

# **LA FORGE**

## **LES CONSEQUENCES DE LA FINANCIARISATION DE L'ECONOMIE DEPUIS LES ANNEES 90**

par Célia FIRMIN, économiste

A partir de la fin de la période de croissance des Trente Glorieuses, trois principales ruptures se dégagent de l'analyse historique. Tout d'abord, la structure de financement des sociétés non financières se transforme, notamment à partir du milieu des années 1980, avec une forte hausse de l'autofinancement mais également une progression des émissions d'actions (1). Les transformations financières que nous avons présentées dans le premier article ont notamment engendré une hausse de l'épargne. L'une des questions que nous nous posons ici est de savoir si cette augmentation de l'épargne a permis une reprise de l'investissement, comme pourraient le suggérer les approches néoclassiques. Nous verrons que cela n'est pas le cas. En effet, les comportements d'accumulation des SNF évoluent également, avec un ralentissement de l'investissement productif et une hausse de la détention d'actifs financiers (2). Le décalage croissant entre épargne des entreprises et investissement s'accompagne par ailleurs d'une croissance des dividendes distribués par les SNF. Le ralentissement de l'investissement pose ensuite la question de l'évolution de la rentabilité économique. Nous montrons que, malgré ce ralentissement, la rentabilité économique tend à se maintenir. Les évolutions de la répartition des revenus expliquent en partie ce constat et constituent un élément central dans la compréhension des évolutions récentes de l'économie française (3). Or, les transformations de la répartition ne



peuvent se comprendre pleinement sans introduire l'analyse de la répartition secondaire, qui s'est beaucoup modifiée au cours des trente dernières années, mais qui demeure peu étudiée (4).

## **1 Transformation des modalités de financement des entreprises**

A partir du milieu des années 1970, les sociétés non financières (SNF) françaises voient leur structure de financement évoluer. Trois principales ruptures apparaissent à partir de la fin des années 1970 et le début des années 1980. Tout d'abord, la montée de l'autofinancement et la réduction des besoins de financement des SNF constituent une rupture majeure par rapport à la période des Trente Glorieuses (1.1.1). Elle s'accompagne d'un recul de l'endettement et d'un accroissement du financement par émissions d'actions (1.1.2).

### *1.1 La montée du taux d'autofinancement et des capacités de financement*

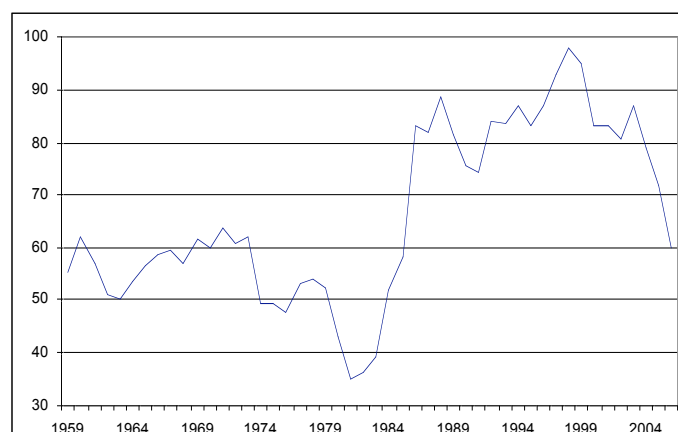
La première rupture majeure par rapport aux années 1960 concerne l'accroissement des fonds propres des SNF, qui permet une augmentation des taux d'autofinancement<sup>1</sup>. En effet, il se maintenait entre 50 % et 60 % jusqu'au début des années 1970 avant de chuter à partir du premier choc pétrolier pour atteindre un minimum de 35 % en 1981. A partir du milieu des années 1980, la part de l'autofinancement s'accroît fortement pour atteindre plus de 80 % au cours des années 1990 et début 2000 (graphique 2.1) avant de diminuer à nouveau à partir de 2003.

---

<sup>1</sup> Le taux d'autofinancement rapporte l'épargne brute à la formation brute de capital fixe. L'épargne brute correspond au revenu disponible brut dont dispose l'entreprise une fois payés les revenus du travail et du capital (intérêts et dividendes) ainsi que les impôts.



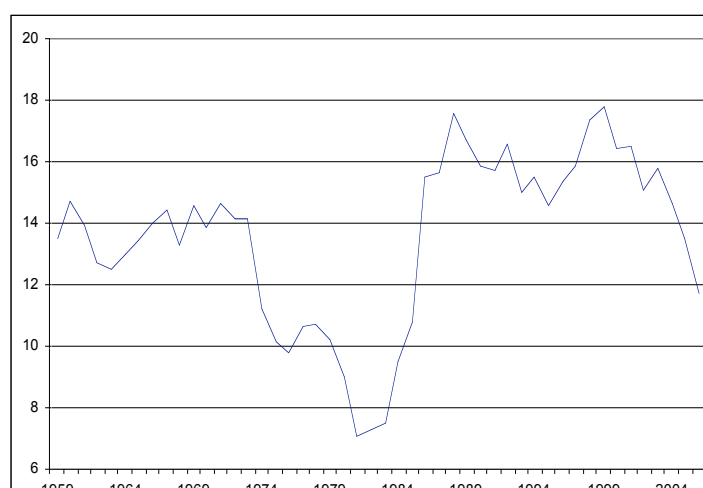
**Graphique 2.1 :** Taux d'autofinancement des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La remontée du taux d'autofinancement s'explique en partie par les variations du numérateur, c'est-à-dire de l'épargne brute des SNF. En effet, après une forte chute consécutive au choc pétrolier de 1973, où elle diminue de près de moitié, l'épargne brute des SNF remonte au cours des années 1980 pour se stabiliser jusqu'à la fin des années 1990 à un niveau supérieur à celui des années 1960 (graphique 2.2). Cependant, nous verrons que cette hausse de l'épargne ne s'est pas accompagnée d'une reprise de l'investissement, comme pourrait au contraire le suggérer une conception ricardienne de l'accumulation.

**Graphique 2.2 :** Part de l'épargne brute dans la valeur ajoutée brute des SNF



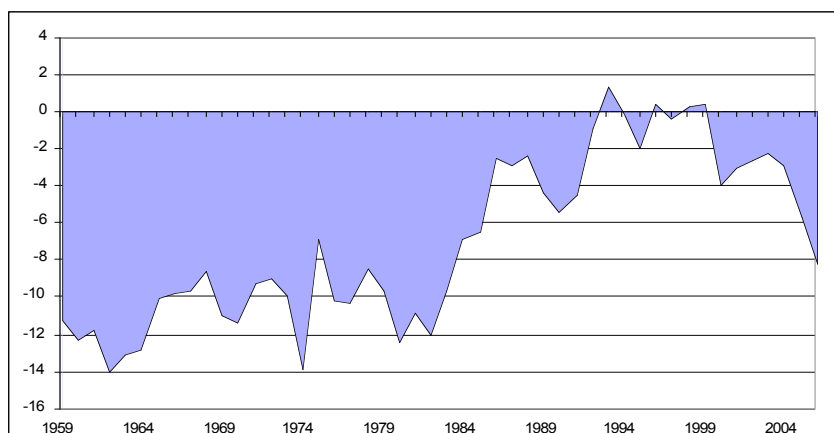
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Globalement, suite à la montée de l'autofinancement, les besoins de financement des entreprises se réduisent fortement à partir du milieu des années 1980, pour devenir très faibles



dans les années 1990. Les SNF dégagent même sur quelques années des capacités de financement. Les besoins de financement redeviennent importants en 2000 avant de se réduire légèrement. Ici encore apparaît une rupture au cours des années 1980 (graphique 2.3).

**Graphique 2.3 :** Capacité (+) et besoin (-) de financement des SNF en % de la VAB



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

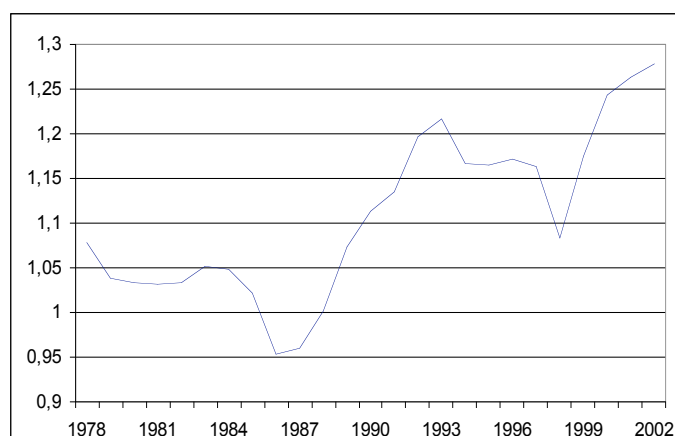
Plus précisément, de 1959 à 1982, les besoins de financement des SNF atteignent 10,7 % en moyenne de la valeur ajoutée brute (VAB). Ces besoins se réduisent à partir de 1983 et ne représentent plus que 3,1 % de la VAB de 1983 à 2005. Sur la période 1991-99, les SNF dégagent même parfois des capacités de financement et le besoin de financement s'établit à une moyenne très faible de 0,6 % de la VAB, pour remonter à 4,1 % sur la période 2000-05. Le milieu des années 1980 marque donc clairement une rupture quant aux capacités d'épargne et de financement des SNF. L'accroissement de l'épargne s'accompagne également d'une modification de la structure du financement externe.

### *1.2 Recul de l'endettement et accroissement des émissions d'actions*

Les SNF françaises ont connu un fort désendettement au cours des années 1990, ce qui a notamment été mis en évidence par Arthus (1998) et Canry (2003). Cependant, l'étude de la simple évolution des crédits au passif ne permet pas d'aboutir à une telle conclusion. En effet, si l'on rapporte l'endettement à la valeur ajoutée brute, celui-ci suit une tendance haussière, sauf pour les périodes 1983-1986 et 1993-1998 (graphique 2.4), qui sont d'ailleurs des périodes de faible croissance économique.



**Graphique 2.4 :** Endettement rapporté à la valeur ajoutée brute des SNF

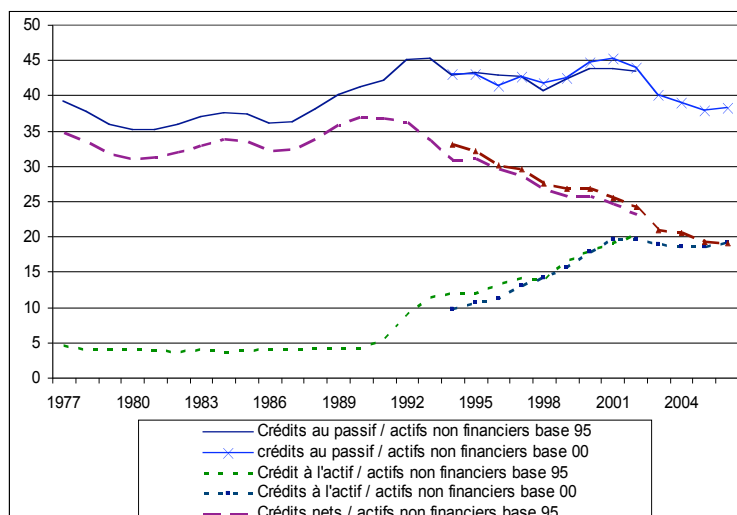


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 1995.

Au niveau du compte de patrimoine, les crédits au passif rapportés au total de l'actif non financier sont relativement stables et même légèrement croissants : ils oscillent entre 35 % et 40 % de 1977 à 1990, puis entre 40 % et 45 % de 1990 à 2002. Cependant, les crédits à l'actif, stables jusqu'en 1990, autour de 4 %, augmentent fortement à partir de 1991 pour se stabiliser autour de 12 % en 1994 et 1995, puis repartir à la hausse à partir de 1996 pour atteindre plus de 20 % en 2002. De ce fait, les crédits nets contractés par les SNF diminuent fortement à partir de 1991. Les crédits nets rapportés à l'actif non financier passent ainsi de 36,7 % en 1991 à 23,1 % en 2002 et la baisse se poursuit jusqu'en 2006 (graphique 2.5). Cette évolution représente pour certains auteurs le signe du passage à un régime financiarisé (Plihon, 2003).



**Graphique 2.5 :** Décomposition de l'évolution des crédits nets des SNF<sup>2</sup> (en %)



Source : INSEE, Comptes nationaux.

L'étude des évolutions des actions et titres au niveau du compte de patrimoine pose certaines difficultés. En effet, la valeur des actions enregistrées dans les comptes de patrimoine est en valeur de marché et non à leur prix d'acquisition. De ce fait, il n'est pas possible à partir des comptes de patrimoine en stock, de distinguer ce qui relève d'un effet prix ou d'un effet volume concernant les évolutions des bilans. Ce problème est d'autant plus important pour les actions que les variations des prix sont très importantes.

