

CHAPITRE III

Rentabilités, rapports de prix et rapports de force

Les mouvements du coût salarial réel que l'on a observés sont un déterminant essentiel de l'évolution de la rentabilité. Notamment leur forte progression à partir du milieu des années 60 a exercé une pression constante sur la formation du profit des sociétés.

Cette pression est loin toutefois d'avoir pesé en totalité et de façon homogène sur l'ensemble de ces sociétés. On voudrait ici montrer :

1) Comment elle s'est combinée aux autres facteurs qui déterminent l'évolution de la rentabilité.

2) Comment le jeu des prix relatifs a conduit cette pression à se porter principalement sur le secteur manufacturier.

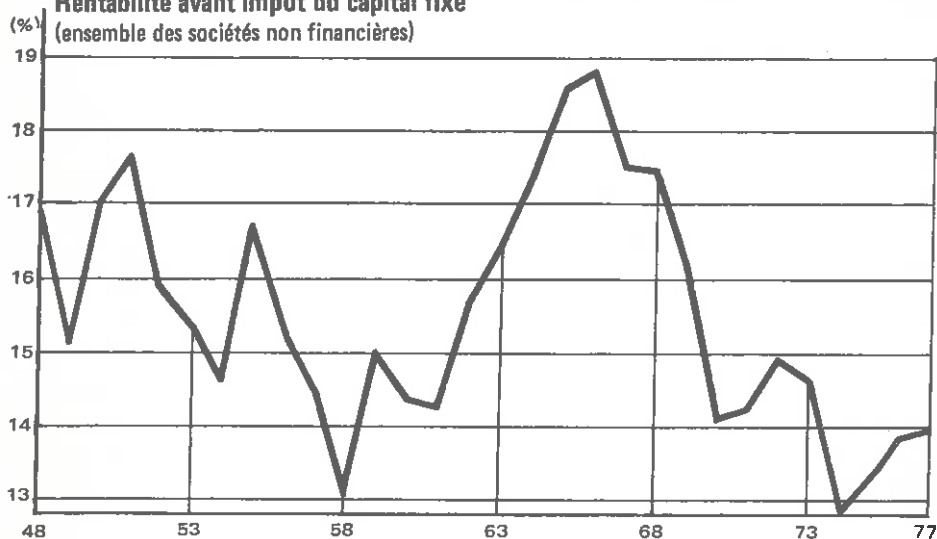
3) Comment l'orientation de l'accumulation en a été affectée.

4) Comment ces mouvements ont induit une transformation de la circulation financière, et comment les tensions nées de la répartition se sont trouvées en partie neutralisées au niveau du système financier et immobilier.

L'inflation paraît avoir été le produit et la condition du jeu des rapports de force. Comme le notait en effet J.-M. Chevalier : « Les grandes firmes capitalistes peuvent être amenées à reculer devant les luttes ouvrières, mais il ne faut pas perdre de vue qu'elles ont les moyens de récupérer sur les prix de vente ce qu'elles ont perdu sur les salaires » (1). Un point mérite toutefois d'être immédiatement souligné : il n'est pas sûr qu'à ce jeu ce soient les firmes qui voient progresser leurs coûts salariaux qui soient toujours dans la meilleure position pour augmenter leurs prix de ventes, d'où le risque d'apparition, à terme, de profondes distorsions dans le processus d'accumulation.

(1) J.M. Chevalier, *L'économie industrielle en question*, p. 192. Calmann-Lévy, Paris, 1977.

Graphique 3-1-
Rentabilité avant impôt du capital fixe
 (ensemble des sociétés non financières)



1 - Rentabilité et accumulation : une divergence notable entre secteur manufacturier et secteur tertiaire

L'évolution de la rentabilité des sociétés américaines a fait l'objet de nombreuses analyses sur lesquelles on ne reviendra pas ici (2). Rappelons simplement que l'après-guerre est marquée, au-delà des fluctuations cycliques, par quatre grandes phases d'évolution très contrastées (graphique 3.1) : déclin

(2) Parmi les travaux américains, les plus importants sont :

W. Nordhaus, « The Falling Share of Profits ». *Brookings Paper on Economic Activity*, n° 2 (1974).

M. Feldstein and L. Summers, « Is the Rate of Profit Falling ? ». *Brookings Paper on Economic Activity*, n° 1 (1977).

D. Holland and S. Myers, « Trends in Corporate Profitability and Capital Costs » publié dans *The Nation's Capital Needs : Three Studies*. Committee for Economic Development, Washington, 1979.

T. Weisskopf, « Marxian Crisis Theory and the Rate of Profit in the Postwar US Economy ». *Cambridge Journal of Economics*, vol. 3, n° 4 (1979).

Plusieurs travaux français sont également à signaler : on pense en particulier à ceux, déjà cités, de M. Aglietta, M. Fouet, J. Mazier, R. Le Berre.

de l'immédiat après-guerre jusqu'au début des années 60, remontée très rapide jusqu'en 1966, puis retournement et à nouveau baisse jusqu'au début des années 70, et stabilisation depuis lors.

Afin de tenter de cerner les déterminants immédiats de ces évolutions, on a retenu un découpage en quatre périodes délimitées chacune (sauf la dernière) par deux pics conjoncturels : 1948-1957, 1957-1966, 1966-1973 et 1973-1977. Le tableau I donne, pour chacune de ces sous-périodes, le taux de croissance annuel moyen de la rentabilité et ses facteurs explicatifs tels qu'ils se dégagent d'une décomposition comptable (voir encadré).

Tableau I - Évolution de la rentabilité (ensemble des sociétés non-financières)

	1948/1977	1948/1957	1957/1966	1966/1973	1973/1977
Taux de rentabilité	- 0,68	- 1,75	+ 2,90	- 3,52	- 1,14
Coût salarial réel	-	- 1,34	+ 2,52	- 1,11	- 0,80
Productivité apparente du capital .	+ 0,72	+ 0,56	+ 2,32	+ 0,07	- 1,32
Prix relatifs	- 1,41	- 0,97	- 1,94	- 2,51	+ 1,00
dont (p/p _c)	(- 0,39)	(+ 0,58)	(- 1,85)	(- 1,08)	(+ 2,11)
(p/p _K)	(- 1,01)	(- 1,55)	(- 0,09)	(- 1,43)	(- 1,11)

Sur chaque ligne on a porté, pour les différentes périodes, l'effet de l'évolution de la grandeur considérée sur la rentabilité du capital, exprimé en taux de croissance annuel moyen (cf. encadré). La première ligne du tableau est ainsi égale à la somme des trois suivantes.

On a dans cette décomposition comptable distingué *trois types de déterminants immédiats* des évolutions de la rentabilité :

— l'évolution du coût salarial réel total, obtenue en confrontant la progression du salaire réel à celle de la productivité apparente du travail ;

— l'évolution de l'efficacité des équipements saisie à travers un indicateur de productivité apparente du capital ;

— les mouvements de prix relatifs (Prix relatifs du capital — équipements et bâtiments — et de la consommation des ménages par rapport au prix de la valeur ajoutée des sociétés) qui expriment l'évolution des rapports de valeur entre les sociétés des différents secteurs et leur environnement (composé d'entreprises individuelles, d'institutions à but non lucratif et de l'extérieur).

Une analyse comptable des déterminants de la rentabilité

L'indicateur de rentabilité ici retenu correspond à ce qui est généralement appelé le *taux de rendement économique du capital brut productif*. Il est obtenu en rapportant l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières corrigé de l'appréciation des stocks au stock brut de capital productif valorisé au coût de renouvellement. Le profit ainsi défini est donc un flux global, antérieur au partage entre amortissement et profit net, au prélèvement fiscal et au partage entre différents capitaux (puisque'il comprend intérêts, dividendes et profits non distribués); il diffère de celui qui est enregistré dans les comptabilités d'entreprise dans la mesure où est incluse une correction sur la valorisation des stocks (Inventory Valuation Adjustment) calculée par les comptables nationaux américains et visant à supprimer l'illusion à laquelle conduisent les méthodes traditionnelles d'évaluation des stocks. La rentabilité ainsi calculée ne peut donc être assimilée à celle qui est perçue par les agents économiques, mais constitue un indicateur des conditions macroéconomiques générales de l'accumulation.

L'utilisation d'une décomposition comptable permet d'approcher les déterminants immédiats des évolutions de rentabilité, on peut écrire :

$$r = \frac{\text{PRO}}{pY} \cdot \frac{Y}{K} \cdot \frac{p}{p_K}$$

Avec les notations usuelles :

- r : taux de rentabilité
- PRO : profits
- K : stock de capital brut à prix constants
- Y : valeur ajoutée à prix constants (hors impôts indirects)
- p_K : déflateur du stock de capital
- p : déflateur de la valeur ajoutée

Cette première décomposition fait donc apparaître un effet répartition PRO/pY , un effet de productivité apparente du capital Y/K et un premier effet prix relatif p/p_K .

L'effet répartition peut être décomposé :

$$S_{\text{PRO}} = \frac{\text{PRO}}{pY} = 1 - \frac{wNH}{pY} = 1 - S_w$$

$$\text{avec } S_w = \frac{w}{p_0} \cdot \frac{NH}{Y} \cdot \frac{p_0}{p}$$

où w est le taux de salaire nominal horaire, NH le nombre d'heures ouvrées et p_0 le déflateur de la consommation des ménages.

Dans ce cadre, l'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée dépend de deux facteurs : le coût salarial réel, lui-même résultant de la confrontation de l'évolution respective de la productivité et du salaire réel, et d'autre part un second effet de prix relatif p_o/p . L'introduction de cet effet n'est pas une simple manipulation statistique : il traduit le fait que ce sont bien des indices de prix à la consommation qui sont pris comme référence dans les négociations collectives.

Au total, on peut donc sur une période d'analyse décomposer l'évolution de la rentabilité de la manière suivante (en taux de croissance annuels moyens) :

$$\dot{r} = -\lambda \left[\left(\frac{\dot{w}}{p_c} \right) - \left(\frac{\dot{Y}}{NH} \right) \right] + \left(\frac{\dot{Y}}{K} \right) + \left[\left(\frac{\dot{p}}{p_x} \right) + \lambda \left(\frac{\dot{p}}{p_c} \right) \right]$$

Le premier terme représente l'effet de l'évolution du coût salarial réel sur celle de la rentabilité, le second celui de la productivité apparente du capital et le troisième regroupe deux effets de prix relatif. Ce sont ces trois effets qui sont repris dans les tableaux I, V et VI (faute de données sur l'emploi des sociétés, l'effet coût salarial réel n'a pu être décomposé en deux).

