

RÉTABLISSEMENT DES PROFITS ET STAGNATION DE L'INVESTISSEMENT : UN PARADOXE ?

Le premier choc pétrolier s'est accompagné dans tous les pays industrialisés d'une détérioration importante de la rentabilité des entreprises. Selon une expression couramment employée depuis, le prélèvement pétrolier a été principalement supporté à l'époque par les entreprises. Cette faiblesse de la rentabilité a souvent été considérée comme le principal obstacle au redémarrage de l'économie mondiale et à la maîtrise de l'inflation. Ce diagnostic est à l'origine des politiques de rigueur (budgétaire, salariale et monétaire) qui se sont progressivement généralisées à la suite du second choc pétrolier. Celles-ci ont conduit dans un premier temps à une forte aggravation de la récession initiée par le prélèvement pétrolier, puis à une nette désinflation, qui s'est accompagnée d'un redressement de la rentabilité des entreprises.

Si, comme le dit l'expression attribuée au chancelier Schmidt, « les profits d'aujourd'hui font l'investissement de demain et l'emploi d'après-demain », les conditions d'une reprise durable semblent aujourd'hui réunies. Pourtant la relation entre l'investissement et les profits réalisés est loin d'être aussi simple que ne le suggère la formule. L'investissement dépend en effet principalement de la rentabilité anticipée, laquelle est fortement influencée par les perspectives de débouchés. Rétablir les profits sans ouvrir de perspectives de croissance durable risque fort de ne pas déboucher sur une reprise de l'investissement. Tel est l'un des problèmes auxquels tente de répondre cet article, en analysant tout d'abord les facteurs qui ont conduit depuis le premier choc pétrolier à la détérioration du taux de marge des entreprises, puis à son redressement à partir de 1982, enfin en examinant les conséquences de ce redressement sur la reprise de l'investissement.

La détérioration des marges des entreprises

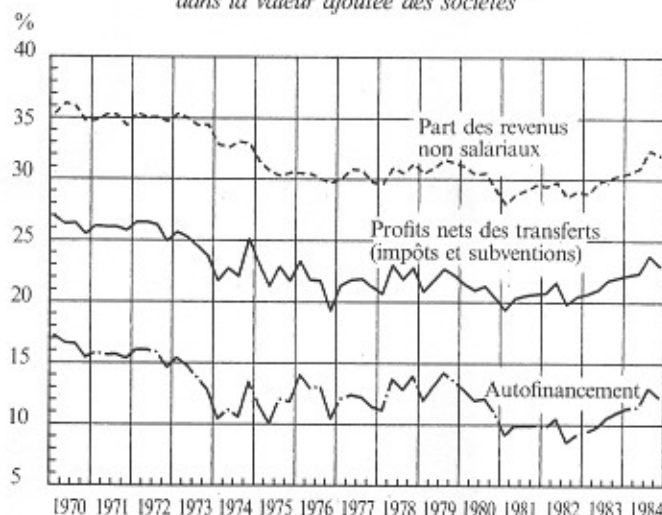
Le graphique 1 présente trois indicateurs de la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés. La notion la plus large regroupe l'ensemble des revenus non salariaux (valeur ajoutée diminuée de la masse salariale cotisations sociales comprises). Une notion plus restrictive exclut les impôts nets des subventions. Enfin la notion la plus étroite se limite à l'autofinancement des entreprises.

Ces trois indicateurs évoluent de façon grossièrement parallèle : forte détérioration de 1973 à 1976, léger redressement jusqu'au second choc pétrolier, nouvelle détérioration en 1979-1980, puis redressement à partir de 1982. Si en fin de période la part des impôts (nets des subventions) diminue

légèrement, celle des charges d'intérêts progresse nettement depuis 1979, de sorte que le rétablissement de l'autofinancement est plus lent que celui de l'ensemble des profits. Sa part ne rejoint pas encore le niveau de 1979.

La détérioration des profits qui suivit chacun des chocs pétroliers reposa sur la conjugaison de plusieurs facteurs.

1. Évolution de la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés



- Tout arrêt ou ralentissement de la croissance se traduit par un freinage des gains de productivité du travail, car les entreprises n'ajustent que lentement leurs effectifs. Par contre les règles institutionnelles de fixation du salaire font que le salaire réel continue sa progression et ne ralentit que lentement, au fur et à mesure de la détérioration de la situation de l'emploi.