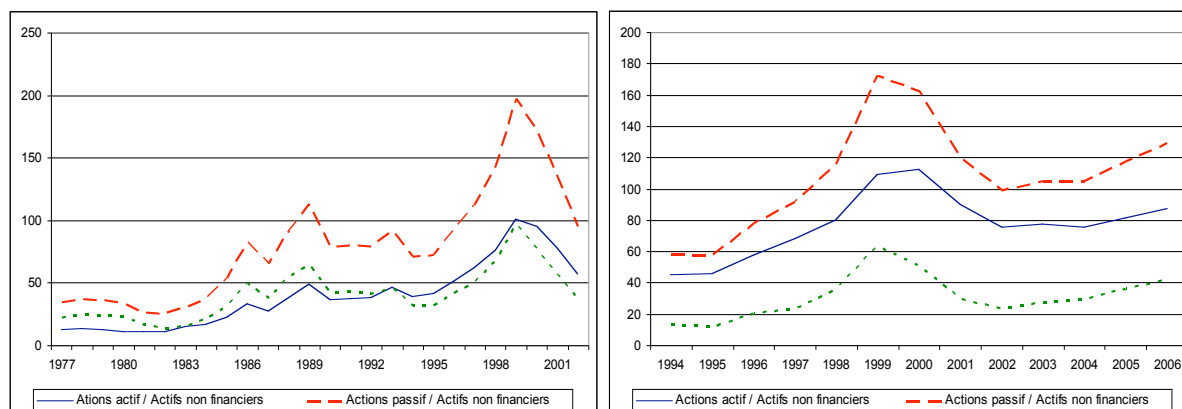
En effet, en valeur, les actions et titres au passif des SNF ont connu une envolée importante, passant de 152,3 milliards d'euros en 1977 à 3 847 milliards en 1999 avant de diminuer à 2 223 milliards en 2002 (INSEE, base 1995). Les actions au passif rapportées au total des actifs non financiers se sont ainsi fortement accrues (graphique 2.6). La première phase de hausse a eu lieu de 1983 à 1986. Le krach boursier puis la récession ont ensuite conduit à une stagnation de ce ratio, sauf en 1989. La période 1995-1999 voit la part des actions au passif repartir à la hausse, les actions et titres au passif représentant près de 200 % des actifs non financiers en 1999 (en base 1995). L'envolée de 1995-1999 se confirme en base 2000<sup>3</sup>, où ce rapport passe de 58 % en 1995 à 172 % en 2000. Il diminue par la suite de 1999 à 2002, où il atteint 100 % des actifs non financiers puis repart à la hausse jusqu'en 2006, où il atteint 130 %.

<sup>2</sup> Les données de la base 2000 ne permettent pas de remonter avant 1994, c'est pour cela que nous avons mobilisé la base 95.

<sup>3</sup> Idem note précédente.



**Graphique 2.6 :** Evolution des actions et titres au passif, au passif net et à l'actif rapportés au total des actifs non financiers (en %), en valeur



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 1995 pour le graphique de gauche, et 2000 pour celui de droite.

Cependant, les actions détenues à l'actif croissent dans une proportion au moins aussi importante. Le ratio actions à l'actif sur actifs non financiers est stable de 1977 à 1983, où il fluctue entre 10,5 % et 12,5 %. A partir de 1983, ce ratio s'accroît également fortement, pour atteindre près de 49 % en 1989. Il se stabilise par la suite jusqu'en 1995, entre 36 % et 41 %, sauf un pic en 1993 à 46 % lors de la récession. La période 1996-2000 est marquée par une forte hausse de ce ratio, tout comme pour les actions et titres au passif, qui atteint 112 % en 2000 avant qu'il ne diminue à nouveau jusqu'à 57 % en 2002. De même, que pour les évolutions du passif, la base 2000 confirme ce constat.

Compte tenu des évolutions de ces deux ratios, le ratio des actions et titres nets au passif rapporté aux actifs non financiers s'accroît de 1983 à 1989, passant de 16 % en 1983 à près de 50 % en 1986. Il diminue ensuite de 1990 à 1994, pour remonter à partir de 1995 et atteindre 97 % des actifs non financiers en 1999. Tout comme les deux ratios étudiés précédemment, il diminue jusqu'en 2002 à 24 %. Les évolutions en base 2000 sont similaires, bien qu'à des niveaux différents. A partir de 2002, la part des actions et titres nets augmente à nouveau et représente 42 % du total des actifs non financiers en 2006.

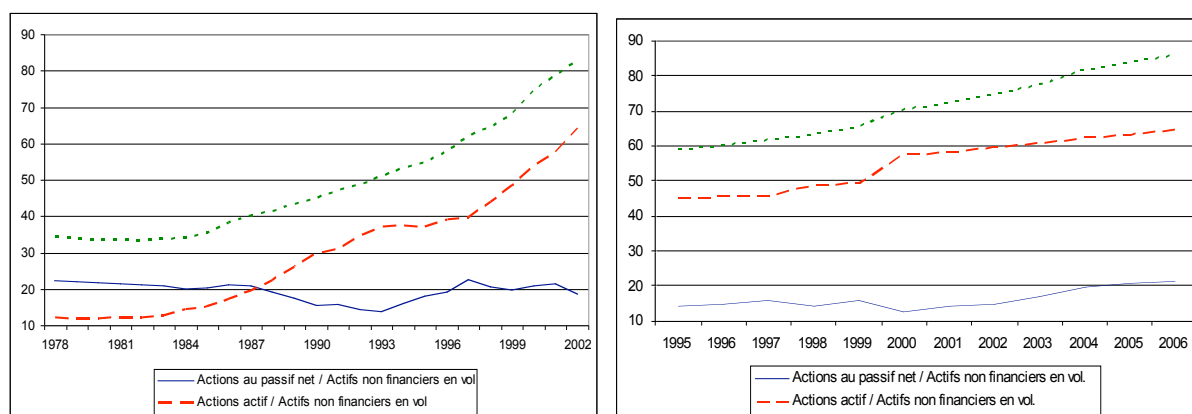
Cependant, il n'est pas possible de distinguer à partir de ces données ce qui est lié aux évolutions de prix des actions et titres anciennement émis de ce qui provient d'un changement de comportement des entreprises. Comme l'a montré Canry (2003), il est possible de recalculer à partir des comptes de patrimoine en flux les évolutions des stocks uniquement en volume. Il est



en effet distingué dans ces comptes les variations des volumes des réévaluations des prix. La prise en compte uniquement des évolutions en volume permet ainsi d'analyser les comportements des SNF en termes de modes de financement et d'acquisition d'actifs financiers.

Dans le cas des actions et titres au passif rapportés aux actifs non financiers<sup>4</sup> en volume, au prix de 1977, tout comme dans ceux détenus à l'actif, le milieu des années 1980 marque une véritable rupture. Alors que ce ratio fluctuait entre 33 % et 34,5 % entre 1978 et 1984, il commence à augmenter très fortement à partir de 1985 et de façon continue, pour atteindre près de 83 % en 2002 (en base 1995). Les données de la base 2000 confirment cette évolution pour les années récentes, où ce rapport passe de 59 % en 1995 à 86 % en 2006. Cependant, les actions et titres détenus à l'actif, tout comme pour les évolutions en valeur, augmentent plus rapidement que ceux au passif. Ce ratio décolle en effet à partir de 1984, il fluctuait ainsi aux alentours de 12 % de 1978 à 1983 alors qu'il atteint 64 % en 2002 (en base 1995). Ces évolutions sont également confirmées par la base 2000 à partir de 1995, ce rapport augmente ainsi de 45 % en 1995 à 65 % en 2006.

**Graphique 2.7 :** Evolution des actions et titres au passif, à l'actif et au passif net rapportés au total des actifs non financiers (en %), en volume au prix de 1977



Source : Calcul effectué à partir des données de l'INSEE, Comptes nationaux, base 1995 pour le graphique de gauche, et 2000 pour celui de droite.

Le ratio actions et titres nets au passif connaît ainsi une évolution moins marquée. Il est stable jusqu'en 1987, avec des fluctuations comprises entre 20 % et 22 % environ. Il diminue de 1987 à 1993, période qui correspond au krach boursier puis à la récession. Il augmente ensuite jusqu'en

<sup>4</sup> Nous avons également recalculé le stock des actifs non financiers en volume.

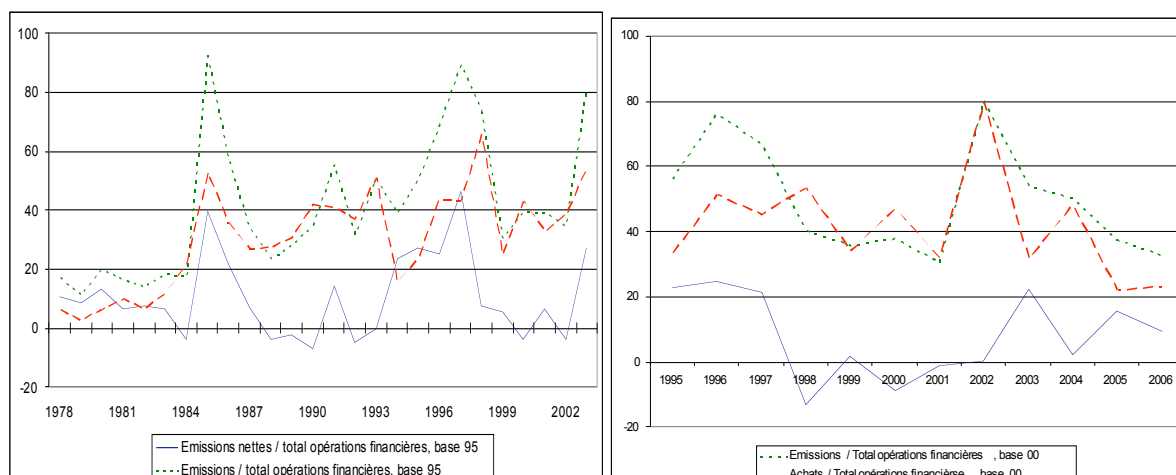
1997, où il atteint 22,4 %, ce qui est proche du niveau du début de la période étudiée. Il fluctue ensuite jusqu'en 2002 entre 19 % et 21 %. En base 2000, on observe un redressement de ce ratio à partir de 2000, mais il n'atteint que 21,2 % en 2006. Cependant, la situation des années 1990 et 2000 n'est pas comparable à celle de la fin des années 1970 et du début des années 1980. En effet, comme on a pu l'analyser, la stagnation de ce ratio reflète surtout la croissance au moins aussi importante des actions et titres détenus à l'actif que ceux inscrits au passif du bilan des SNF.

Les données des comptes de patrimoine de la comptabilité nationale font donc ressortir un changement dans les comportements des entreprises, aussi bien dans leur comportement d'émission de titres et actions que dans celui d'acquisition à l'actif. Le bilan des SNF se financiarise donc à partir du milieu des années 1980, ce qui se voit mal si on analyse uniquement le compte de patrimoine au passif net.

Au niveau des flux des émissions nettes d'actions et de titres, les fluctuations sont très importantes entre les années (graphique 2.8). Elles suivent une tendance baissière jusqu'en 1984, où elles sont même négatives. L'année 1985 est marquée à la fois par une explosion des émissions d'actions et de titres, qui atteignent 92 % des engagements contractés par les SNF, et des achats, avec 53 % du total des opérations financières. Les émissions nettes représentent ainsi près de 40 % du total des opérations financières. Les émissions nettes sont ensuite décroissantes jusqu'en 1990, où elles sont également négatives. Cette tendance est liée dans un premier temps à la forte réduction des émissions en pourcentage du total des opérations financières, elles ne représentent ainsi plus que 24 % des opérations financières en 1988. Le krach boursier explique en grande partie ce recul. De 1988 à 1990, la progression plus rapide des achats explique la baisse des émissions nettes. La remontée plus rapide des émissions que des achats explique ensuite la tendance haussière de 1993 à 1997, les achats diminuant même fortement en 1994 et 1995. Un second pic est atteint en 1997, où les émissions nettes représentent 46 % du total des opérations financières, les émissions atteignant près de 90 % des engagements contractés. La période de croissance de 1998-2001 s'accompagne par contre d'un recul des émissions nettes, qui sont mêmes négatives en 2000. La réduction plus rapide des émissions que des achats explique cette tendance. En base 2000, l'année 2002 est marquée par une envolée à la fois des achats des émissions d'actions, les deux atteignant près de 80 % du total des opérations financières. De ce fait, les émissions nettes y sont proches de zéro. A partir de cette date, et jusqu'en 2006, les flux d'émissions et d'achats sont tendanciellement décroissants.



**Graphique 2.8 :** Evolution des flux d'émissions et d'achats d'actions et de titres, ainsi que des flux nets, en % du total des opérations financières

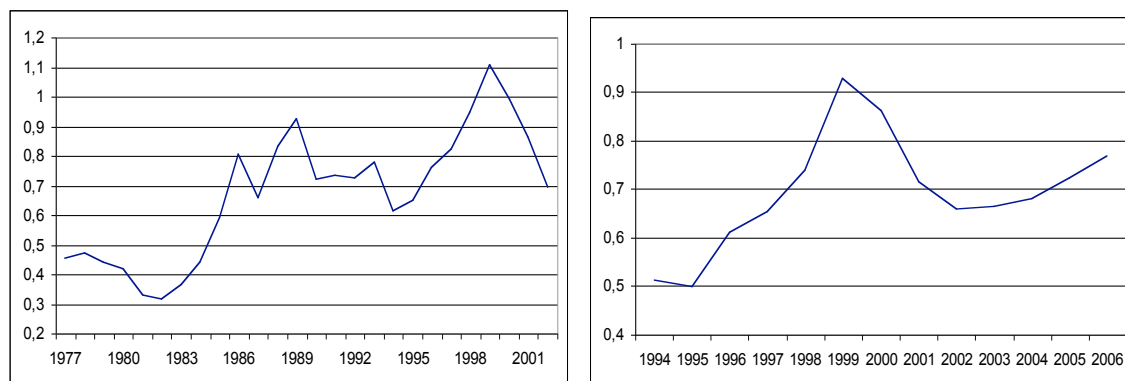


Source : Calcul effectué à partir des données de l'INSEE, Comptes nationaux, base 1995 pour le graphique de gauche et 2000 pour celui de droite.