Cette analyse comptable a été faite pour l'ensemble des sociétés non financières (tableau I) et le secteur manufacturier, qui est presque exclusivement composé de sociétés (tableau V). Par différence, on a pu calculer également l'évolution de la rentabilité et de ses déterminants pour les sociétés non-manufacturières non financières (tableau VI).

Sources : Le profit brut est tiré des comptes nationaux du BEA. Pour l'ensemble des sociétés, on en a déduit les imputations (intérêts reçus correspondant à une rémunération fictive des dépôts).

Les séries de capital sont celles de J. Musgrave qui sont régulièrement publiées dans le Survey of Current Business. Elles comprennent les bâtiments et les équipements, mais non les terrains ni les stocks. On a interpolé entre deux stocks en fin d'année pour obtenir une évaluation du stock moyen sur une année.

L'importance des prix relatifs

Nous voudrions ici mettre l'accent sur l'effet des évolutions de prix relatifs, que l'on tend souvent à sous-estimer (3) alors qu'ils paraissent (tableau I) avoir joué un rôle majeur dans les mouvements de la rentabilité. Ces prix relatifs définis comme rapport du prix de la valeur ajoutée des sociétés au prix à la consommation des ménages ou au déflateur de la formation brute de capital fixe (que nous appellerons par commodité prix du capital) agissent ici de deux manières :

— l'évolution relative du *prix à la consommation* des ménages traduit le caractère favorable ou défavorable pour les sociétés des conditions de production des biens et services entrant dans cette consommation. Une part très importante de ceux-ci est en effet produite hors de l'ensemble considéré des sociétés non-financières (importations, biens et services produits par les entreprises individuelles, services collectifs de santé et d'éducation). Toutes choses égales par ailleurs, une hausse du prix à la consommation plus rapide que celle du prix de la valeur ajoutée de ces sociétés exerce *une tension sur la formation du salaire nominal* qui peut se résoudre par baisse relative du salaire réel et/ou pression sur leur rentabilité ;

— l'évolution relative du *prix du capital* intervient dans la valorisation du stock de capital qu'utilisent ces sociétés. Une hausse relative de ce prix traduit *une tension sur le renouvellement du stock de capital* et pèse directement sur la rentabilité telle qu'on l'apprécie ici.

Une comparaison des deux périodes de dégradation de la rentabilité (1948-1957 et 1966-1973) permet de préciser le rôle des mouvements de ces prix relatifs. En effet :

— au cours de ces deux périodes, la hausse du coût salarial réel exerce une pression sensiblement de même ordre sur l'évolution de la rentabilité ;

— la productivité apparente du capital est faiblement croissante au cours de la première phase, stagnante au cours de la seconde ; *mais elle ne se détériore pas* ;

(3) Signalons cependant l'analyse de T. Weisskopf (op. cit.) dont on s'est largement inspiré ici.

**Graphique 3-2-
Déterminants de l'évolution du prix relatif du secteur manufacturier
par rapport au secteur tertiaire privé**

	1948-1957	1957-1962	1962-1966	1966-1973	1973-1977
Prix relatif	→	→	↘	↘	→
Coût salarial réel relatif	↗	→	↘↘	↘	→
Taux relatif de marge brute sur les salaires ..	↘	→	↗	→	→
D'où : Profit unitaire relatif	↘	→	→	↘	→

Jusqu'en 1962 environ, le prix relatif de la valeur ajoutée manufacturière par rapport à la valeur ajoutée tertiaire demeure stable. Cette évolution résulte toutefois, du moins jusqu'à la fin des années 50, d'une évolution du coût salarial réel défavorable au secteur manufacturier (où les salaires augmentent plus vite, tandis que les gains de productivité sont légèrement plus faibles) à laquelle répond une compression relative de ses marges.

L'accélération des gains de productivité du travail qui intervient dans le secteur manufacturier au cours de la première moitié des années 60 induit une forte baisse du coût salarial réel dans ce secteur. Cet écart lui permet de réaliser *tout à la fois une baisse de son prix relatif et une élévation de son taux de marge brute relatif*, si bien qu'au total le rapport des profits par unité produite entre secteur manufacturier et secteur tertiaire privé *demeure constant* de 1962 à 1966.

Le ralentissement de la baisse du coût salarial qui intervient après 1966 dans le secteur manufacturier ne permet plus que soit maintenu ce double mouvement des prix et des profits relatifs. C'est au prix d'un arrêt de la progression *de son taux de marge relatif* que le secteur manufacturier continue de baisser son prix relatif. Dans ces conditions, l'évolution du taux de marge dans les deux secteurs a pour conséquence *une baisse accentuée du profit par unité produite dans le secteur manufacturier*.

Enfin la stabilité du prix relatif après 1973 résulte d'une stabilité conjointe du coût salarial réel relatif et du taux de marge brut relatif.

— *L'essentiel de la différence dans l'ampleur de la baisse de rentabilité provient ainsi de la progression défavorable des prix relatifs au cours de la période 1966-1973, et spécifiquement d'un retournement dans l'évolution du prix relatif de la consommation des ménages.*

Si l'on prend maintenant la succession des trois périodes 1957-1966, 1966-1973 et 1973-1977, on constate que le retournement à la baisse de 1966 est dû à une détérioration des conditions de l'accumulation amplifiée par le jeu des prix relatifs. Or après 1973 cette détérioration se poursuit (hausse du coût salarial due à un ralentissement marqué des gains de productivité, détérioration de la productivité apparente du capital) mais la pression qu'elle exerce sur la rentabilité est cette fois contrecarrée par un retournement dans l'évolution relative du prix à la consommation des ménages. Les sociétés parviennent à imposer une progression du prix de leur valeur ajoutée plus rapide que celle du prix à la consommation.

Ces évolutions « moyennes » se sont toutefois traduites de façon extrêmement différente pour les sociétés manufacturières et non-manufacturières (notamment pour celles du secteur tertiaire) : non seulement la baisse de rentabilité a été beaucoup moins forte pour ces dernières, mais ses déterminants ont été différents. Pour le comprendre, il convient dans un premier temps, d'analyser les facteurs d'évolution du prix relatif.

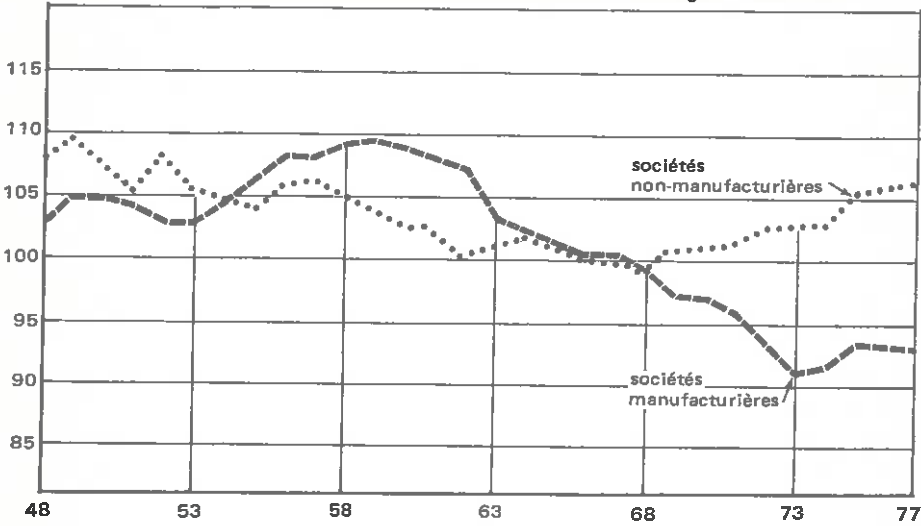
Prix manufacturiers, prix tertiaires et prix à la consommation : un complexe champ de forces

Un fait majeur domine, on l'a vu, les relations entre secteur tertiaire et secteur manufacturier : la très importante baisse du prix relatif de la valeur ajoutée manufacturière par rapport à la valeur ajoutée tertiaire. Ce prix relatif, resté stable jusqu'en 1962, baisse à partir de cette date et jusqu'en 1973 de près de 20%. La baisse s'interrompt ensuite.

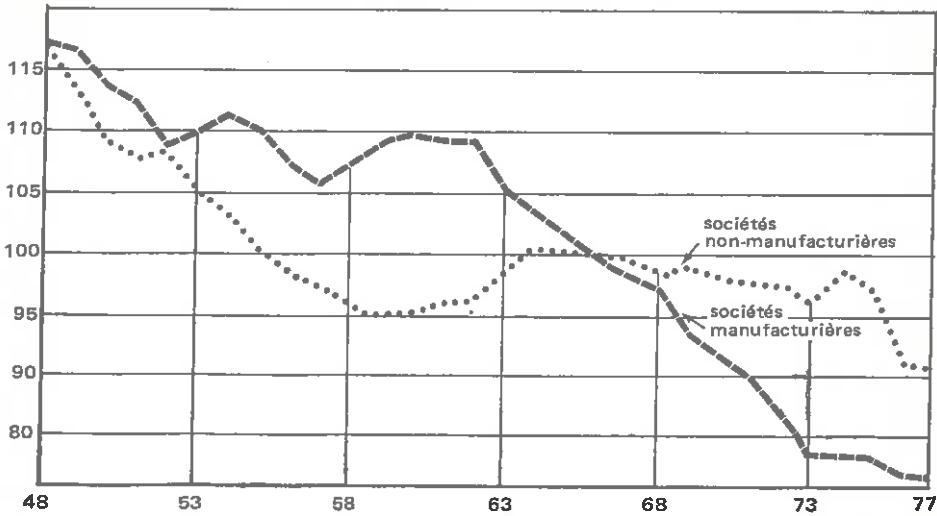
Pour cerner les causes de cette évolution, on s'est placé au niveau de la valeur ajoutée des deux branches concernées — c'est-à-dire en y incluant la valeur ajoutée des entreprises individuelles et des institutions à but non lucratif, pratiquement inexistantes dans le secteur manufacturier mais assez nombreuses encore dans le tertiaire — et l'on a décomposé l'évolution du prix relatif en deux composantes tenant aux coûts salariaux et aux profits (l'évolution du taux d'imposition indirect jouant en la matière un rôle négligeable).