- Du fait de la détérioration des termes de l'échange le prix à la consommation croît plus vite que le prix de la valeur ajoutée. Or c'est sur le premier que sont indexés les salaires et c'est le second qui détermine la valeur ajoutée à répartir entre salaire et profit.

- La montée de la part des dépenses sociales dans le PIB a été partiellement couverte par la progression des taux de cotisations sociales à la charge des employeurs.

Le tableau 1 et le graphique 2 illustrent l'importance respective de ces principaux facteurs dans l'évolution de la part des revenus non salariaux depuis le début des années soixante-dix. Avant le premier choc pétrolier la croissance de la productivité du travail s'effectuait sensiblement au même rythme que celle du salaire réel ; les modifications des termes de l'échange étaient plutôt favorables et compensaient la légère augmentation des taux des cotisations sociales, de sorte que la part des profits (au sens large) restait stable.

De 1973 à 1977 la part des profits dans la valeur ajoutée a diminué de 1,5 point par an. Cette diminution a résulté pour plus des deux tiers de l'écart qui s'est creusé entre le rythme de croissance de la productivité du travail et celui du salaire réel (0,8 point en rythme annuel).

1. Contribution des principaux facteurs à la variation de la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés

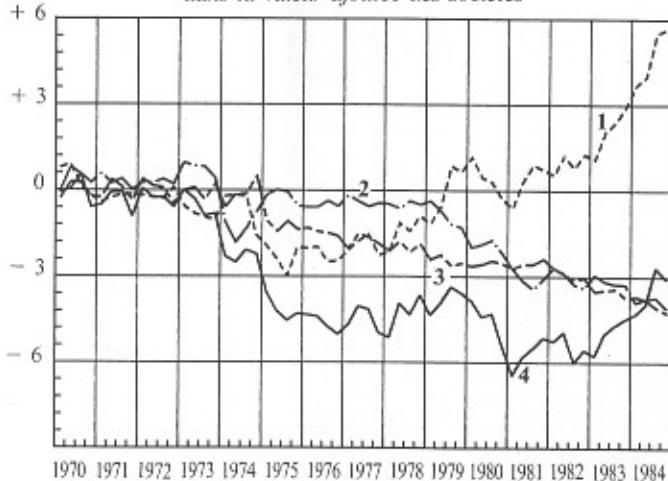
En rythme annuel, en glissement

	de 1970 à 1972	de 1973 à 1977	de 1978 à 1982	de 1983 à 1984
(1) Variation en rythme annuel, de la part des profits dans la valeur ajoutée (en points)	-	- 1,5	- 0,2	+ 2,1
(2) Croissance de productivité du travail	+ 5,7	+ 4,05	+ 3,4	+ 4,25
(3) Moins croissance du salaire réel	- 5,9	- 4,85	- 2,15	- 0,5
(4) Moins variation du prix relatif de la consommation par rapport à la valeur ajoutée	+ 0,4	- 0,2	- 1,0	- 0,45
(5) Moins variation du taux apparent de cotisations sociales à la charge des employeurs	- 0,2	- 0,45	- 0,4	- 1,15

(1) = (2) + (3) + (4) + (5)

De 1978 à 1982 la croissance du salaire réel est devenue durablement inférieure à celle de la productivité du travail. En moyenne, la croissance du salaire réel n'a été que de 2,15 % par an, tandis que celle de la productivité du travail s'élevait à 3,4 %, soit un écart en rythme annuel de 1,2 %. Pourtant le profit des entreprises ne s'est pas amélioré. La hausse du taux des cotisations sociales à la charge des employeurs et une détérioration continue des termes de l'échange depuis 1979, due tout d'abord au second choc pétrolier, puis à la montée du dollar, ont entièrement entravé ce redressement. Celui-ci n'est devenu effectif que lorsque

2. Facteurs explicatifs de l'évolution de la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés



- 1 - Croissance respective de la productivité du travail et du salaire réel
- 2 - Prix relatif valeur ajoutée/consommation
- 3 - Taux de cotisations sociales à la charge des employeurs
- 4 - Part des profits

la reprise de la croissance de la productivité du travail (4,3 % en moyenne en 1983-1984) a coïncidé avec un fort ralentissement de la croissance du salaire réel (1,1 % en 1983) puis avec sa stagnation en 1984 (- 0,1 %).