Les comportements d'achats et d'émissions de titres des SNF sont donc très instables. Cependant, l'achat et l'émission de titres financiers occupent une place importante dans le total des opérations financières, et cela surtout depuis le milieu des années 1980. La croissance des actions et titres au passif des SNF conduit Clévenot et Mazier (2005) à évaluer la financiarisation au passif des SNF en calculant le ratio  $q$  de Tobin, selon deux méthodes. La première consiste à rapporter les actions et titres d'OPCVM au passif aux actifs non financiers, ce que nous avons fait dans le graphique 2.6, et la seconde aux fonds propres constitués de la richesse nette et des actions et titres d'OPCVM au passif. Le mouvement de correction qui s'effectue au début des années 2000 s'explique par la baisse du prix des titres. Une première phase de hausse de ce ratio a lieu du milieu des années 1980 à la fin des années 1980 puis une seconde du milieu des années 1990 à la fin des années 1990 (graphiques 2.9).



**Graphique 2.9 :** Ratio q de Tobin (Actions et titres OPCVM au passif rapportés aux fonds propres)



Source : INSEE, Comptes nationaux base 1995 (gauche) et 2000 (droite).

Les modalités de financement des SNF se modifient donc au cours des années 1980. L'accroissement de l'autofinancement provient d'une hausse de l'épargne brute et se traduit par une réduction des besoins de financement. En outre, au niveau du financement externe, nous avons relevé plusieurs évolutions importantes. D'une part, l'endettement recule, ce qui se voit en analysant les évolutions des crédits nets au passif. D'autre part, les comportements des SNF concernant les acquisitions et émissions de titres évoluent fortement, ce que l'analyse des évolutions nettes ne laisse pas transparaître. En effet, depuis le milieu des années 1980, les émissions ainsi que les acquisitions d'actifs financiers augmentent fortement. L'accroissement concomitant des émissions et des acquisitions explique la faible dynamique en termes nets. Cependant, cette dernière ne signifie donc pas qu'il n'y ait pas eu des évolutions dans les comportements des SNF, au contraire. La hausse du ratio q de Tobin au passif constitue l'un des indicateurs de ces transformations. Il convient maintenant de voir dans quelle mesure le redressement de l'épargne des entreprises et leur accès facilité au financement de marché se sont accompagnés ou non d'un redressement de l'investissement, comme le suggérerait une perspective ricardienne.

## 2 Ralentissement de l'accumulation et accroissement des activités financières des SNF

Les transformations des modalités de financement des SNF se sont accompagnées d'une évolution de leurs comportements d'investissement. D'une part, l'accumulation du capital tend à

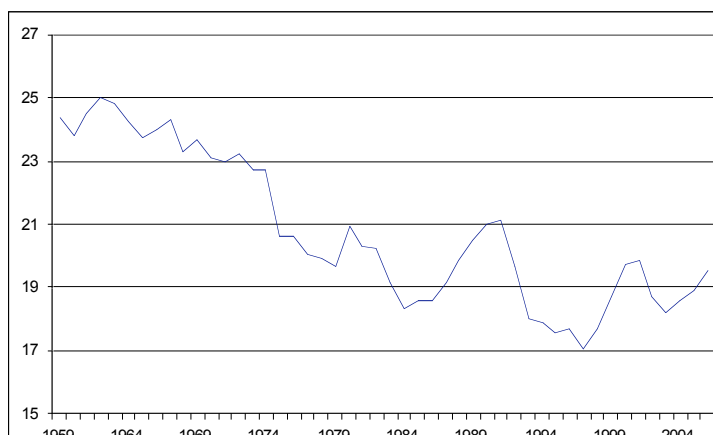


ralentir (2.1) alors que nous avons vu dans la section précédente que l'épargne augmente. D'autre part, les activités de nature financière tendent à s'accroître (2.2).

### 2.1 Vers un ralentissement de l'accumulation du capital

Le taux d'investissement des SNF, qui rapporte l'investissement à la valeur ajoutée, tend à se réduire, notamment à partir du milieu des années 1970. Le taux d'investissement brut national en pourcentage du PIB passe de 26,7 % en moyenne sur la période 1961-70 à 25,2 % pour 1971-80, puis 20,9 % pour 1981-90 et 18,9 % pour 1991-96<sup>5</sup>. Ce recul des taux d'investissement se retrouve au niveau des SNF (graphique 2.10). La baisse du taux d'investissement est plus marquée pour le taux net que pour le taux brut. Le taux brut passe en effet de 23,1 % en 1970 à 17,06 % en 1997, taux le plus bas, soit une baisse de six points environ.

**Graphique 2.10 :** Taux d'investissement brut des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux 2000.

Cependant, les évolutions du taux d'investissement ne reflètent pas forcément une variation des comportements d'investissement des entreprises. Une variation de l'investissement entraîne en effet mécaniquement, toutes choses égales par ailleurs, une variation de même sens de la valeur ajoutée brute. Dans une perspective postkeynésienne (Kaldor, 1956, Kalecki, 1965, entre autres), le taux d'accumulation<sup>6</sup> est ainsi plus généralement employé pour rendre compte des comportements d'investissement des entreprises. Il permet en effet une analyse plus précise que

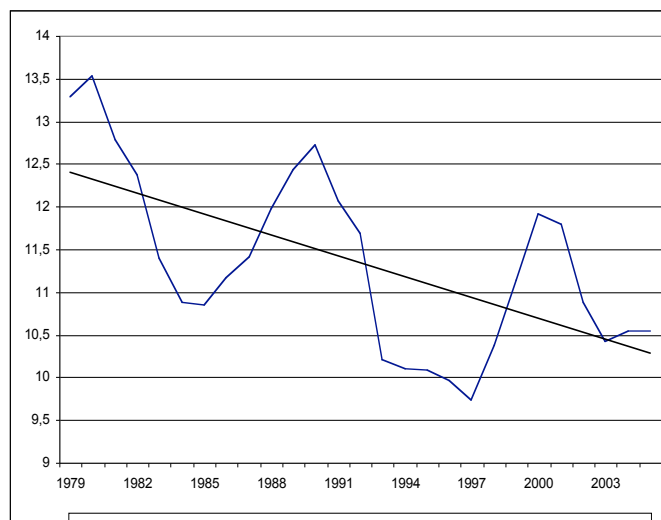
<sup>5</sup> Source : OCDE, dans Aglietta (2001b).

<sup>6</sup> Le taux d'accumulation rapporte le montant de la FBCF à celui des actifs fixes.



le taux d'investissement. De même que pour le taux d'investissement, le taux d'accumulation des SNF subit une baisse tendancielle, en dépit de mouvements de reprise conjoncturelle (graphique 2.11).

**Graphique 2.11 :** Taux d'accumulation net des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La hausse de l'autofinancement depuis le milieu des années 1980 s'accompagne donc d'un recul des taux d'accumulation et non pas de leur reprise comme l'on pouvait s'y attendre compte tenu de la théorie classique<sup>7</sup>. La hausse de l'épargne et le recul de l'accumulation du capital productif s'accompagnent d'un accroissement de la détention d'actifs financiers par les SNF.

## 2.2 L'accroissement des actifs de nature financière

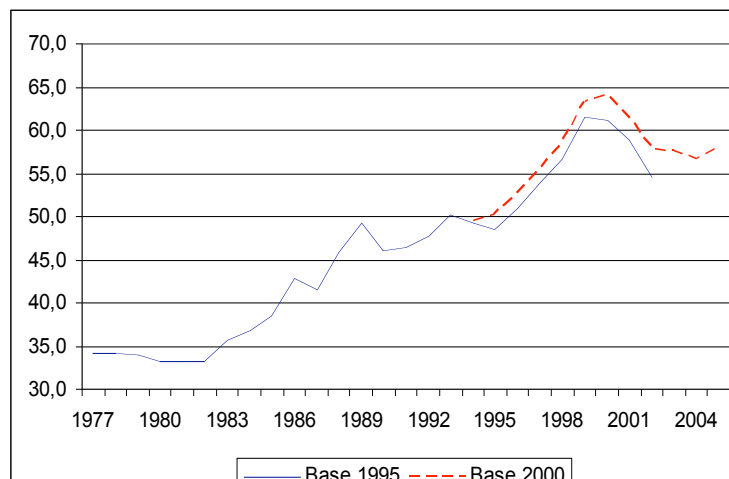
Plihon (2003) et Stockhammer (2004a, 2000b) identifient comme indicateur de la financiarisation l'importance croissante prise par les revenus tirés des transactions financières ou des actifs financiers. Plihon par exemple évalue quant à lui la financiarisation de la gestion des entreprises par la part des activités financières rapportée aux activités directement productives. Ces évolutions se retrouvent dans le compte de patrimoine. A l'aide des données de l'INSEE, l'on observe en effet un accroissement de la part des actifs financiers dans le total des actifs (graphique 2.12). La tendance à l'accroissement de la part des actifs financiers débute à partir du

<sup>7</sup> Entendue au sens de Keynes, c'est-à-dire en y incluant les néoclassiques.



milieu des années 1980 et s'amplifie de 1995 à 2000, ce qui se vérifie avec le passage en base 2000. La part des actifs financiers se stabilise ensuite, avec un léger recul entre 2000 et 2002.

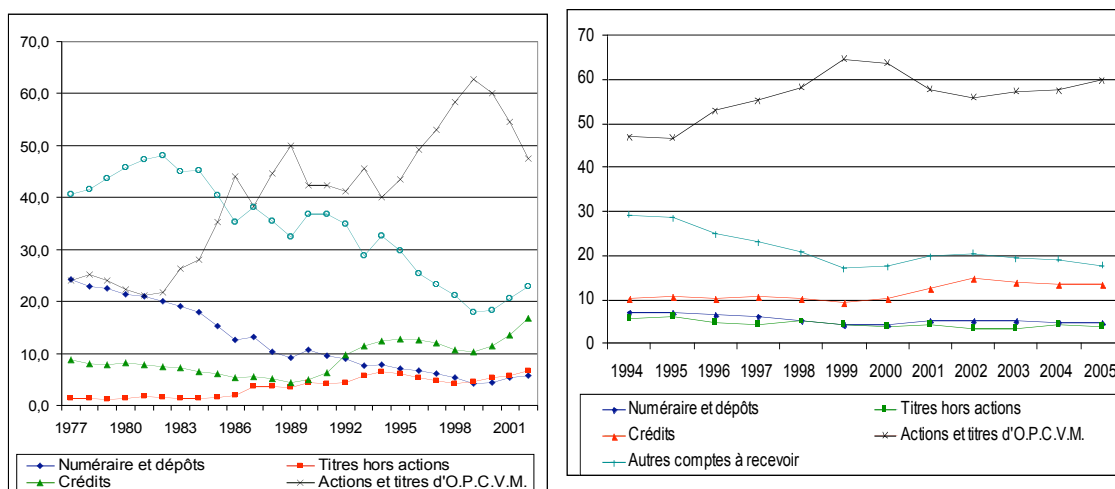
**Graphique 2.12 :** Part des actifs financiers dans le total des actifs des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux.

Concernant la structure de ces actifs financiers, les actions et titres d'OPCVM voient leur part s'accroître fortement depuis le début des années 1980 pour se stabiliser au début des années 2000, au détriment des postes « autres comptes à recevoir » et « numéraire et dépôts » (graphique 2.13).

**Graphique 2.13 :** Structure des actifs financiers des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 1995 et 2000.

Pour Clévenot et Mazier (2005), cette évolution de la structure des bilans des SNF représente le principal indicateur de la financiarisation. Les auteurs analysent l'insuffisante reprise de l'investissement liée à un arbitrage effectué par les SNF entre accumulation réelle et financière. Cependant, cet accroissement de la part des actifs financiers détenus par les entreprises non financières peut ne représenter qu'une contrepartie de la réduction de l'investissement physique, ce que souligne Stockhammer (2004a). Ainsi, l'investissement dans les actifs financiers ne représente pas la cause de la réduction de l'investissement physique<sup>8</sup>. Il représente un symptôme des changements dans les priorités de management, c'est-à-dire un changement dans la configuration institutionnelle des entreprises qui les conduit à limiter le montant de l'investissement productif.

Il ressort donc de cette première partie d'article un décalage entre, d'un côté, accroissement des capacités d'épargne des entreprises et, de l'autre, ralentissement de l'accumulation, accompagné d'une augmentation de la détention d'actifs financiers par les SNF. Ces évolutions posent la question des changements en cours au niveau des comportements de répartition des entreprises et de l'impact sur leur rentabilité économique et financière.

### **3 Amélioration puis stagnation de la rentabilité économique des SNF et dégradation de l'emploi et de la part des salaires**

Afin d'explicitier les évolutions des capacités d'épargne des SNF et de l'investissement, il convient en effet d'analyser celles de la répartition primaire des revenus. La réduction des besoins de financement des entreprises s'accompagne d'un redressement des taux de marge et donc de la part des profits dans la valeur ajoutée (3.1). Cette hausse de la part des profits s'accompagne quant à elle d'un redressement de la rentabilité économique des SNF et de la profitabilité pour les actionnaires (3.2). Cependant, le redressement de la rentabilité s'effectuant en grande partie par la hausse des taux de marge, la situation des salariés se dégrade avec, d'une part, une réduction de la part des salaires dans la valeur ajoutée et, de l'autre, une hausse du taux de chômage qui suit le ralentissement de l'accumulation et de la croissance (3.3).