Le résultat de cette décomposition est présenté sur le graphique 3.2 de manière très schématique : il s'agit en effet seulement ici de représenter un champ de forces : le graphique 3.2. permet de visualiser, en termes relatifs, les tensions qu'ont exercées le rapport salarial et le rapport de concurrence sur la valorisation des capitaux engagés dans les branches manufacturière et tertiaire privée.

Graphique 3-3- Rapport du déflateur de la valeur ajoutée des sociétés au déflateur de la consommation des ménages Base 1966 = 100



Graphique 3-4- Rapport du déflateur de la valeur ajoutée des sociétés au déflateur de la FBCF Base 1966 = 100



Apparaît ainsi *une asymétrie fondamentale dans les rapports entre secteur manufacturier et secteur tertiaire privé* : à aucun moment au cours de la période le profit par unité produite n'a augmenté plus vite dans le secteur manufacturier que dans le secteur tertiaire privé, alors que le secteur manufacturier a dû comprimer ses profits lorsque l'évolution du coût salarial lui était défavorable (1948-1957) ou même, entre 1966 et 1973, lorsqu'elle lui était moins favorable. En d'autres termes la « *péréquation* » des taux de profit semble avoir systématiquement joué en sens unique, l'évolution d'ensemble étant alors nettement défavorable au secteur manufacturier ; elle a ainsi pris des allures de ponction.

Ces mouvements de prix relatifs entre secteur manufacturier et secteur tertiaire, expliquent pour une large part l'évolution défavorable du prix relatif de la valeur ajoutée du secteur manufacturier par rapport aux prix à la consommation (graphique 3.3). Celui-ci connaît en effet une évolution semblable en trois phases : stabilité jusqu'au début des années 60, chute jusqu'en 1973, léger redressement depuis lors.

Dans le tableau II sont présentées les principales composantes de cette évolution. Pour plus de clarté, on y a cette fois rapporté la progression du prix à la consommation des biens durables, non durables et des services consommés par les ménages à celle des prix de la valeur ajoutée des sociétés manufacturières. On remarque alors que la baisse du prix relatif de la consommation au cours de la première phase (1948-1957) est due à la baisse du prix relatif des biens durables et non durables jointe à la stabilité de celui des services. Après 1960 toutefois, et bien que la part des services consommés par les ménages n'augmente pas, la hausse très forte de leurs prix relativement à ceux de la valeur ajoutée manufacturière exerce un puissant effet à la hausse sur le prix relatif de la consommation, hausse dont on a vu qu'elle jouait un rôle important dans la détérioration de la rentabilité des sociétés jusqu'en 1973. En revanche, l'évolution des prix relatifs a été dans l'ensemble neutre pour les sociétés non manufacturières (graphique 3.3).

Tableau II - Composantes du prix à la consommation

	1948	1957	1966	1973	1977
Part des biens durables dans la consommation en volume (prix de 1972) (%)	11,6	13,4	15,3	18,1	18,6
Prix relatif (*)	100	90,0	89,8	88,0	82,3
Part des non-durables (%)	50,1	48,3	46,4	43,9	42,2
Prix relatif (*)	100	90,5	95,1	104,5	104,2
Part des services (%)	38,3	38,3	38,3	37,9	39,2
Prix relatif (*)	100	100,8	116,9	136,1	135,5
Prix relatif p_c/p	100	94,9	102,7	112,9	110,5

(*) Base 100 en 1948. Tous les prix relatifs sont obtenus en rapportant le prix à la consommation considéré au déflateur de la valeur ajoutée manufacturière.

Une tension constante sur le prix de la formation de capital

Il reste maintenant à examiner le mouvement relatif des prix de la valeur ajoutée des sociétés et de la formation de capital fixe. Ainsi qu'on l'a observé, ce mouvement a été constamment défavorable à la rentabilité. La pression a été cependant, à partir du début des années 60, très nettement plus accentuée sur le secteur manufacturier que sur le secteur non manufacturier (graphique 3.4).

Très schématiquement on peut considérer que les prix du « capital-équipement » sont déterminés pour l'essentiel par les sociétés du secteur manufacturier (la matière première en provenance du secteur non manufacturier jouant à ce niveau un rôle relativement négligeable) tandis que ceux du « capital-bâtiment » sont déterminés, pour l'essentiel, en dehors du secteur manufacturier et, pour une part qui reste importante, par des entreprises individuelles.

Tableau III - Évolution des prix du capital fixe et du prix de la valeur ajoutée des sociétés manufacturières et non manufacturières

Taux de croissance annuels moyens	1948-1977	1948-1957	1957-1966	1966-1973	1973-1977
Secteur manufacturier :					
Prix de la valeur ajoutée	2,88	2,72	0,91	2,76	8,05
Prix du capital-équipement	4,36	4,99	1,70	3,95	9,88
Prix du capital-bâtiment	4,04	2,64	1,42	8,10	6,20
Sociétés non manufacturières :					
Prix de la valeur ajoutée	3,18	1,97	1,13	4,56	8,33
Prix du capital-équipement	3,50	3,68	0,64	3,82	9,20
Prix du capital-bâtiment	4,48	3,85	0,80	7,18	9,79

On constate tout d'abord que les prix du capital-équipement ont eu tendance à augmenter toujours sensiblement plus vite que ceux de la valeur ajoutée des sociétés manufacturières dans leur ensemble.

Les indicateurs rassemblés dans le tableau IV cherchent à éclairer cette évolution. Pour les branches retenues, qui toutes contribuent de façon importante à la formation du prix du capital-équipement, on peut observer ce qui a été analysé au chapitre précédent : la conjonction d'une homogénéité dans l'évolution du salaire par rapport à la moyenne manufacturière et d'une divergence d'évolution de productivité. L'ensemble de ces branches, où la régulation salariale est de type monopoliste a en effet connu des évolutions de productivité structurellement plus faibles que celles de l'ensemble du manufacturier.

Il faut toutefois se demander pourquoi ces branches se sont trouvées en position de répercuter la progression de leurs coûts salariaux sur leurs prix de ventes. Des éléments d'explication peuvent être avancés : jusqu'à la fin des années 60 les producteurs américains ont bénéficié, pour ces produits, d'une faiblesse de la concurrence internationale (4), et la concurrence intérieure sur des machines souvent produites par des entreprises de taille moyenne, mais fortement spécialisées, s'exerce relativement peu par les prix (5).

Tableau IV - Quelques caractéristiques des branches de biens d'équipement

Taux de croissance annuels moyens (1948-1977)	Valeur ajoutée	Productivité horaire	Salaires réels	Taux de marge brute
Ensemble manufacturier	2,80	2,55	2,53	- 0,45
Sidérurgie	5,17	0,88	3,24	- 1,35
Produits métallurgiques	3,50	1,64	2,14	- 0,40
Machines et ordinateurs	3,91	1,61	2,39	- 0,15

En second lieu les *prix du capital-bâtiment* ont, tant pour les sociétés manufacturières que pour les sociétés non manufacturières, augmenté nettement plus vite que les prix de la valeur ajoutée, le mouvement est particulièrement net entre 1966 et 1973, période où les prix de la FBCF-bâtiment augmentent plus de deux fois plus vite que ceux de la valeur ajoutée manufacturière. Il est cependant difficile de cerner les causes d'une telle évolution dans la mesure où les statistiques américaines sur le secteur du bâtiment sont généralement considérées comme peu fiables.

Au total, et malgré les problèmes inhérents à la définition d'un indicateur de prix du capital (6), il apparaît que *l'inefficacité relative du secteur producteur de biens de capital* a exercé un effet systématiquement défavorable à l'évolution de la rentabilité des sociétés prises dans leur ensemble.

(4) Si l'on excepte le déficit américain en produits sidérurgiques. Ainsi les taux de couverture étaient-ils encore en 1970 voisins de 200 % (ou supérieurs) pour l'ensemble des branches fournisseuses de biens d'équipement, à l'exception de la mécanique générale légère (source : banque de données CHELEM du CEPII).

(5) Il faut par ailleurs noter qu'entre la fin des années 50 et le milieu des années 60, le flux annuel d'investissement en équipement est passé, en dollars de 1972, de 30 à 60 milliards. Le secteur des biens d'équipement, dont les capacités de production sont loin d'avoir doublé dans le même temps, a ainsi bénéficié d'une relative tension sur ces marchés.

(6) J. Malresse a attiré l'attention sur l'ambiguïté inhérente à la définition d'un indicateur de volume du capital ; la conception adoptée par les comptables nationaux américains est celle du « coût de reproduction » qui, mis à part les questions théoriques, pose des problèmes de mesure certains. Les ordres de grandeur en cause sont toutefois trop importants pour que l'on puisse attribuer les effets observés à des erreurs de mesure.

Une convergence des tensions vers le secteur manufacturier

C'est dans ce contexte de mouvements de prix relatifs que l'on voudrait maintenant reprendre, en adoptant la même décomposition que celle présentée plus haut pour l'ensemble des sociétés, l'analyse des mouvements de la rentabilité et de l'évolution des conditions de l'accumulation des sociétés manufacturières et non manufacturières (graphique 3.5). Il faut noter qu'il n'a pas été possible de mener l'analyse au niveau des seules sociétés du secteur tertiaire privé qui en constituent la plus grande part en termes de profit des sociétés puisqu'il réalise 60 % environ du profit des sociétés non manufacturières. Il importe donc de souligner la forte hétérogénéité de ce secteur non manufacturier, puisqu'y sont regroupés aussi bien des secteurs tels le commerce et le BTP où le ratio capital/produit est particulièrement faible que des secteurs où il est très élevé comme les « public utilities » ou les télécommunications. On peut cependant noter, du point de vue de l'opposition manufacturier/tertiaire, que, du fait de la dégradation de la rentabilité dans le BTP ou les « public utilities », l'indicateur retenu définit en quelque sorte un minorant de l'évolution de la rentabilité des sociétés privées du tertiaire.

