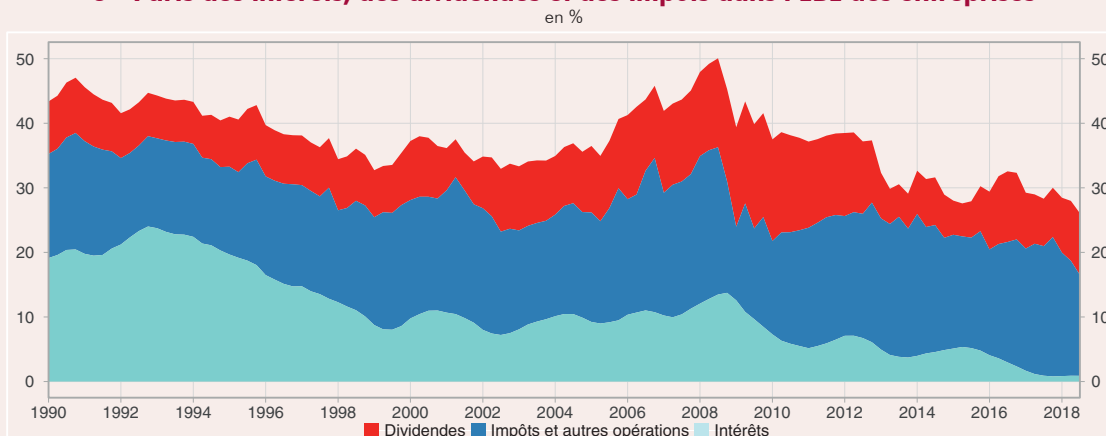
doublé (*graphique 1*), atteignant 2,7 % au dernier trimestre 2018, celle des intérêts nets (sur les dépôts ou titres de créance) et celle des revenus d'investissement distribués aux assurés tels que les assurances-vie ont diminué (*graphique 2*). Fin 2018, la part des intérêts nets est quasiment nulle (contre 1,0 % en 1998) et celle des revenus d'investissement distribués aux assurés s'élève à 3,3 % (contre 5,7 % en 1998).

Du point de vue des entreprises, les dividendes constituent l'une des modalités de distribution de l'excédent brut d'exploitation (EBE), c'est-à-dire de la valeur ajoutée dont sont retranchés la rémunération des salariés et les « autres impôts sur la production ». L'EBE est aussi en partie alloué au versement des intérêts d'une éventuelle dette contractée antérieurement, à l'acquittement de l'impôt ou encore à d'autres opérations. Le reste de l'EBE constitue l'épargne de l'entreprise destinée par exemple à de l'autofinancement. Entre 1990 et 2005, la part des dividendes dans l'EBE a été relativement stable. Autrement dit, la croissance des dividendes a suivi celle de l'EBE (*graphique 3*). À partir de 2008, la crise économique a conduit les entreprises à accroître leur épargne pour se désendetter, entraînant une baisse de la part des dividendes dans l'EBE, accentuée par les mesures fiscales de 2012-2013.

Une évolution des dividendes plus volatile sur la période récente

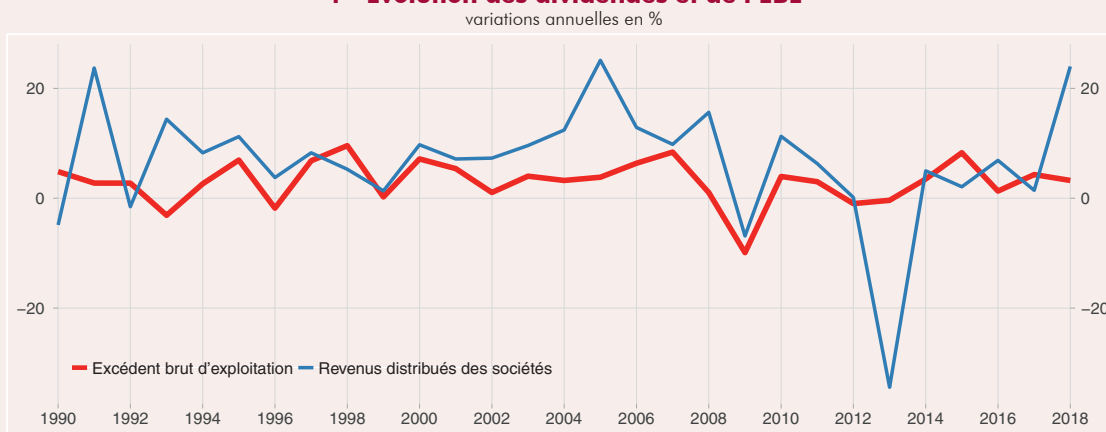
À partir de 2005, l'évolution des dividendes s'est légèrement dissociée de celle de l'EBE et leur volatilité a eu tendance à augmenter (*graphique 4*). D'abord, la crise économique de 2008 a affecté les résultats des entreprises et les dividendes ont, plus que d'autres opérations, connu des arbitrages défavorables. À l'inverse, lors des périodes de reprise, les dividendes ont connu une croissance plus dynamique que celle des revenus et des autres dépenses. Ensuite, des chocs exogènes tels que des mesures fiscales concernant les revenus de la propriété ont aussi contribué à cette volatilité, par exemple en 2005 avec la suppression de l'avoir fiscal sur les dividendes. En 2013, plusieurs mesures concernant les dividendes ont été mises en œuvre dans le cadre de l'alignement de la fiscalité du capital sur celle du travail. Le prélèvement forfaitaire libératoire a été réduit et la part de la CSG déductible a été abaissée. Ainsi, la part des dividendes versés aux ménages dans leur revenu disponible brut est retombée à un niveau inférieur à 2 % en 2013 après avoir atteint son niveau record de 3,2 % en 2011. À l'inverse, en 2018, les dividendes ont connu une vive croissance après une année 2017 caractérisée par de bons résultats économiques et sans doute en lien avec l'introduction du prélèvement forfaitaire unique (PFU).