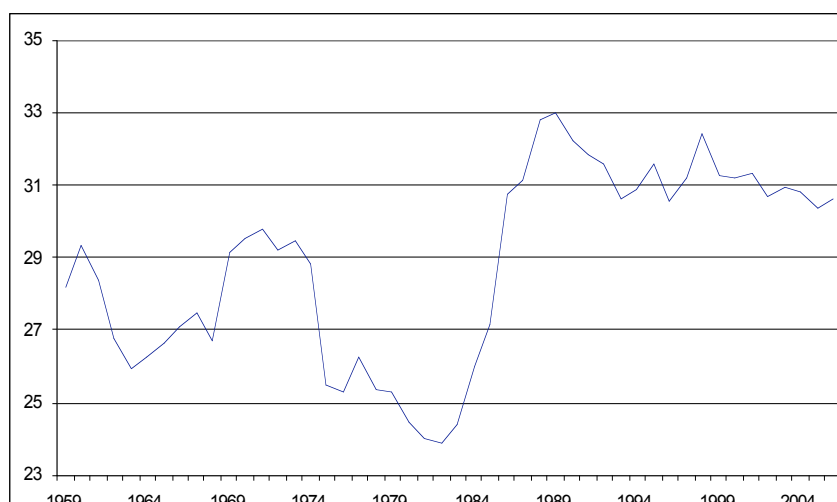
---

<sup>8</sup>.

### 3.1 Redressement du taux de marge et écart croissant entre investissement et profit

A partir des années 1980, on observe un redressement important des taux de marge des sociétés non financières, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée brute (graphique 2.14). Après une période de hausse au début des années 1970, le taux de marge diminue jusqu'en 1983, année où il repart à la hausse pour se stabiliser au cours des années 1990 à un niveau supérieur à celui des années 1960<sup>9</sup>.

Graphique 2.14 : Taux de marge des SNF



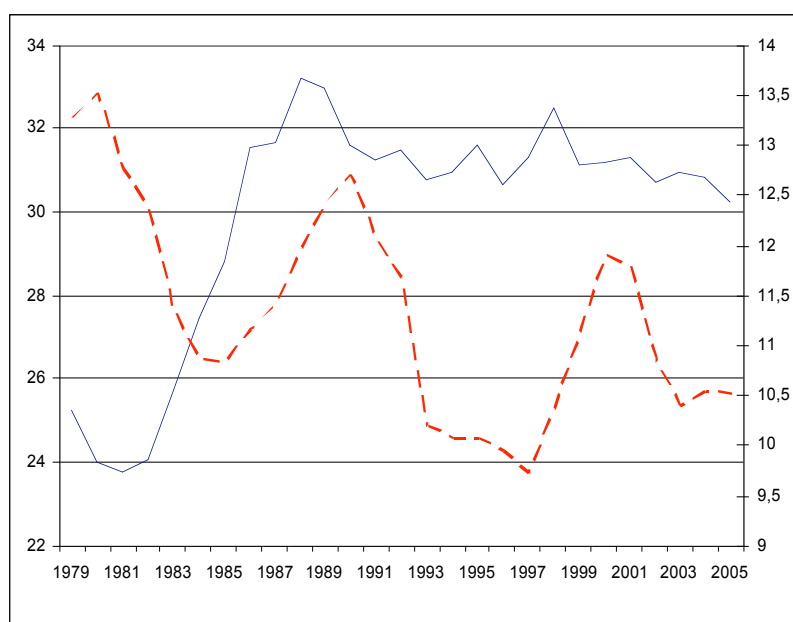
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Ce redressement du taux de marge ne s'accompagne pas, comme nous l'avons déjà noté, d'une reprise de l'investissement (graphique 2.15). Au contraire, la tendance haussière du taux de marge (échelle de gauche) suit celle à la baisse du taux d'accumulation (échelle de droite).

<sup>9</sup> Nous développerons dans la section 3.3 les difficultés d'analyse des évolutions du taux de marge, ou de la part salariale, liées, entre autres, aux évolutions sectorielles, certains secteurs détenant un taux de marge structurellement plus élevé.



**Graphique 2.15 :** Taux de marge des SNF et taux d'accumulation : des évolutions divergentes

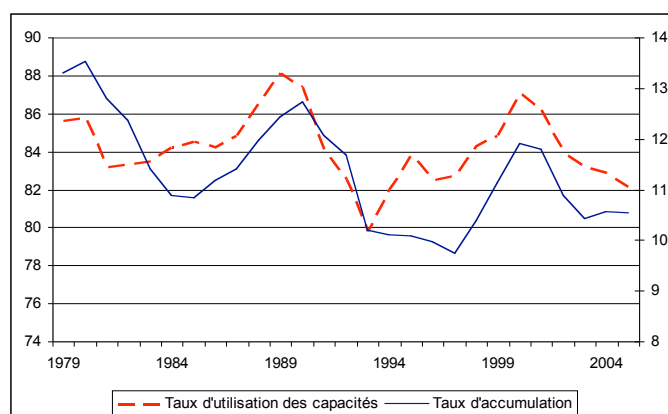


Source : INSEE, Comptes nationaux base 2000.

A plus court terme, les fluctuations conjoncturelles du taux d'accumulation sont corrélées à celles du taux d'utilisation des capacités productives (graphique 2.16). Le redressement du taux d'utilisation (échelle de gauche) est en général suivi d'une reprise du taux d'accumulation (échelle de droite), ce qui montre l'impact de la demande sur les comportements d'accumulation des SNF. L'importance des facteurs quantitatifs (production ou vente) dans la détermination des comportements d'investissement est relevée par plusieurs études économétriques (Chirinko, 1993).



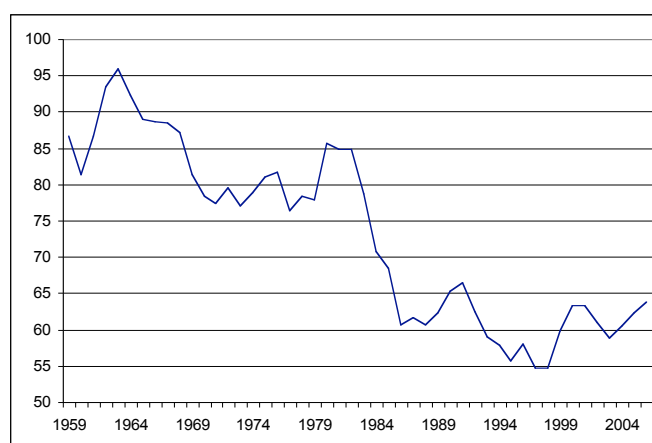
**Graphique 2.16 :** Taux d'utilisation des capacités productives et taux d'accumulation



Source : INSEE, Comptes nationaux.

Cet écart entre accroissement des taux de marge et stagnation – voire réduction – des taux d'accumulation s'accompagne d'une dégradation du ratio investissement sur excédent brut d'exploitation (graphique 2.17). A partir de 1983 et jusqu'en 1986, la FBCF rapportée à l'EBE chute fortement (de près de 25 points). Elle se redresse légèrement de 1987 à 1990 avant de connaître une nouvelle baisse importante jusqu'en 1998 (moins 10 points) où elle atteint son niveau le plus bas avec 54,6 % de l'EBE. La reprise de la fin des années 1990 s'accompagne d'une remontée de ce taux à 63,3 % puis 63,7 % en 2006 après une légère baisse.

**Graphique 2.17 :** Part de la FBCF sur l'excédent brut d'exploitation des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux base 2000.

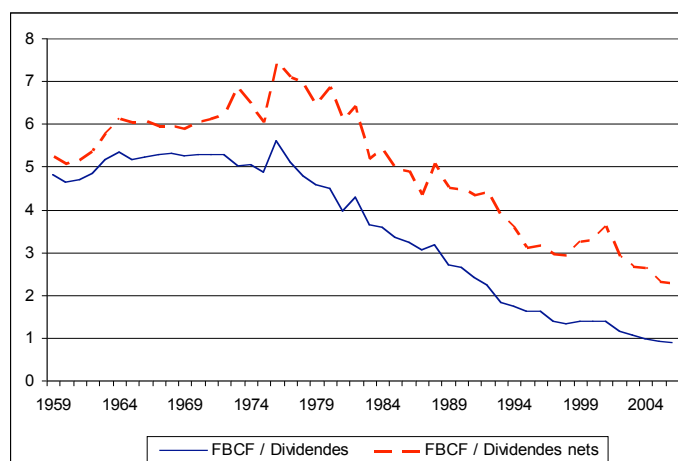
La valeur de l'investissement par rapport à celle des profits tend donc à diminuer, alors que les profits sont croissants, ce qui rejoint pour la France les conclusions de Stockhammer (2005 et



2007) et Van Treeck (2007) sur la baisse de ce ratio dans des économies financiarisées. En d'autres termes, les profits sont de moins en moins réinvestis. Ce décrochage conduit à se poser la question de l'utilisation des profits ainsi que de la source de ces profits. Dans les analyses kaleckiennes (Kalecki, 1965 et 1990), l'investissement constitue en effet la principale composante des profits. Le ralentissement de l'investissement et le décalage entre taux de profit et taux d'accumulation ont donné lieu à plusieurs séries d'explications. Le décalage croissant entre investissement et profit représente donc l'un des indicateurs de la financiarisation. Ce décalage s'explique par le développement de nouvelles sources de profit. La consommation des dividendes peut en représenter une explication. Ainsi, pour Husson (2005), dans une perspective marxiste, la hausse régulière du taux de plus-value s'identifie à la conséquence des transformations à l'œuvre. Cette hausse ne s'est pas accompagnée d'une croissance du taux d'accumulation, ce qui était l'objectif recherché par les politiques menées, mais, par contre, d'un recul de la part salariale. De ce fait, pour Husson, l'écart entre taux de profit et taux d'accumulation représente un bon indicateur de la financiarisation, cet écart se réduisant en soustrayant la part revenant aux revenus financiers.

Ainsi, il est possible de calculer un indicateur rapportant le montant de l'investissement à celui des dividendes distribués (graphique 2.18). Une baisse tendancielle de cet indicateur apparaît clairement, les montants investis par les SNF se réduisant par rapport aux montants distribués. Il semble donc que la distribution des dividendes occupe une part de plus en plus grande dans la formation des profits, au détriment de celle de l'investissement.

**Graphique 2.18 :** FBCF rapporté aux dividendes distribués pour les SNF de 1959 à 2006

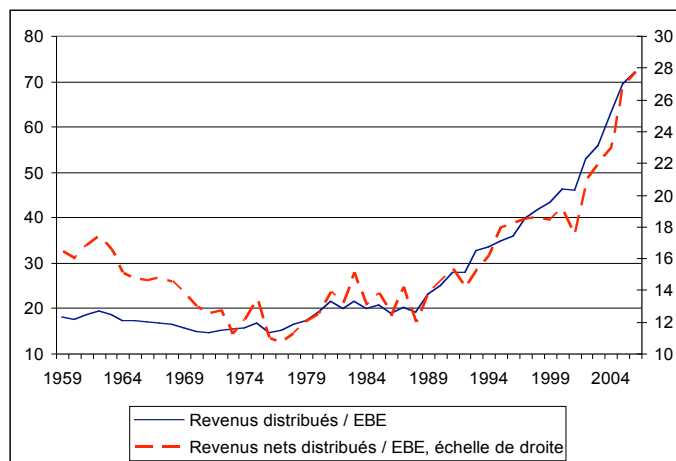


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.



L'accroissement de la part des profits s'est en effet accompagné quant à lui de celui des revenus distribués<sup>10</sup> par les entreprises qui atteignent 72 % de l'excédent brut d'exploitation en 2006 au lieu de 19 % en 1988 (graphique 2.19, échelle de gauche), les dividendes représentant en 2006 plus de 90 % des revenus distribués des sociétés.

**Graphique 2.19 :** Revenus distribués par les SNF rapportés à l'EBE, de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La croissance des revenus distribués par les SNF devient particulièrement importante à partir de 1989. Les revenus nets distribués sont également croissants à partir de la fin des années 1980 mais dans une proportion moins importante. Ils passent en effet de 12 % de l'EBE en 1988 à 28 % environ en 2006 (graphique 2.19, échelle de droite). Cependant, le niveau atteint par le ratio dividendes distribués sur l'EBE et la forte croissance de celui-ci amènent à douter de la pertinence de l'indicateur. Il semble plus approprié de rapporter le montant des dividendes nets versés au profit après impôt. En effet, les actionnaires décident, au niveau des conseils d'administration, du montant des dividendes qui sera versé en fonction du profit disponible une fois payés les impôts et les intérêts.