Quelle a été l'influence de la conjoncture économique et de la politique de désindexation dans le ralentissement de la hausse du salaire réel ? On peut en obtenir un ordre de grandeur en examinant les écarts entre les évolutions observées et celles qui résultent du comportement moyen estimé sur une longue période.

Le ralentissement de la croissance du salaire réel

La relation utilisée explique l'évolution du taux de salaire par trois éléments :

- L'indexation sur les prix à la consommation. Elle est totale, mais intervient avec un retard moyen de l'ordre de 1,7 trimestre. Si, par exemple, la hausse des prix s'accélère de 1 % un trimestre donné, les salaires n'augmentent que de 0,3 % dans le trimestre en cours. Ils subissent donc une perte de pouvoir d'achat, qui est rattrapée dans les trimestres suivants.

- Le taux de croissance du SMIC.

- La situation du marché du travail, que l'on évalue par le rapport du nombre de chômeurs (demandes d'emploi en fin de mois) au nombre d'emplois vacants (offres d'emploi en fin de mois).

A ces facteurs s'ajoute une croissance autonome qui, dans le tableau 2, est incluse dans la situation du marché du travail.

Selon la relation estimée, dans une situation où le nombre de chômeurs est le double du nombre d'emplois vacants, le salaire réel croîtrait à un rythme de 7,1 % l'an. Par contre, lorsque le nombre de chômeurs est de l'ordre de 25 fois le nombre d'emplois vacants, cette progression n'est plus que de 1,0 %.

La période récente est marquée par la poursuite de la dégradation de la situation du marché du travail. Le rapport entre chômeurs et emplois vacants, qui est passé de 19 au début de 1983 à 54 à la fin de 1984, exerce une pression de plus en plus restrictive sur l'évolution du salaire réel (de + 1 % en 1983 à - 0,4 % en 1984). Le poids spécifique des augmentations du SMIC est faible en 1984 comme en 1983 (+ 0,1 %). Mais les travailleurs bénéficient nettement en 1984 du ralentissement de l'inflation (+ 0,9 %).

Depuis le blocage des prix et des salaires, le salaire réel a crû moins fortement que ne le décrit l'équation. Pendant la période de blocage (second semestre 1982) la réduction s'est élevée à 1,6 %, partiellement compensée par le rattrapage de début 1983 (+ 0,65). L'écart reste ensuite négatif jusqu'à la mi-1984, atteignant, en cumulé, environ 1 %. A partir du second semestre 1984 l'évolution redevient conforme à celle qui aurait résulté des mécanismes antérieurs.

La stagnation du salaire réel s'explique plus par la situation du marché du travail que par la politique de rigueur salariale, de sorte que l'écart entre la croissance de la productivité du travail et celle du salaire réel pourrait se maintenir dans la période à venir et l'accroissement de la part des profits se poursuivre.

2. Variation observée et simulée du salaire horaire réel et impact des principaux facteurs

Taux de variation en % par rapport au trimestre précédent

	81-1	81-2	81-3	81-4	82-1	82-2	82-3	82-4	83-1	83-2	83-3	83-4	84-1	84-2	84-3	84-4
Salaire réel observé	-	0,13	0,32	1,11	1,82	0,54	0,33	0,50	0,73	- 0,23	0,41	0,21	-	- 0,40	0,10	0,16
- Impact du chômage	0,38	0,30	0,23	0,18	0,19	0,21	0,25	0,31	0,36	0,33	0,21	0,10	- 0,01	- 0,07	- 0,15	- 0,18
- Impact du SMIC	0,02	0,09	0,13	0,11	0,06	- 0,01	0,08	0,02	0,04	0,02	0,01	0,06	0,02	0,01	- 0,01	0,05
- Impact de l'inflation	0,07	- 0,20	- 0,61	0,06	0,36	0,08	1,28	0,47	- 0,32	- 0,43	0,19	0,27	0,38	0,15	0,17	0,22
- Variation non-expliquée	- 0,47	- 0,07	0,57	0,75	1,21	0,25	- 1,29	- 0,29	0,65	- 0,15	-	- 0,21	- 0,41	- 0,49	0,10	0,05
					(1)		(2)	(2)	(2)							

(1) Le résidu positif correspond à la compensation de la réduction de la durée du travail.