Tableau V - Rentabilité des sociétés non-manufacturières

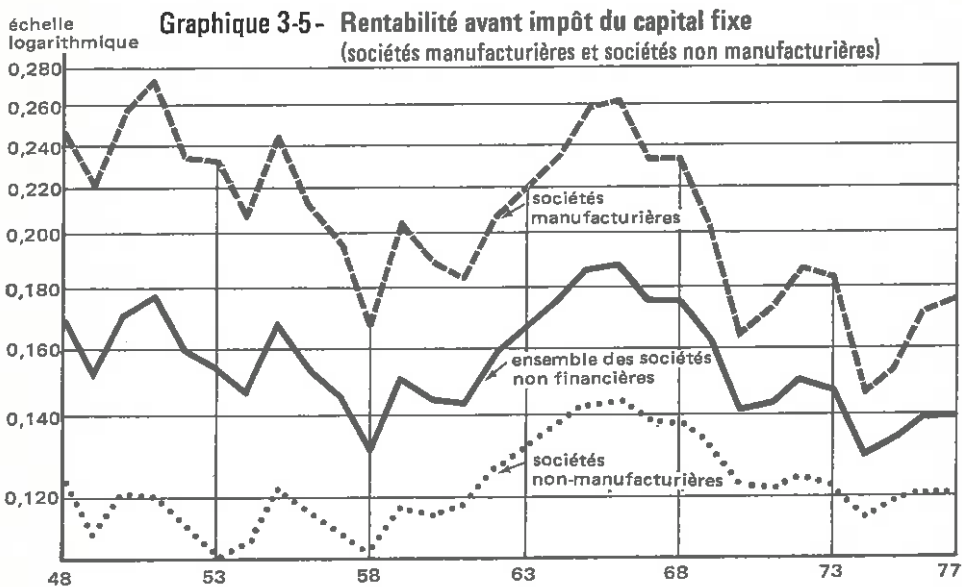
Taux de croissance annuels moyens	1948/1977	1948/1957	1957/1966	1966/1973	1973/1977
Taux de rentabilité	- 0,20	- 1,44	+ 2,93	- 2,35	- 0,52
Coût salarial réel	- 0,37	- 0,23	+ 1,62	- 3,38	- 0,43
Productivité apparente du capital ..	+ 1,16	+ 1,15	+ 2,48	+ 0,64	- 0,86
Prix relatifs	- 0,97	- 2,34	- 1,19	+ 0,39	+ 0,81
dont (p/p _e)	(- 0,11)	(- 0,34)	(- 1,47)	(+ 0,95)	(+ 2,18)
(p/p _π)	(- 0,86)	(- 2,00)	(+ 0,28)	(- 0,56)	(- 1,38)

Note : Cf. tableau I de ce chapitre.

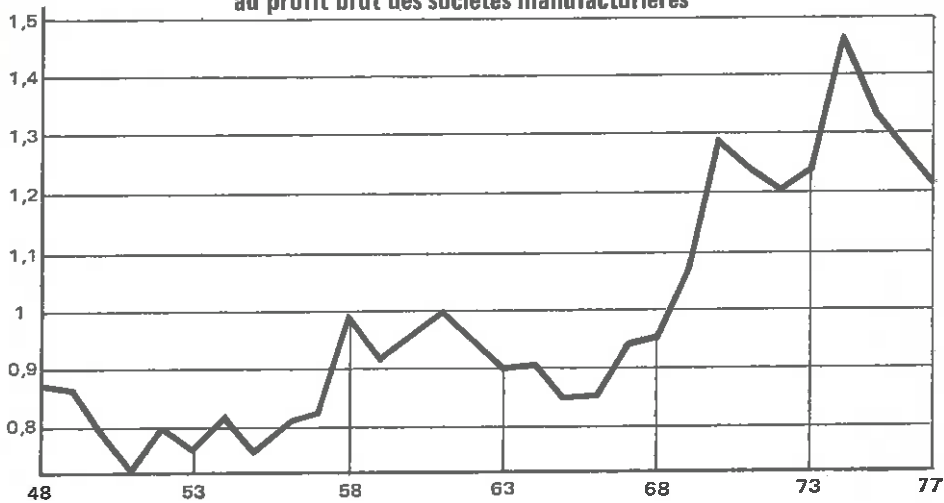
Tableau VI - Rentabilité des sociétés manufacturières

Taux de croissance annuels moyens	1948/1977	1948/1957	1957/1966	1966/1973	1973/1977
Taux de rentabilité	- 1,14	- 2,35	+ 3,18	- 4,94	- 1,14
Coût salarial réel	+ 0,53	- 2,68	+ 3,48	+ 1,41	- 0,85
Productivité apparente du capital ..	+ 0,55	- 0,17	+ 2,65	- 0,05	- 1,40
Prix relatifs	- 2,22	+ 0,45	- 3,00	- 6,37	+ 1,12
dont (p/p _e)	(- 0,98)	(+ 1,59)	(- 2,38)	(- 3,86)	(+ 1,72)
(p/p _π)	(- 1,24)	- 1,14)	(- 0,62)	(- 2,51)	(- 0,60)

Note : Cf. tableau I de ce chapitre.



Graphique 3-6- Rapport du profit brut des sociétés du secteur tertiaire privé au profit brut des sociétés manufacturières



Les tableaux V et VI récapitulent les déterminants des évolutions de rentabilité des sociétés manufacturières et non manufacturières. Une première constatation s'impose : alors qu'elles avaient augmenté pratiquement au même rythme sur la période 1957-1966, la rentabilité des sociétés manufacturières a baissé *deux fois plus vite* que celle des sociétés non manufacturières au cours de la période 1966-1973. En outre et ce second point paraît essentiel, les *déterminants de cette baisse sont radicalement différents*.

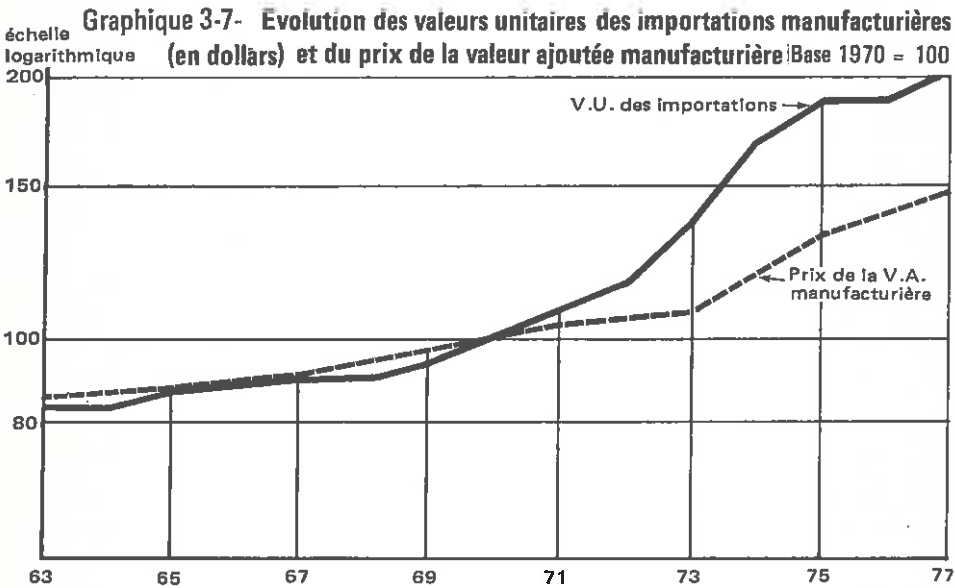
— Pour les sociétés manufacturières le ralentissement de la baisse du coût salarial réel (qu'explique la conjonction d'un léger ralentissement des gains de productivité et d'une progression un peu plus rapide du salaire réel) et l'arrêt de la progression de la productivité apparente du capital n'expliquent pas le retournement dans l'évolution de la rentabilité après 1966. Celle-ci résulte principalement d'une *pression extrêmement vive des prix relatifs*. Il y a donc là un contraste très frappant avec les conditions de la baisse de rentabilité sur 1948-1957 : celle-ci provenait exclusivement de déterminants internes au secteur manufacturier lui-même.

— Pour les sociétés non-manufacturières les déterminants de la chute de rentabilité sont strictement internes : cette chute est liée en particulier à la progression relative des salaires dans le secteur tertiaire, tandis que l'évolution des prix relatifs s'avère au contraire avoir eu *un effet légèrement positif*.

Après 1973 s'opère un retournement dans le jeu des prix relatifs : alors que dans le secteur manufacturier, le ralentissement des gains de productivité induit une hausse du coût salarial réel et que la productivité apparente du capital se dégrade (encore faut-il noter que cette baisse est entièrement attribuable à une chute du taux d'utilisation des capacités de production), ce secteur parvient à quasiment stabiliser son taux de rentabilité en reportant — comme le font, d'ailleurs, les sociétés dans leur ensemble — le poids de ses difficultés nouvelles sur le reste de l'économie. On a vu quelles en étaient les conséquences : dégradation accentuée du salaire réel dans le secteur concurrentiel et intervention croissante de l'Etat dans la formation du revenu disponible des ménages (cf. chapitre II). Il convient de tenter d'expliquer pourquoi le secteur manufacturier, qui n'avait pu augmenter ses prix relatifs sur 1966-1973, le peut à partir de 1973.

L'évolution du commerce extérieur américain sur la période conduit tout d'abord à invoquer *l'évolution de la contrainte extérieure* ; la progression rapide des importations manufacturières — et en particulier de biens durables — au cours des années 60 ne permet en effet plus de considérer que la concurrence extérieure joue, pour toutes les branches manufacturières, un rôle négligeable : le rapport (en valeur) des importations manufacturières à la valeur ajoutée manufacturière, qui était de 6% en 1961 vaut 7,5% en 1966, passe à 13% en 1970 et atteint 17,5% en 1973. On peut légitimement penser que cette ouverture très rapide s'accompagne d'une contrainte sur les prix d'un certain nombre de secteurs manufacturiers ; c'est ce que semble confirmer le graphique 3.7 : jusqu'aux réajustements de parités consécutifs à 1971, les prix des importations manufacturières et les prix de la valeur ajoutée manufacturière

ont suivi une évolution parallèle. Ainsi contraint, le secteur manufacturier n'aurait pas pu répondre par une hausse de son prix aux pressions exercées sur sa rentabilité.



On comprend alors comment la détente de la contrainte extérieure provoquée par la baisse de la parité relative du dollar peut avoir permis au secteur manufacturier de renverser les évolutions internes de prix relatifs.

Pour le reste, force est d'admettre que les conditions de la croissance au cours des années 1966-1973 ont permis au secteur tertiaire privé d'exploiter à son profit les relations de complémentarité qui l'unissent au secteur manufacturier, en même temps qu'il lui imposait de comprimer ses marges lors du jeu des substitutions entre biens et services.