3 - Parts des intérêts, des dividendes et des impôts dans l'EBE des entreprises



Source : comptes trimestriels, Insee

4 - Evolution des dividendes et de l'EBE



Source : comptes trimestriels, Insee

Des dividendes volatils, mais bien approchés par ceux versés par les grandes entreprises françaises

Les ménages français perçoivent aussi des dividendes d'entreprises étrangères. C'est pourquoi les dividendes reçus par les ménages diffèrent quelque peu des dividendes versés par les seules entreprises françaises. Toutefois, ces deux séries de dividendes sont très corrélées (coefficient proche de 0,7). De plus, le comportement de versement de dividendes par les entreprises françaises du CAC 40 semble assez bien refléter les fluctuations à court terme des versements de l'ensemble des entreprises françaises. Cette approximation (*graphique 5*) demeure valable lors des différents chocs exogènes évoqués ci-dessus, et notamment lors de la baisse des versements de dividendes en 2009 après la crise ou lors de leur hausse en 2018. Ainsi, les dividendes du CAC40 s'avèrent utiles pour la prévision des dividendes reçus par les ménages.

L'estimation des dividendes pour l'année 2019

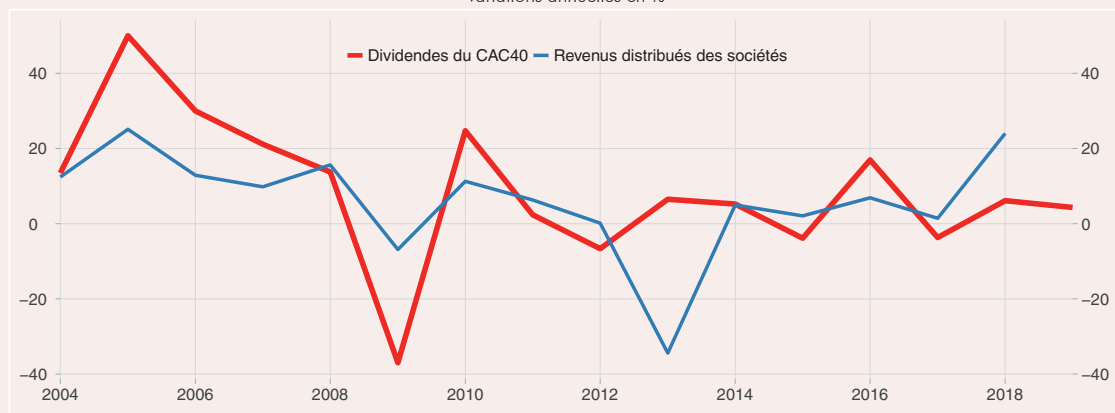
Tous ces éléments permettent de déduire une équation à correction d'erreur estimant les dividendes versés aux ménages français (*Méthode*). Comme

mentionné plus haut, l'évolution des dividendes versés par les entreprises suit celle de l'EBE à long terme. De plus, une rupture de tendance a eu lieu en 2013 sous l'effet de mesures fiscales. Enfin, les variations de court terme sont en partie déterminées par celles des dividendes des entreprises du CAC40 ainsi que, dans une moindre mesure, par celles de l'EBE (*graphique 6*).