(2) Les résidus correspondent au blocage des salaires et au rattrapage qui suivit le blocage.

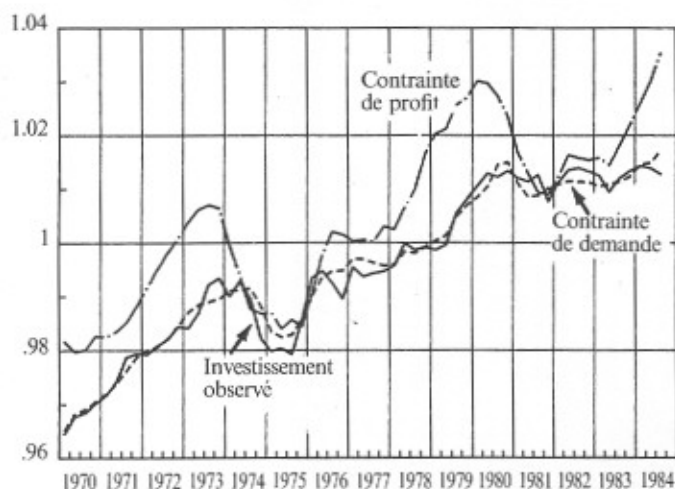
La reprise de l'investissement

La décision d'investissement est un processus complexe qui suppose réunies plusieurs conditions :

- Il faut tout d'abord que l'entreprise soit assurée de pouvoir écouler la production supplémentaire qui résultera de l'investissement, donc qu'elle observe ou anticipe un accroissement de ses débouchés.
- Il faut ensuite que le profit marginal rapporté par l'investissement soit au moins égal au rendement des actifs financiers.
- Il faut enfin que l'investissement soit financièrement réalisable et qu'il n'entraîne pas une augmentation de l'endettement de l'entreprise préjudiciable à sa rentabilité future. Cette condition conduit généralement les entreprises à financer leur investissement en privilégiant les ressources propres et notamment l'autofinancement.

Les modèles économétriques usuels prennent généralement en compte ces trois types de facteurs en faisant intervenir conjointement l'évolution de la demande (effet d'accélération), les coûts du capital et du travail, enfin,

3. Facteurs explicatifs de l'investissement



Source : le modèle est de la forme $I = \text{Min}(D, P)$ où D est l'investissement déterminé par la demande, P l'investissement déterminé par le profit. Le minimum des deux fonctions est estimé par la méthode dite de l'« approximation CES ».

(1) Cf. en particulier « Un panorama des développements récents de l'économétrie de l'investissement », P. Artus et P.-A. Muet, *Revue Économique* septembre 1984 - vol. 35 n° 5.

les profits réalisés. Les nombreuses études économétriques développées ces dernières années ⁽¹⁾ font apparaître l'effet prépondérant des anticipations de demande (effet d'accélération), l'impact relativement faible sur la période récente des variables de coût (en particulier la hausse des taux d'intérêt réel ne semble pas avoir fortement affecté l'investissement productif), enfin l'influence plus transitoire des profits réalisés. Toutefois les formulations usuelles, qui combinent les différentes variables avec des coefficients fixes, ne permettent pas de traduire de façon satisfaisante les contraintes que peuvent faire peser sur l'investissement des perspectives de croissance ou des profits insuffisants. En effet, un autofinancement peu élevé peut ne pas contraindre l'investissement si la croissance de la demande est elle-même très basse et n'engendre pas d'anticipations favorables sur les débouchés futurs.

Les développements récents des méthodes économétriques permettent d'estimer de tels modèles en déterminant la contrainte qui limite effectivement l'investissement à chaque période. Nous les avons appliquées dans le cas présent aux deux principaux déterminants de l'investissement : la demande anticipée et les profits réalisés.

Le graphique 3 représente l'investissement effectif et les deux contraintes : le profit n'a limité l'investissement que lors de la récession qui suivit le premier choc pétrolier, puis à nouveau en 1981 et au début de 1982. Au cours de l'année 1982 et jusqu'au début 1983 la demande anticipée limite l'investissement, mais la contrainte de profit reste proche et une croissance plus forte de la demande aurait inévitablement buté sur l'insuffisance des profits. Enfin, depuis le milieu de l'année 1983 et le rétablissement important du profit des entreprises, c'est essentiellement la croissance anticipée qui limite l'investissement.