L'ensemble des observations qui ont été présentées conduit donc à nettement différencier les deux périodes de baisse de la rentabilité qu'a connues le secteur manufacturier : dans les années 50, elle résultait principalement d'une dégradation des conditions de production, exprimée par la hausse

du coût salarial réel et la stagnation de la productivité apparente du capital. Dans la seconde moitié des années 60, elle apparaît moins liée à une dégradation de ces conditions internes (qui certes deviennent moins favorables) qu'à une *détérioration des conditions de « reproduction »* : le jeu des prix relatifs, fortement défavorable au secteur manufacturier, exprime la double pression qu'exercent sur la rentabilité la hausse relative du prix des biens de consommation (par le biais de la formation des salaires) et la hausse relative du prix du capital (qui pèse sur le coût de renouvellement du capital). On peut alors penser qu'un ensemble de tensions provenant du secteur des biens d'équipement et du secteur tertiaire privé ont, du fait de la capacité concurrentielle de ces deux secteurs, *convergé vers le secteur manufacturier*.

A contrario, la hausse de rentabilité dans la période 1957-1966 apparaît fortement liée à l'existence de conditions très favorables *au sein du secteur manufacturier* : bénéficiant, dans un contexte de croissance soutenue, de l'expansion de l'accumulation et de la hausse de la part des biens durables dans la consommation des ménages, celui-ci a pu réaliser de forts gains de productivité apparente du travail et du capital, et conjuguer une élévation rapide de sa rentabilité (favorisée aussi par une relativement faible croissance des salaires réels) et une baisse de son prix relatif.

Des distorsions accentuées par la fiscalité et l'endettement

Ces importantes divergences dans les évolutions de rentabilité se sont largement répercutées sur les taux d'accumulation de capital fixe par les deux secteurs. Pour le constater, il convient tout d'abord de passer de l'indicateur de rentabilité globale sur lequel on vient de raisonner, au profit d'entreprise. La première étape consiste alors à examiner l'effet de la fiscalité : le graphique 3-8 permet d'observer cet effet, en tant que prélèvement sur le flux global de profit, indépendamment des modalités de fixation de ce prélèvement (voir sur ce point l'encadré).

Plusieurs éléments apparaissent clairement :

— En premier lieu, le taux apparent d'imposition (rapport de l'impôt au profit brut global) a, pour l'ensemble des sociétés non financières, régulièrement décliné depuis 1951 passant ainsi de 42,3 à 21,7 % en 1977. *La fiscalité a donc, dans l'ensemble, exercé un important effet favorable sur l'évolution de la rentabilité du capital.*

Fiscalité et composition du profit

La fiscalité directe sur les profits est, pour l'essentiel, assise sur le profit net inscrit dans les comptabilités d'entreprise. Or la part de celui-ci dans le profit brut global, qui était de 80% environ au début de la période, a fortement diminué et ne représente plus aujourd'hui, pour l'ensemble des sociétés, que 50%.

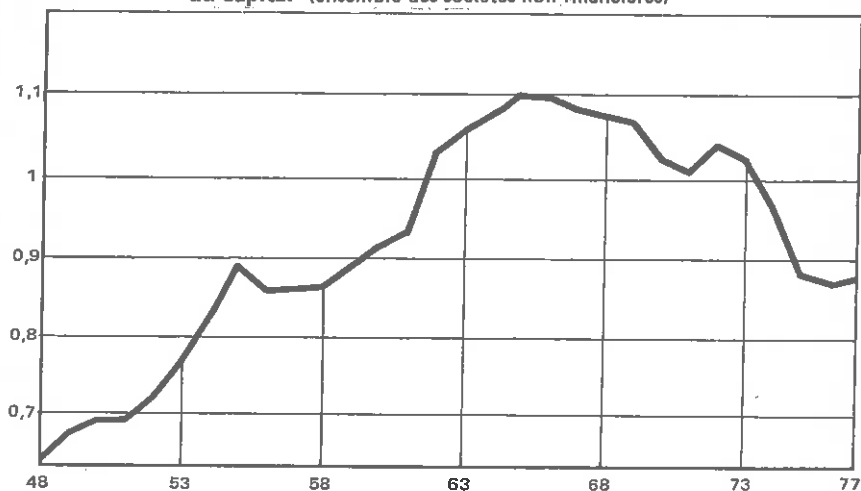
Le profit brut global que nous avons jusqu'à présent considéré se décompose en quatre éléments :

profit brut global =
profit net fiscal avant impôt (et distribution de dividendes)
+ charges financières nettes
+ amortissements fiscaux
+ correction sur la valorisation des stocks (IVA).

La baisse de la part du profit net ne peut s'expliquer par la seule augmentation des charges financières dont la part passe de 5% en début de période à 15-20% dans les années 70 (l'essentiel de ce mouvement ayant lieu dans la seconde moitié des années 60). Elle est due pour une plus large part, à la *montée des dotations aux amortissements* dont la part dans le profit brut, qui était de 20% au début des années 50, atteint 40% en fin de période.

Cette montée des amortissements est, elle-même, le produit d'effets multiples : elle résulte en premier lieu de la reprise de l'accumulation dès la fin de la guerre, après plus d'une décennie de stagnation. Mais elle provient aussi, pour une part importante, d'une accélération du rythme d'amortissement des équipements ; on touche ici à la difficile question de l'obsolescence : y a-t-il eu accélération de l'obsolescence des équipements ? Il n'est guère possible d'y répondre sur la base des données statistiques disponibles. Une comparaison est cependant intéressante avec l'amortissement « économique » retenu par les comptables nationaux pour l'évaluation des stocks de capital net. Ce dernier est calculé de manière forfaitaire, et selon des règles inchangées sur l'ensemble de la période. Contrairement à l'amortissement fiscal — qui est calculé sur une base de coût historique —, l'amortissement économique est calculé sur une base de coût de renouvellement et donc non affecté par les changements dans le rythme d'inflation. Il n'est pas nécessaire de considérer que les calculs des comptables nationaux rendent compte de manière exacte de l'évolution du stock de capital pour interpréter le ratio amortissement fiscal / amortissement « économique » : celui-ci apparaît comme une mesure de l'évolution de l'intensité de l'obsolescence comptable, rapportée à une norme constante.

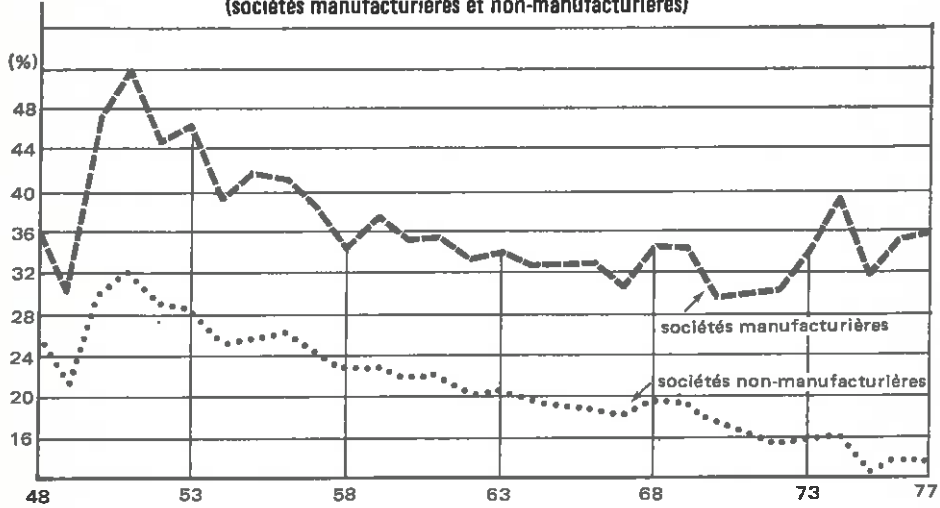
Graphique II- Rapport de l'amortissement fiscal à l'amortissement économique du capital (ensemble des sociétés non financières)



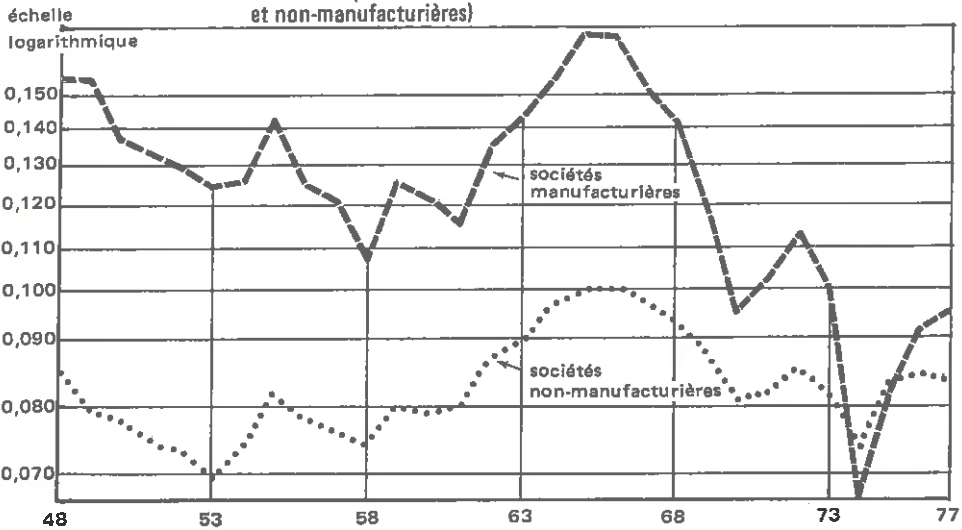
Il apparaît que l'effet combiné des changements dans la réglementation de l'amortissement et des inflexions dans le rythme d'inflation a déterminé une évolution très nette de ce ratio (graphique II) : de 1948 à 1966, il y a bien, sinon obsolescence accélérée des équipements, accélération de l'obsolescence comptable par incorporation sans cesse croissante au cash-flow d'un flux d'amortissement ; le ratio amortissements fiscaux / amortissements économiques passe ainsi de 0,65 en 1948 à 1,10 en 1966. Mais, après 1966, l'accélération de l'inflation renverse le sens de l'évolution, malgré une nouvelle réforme de la réglementation de l'amortissement en 1971, et le ratio retombe à 0,85 en 1975-1977.