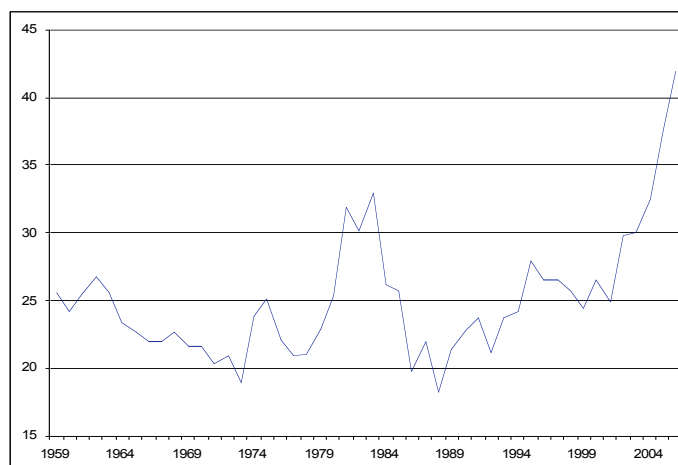
Selon cet indicateur, les dividendes nets versés par les SNF suivent également une tendance globalement croissante à partir du début des années 1990, après un point haut atteint en 1981

<sup>10</sup> Ces revenus sont constitués majoritairement de dividendes, l'autre poste étant celui des « autres revenus distribués des sociétés ».



puis une forte chute, de près de 15 points au cours des années 1980. Ils atteignent 42 % des profits après impôts en 2006 (graphique 2.20)<sup>11</sup>. La rémunération des actionnaires est donc globalement croissante depuis le début des années 1990.

**Graphique 2.20 :** Dividendes nets distribués par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts (RDB<sup>12</sup> + dividendes nets versés)



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

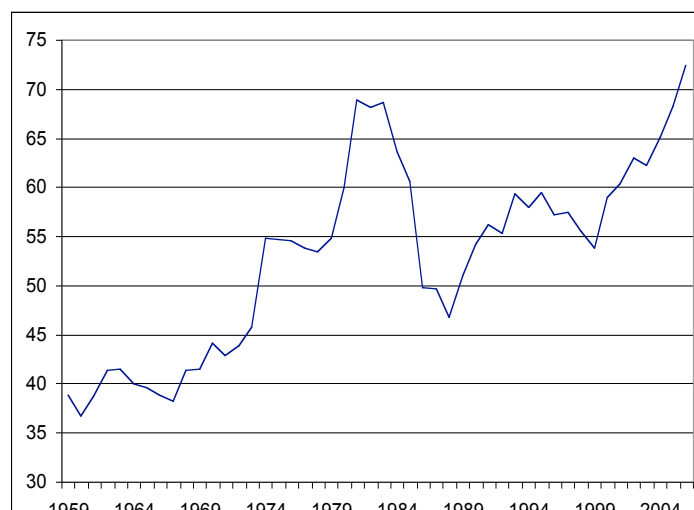
L'augmentation de la part des dividendes distribués n'est pas uniquement liée à une modification de la structure du financement des SNF et à un recul de la part des intérêts versés, c'est-à-dire à un effet substitution. En effet, la modification de la structure de financement au profit de l'émission de titres et au détriment de l'endettement pourrait expliquer la croissance de la part des dividendes distribués, au détriment de celle des intérêts versés. Or, la part des intérêts et dividendes versés par les SNF dans les profits après impôts s'accroît à partir du début des années 1990 après un pic atteint au début des années 1980 (graphique 2.21). A partir du début des années 1970, la part des dividendes et intérêts versés par les SNF est toujours supérieure à celle des années 1960, il s'agit donc bien d'un effet volume.

<sup>11</sup> Les dividendes versés en pourcentage du profit après impôts passent quant à eux de 26 % en 1998 à 65 % en 2006.

<sup>12</sup> Revenu disponible brut.



**Graphique 2.21 :** Intérêts et dividendes versés par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts (RDB + dividendes + intérêts)

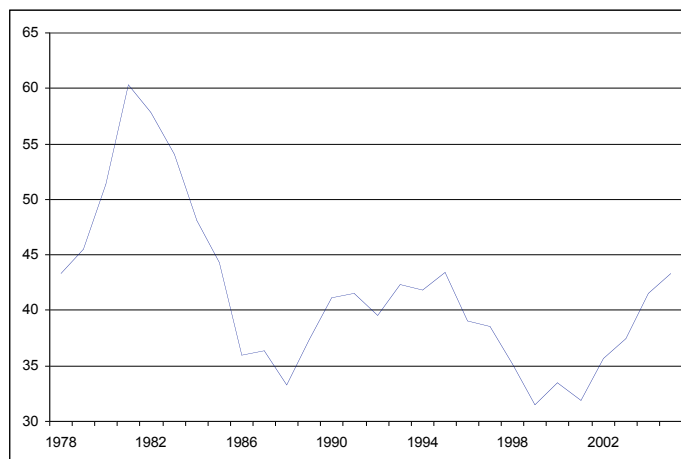


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, en termes nets, les intérêts et dividendes versés connaissent une évolution plus heurtée. Après une forte hausse de 1978 à 1981, où ils atteignent 60 % des profits après impôts, cette part est divisée par presque deux dans les années 1980. Elle se stabilise au cours de la première moitié des années 1990 en étant légèrement croissante, passant de 41 % en 1990 à 43,4 % en 1995. Elle décroît ensuite jusqu'en 2001 où elle représente 31,9 % des profits après impôts puis remonte à nouveau au début des années 2000 pour atteindre son niveau du début des années 1990.



**Graphique 2.22 :** Intérêts nets et dividendes nets versés par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

L'évolution des intérêts et dividendes nets versés par les entreprises ne connaît donc pas de véritable hausse au cours des années 1990 et 2000. La charge financière liée à la rémunération nette des détenteurs de capitaux ne semble donc pas s'être véritablement accrue. Ceci n'est pas lié à la stagnation des intérêts et dividendes versés, qui ont eux crû fortement, mais à l'augmentation parallèle des intérêts et dividendes reçus, bien que les dividendes versés nets soient fortement croissants.

Il y a donc bien une rupture au niveau de la distribution des profits dans les comptes des SNF, avec une forte hausse des dividendes distribués. Cependant, celle-ci ne se traduit pas véritablement par un accroissement des charges financières des entreprises. Ceci constitue un élément important que nous retiendrons par la suite, notamment dans la discussion des effets de la financiarisation sur l'investissement.

L'accroissement de la part des profits et des dividendes distribués conduit à s'interroger sur les évolutions de la rentabilité économique des SNF ainsi que sur la profitabilité pour les actionnaires des évolutions en cours depuis le milieu des années 1980.



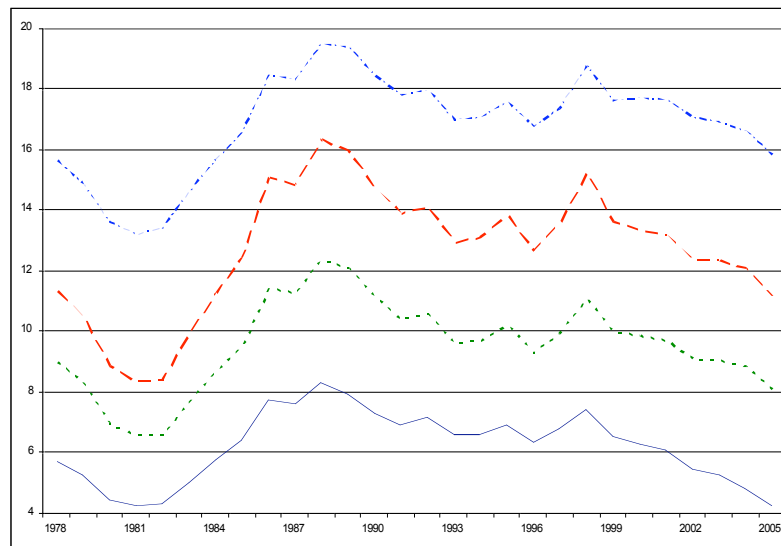
### *3.2 Du redressement de la rentabilité économique des SNF à sa stagnation, parallèlement à un redressement de la profitabilité retirée par les actionnaires*

La section précédente a montré la tendance haussière des taux de marge et des dividendes distribués par les SNF. Le taux de marge constitue l'un des déterminants de la rentabilité économique et financière des entreprises. Les données de la comptabilité nationale montrent que la rentabilité des entreprises s'est dans un premier temps redressée avant de connaître à nouveau une tendance légèrement décroissante. Ces données permettent de mesurer les gains retirés par les actionnaires des évolutions en cours.

Le début des années 1980 marque également une rupture concernant l'évolution de la rentabilité économique des SNF. Cet indicateur se rapproche de la notion de taux de profit utilisée dans les modèles postkeynésiens (Kaldor, 1956, Kalecki, 1965, Robinson, 1962, entre autres). Plusieurs méthodes sont utilisées pour évaluer la rentabilité économique en utilisant les données de la comptabilité nationale. Le numérateur est toujours constitué par l'excédent net d'exploitation, mais le dénominateur varie. Il peut comprendre soit l'ensemble des actifs non financiers, soit les actifs fixes ou les actifs fixes hors logement. Alors que la fin des années 1970 est marquée par une tendance à la baisse de la rentabilité économique des SNF, le début des années 1980 voit quant à lui ce taux se redresser fortement, passant de 4,2 % en 1981, si l'on rapporte l'ENE à l'ensemble des actifs non financiers, à 8,3 % en 1988. Les données de long terme, notamment mobilisées par le rapport du Commissariat Général du Plan présidé par Plihon (2002) montrent que le niveau atteint à la fin des années 1990 est comparable à celui des années 1960. Le ratio ENE sur l'ensemble du capital non financier se stabilise autour de 7 % dans les années 1960 et à partir de la fin des années 1980 jusqu'à la fin des années 1990 selon les auteurs du rapport. La rentabilité économique chute à partir de 1973 pour se redresser à partir de 1982 et cela malgré les périodes de ralentissement économique. La rentabilité économique diminue tendanciellement dans les années suivantes, malgré les fluctuations cycliques (graphique 2.23).



**Graphique 2.23 :** Rentabilité économique des SNF selon différents calculs de 1978 à 2006 en France



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

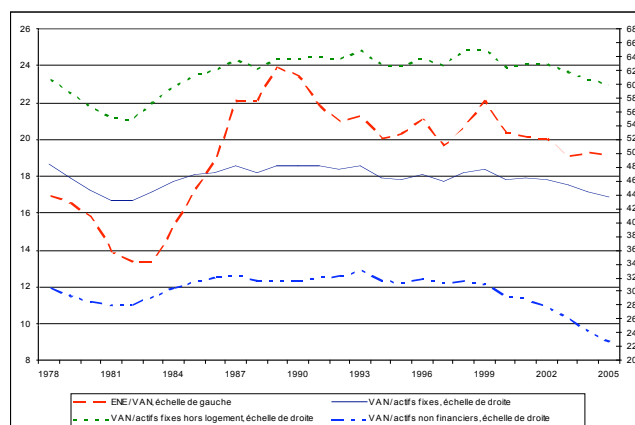
Afin d'analyser les facteurs de ces évolutions, il est possible de décomposer l'indicateur de rentabilité économique entre d'un côté le taux de marge net (ENE / VAB) et de l'autre la productivité du capital, exprimée par le rapport entre valeur ajoutée brute et capital, soit, avec  $F_T$  le montant des profits, Y la valeur ajoutée et K le capital :

$$\frac{F_T}{K} = \frac{F_T}{Y} \frac{Y}{K}$$

Le redressement du taux de marge, que nous avons constaté dans la section précédente, constitue le principal facteur explicatif de la forte hausse de la rentabilité économique au début des années 1980 (graphique 2.24, échelle de gauche), la productivité du capital augmentant plus faiblement (échelle de droite). La diminution dans les années 1990 de la rentabilité économique s'explique surtout par le ralentissement des gains de productivité du capital, surtout à partir de la fin des années 1990. En effet, alors que le taux de marge net diminue de cinq points, passant de 24 % à en 1989 à 19 % en 2005, la productivité du capital diminue de façon plus importante, ce qui ressort particulièrement si l'on prend le ratio valeur ajoutée nette sur actifs non financiers, lequel diminue de dix points entre 1993 et 2005, passant de 33 % à 23 %.



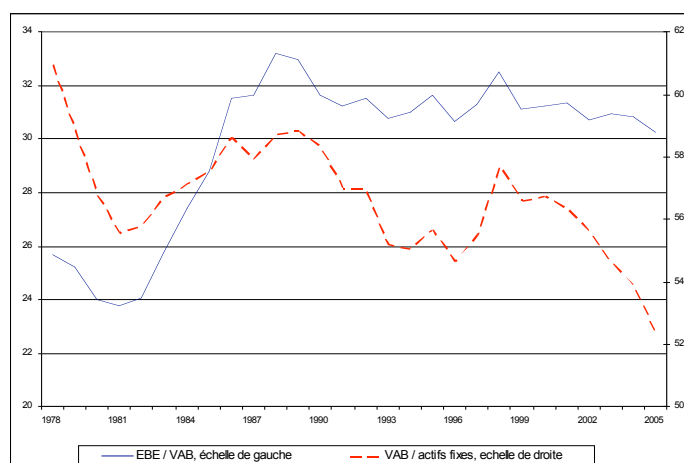
**Graphique 2.24 : Décomposition de la rentabilité économique des SNF**



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La décomposition du taux de profit brut fait particulièrement ressortir l'impact négatif des évolutions de la productivité du capital sur la rentabilité économique. En effet, celle-ci décroît fortement à partir de 1990 (graphique 2.25, échelle de droite), malgré le redressement de 1997-2000 alors que le ratio excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée brute se stabilise en dépit d'une baisse à partir de 2001 (échelle de gauche).