Rétablir le profit des entreprises était une condition indispensable d'une reprise durable de l'investissement, mais aujourd'hui la faiblesse des perspectives de croissance risque de faire échouer la reprise en cours.

Du fait de la fragilité du rétablissement de son équilibre extérieur la France ne peut procéder à une relance isolée. Mais l'Europe pourrait prendre la relève des États-Unis en développant une relance coordonnée, appuyée sur de grands projets à moyen terme. Faute d'un tel programme, l'assainissement opéré ces dernières années risque d'avoir été un effort inutile.

Pierre-Alain MUET
Henri STERDYNIK

Département d'économétrie de l'OFCE

Faits et chiffres d'actualité

FRANCE

Selon les résultats provisoires les **prix de détail** se sont élevés de 0,7 % en avril, donc de 2,5 % depuis le début de l'année (soit autant que pendant la même période de 1984 : 2,6 %). Ces mauvais résultats sont liés aux effets que nous avons évoqués précédemment : tarifs publics, carburants, produits frais. L'écart d'inflation entre la France et la RFA continue à diminuer atteignant moins de 4 points au premier trimestre 1985, soit une baisse de 2,5 points en un an de ce différentiel.

La **baisse des taux d'intérêts** se poursuit. Par deux fois en deux semaines la Banque de France a réduit son taux d'intervention : passant de 10,5 à 10,25 % le 2 mai et à 10,18 % le 13 mai. Les banques ont en conséquence ramené leur taux de base à 11,2 %. Cependant cette baisse reste prudente : celle des taux sur livrets, condition d'une diminution plus forte du taux de base, est retardée. Et si l'abondance des liquidités bancaires et la bonne tenue du franc vis-à-vis du DM sont favorables à une détente, celle-ci est freinée, car les autorités monétaires ne veulent pas réduire les taux réels plus qu'en RFA afin d'éviter des mouvements brusques du taux de change.

Selon les statistiques provisoires du Crédit Lyonnais, les **émissions d'obligations** ont au cours des quatre premiers mois de l'année atteint 105 milliards de francs (contre 96 en 1984) alors que les émissions d'État qui y sont comprises étaient faibles (20 milliards). Le marché a été stimulé en avril par la baisse des taux, après un premier trimestre tempéré. L'afflux de liquidités semble soutenu, notamment du côté des SICAV court terme, dont l'encours atteindrait 173 milliards de francs fin avril, en hausse de 42 milliards par rapport à la fin de 1984. Rappelons toutefois qu'elles venaient alors de perdre une vingtaine de milliards.

La **consommation de produits industriels** a reculé de 1,6 % en avril, et les immatriculations de voitures neuves ont fléchi de 11,4 % (cvs). Cela interrompait momentanément la reprise qui s'était amorcée en début d'année (+ 1,4 % pour les produits industriels au premier trimestre, de l'ordre de + 1 % pour l'automobile), alors que les ménages étaient pourtant contraints à des dépenses supplémentaires en énergie. La tendance au redressement après deux années de recul ne peut néanmoins pas être mise en cause, mais ne doit pas être surestimée.

Le nombre de **chômeurs** a de nouveau fléchi en avril : de - 0,6 à - 1 %, après - 0,2 % en mars et - 0,5 % en février (cvs). Pourtant, le nombre de nouvelles demandes d'emplois a continué à s'accroître en avril (+ 1,3 % par rapport à mars et + 3,5 % depuis janvier). L'évolution favorable du chômage provient donc pour l'essentiel des entrées en stage (+ 2,1 % en un mois, + 31,7 % depuis janvier) et de reprises d'activité (+ 6,3 % en un mois, + 19,5 % depuis janvier). Le succès des TUC (200 000 demandes sont déjà déposées, et environ 100 000 postes occupés et le développement des emplois à durée limitée semblent expliquer cette amélioration. Mais les effectifs occupés dans l'industrie continuent à régresser.