Il faut cependant noter une contre-tendance à la baisse de la fiscalité : la surévaluation du profit net en période d'inflation due à l'usage de méthodes de type FIFO (first in, first out) pour l'évaluation des stocks dans les comptabilités d'entreprise. La correction calculée par les comptables nationaux a pu ainsi représenter jusqu'à 25% du profit net fiscal en 1973 (et plus encore en 1974).

Graphique 3-8- Taux apparents d'imposition des profits bruts (sociétés manufacturières et non-manufacturières)



Graphique 3-9- Capacité d'accumulation (capacité d'autofinancement rapportée au stock de capital fixe au coût de renouvellement ; sociétés manufacturières et non-manufacturières)



— En second lieu, les sociétés manufacturières ont constamment été très sensiblement plus imposées — en termes de taux apparent — que les sociétés non manufacturières (graphique 3.8). De plus l'évolution de la fiscalité apparente n'a pas été la même pour les secteurs manufacturier et non manufacturier : alors que pour le premier elle n'exerce d'effet favorable sur la rentabilité que jusqu'en 1966, pour ensuite devenir légèrement défavorable, pour l'ensemble non manufacturier elle continue de décliner jusqu'à la fin de la période. Ainsi la fiscalité a-t-elle, après 1966, *accentué les disparités dans les évolutions de la rentabilité entre les deux secteurs*, et contribué à renforcer les pressions sur la rentabilité relative du secteur manufacturier.

Cet effet de la fiscalité doit toutefois être interprété avec précaution dans la mesure où il résulte en partie du jeu des charges financières. Holland et Myers (7) ont attiré l'attention sur le « tax shield » auquel est associé le financement externe et qui représente, pour les entreprises, une incitation à l'endettement. Une mesure simple de ce biais fondée sur l'hypothèse d'une taxation identique des profits nets et des intérêts, conduit, toutes choses égales par ailleurs, à lui attribuer l'essentiel de la baisse de la fiscalité après le milieu des années 60.

Ces effets jouent, d'une manière générale, pour le secteur manufacturier comme pour les sociétés non manufacturières : pour l'un comme pour l'autre, on note une baisse de la part du profit net, une montée des amortissements et une croissance des intérêts payés dans la seconde moitié des années 60. Les écarts de niveaux dans la part du profit net — qui est l'assiette de l'impôt — dans le profit brut global se maintiennent grosso-modo sur toute la période. La composition du profit n'explique donc pas la divergence d'évolution dans le poids de la fiscalité observée après 1966 : c'est principalement *l'alourdissement relatif de la fiscalité nominale sur le profit net du secteur manufacturier* qui est à l'origine de l'accentuation des disparités dans l'évolution des rentabilités après impôt.

Afin de faire la synthèse des observations précédentes et d'approcher un indicateur de la rentabilité d'entreprise, on peut calculer une « rentabilité » après impôt et hors charges financières (graphique 3.9). Il ne s'agit pas, à vrai dire, d'un indicateur de rentabilité — puisque l'on rapporte un profit d'entreprise à un stock de capital dont l'accumulation a pu, pour partie, être financée par endettement — mais d'un indicateur de capacité d'accumulation des sociétés (part du stock de capital renouvelable par autofinancement).

Pour l'ensemble des sociétés, l'évolution de ce ratio est assez voisine — si l'on excepte un effet de rattrapage entre 1966-1973 et 1973-1977 — de celle de la rentabilité globale. Mais il n'en est pas de même pour les deux secteurs : pour le secteur manufacturier, elle est nettement plus défavorable — surtout

(7) Cf. D. Holland et S. Myers (op. cit).

après 1966 — que celle de la rentabilité, tandis que *le double effet de la fiscalité et du financement externe tend à améliorer la position relative des sociétés non manufacturières. Pour celles-là la « capacité d'accumulation » dans les années 70 se situe ainsi sensiblement au-dessus de celle qu'elles connaissaient dans les années 50* alors que la situation est très exactement inverse pour le secteur manufacturier.

Une accumulation déséquilibrée

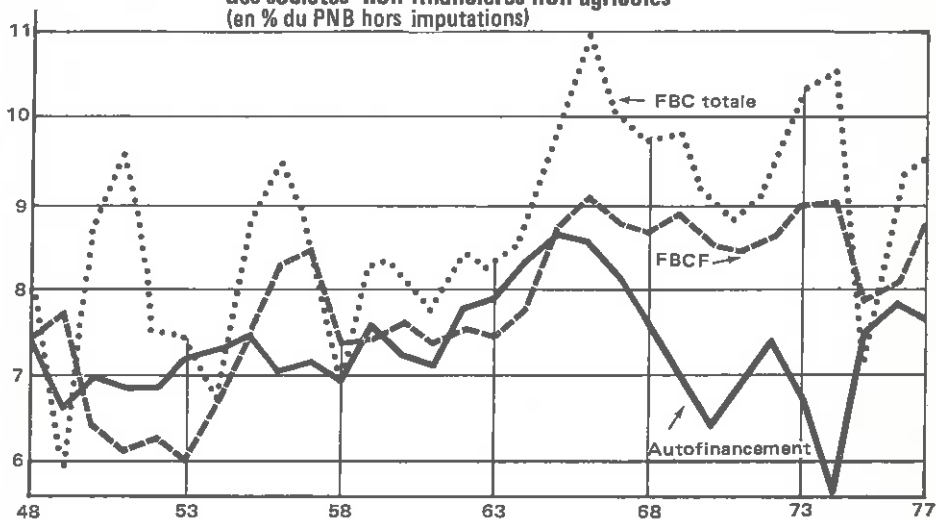
Dans quelle mesure l'investissement des sociétés a-t-il été affecté par les mouvements de la rentabilité qui ont marqué les trente dernières années ? Il importe, ici aussi, de distinguer l'évolution de l'ensemble des sociétés et celle des deux secteurs, manufacturier et non manufacturier.

En termes globaux, l'investissement est relativement peu sensible à l'évolution de la rentabilité, que ce soit conjoncturellement — on sait d'ailleurs que la plupart des fonctions d'investissement utilisées dans les modèles ne retiennent pas le profit comme déterminant — ou en plus longue période. Son évolution est essentiellement déterminée par celle de la demande globale, et le taux d'investissement en volume des sociétés (rapport investissement/valeur ajoutée) ne chute ainsi que faiblement après 1966.

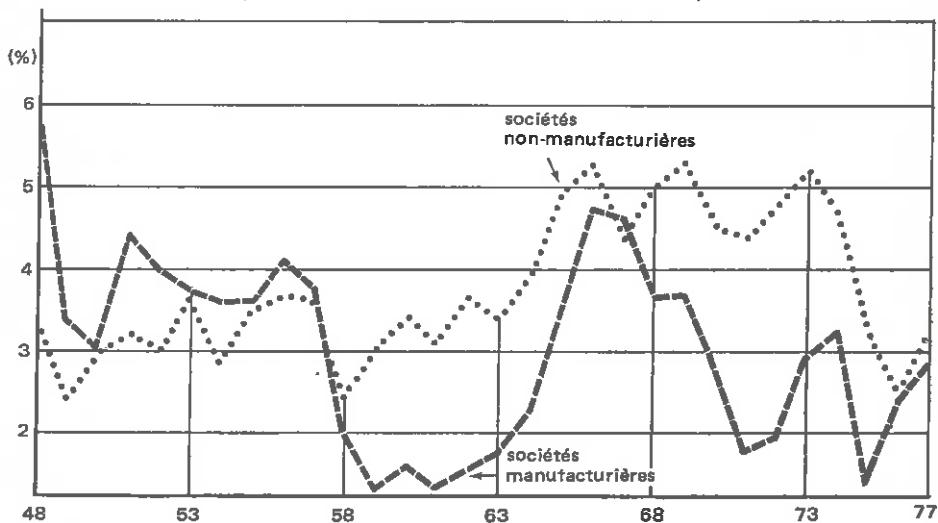
Dans ces conditions, la baisse de rentabilité a pour contrepartie, compte tenu de l'accroissement du prix relatif du capital, l'apparition d'un *besoin de financement massif* des sociétés non financières. Le graphique 3.10, où sont portées l'évolution de l'autofinancement et de la formation de capital en valeur, illustre clairement ce phénomène ; le taux d'investissement en capital fixe progresse en valeur par paliers sous le double effet du mouvement de l'accumulation et de celui des prix relatifs : d'un niveau de départ voisin de 7% dans l'immédiat après-guerre il passe, après la vague d'investissement de 1956-1957 à 7,5% ; puis il accompagne la hausse de rentabilité du début des années 60 pour se stabiliser à 8,5-9% après 1966. Avec la chute de la rentabilité se creuse alors un écart croissant entre autofinancement et formation de capital qui a pour corollaire une montée de l'endettement dont on a observé l'effet dans la hausse des charges financières. Cette apparition d'un important besoin de financement n'est, d'ailleurs que partiellement nouvelle : ce qui est caractéristique de la fin des années 60 et du début des années 70, ce n'est pas que le taux d'autofinancement puisse être bas, c'est qu'à des déséquilibres essentiellement conjoncturels se substitue un écart durable et croissant entre investissement fixe et profit. La nature du besoin de financement s'en trouve alors changée.

Globalement, donc, la baisse de la rentabilité n'a pas exercé de contrainte sur le niveau de l'investissement. C'est sur la circulation financière — on y reviendra — que ses effets se sont trouvés reportés. Mais il apparaît nettement que l'accumulation s'est fortement ralentie, après 1966, dans le secteur manufacturier (graphique 3.11) : le taux d'accumulation dans ce secteur qui, après le creux des années 50, s'était vivement redressé en même temps que la renta-

Graphique 3-10- Autofinancement, formation de capital et formation de capital fixe des sociétés non financières non agricoles (en % du PNB hors imputations)



Graphique 3-11- Taux d'accumulation de capital fixe (sociétés manufacturières et non-manufacturières)



bilité, diminue à nouveau de moitié. De plus, le maintien d'une croissance du stock de capital manufacturier tient exclusivement à des effets d'inertie, puisque l'investissement manufacturier en volume *diminue* de 1966 à 1971, et ne retrouve qu'en 1974, puis en 1976, un niveau supérieur à celui de 1966. Or cette stagnation a pour contrepartie, compte tenu des hausses de prix dans les biens d'équipement (cf. supra tableau III) et de la dégradation de la rentabilité, un endettement très massif : de 1966 à 1973 la part des charges financières nettes dans le profil brut global (avant impôt) du secteur manufacturier passe de 2,8 à 10,9%.