**Graphique 2.25 : Décomposition de la rentabilité économique brute des SNF**



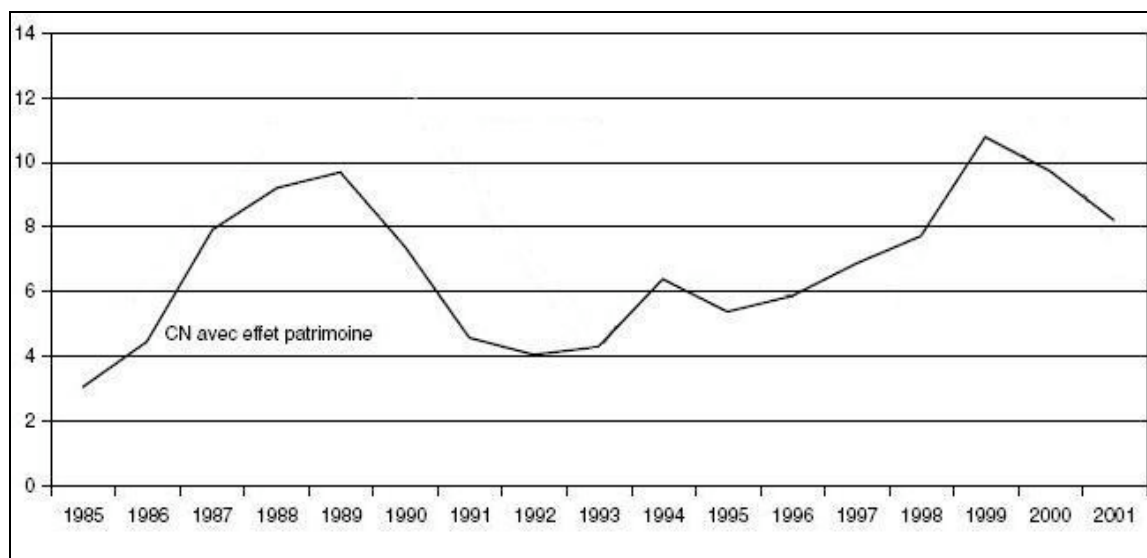
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La relative stabilité de la rentabilité économique des SNF s'explique donc par la baisse de la productivité apparente du capital qui est compensée par le redressement des taux de marge. Cependant, la prise en compte de la variation du prix relatif du capital fait ressortir des



fluctuations plus importantes de la rentabilité économique. Picart (2004) montre ainsi qu'après une période de redressement de 1985 à 1989, la rentabilité économique diminue jusqu'en 1992 avant de remonter jusqu'en 1999 où elle dépasse les 10 % (graphique 2.26).

**Graphique 2.26 :** Calcul de la rentabilité économique corrigée des revalorisations du compte de patrimoine



Source : Picart (2004), p. 114.

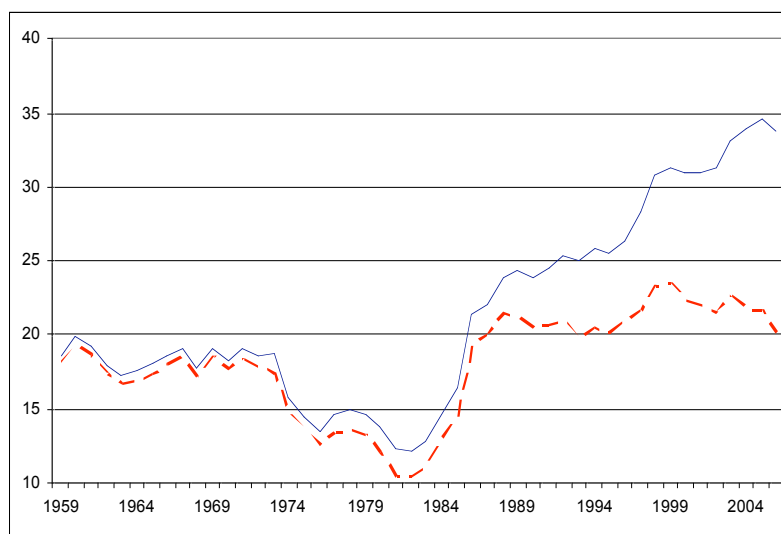
La hausse du taux de marge fait plus que compenser la baisse de la productivité apparente du capital et explique le redressement de la rentabilité économique. A partir du milieu des années 1990, la stagnation du taux de marge est compensée par les revalorisations des prix du capital, portant sur les terrains, et donc les plus-values réalisées dans les comptes de patrimoine (Picart, 2004).

La croissance de la rentabilité économique qui ressort de la correction des évolutions du prix du capital s'accompagne d'une hausse de la profitabilité pour les actionnaires. En effet, si l'on reprend l'indicateur développé par Artus et Cohen (1998), c'est-à-dire le ratio revenu disponible brut des entreprises plus les dividendes versés rapportés à la valeur ajoutée, la profitabilité dégagée pour les actionnaires s'accroît. Plus précisément, la profitabilité diminue au cours des années 1970, passant de 19 % en 1971 à 13,5 % en 1977, pour remonter à partir des années 1980 et atteindre un niveau nettement supérieur à celui du début des années 1970, avec plus de 34 % en 2005 (graphique 2.27). A partir du milieu des années 1980, la progression de ce ratio ne s'est ralentie qu'à deux reprises, lors du ralentissement économique du début des années 1990 et lors



de la période de croissance de 1998-2002. De 2002 à 2005, cet indicateur repart à la hausse avant de diminuer légèrement en 2006, où il atteint 33,8 %.

**Graphique 2.27 : Profitabilité pour les actionnaires**



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Le calcul de cet indicateur en ne prenant en compte que les dividendes nets fait ressortir trois périodes. De 1959 à 1973, le ratio de profitabilité pour les actionnaires est stable autour d'une moyenne de 17,9% sur la période. Ensuite, à partir du choc pétrolier de 1973 et jusqu'à la mise en place de la politique de désinflation compétitive en 1983, ce ratio diminue pour atteindre un point bas de 10,4 % en 1981. Il remonte par la suite pour se stabiliser à partir de 1988 autour d'une moyenne de 21,4 % sur la période 1988-2006, soit environ trois points au-dessus du niveau des années 1960.

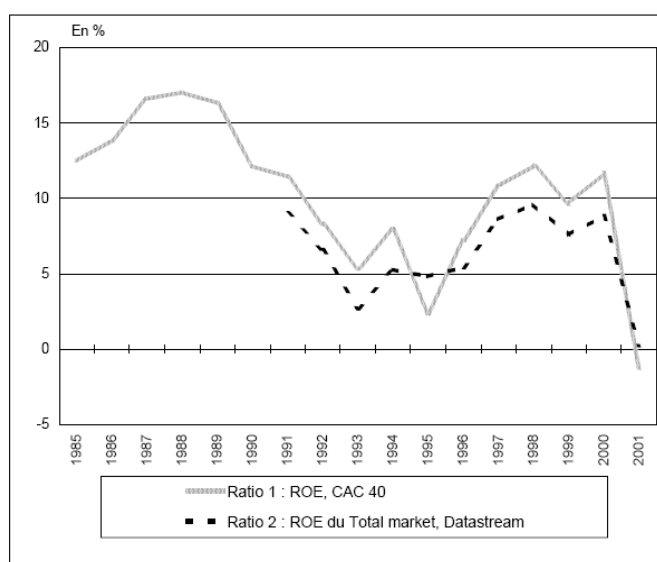
Le ralentissement de l'accumulation du capital et l'accroissement des intérêts et dividendes versés par les entreprises conduisent ainsi à s'interroger sur les normes de rendement en vigueur. En effet, pour Keynes (1936), les entreprises n'investissent que si l'efficacité marginale du capital est au moins égale au taux d'intérêt. Or, le développement des marchés financiers tend à modifier les normes de rendement, qui dépendent de plus en plus des rendements des titres financiers. Les exigences des actionnaires en termes de rendement viennent à prendre plus d'importance dans les économies financiarisées que les taux d'intérêt (Boyer, 2000, Plihon, 2002 et 2003...). L'accroissement des intérêts et dividendes versés que nous avons présenté dans le graphique 2.21



et l'accroissement de la profitabilité retirée par les actionnaires (graphique 2.27) tendent à accréditer cette thèse.

La convention d'un retour sur fonds propres fixée à 15 % est également un signe laissant penser à un durcissement des contraintes de rentabilité exigée auxquelles font face les entreprises. Le rendement total des actions, qui rapporte la somme des dividendes perçus et la variation de valeur de l'action à son cours, s'est ainsi fortement redressé au cours des années 1980 et 1990. Alors qu'il était de 6,7 % pour la période 1973-1982, le taux de rendement des actions atteint 20,5 % pour la période 1983-1992 puis 22,1 % pour 1992-2000 (Plihon, 2002 à partir des données de datastream). Il ressort de l'étude du Commissariat général du Plan (Plihon, 2002), menée à partir des données de la comptabilité d'entreprise, une amélioration en termes réels du ROE<sup>13</sup>, qui rapporte les résultats nets des entreprises à la valeur comptable de leurs fonds propres et qui indique une rentabilité de l'ordre de 12 % à 15 %. La crise de la fin des années 1980 début des années 1990 se traduit par une chute du ROE qui ne se redresse qu'à partir du milieu des années 1990 (graphique 2.28).

**Graphique 2.28 : ROE des SNF du CAC40<sup>14</sup>**



Sources : Datastream, calculs SEFI, dans Plihon (2002), p. 99.

<sup>13</sup> *Return on Equity*, voir l'encadré 1 pour une définition précise.

<sup>14</sup> Le ratio 1 rapporte le résultat net agrégé des SNF du CAC40 à leurs capitaux propres agrégés (capital + réserves). Le ratio 2 s'appuie sur des séries directement agrégées et correspond à des entreprises financières ou non, 200 environ.



La prise en compte du ralentissement de l'inflation est également nécessaire pour expliquer ce redressement. En effet, les taux de rendement présentés dans le graphique 2.28 sont en termes nominaux. Or, l'inflation a fortement diminué entre les années 1980 et les années 1990. Comme le souligne le rapport du Commissariat général du Plan (Plihon, 2002), cette baisse de l'inflation implique un rendement réel accru des titres boursiers et ainsi un alourdissement des contraintes de rendement pesant sur les entreprises. Aglietta et Berrebi (2007) montrent également que la forte amélioration du rendement des fonds propres au cours des années 1990 est liée à l'importance de l'effet de levier<sup>15</sup>. C'est l'impact de ce dernier qui expliquerait le fort redressement de la rentabilité des fonds propres alors que la rentabilité économique a tendance à stagner.

### Encadré 2.1

#### Les évaluations de la rentabilité économique et financière à partir de la comptabilité nationale et de la comptabilité d'entreprise

#### Les différentes mesures de la rentabilité économique à partir de la comptabilité nationale :

Plusieurs mesures peuvent être effectuées, où l'excédent net d'exploitation constitue toujours le numérateur :

$$- \frac{ENE}{ANF} \text{ où ANF représente les actifs non financiers}$$

$$- \frac{ENE}{AF} \text{ où AF représente les actifs fixes}$$

---

<sup>15</sup> Voir l'encadré 1 pour une définition de l'effet de levier et un rappel des différentes mesures de la rentabilité.



-  $\frac{ENE}{AFHL}$  où AFHL représente les actifs fixes hors logement

- Indicateur d'Arthus et Cohen (1998) de profitabilité pour les actionnaires :

$$\frac{RDB + \text{Dividendes versés}}{VAB}$$

**A partir des données de la comptabilité d'entreprise :**

- Rendement total des actions :  $\frac{\text{Dividendes reçus} + \text{gains en capitaux}}{\text{cours de l'action}}$

- Return on Equity, qui représente la rentabilité financière avant impôts :

$$\frac{\text{Résultat net avant impôts}}{\text{Valeur comptable des fonds propres}}$$

Décomposition de la rentabilité financière avant impôts :  $ROE = ROCE + (ROCE - i) \frac{\text{Dettes}}{FP}$

Avec  $i$  le taux d'intérêt moyen qui résulte du rapport entre charges financières et dettes et qui intègre donc les différentes échéances des créances, et FP les capitaux propres plus les provisions.

$ROCE = (\text{résultat net avant impôts} + \text{charges financières}) / (\text{dettes financières} + \text{capitaux propres} + \text{provisions})$ .

L'effet de levier se mesure donc en décomposant le « profit net » de l'entreprise en fonction de sa répartition entre intérêts, dividendes et impôts, et en décomposant le passif de l'entreprise en fonction de la nature des capitaux mobilisés.

Les exigences plus faibles qui marquaient les années 1950 et 1960 autorisaient la mise en place d'un compromis entre gestionnaires et salariés, qui semble remis en cause par la montée des exigences des actionnaires. En effet, le ralentissement de l'accumulation s'accompagne d'une



tendance à la baisse de la productivité du capital qui influe négativement sur la rentabilité économique. Le redressement de la rentabilité des SNF s'explique ainsi surtout par les évolutions de la répartition des revenus, avec une hausse marquée du taux de marge suivie d'une amélioration de la profitabilité retirée par les actionnaires.