Le **déficit énergétique**, au-delà d'amples variations mensuelles, se creuse : - 17,7 milliards de francs en moyenne mensuelle pour les quatre premiers mois de 1985, contre 15,6 en 1984. En janvier et février le surcroît de consommation dû à la rigueur du climat avait été en partie assuré par une nouvelle réduction des stocks (- 12 % par rapport à décembre). La hausse du dollar contribua alors à l'ampleur du déficit en février. Le début de restockage en mars (+ 5 %) semble être poursuivi en avril ; le déficit énergétique atteint en effet 19,3 milliards (soit presque autant qu'en février), malgré la baisse du dollar (- 7 %).

ÉTRANGER

Le revenu des **ménages américains** a augmenté de 0,6 % en avril. La consommation, en hausse (0,7 % en valeur) après le déclin du mois dernier, a bénéficié du remboursement retardé des impôts sur le revenu. Le taux d'épargne a également remonté (5,9 %). Les mises en chantier de logements s'effectuent à un rythme annuel soutenu (1,9 million en avril). La demande des ménages, encouragée par le fléchissement des taux d'intérêt, pourrait contribuer à un regain d'activité avant l'été. Au premier trimestre 1985 cette demande a été en grande partie satisfaite par les importations, entraînant une forte dégradation du commerce extérieur qui a pesé sur la croissance du PNB (+ 0,7 % en rythme annuel).

En **RFA** le **PNB** est en retrait de près de 1,5 % au premier trimestre de 1985 par rapport au dernier trimestre de 1984, d'après l'estimation du DIW. La consommation des

ménages (- 0,6 %) est ainsi revenue à son niveau du début de 1983. Malgré la faible hausse du revenu disponible, le taux d'épargne s'est légèrement redressé, conséquence de l'inquiétude des ménages face à une croissance très peu créatrice d'emplois. L'investissement productif (3,5 %) s'est bien tenu après la forte reprise du deuxième semestre 1984, tandis que le secteur du bâtiment (- 14 %) connaît une brutale dépression. Les baisses des demandes intérieure et extérieure ont provoqué une forte constitution de stocks.

Au **Royaume-Uni** des facteurs saisonniers et ponctuels importants ne suffisent pas à expliquer à eux seuls la hausse de 2,1 % des **prix à la consommation** en avril vis-à-vis de mars. De fait le rythme sous-jacent de l'inflation est en progression continue depuis le dernier trimestre de 1984, parallèlement à la hausse des coûts unitaires. La politique de taux d'intérêt élevés devrait permettre de maintenir la livre forte et donc de contenir le coût des importations. En revanche le ralentissement des progrès de productivité, et l'évolution du coût du travail poussent les prix à la hausse, d'autant que leur dérive, constatée actuellement, incitera les partenaires sociaux à plus d'exigences dans les prochaines négociations salariales.

En **Italie** l'indice cvs de la **production industrielle** a augmenté de 0,2 % en mars. La production moyenne journalière a augmenté de 2,6 % en janvier-mars par rapport à janvier-mars 1984. La croissance de la production en 1984 (3,1 %) pourrait continuer d'après les enquêtes de fin mars début avril, qui signalent une amélioration des commandes de biens intermédiaires, un arrêt de la dégradation de celles de biens de consommation et surtout la poursuite de l'amélioration des commandes intérieures et étrangères de biens d'équipement. On rappelle que l'investissement productif (+ 4,2 %) a fortement soutenu la croissance du PIB en 1984 (+ 2,6 %).

L'**inflation** continue à sévir en **Amérique latine**. Le rythme annuel de hausse des prix à la consommation dépasse 8 000 % en Bolivie, suscitant au début de mai une multiplication par 6 des salaires et une dévaluation de 40 % du peso. Même en Colombie, il s'accélère, dépassant 30 % au lieu de 14 % au début de 1984, sous l'effet notamment d'une politique de mini-dévaluations (2,1 % par mois) s'inspirant des stratégies préconisées par le FMI.

Département des diagnostics de l'OFCE

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur.

Il publie une revue en janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont éditées par les Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.

Dans la revue et la lettre les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

Tarif d'abonnement 1985		Lettre 10 n°/an	Revue 4 n°/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à :	Tarif normal (institutions/entreprises)	140 F	250 F	340 F
	Tarif réduit (particuliers)	65 F	160 F	200 F
OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris	Prix du numéro	15 F	70 F	