En 2018, l'accroissement annuel des dividendes prévu par le modèle est de 12 %. L'écart entre l'évolution des dividendes prévue par le modèle et la hausse particulièrement dynamique observée (+24 %) provient sans doute à nouveau en partie d'un dispositif fiscal, en l'occurrence le PFU qui, en allégeant la fiscalité, a induit un débouclage important des dividendes. En 2019, ce débouclage est supposé en grande partie achevé et l'absence de nouvelle mesure fiscale sur les dividendes permet de supposer que ces derniers retrouvent une évolution conforme à leurs déterminants habituels. Ainsi, les dividendes versés aux ménages augmenteraient de 8 % en 2019. La part des dividendes dans le RDB étant de 2,6 % en 2018, la contribution des dividendes à l'évolution du RDB en 2019 est estimée à +0,2 point de pourcentage, après +0,5 point en 2018. ■

5 - Corrélation des évolutions des dividendes

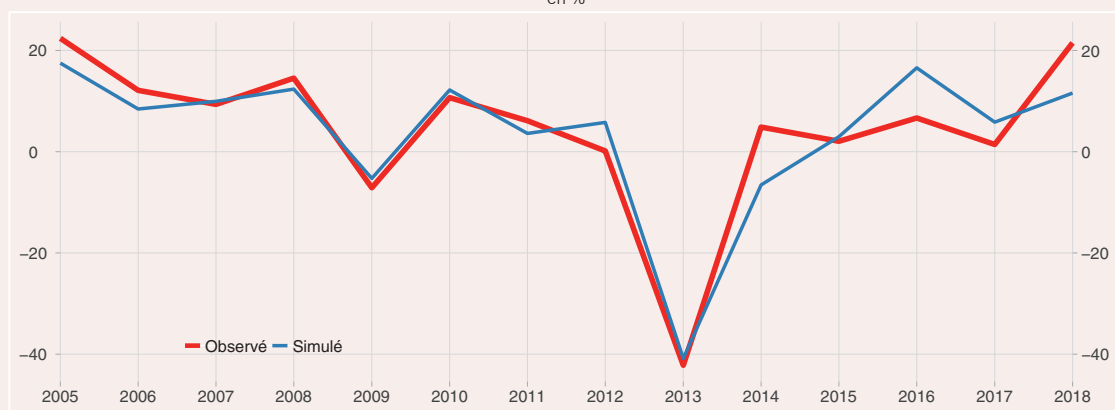
variations annuelles en %



Source : comptes trimestriels, Insee et Zonebourse.com

6 - Variation annuelle de dividendes versés aux ménages et prévision par le modèle à correction d'erreur

en %



Source : Insee

Méthode

Le modèle utilisé afin de prévoir les dividendes versés est un modèle à correction d'erreur. L'existence d'une relation de cointégration entre les dividendes versés aux ménages et l'EBE des entreprises permet d'en déduire une relation de long terme simple. Cette relation de long terme connaît toutefois une rupture liée à un changement de régime fiscal en 2013, modélisée par l'introduction d'une variable indicatrice valant 1 lorsque la date d'observation est postérieure à l'année 2013. Une variable d'interaction avec l'EBE à partir de 2013 a été testée, puis retirée car elle n'apparaissait pas significative. De plus, à long terme, les comportements de versement des dividendes des entreprises évoluent au profit d'une épargne et d'un autofinancement plus élevés. L'augmentation de la part des dividendes dans l'EBE est captée par une tendance sur l'ensemble de la période entre 2003 et 2018. La relation de court terme est déterminée par les variations des dividendes versés par les entreprises du CAC40 et par les variations de l'EBE. L'équation sur données annuelles depuis 2003 est donc (graphique 6) :

$$\Delta d_{42,t} = 1,5 + 0,77 \Delta ebe_{t-1} + 0,25 \Delta cac40_t - 0,75 \times (d_{42,t-1} - 0,93 ebe_{t-2} - 0,04 \times T + 0,50 \times I_{t > 2013}) + \epsilon_t$$

d_{42} (respectivement $cac40$) est le logarithme des dividendes versés annuellement aux ménages (respectivement versés par les entreprises du CAC40), ebe est l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières résidentes françaises. Tous les coefficients sont significatifs au seuil de 5 %.

La force de rappel de la relation de long terme traduit la vitesse d'ajustement des dividendes lorsque ces derniers s'écartent de la tendance de long terme définie par l'EBE. Sa valeur élevée (0,75) signifie que l'écart entre les fluctuations de court terme des dividendes et leurs déterminants de long terme est en grande partie résorbé en un an, ce qui traduit la capacité des entreprises à ajuster leurs dividendes aux chocs. Par exemple, la forte hausse des dividendes en 2016, liée aux bons résultats des entreprises, a été suivie d'un retour à la normale en 2017. L'élasticité de long terme des dividendes à l'EBE est quasi-unitaire (0,93). Le R^2 de la relation de court terme, utilisée pour la prévision, s'élève à 0,94. L'équation prévoit une hausse de 11,6 % des dividendes en 2018 et de 7,9 % en 2019. ■