A l'inverse, le taux d'accumulation des sociétés non manufacturières, s'il cesse de croître après 1966, se maintient à un niveau de plus de 50% supérieur à celui qu'elles connaissaient dans les années 50. *Ainsi l'accumulation apparaît-elle (8) fortement déséquilibrée* dans la seconde moitié des années 60 et jusqu'à la récession de 1974-1975. Déséquilibre qui se retrouve, il faut le noter, à l'intérieur du secteur non manufacturier : les investissements du secteur des « public utilities », dont la rentabilité se dégrade, augmentent ainsi très fortement (cf. sur ce point le chapitre VI), tandis que l'investissement des sociétés tertiaires privées, où tendent à se localiser les profits, semble, autant qu'on puisse en juger sur la base des statistiques disponibles (9), progresser de manière nettement plus modérée. Ainsi les sociétés des divers secteurs se sont-elles trouvées dans des situations très différentes du point de vue de leurs besoins de financement. C'est néanmoins au niveau des grands secteurs institutionnels que l'on va maintenant chercher à analyser l'effet sur la circulation financière des évolutions que l'on a jusqu'à présent observées.

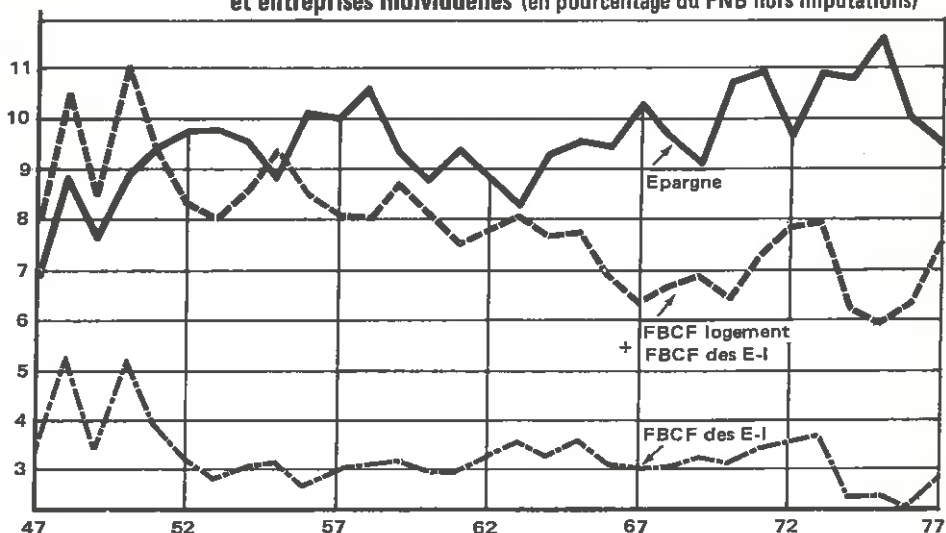
2 - Les transformations de la circulation financière

A partir du milieu des années 60 se conjuguent deux mouvements structurels d'ampleur comparable : *l'apparition de déficits budgétaires de plus en plus massifs* — qui sont, on l'a vu, en bonne partie conséquence de la nécessaire intervention fédérale dans la formation du revenu des ménages — et *la montée cumulative de l'endettement des sociétés*. Ce double besoin de financement a eu pour corollaire comptable un endettement (direct ou indirect) de ces deux secteurs auprès des ménages (et, à partir du début des années 70, une intervention de l'extérieur dans le financement de la dette publique sur laquelle on reviendra). On voudrait maintenant analyser les modalités d'émergence de cette capacité de financement des ménages.

(8) M. Fouet avait développé cette analyse dans « Pourquoi la récession américaine de 1974-1975 est la plus grave de l'après-guerre ». Statistiques et Etudes Financières, Série Orange, n° 23, 1976.

(9) Il existe plusieurs séries d'investissement par branche aux Etats-Unis, qui présentent des évolutions souvent fort différentes. Malheureusement celles qui sont cohérentes avec les séries de stock de capital que l'on a utilisées ne sont pas disponibles à un niveau désagrégé.

Graphique 3-12- Epargne et formation de capital des ménages et entreprises individuelles (en pourcentage du PNB hors imputations)



La montée d'une capacité de financement des ménages

Si l'on confronte l'évolution de l'épargne et de l'investissement des ménages (et entreprises individuelles) exprimés tous deux en pourcentage du PNB, cette apparition d'une capacité de financement dans les années 60 est frappante (graphique 3.12). Elle résulte de deux mouvements conjoints de baisse de leur investissement en logement et de hausse de leur épargne. Cette hausse de l'épargne provient elle-même d'une élévation de leur taux d'épargne brute à partir du milieu des années 60 à laquelle s'ajoute, à partir de la fin des années 60, la progression de la part de leur revenu disponible dans le PNB.

Elément décisif de l'apparition d'une capacité de financement des ménages, la baisse de l'investissement en logement résulte apparemment moins d'une saturation du besoin de logement que de l'éviction d'une part importante de la population de l'accès au logement :

C'est au cours de la brève période qui va de l'après-guerre au début des années 60 que la propriété du logement s'est étendue à la majorité des ménages non agricoles. Cette période a, pour les ménages de la « Middle Class » été celle de la grande mutation du mode de vie dont l'urbanisation

périphérique est le support. Alors que la proportion des ménages propriétaires avait à peine progressé, depuis 1900 — la vague de construction des années 20 ayant été stoppée par la crise, puis la guerre — en moins de 20 ans, elle a augmenté de 50% pour se stabiliser ensuite (tableau VII). Le gouvernement fédéral a joué, il faut le rappeler, un rôle majeur dans ce mouvement d'accession à la propriété, en mettant en place des dispositifs financiers et fiscaux qui allaient permettre d'étendre la propriété du logement à de nouvelles catégories de ménages. Un réseau spécialisé d'intermédiaires financiers (les « thrift institutions ») s'est construit sur cette base et l'acquisition du logement a ainsi, dans l'après-guerre, été un élément « structurant » de la formation du flux d'épargne des ménages.

Tableau VII - Ménages propriétaires de leur logement : 1900-1975
(en % de l'ensemble des ménages)

	1900	1910	1920	1930	1940	1950	1960	1970	1975
Tous ménages	46,7	45,9	45,6	47,8	43,6	55,0	61,9	62,9	64,6
Ménages non agricoles	36,9	38,6	40,8	46,0	41,1	53,4	61,0	62,0	64,0
Ménages blancs	49,8	N.D.	48,2	50,2	45,7	57,0	64,4	65,4	67,4
Ménages noirs et autres	23,6	N.D.	23,9	25,2	23,6	34,9	38,4	42,0	43,8

Source : Statistical Abstract.

Un ralentissement s'amorce à la fin des années 50 : l'évolution démographique devient momentanément défavorable et une extension de l'accès à la propriété du logement à de nouvelles catégories de ménages pourrait seule permettre au mouvement engagé de se prolonger. Ce ralentissement de la construction résidentielle, qui s'accompagne par ailleurs d'une légère baisse du taux d'épargne, va se poursuivre après 1966, alors que ces causes démographiques auront disparu, et jusqu'en 1976 (si l'on excepte le boom spéculatif du début des années 70). C'est l'exigence de l'affectation de l'épargne des ménages à l'investissement productif qui va dès lors contraindre la construction résidentielle et ce d'une double façon.

Tout d'abord, intervient un important mouvement du prix relatif de l'investissement résidentiel par rapport à celui des prix à la consommation : alors qu'entre 1957 et 1966 ce prix relatif avait baissé de 1,25% par an en moyenne, il va augmenter sur la période 1966-1973 au rythme annuel de 1,6% puis sur 1973-1977 à un taux de 2%.

A ce mouvement important du prix des logements va en outre venir s'ajouter l'effet de la progression des taux d'intérêts — liée précisément à

l'apparition d'un besoin de financement des sociétés — si bien que la proportion des ménages qui peuvent compte tenu de leur niveau de revenus et des normes quantitatives d'accès au crédit couvrir le coût d'acquisition d'un logement baisse à partir de 1965 (où elle atteignait 48,7 %) pour revenir en 1971 au même niveau qu'en 1950 (41 %) (10).

Parallèlement la montée du taux d'épargne des ménages, si elle résulte en partie d'un comportement de placement financier dans un contexte d'inflation, ne peut être considérée comme totalement spontanée. On sait en effet qu'une partie du revenu des ménages est en fait différée et versée à des caisses de retraite, ou « fonds de pension » qui, gérés le plus souvent par des départements spécialisés des grandes banques ou compagnies d'assurances, sont placés sur le marché financier.

Du point de vue de l'ensemble des ménages ce revenu différé fait que leur épargne va comprendre, outre une fraction « libre », une fraction captive qui correspond à l'accroissement des réserves de ces fonds de pension. Il faut alors noter que cet accroissement annuel des réserves des fonds de pension représentait au début de la période 2 % du revenu disponible des ménages et près de 4 % en 1977. Exprimé par rapport à leur épargne brute, il représentait jusqu'à la fin des années 50 moins de 25 % de l'épargne brute des ménages, puis a oscillé entre 25 et 30 % jusqu'en 1975 et a atteint 45 % en 1977 : on a donc là encore un important facteur qui contraint les ménages à mettre à la disposition des sociétés une part importante de leur épargne. Et il n'est pas sans intérêt de remarquer que ces accroissements de réserves des fonds de pension sont souvent d'un ordre de grandeur comparable à celui de la capacité de financement des ménages.