### *3.3 Réduction de la part des salaires et dégradation de l'emploi*

Le redressement de la rentabilité économique et de la profitabilité retirée par les actionnaires s'effectue donc en parallèle avec une transformation de la structure de la répartition des revenus. L'évaluation de la part des salaires dans la valeur ajoutée est sujette à débat compte tenu des évolutions sectorielles de l'économie et des biais liés à l'évaluation du revenu des entrepreneurs individuels. Plusieurs études mettent en avant les biais statistiques qui conduisent à une mauvaise évaluation de la part salariale. La première critique, soulevée par Askenazy (2003) concerne l'évaluation du revenu des indépendants qui rémunère leur travail. De plus, la mesure des évolutions de la part salariale dans le total du PIB ne prend pas en compte les effets des transformations sectorielles. En effet, certains secteurs détiennent structurellement une part salariale plus élevée que d'autres et le passage de l'économie d'une spécialisation sectorielle à une autre peut se traduire par une variation de la part salariale sans qu'il y ait de politiques particulières concernant les salaires. Cette critique est développée par Serres, Scarpetta et Maisonneuve (2002). Des études plus larges portant sur une grande partie des secteurs économiques concluent cependant à une réduction de la part des salaires en France.

Askenazy (2003) calcule les évolutions de la part des salaires en introduisant les SIFIM<sup>16</sup> dans l'analyse et en évaluant les évolutions de la population salariée ainsi que celles des rémunérations des travailleurs indépendants en estimant la part du revenu mixte qui correspond au salaire de l'entrepreneur. Dans le secteur concurrentiel hors agriculture, associations et services administrés, la part moyenne des revenus du travail dans la valeur ajoutée diminue de 64,3 % dans les années 1970 à 61,1 % dans les années 1990 selon les calculs de cet auteur. Selon Askenazy, la correction qui doit être apportée à la rémunération des entrepreneurs individuels par rapport aux mesures de l'OCDE conduit à minorer la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Cependant, l'analyse d'Askenazy tend, selon Canry (2003), à sous-estimer la baisse de la part des salaires, en

---

<sup>16</sup> Services d'intermédiation financière indirectement mesurés.

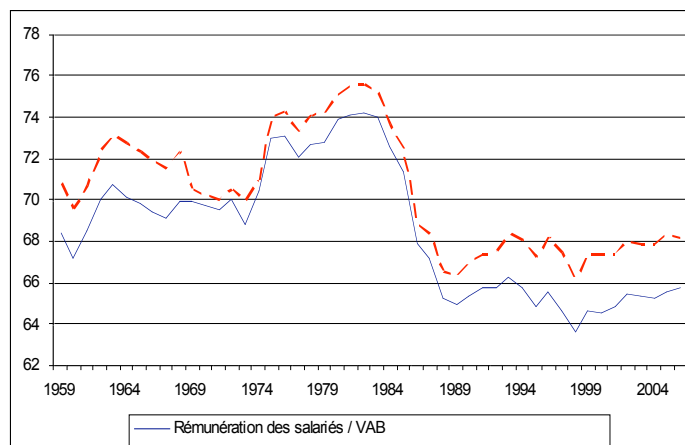
considérant cette dernière uniquement comme un coût et non comme une variable de répartition. Les calculs effectués par Canry diminuent même légèrement la part des salaires par rapport à la méthode de correction utilisée par l'OCDE et concluent à une stabilisation de celle-ci à un niveau inférieur à celui des années 1950-70, considéré comme son niveau « normal ». Pour l'auteur, il y a donc eu un processus de surajustement à la baisse de la part des salaires après la forte hausse de la fin des années 1970. Ellis et Smith (2007) concluent également à un redressement important de la part des profits dans les pays développés depuis le milieu des années 1980. Arthus et Cohen (1998) parlent quant à eux de déformation du partage de la valeur ajoutée pour évoquer successivement la hausse de la part des salaires au cours des années 1970 puis sa forte baisse dans les années 1980.

Afin d'éviter de subir ces biais statistiques, il convient de centrer l'étude sur les SNF, les principaux problèmes reposant sur les comptes des ménages, et plus précisément des entrepreneurs individuels. De plus, la définition de la valeur ajoutée pose problème pour les sociétés financières (assurances, banques) et pour les administrations (Etat, collectivités locales, sécurité sociale).

Nous avons vu précédemment que le taux de marge des SNF suivait globalement une tendance croissante. Dans les comptes des SNF, après une période de hausse de 1970 à 1982, où la part des salaires passe de 69,5 % de la valeur ajoutée brute en 1970 à 74,2 % en 1982, on observe clairement un décrochage de la part salariale à partir du milieu des années 1980 (graphique 2.29), quelle que soit la base statistique retenue (comme précédemment, seuls les niveaux diffèrent, les évolutions sont semblables). La part des salaires atteint un point bas en 1998 avec 63,6 % de la VAB. Elle remonte par la suite pour atteindre 65,8 % en 2006. Globalement, la part des salaires se stabilise dans les années 1990 et début 2000 à un niveau inférieur à celui des années 1960. En effet, la part des salaires s'établit à une moyenne de 65,2 % de la VAB, pour la période 1989-2006, ce qui est inférieur au niveau des années 1960, où elle atteignait 69,8 % en moyenne entre 1962 et 1972 (69,4 % en moyenne si l'on prend la période 1959-1973).



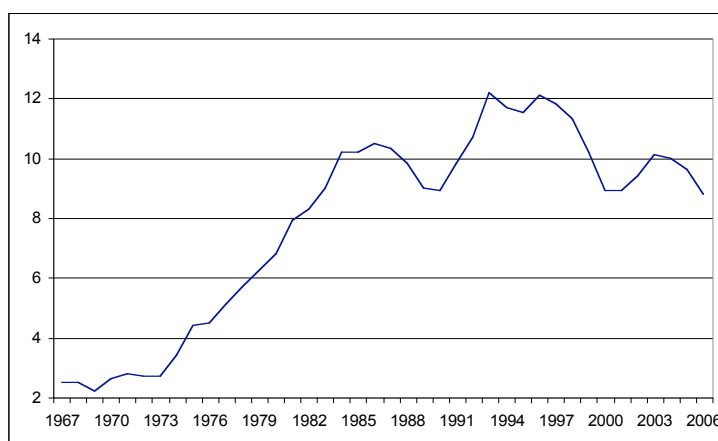
**Graphique 2.29 :** Part de la rémunération salariale dans les SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, la baisse de la part des salaires n'a pas conduit au redressement de l'emploi, comme le supposait la politique de désinflation compétitive<sup>17</sup>. Au contraire, le taux de chômage s'accroît à partir du milieu des années 1970 (graphique 2.30). Il passe de 4,2 % en 1975 à 10 % en 2004, après avoir atteint 12,5 % en 1994 et 1997 selon les données du BIT.

**Graphique 2.30 :** L'accroissement du taux de chômage<sup>18</sup>



Source : INSEE, données corrigées des variations saisonnières.

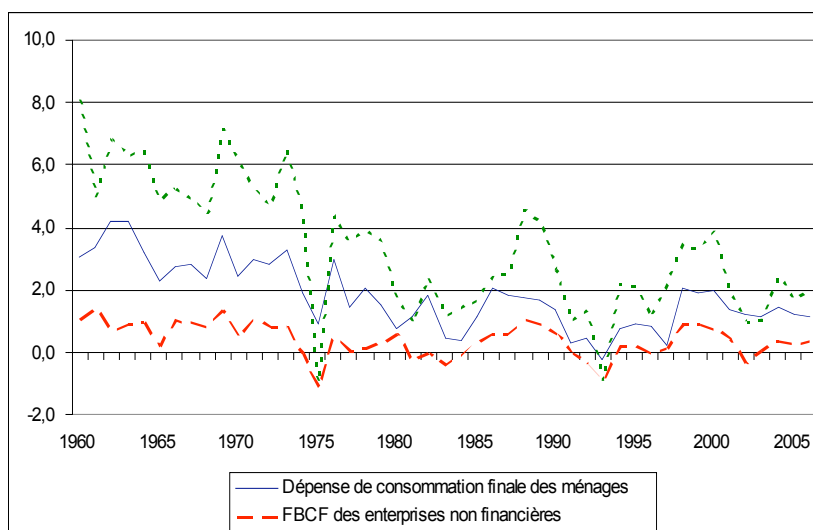
<sup>17</sup> Pour un exposé sur les fondements théoriques et politiques de la désinflation compétitive, voir F. Lordon (1997) et L. Hoang-Ngoc (1998) pour les conséquences économiques et sociales.

<sup>18</sup> Le taux de chômage utilisé ici reprend la définition du BIT, en rapportant le nombre de chômeurs, au sens du BIT, à la population active au sens du BIT.



Pour Rowthorn (1999), le ralentissement de l'investissement, et donc de la croissance, explique la majorité de l'accroissement du chômage dans les pays de l'OCDE. La France subit en effet depuis la fin des années 1970 un ralentissement de la croissance économique, dont, comme nous venons de le voir, l'une des sources réside dans la stagnation de l'investissement. D'un point de vue macroéconomique, le régime actuel se caractérise par un taux de croissance inférieur à celui de la période fordiste. Le taux de croissance annuel moyen du PIB français était de 5,6 % entre 1961 et 1970, de 3,3 % de 1971 à 1980 avant de diminuer à 2,5 % entre 1981 et 1990 puis à 1,7 % entre 1991 et 2000<sup>19</sup>. Après une période de reprise entre 1998 et 2000, où le taux de croissance annuel moyen atteint 3,6 % sur la période, la croissance ralentit à nouveau avec un taux annuel moyen de 1,5 % entre 2001 et 2005. Ce ralentissement s'explique donc en partie par un ralentissement de la croissance de l'investissement, mais également par celui de la consommation des ménages (graphique 2.31).

**Graphique 2.31 :** Taux de croissance de la consommation, de l'investissement et du PIB, en termes réels



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La montée du chômage et la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée s'accompagnent également d'une évolution des formes d'emploi. La recherche de la rentabilité par les entreprises les conduit à accroître la flexibilité<sup>20</sup>. De plus, la montée du chômage réduit le pouvoir de négociation des salariés et exerce ainsi une pression à la fragmentation des normes

<sup>19</sup> Source : Commission européenne.

<sup>20</sup> .



d'emploi. Bien que le contrat à durée indéterminée (CDI) reste largement majoritaire, avec 87 % de l'emploi salarié en 2004, il tend à reculer. Il représentait en effet 91 % de l'emploi salarié en 1975<sup>21</sup>. En parallèle de ce recul des CDI, les contrats à durée déterminée passent de 9,6 % de l'emploi salarié en 1996 à 11,1 % en 2003<sup>22</sup>. Au niveau des embauches, en 2003, dans les établissements de plus de dix salariés du secteur privé, sept embauches sur dix étaient effectuées en contrat temporaire (CDD ou intérim)<sup>23</sup>. De plus, le temps partiel s'accroît également, il concerne 17,5 % des actifs en 2003 contre environ 8 % en 1975 (IRES, 2005). Cet accroissement du temps partiel s'accompagne d'une hausse du sous-emploi, qui passe de 3,6 % des actifs occupés en janvier 1990 à 6,2 % en janvier 1999 (Kontchou et Brunet, 2000).

Par ailleurs, le taux de syndicalisation diminue, il passe d'un peu plus de 20 % entre 1968 et 1975, période à partir de laquelle il commence à décliner, à un peu moins de 10 % dans les années 1990, en étant inférieur à 5 % dans le secteur privé. Le nombre total de grèves et de lock-out diminue également<sup>24</sup>, passant en moyenne de 3 600 dans les années 1970, à 2 200 dans les années 1980 et 1 700 dans les années 1990. Le nombre de journées non travaillées connaît une chute importante, en étant divisé par plus de huit entre 1971 et 1987, passant de 4 387 781 à 511 500 en 1987<sup>25</sup>.

Le développement de la sous-traitance amplifie cette tendance à la diversification des statuts des salariés en réduisant la taille des entreprises. Or, la sous-traitance se développe rapidement en France, le taux de sous-traitance<sup>26</sup> doublant entre 1984 et 2000 et la part des entreprises qui sous-traitent est passée de près de 60% en 1984 à 85% en 2000 (Thévenot et Valentin, 2005). En effet, comme le montrent Perraudin, Thévenot, Tinel et Valentin (2006), le recours à la sous-traitance constitue un moyen de substitution des contrats commerciaux aux contrats de travail pour les entreprises donneurs d'ordre et un moyen de réduction des effectifs internes, en substituant une main-d'œuvre externe à une main-d'œuvre interne. Petit *et al.* (2006) notent également que les entreprises cotées recourent de façon importante aux contrats d'intérim ou de

---

<sup>21</sup> Source : INSEE, Enquête emploi.

<sup>22</sup> Pour une analyse particulièrement approfondie sur les logiques de recours aux CDD, voir D. Sauze (2006).

<sup>23</sup> Pour une discussion sur la stabilité de l'emploi, voir l'ouvrage de C. Ramaux (2006). L'auteur montre que la durée moyenne des emplois stables tend à augmenter et que ceux-ci représentent près de neuf emplois sur dix. Par contre, il insiste sur le développement de la précarité sous la pression d'un chômage persistant. Les mobilités contraintes remplaceraient alors les mobilités volontaires.

<sup>24</sup> Ces statistiques concernent l'ensemble des secteurs, sauf l'agriculture et les administrations.

<sup>25</sup> Source : Organisation Internationale du Travail, LABORSTAT, pour tout le paragraphe.