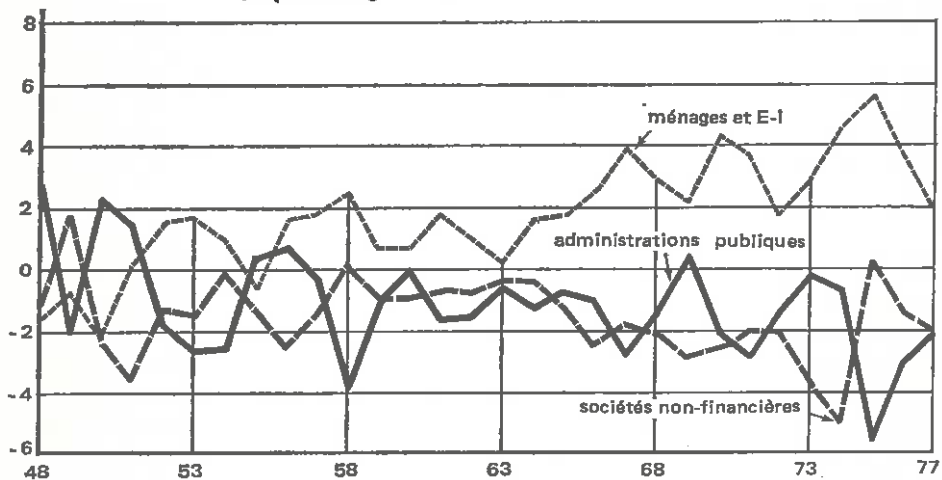
La déstabilisation des circuits financiers

L'ensemble des évolutions apparues à partir du milieu des années 60 conduit alors à une mutation radicale des complémentarités entre capacités et besoins de financement des différents secteurs (graphiques 3.13) ; à une configuration caractérisée par une complémentarité essentiellement conjoncturelle entre sociétés non financières et administrations vient se superposer progressivement au cours des années 60 une complémentarité structurelle entre ménages d'une part, sociétés non financières et administrations d'autre part (l'extérieur ne jouant, rappelons-le, un rôle significatif qu'à partir du début des années 70).

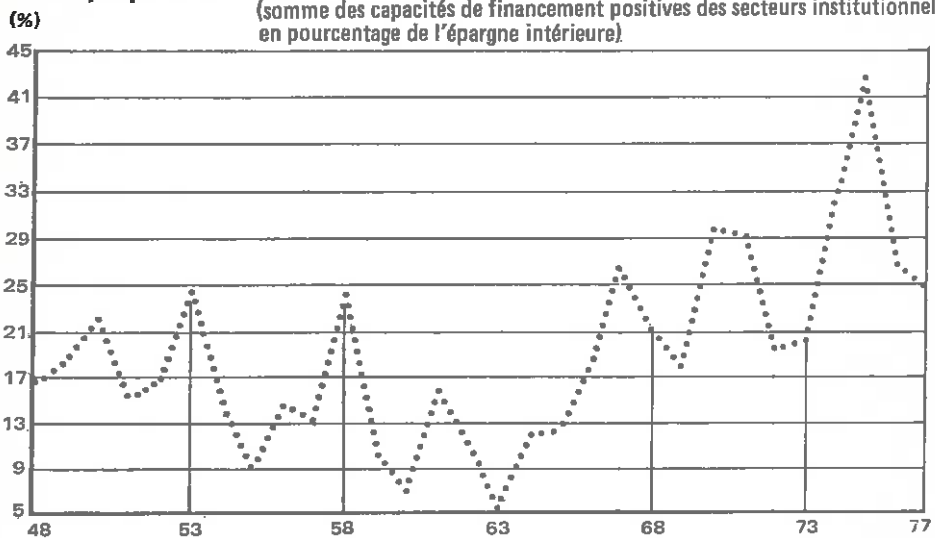
(10) Cf. C. Swan, « Housing and Financial Reorganization », in *Financial Institutions and the Nation's Economy*, Committee on Banking, Currency and Housing ; House of Representatives, June 1976 ; US Government Printing Office, Washington, 1976.

Voir également M. Kespi, « Investissements en logement et cycle économique », thèse d'Etat Paris I, 1979.

Graphique 3-13- Capacité de financement des ménages et entreprises individuelles, des sociétés non financières et des administrations publiques (en pourcentage du PNB hors imputations)



Graphique 3-14- Indicateur de besoin de circulation financière (somme des capacités de financement positives des secteurs institutionnels en pourcentage de l'épargne intérieure)



Une appréhension synthétique de ces mutations est donnée par l'observation de l'évolution d'un indicateur simple obtenu en rapportant la somme des capacités de financement des divers secteurs institutionnels à l'épargne domestique (graphique 3.14) : alors qu'en 1963, 5% de cette épargne devait être redistribuée d'un secteur à un autre, c'est en 1975 *près de la moitié* de l'épargne intérieure qui a fait l'objet d'une circulation financière entre secteurs institutionnels. Or, la logique des circuits financiers américains qui se sont mis en place après la guerre, autour en particulier, du financement du logement, était une logique intrasectorielle : l'essentiel de l'épargne des ménages était collecté par les « thrift institutions » et alimentait le marché hypothécaire. *C'est cette logique qui s'est trouvée remise en cause à l'occasion des crises de « désintermédiation » de 1966, 1969 et 1973.*

Les taux auxquels ces « thrifts » sont autorisés à rémunérer les placements étant plafonnés par la réglementation Q, une partie des ménages retire alors ces dépôts pour les placer auprès des banques commerciales puis, lorsqu'elles auront été elles aussi soumises à un plafonnement de la rémunération des dépôts d'épargne, directement sur le marché financier. Le différentiel entre taux réglementé et taux de marché, signal du besoin de financement croissant des entreprises provoque ainsi une *réorganisation « sauvage » des circuits de collecte de l'épargne* qui se trouvent dès lors littéralement déstabilisés (11). Deux points méritent d'être soulignés :

— compte tenu des contraintes d'accès aux placements alternatifs seule la partie la plus fortunée des ménages a pu éviter de voir le pouvoir d'achat de son épargne laminé par des taux d'intérêts réels négatifs ;

— mis en crise par la rupture des régularités dans le placement de l'épargne des ménages, le financement du logement requiert une intervention croissante de l'Etat fédéral qui, pour éviter un étouffement de la construction résidentielle, se voit contraint, le plus souvent par le truchement d'agences fédérales spécialisées, d'alimenter le marché hypothécaire.

Dans ces conditions, la déstabilisation des circuits de financement ouvre la voie à une redéfinition du rôle des intermédiaires financiers. On reviendra au chapitre VI sur les modalités et les incertitudes de cette réorganisation.

L'augmentation du déficit public et l'apparition d'un financement externe

Les administrations publiques connaissent, on l'a vu, un besoin de financement croissant à la fin des années 60. Après un redressement en 1973-1974, le déficit des finances publiques va devenir massif : en 1975 il représente ainsi 6% du PNB (hors imputations).

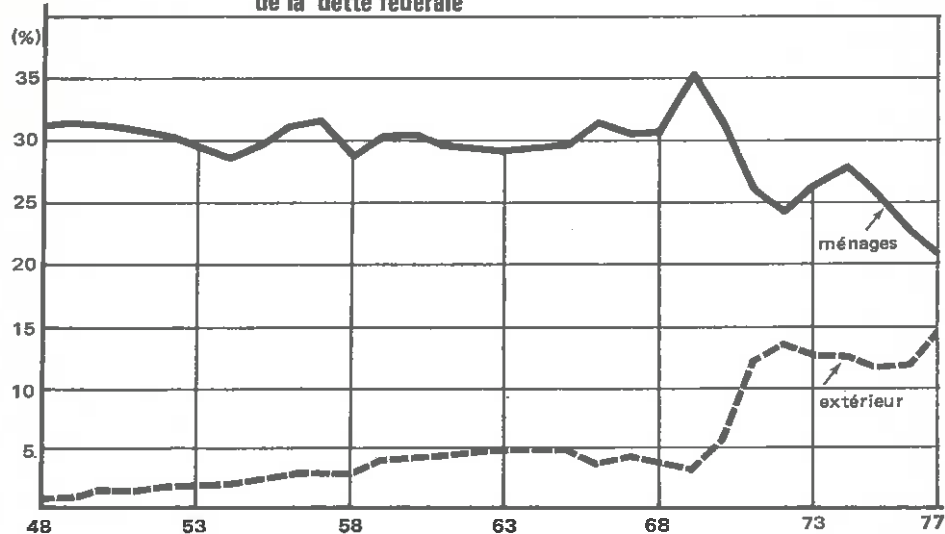
(11) Cf. par exemple E. McKelvey, « Interest Rate Ceilings and Disintermediation », *Staff Economic Study* n° 99, Federal Reserve System, 1978.

Au-delà des aspects conjoncturels, ce besoin de financement des années 70 apparaît comme la contrepartie de la consolidation de l'endettement des entreprises (graphique 3.13) : si celles-ci parviennent à retrouver un certain équilibre financier, c'est certes du fait de la chute de leur formation de capital (graphique 3.10), mais c'est aussi parce que la compression des salaires réels autorise une stabilisation de leur rentabilité. L'administration fédérale est alors contrainte de franchir une étape de plus dans sa contribution à la formation du revenu des ménages (cf. chapitre II) : rappelons que de 1973 à 1977 la part des transferts nets dans le revenu disponible des ménages est passée de 9 à plus de 12%.

Ainsi politique de soutien de la demande globale et intervention structurelle dans la formation du revenu des ménages apparaissent-elles fortement liées dans la seconde moitié des années 70 : les tensions auxquelles étaient précédemment soumises les sociétés *convergent maintenant vers l'Etat* : le déficit budgétaire, qui autorise une reprise rapide de la croissance après la récession de 1974-1975, en est l'expression.

On reviendra dans la conclusion de cette étude sur les contradictions qu'implique ce mode de résolution des tensions apparues dans l'économie privée.

Graphique 3-15- Part des ménages et de l'extérieur dans la détention de titres de la dette fédérale



Mais on voudrait maintenant souligner que cette évolution se conjugue avec l'apparition d'une modalité nouvelle de financement de la dette publique : alors que l'extérieur y contribuait faiblement jusqu'à la fin des années 60, la dévaluation du dollar et la transformation des relations monétaires internationales ont pour conséquence (12) un achat massif des titres de la dette fédérale par les Banques Centrales : la part des titres détenus par l'extérieur dans le stock total de titres de la dette fédérale passe ainsi de 3% à plus de 12% en l'espace de deux ans.

Du point de vue interne, ce mouvement apparaît comme la contrepartie d'une diminution de la détention de ces mêmes titres par les ménages (graphique 3.15). Ainsi les tensions internes qui s'étaient concentrées sur l'Etat fédéral se trouvent-elles d'une certaine manière prises en charge par l'extérieur.

(12) Voir à ce sujet l'étude du CEPII sur l'équilibre international des balances de paiements, à paraître dans *Economie Prospective Internationale* n° 3, juin 1980.