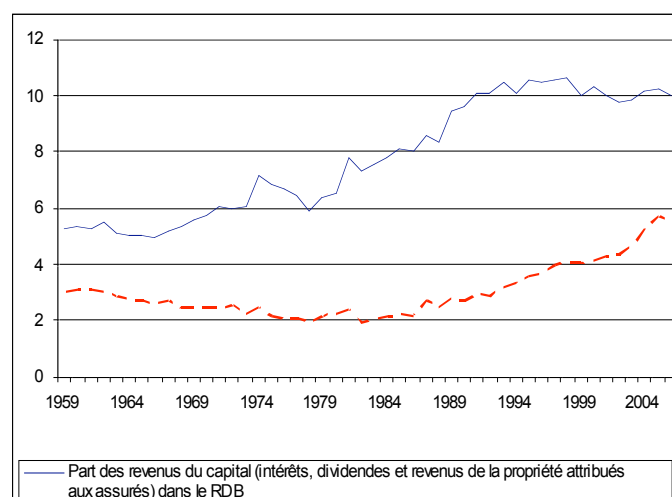
<sup>26</sup> Dépenses de sous-traitance rapportées au chiffre d'affaires de chaque entreprise.



sous-traitance et font partie des entreprises qui recourent le moins fréquemment aux hausses d'effectifs<sup>27</sup>.

Dans ce contexte, la croissance des revenus du patrimoine des ménages n'a pas compensé le ralentissement de la progression des salaires. En effet, bien que la part des revenus du patrimoine dans le revenu disponible brut des ménages double quasiment entre 1959 et 2006 (graphique 2.32), la croissance du pouvoir d'achat ralentit, elle était de 5,6 % en moyenne avant 1973 avant de diminuer à 2 % depuis 1975 (Bournay et Pionnier, 2007).

**Graphique 2.32 :** Part des revenus du capital dans le RDB des ménages



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Les dividendes diminuent de 1959 à 1982 avant d'augmenter par la suite et représentent 5,5 % du RDB<sup>28</sup> des ménages en 2006. Cette faiblesse relative peut notamment s'expliquer par la structure du patrimoine des ménages. En 2003-2004, seuls 24,2 % des ménages détenaient des valeurs mobilières selon l'INSEE. Ce faible taux de détention se retrouve également chez les cadres, bien que dans une moindre mesure, avec 50 %, mais il n'est que de 7,4 % pour les ouvriers non qualifiés. La part des revenus du capital est ainsi plus élevée dans les ménages à hauts revenus qu'au sein des revenus des autres foyers et concerne surtout les dix derniers centiles de la distribution des revenus (Houriez, 2003). Au niveau du dernier centile des ménages les plus riches, les revenus du capital constituent 23 % de l'ensemble des revenus, 38 % au niveau

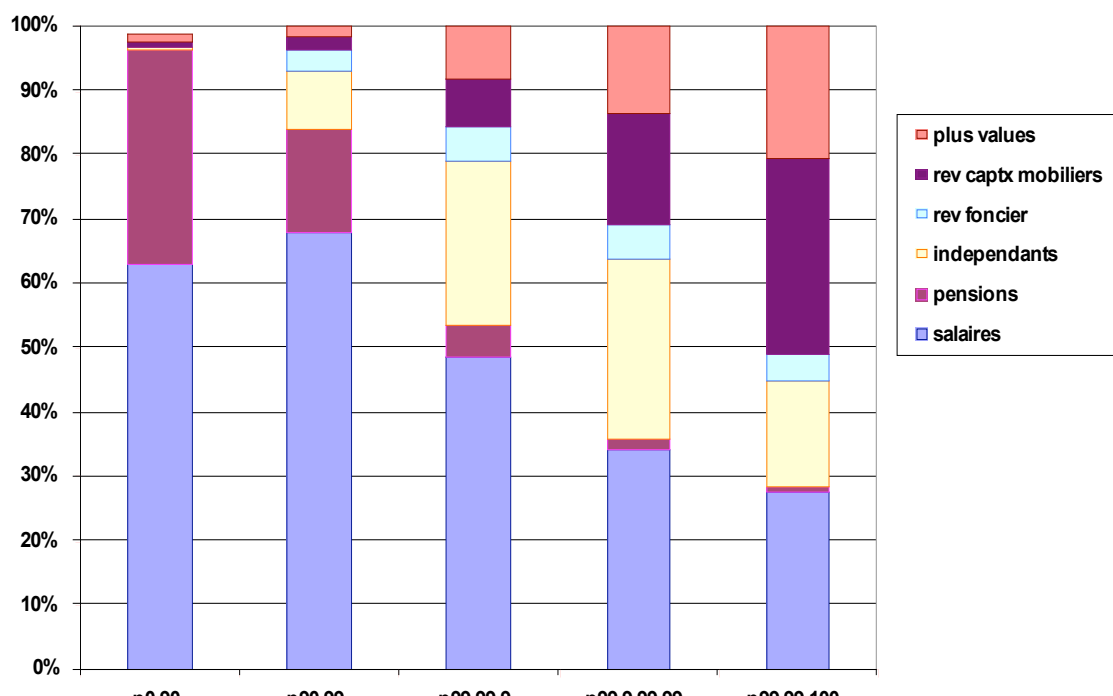
<sup>27</sup> Pour une analyse des transformations des rapports de production durant la période étudiée mettant en relation le développement du capitalisme cognitif et les évolutions de la répartition, voir C. Vercellone (2007).

<sup>28</sup> Revenu disponible brut.



du dernier millième et 55 % au niveau du dernier dix-millième<sup>29</sup>. Les revenus des capitaux mobiliers représentent à eux seuls plus de 30 % des revenus totaux du dernier dix-millième. Pour les neuf premiers déciles, les revenus du capital ne représentent que 3 % du total des revenus (graphique 2.33).

**Graphique 2.33 :** Composition des revenus déclarés avec plus-value de différents fractiles de revenus (2005)



Source : Landais (2007).

Par ailleurs, les primes, la participation et l'intéressement ne représentent toujours qu'une faible part du revenu. En 2002, les primes représentaient 13,7 % de la rémunération brute et l'intéressement et la participation 3,1 %<sup>30</sup>. La participation et l'intéressement atteignent 3,7 % de la rémunération brute totale des professions intermédiaires, 3,1 % pour les cadres, 3,3 % pour les employés et 2,6 % pour les ouvriers. Alors que 88 % des salariés touchent des primes, la participation et l'intéressement<sup>31</sup> ne concernent que 45 % d'entre eux. La participation et l'intéressement existent pour 49 % des cadres et 54 % des professions intermédiaires contre

<sup>29</sup> Landais (2007).

<sup>30</sup> Ces données concernent les entreprises de dix salariés et plus. Source : Pouget (2005).

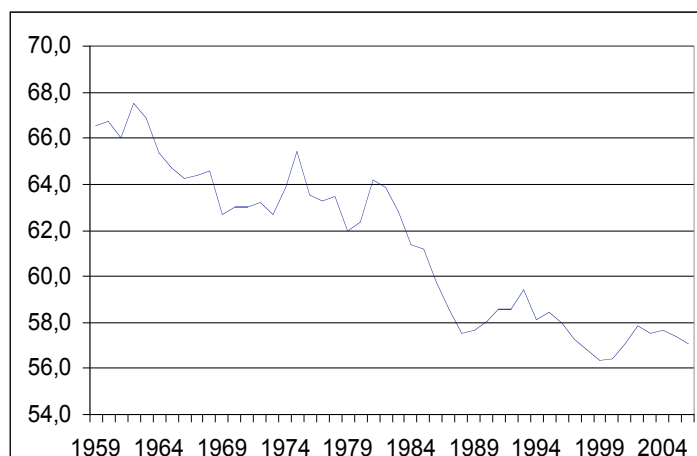
<sup>31</sup> Y compris l'abondement par les entreprises des plans d'épargne salariale.



seulement 39 % pour les employés et les ouvriers, la part croît avec l'entreprise et varie selon les secteurs<sup>32</sup>.

L'évolution de la part du revenu disponible brut des ménages dans le PIB montre que les revenus du capital n'ont pas permis de compenser les pertes liées à l'érosion de la part des salaires (graphique 2.34). La remontée de la part des salaires de 1998 à 2002 s'accompagne au contraire d'un redressement de la part du RDB des ménages dans le PIB.

**Graphique 2.34 :** Part du RDB hors EBE (après impôt) des ménages dans le PIB (en %)



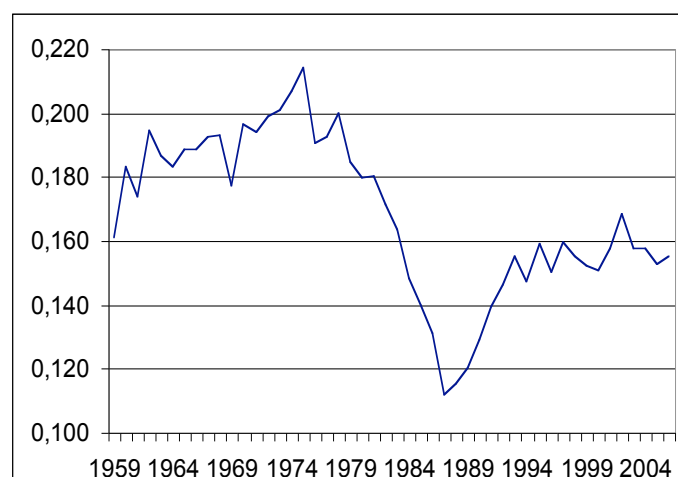
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, le recul de la part des salaires et l'accroissement de la part des revenus du capital dans le revenu des ménages se sont accompagnés d'un redressement des taux d'épargne, mais qui restent dans les années 1990 à un niveau inférieur à celui des années 1960 (graphique 2.35). Après une forte chute entre 1975 et 1987, où il a perdu dix points, le taux d'épargne se redresse mais reste globalement inférieur à son niveau des années 1960, le taux le plus élevé étant atteint en 2002 avec 16,9 %.

<sup>32</sup> 79 % des salariés dans les activités financières et 90 % dans l'énergie contre 15 % dans les hôtels et restaurants et 33 % dans les transports



**Graphique 2.35 :** Evolution du taux d'épargne des ménages en pourcentage entre 1959 et 2006 en France



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Enfin, la modification de la structure de l'épargne des ménages peut également influencer sur la dynamique macroéconomique. Au cours des années 1990, la part de l'épargne des ménages (y compris les entreprises individuelles) détenue sous forme d'actifs financiers est croissante, passant de 40 % de l'épargne totale en volume en 1994 à plus de 49 % en 2006, au prix de 1994. Sur la même période, au sein de l'épargne financière, la part des actions et titres d'OPCVM est décroissante, perdant plus de dix points, au profit des provisions techniques d'assurance, dont la part passe de 22 % de l'épargne en 1994 en volume, à près de 42 % en 2006. L'épargne financière des ménages s'accroît donc sur la période et la part des numéraires et dépôts diminue, passant de 40 % en 1994 à 34 % en 2006 du total de l'épargne financière en volume. Les comportements des ménages en termes de détention d'actifs ont donc évolué, dans le sens d'une préférence accrue pour les actifs de nature financière. Au sein de l'épargne financière, leur préférence pour les dépôts diminue.

Les évolutions de la part des salaires en France recouvrent différentes explications, un certain nombre de facteurs sont avancés pour expliquer la hausse de la part des salaires dans les années 1970 puis la baisse des années 1980.



### *3.4 Des facteurs explicatifs des évolutions de la répartition primaire des revenus aux relations entre croissance et répartition en France*

Plusieurs études économétriques ont été menées afin d'analyser les facteurs des évolutions de la répartition des revenus en France depuis les années 1970 (3.4.1). Dans une autre perspective, des études empiriques ont eu pour objet d'analyser les liens existant entre évolution de la répartition et dynamique macroéconomique en France, afin de déterminer le caractère de la croissance à partir de modèles inspirés de celui de Bhaduri et Marglin (1990)<sup>33</sup> (3.4.2).

#### **3.4.1 Les facteurs explicatifs des évolutions de la répartition primaire des revenus en France**

Les prix de l'énergie et la montée du chômage constituent d'importants facteurs explicatifs de ces évolutions (3.4.1.1). Cependant, la baisse de la part des salaires dans les années 1980 et 1990 est également liée pour certains auteurs à l'accroissement des normes de rentabilité financière qui font peser une pression à la hausse sur le taux de marge (3.4.1.2).

##### **3.4.1.1 Des facteurs traditionnels des évolutions de la répartition...**

L'évolution des salaires réels occupe une place première dans l'explication des évolutions de la part salariale. Sylvain (1998) montre ainsi, à partir d'une étude portant sur cinq pays de l'OCDE, que le coût salarial unitaire constitue le principal déterminant des taux de marge, les termes de l'échange ne jouant qu'un rôle secondaire.

Dans cette perspective, le décalage entre ralentissement de la productivité et croissance des salaires réels constitue la principale explication de l'accroissement de la part salariale au cours des années 1970 (Artus et Cohen, 1998). Pour les auteurs régulationnistes, le décrochage entre l'évolution de la productivité et la tendance haussière des salaires réels reflète l'entrée en crise du rapport salarial fordiste. Le ralentissement des gains de productivité, tant du capital que du travail, constitue le principal facteur de la crise de ce régime. Ce ralentissement n'a pour certains auteurs

---

<sup>33</sup>.



pas été suffisamment pris en compte dans les négociations salariales, compte tenu des principes d'indexation et du pouvoir de négociation des salariés. Les salaires réels ont alors continué de progresser au même rythme que lors des années précédentes, soit beaucoup plus rapidement que la productivité du travail, ce qui explique la forte hausse de la part des salaires (Bruno et Sachs, 1985). Les salaires réels n'augmentant donc pas plus rapidement que dans les années 1960, la hausse de la part des salaires s'explique donc par le ralentissement des gains de productivité (Lipietz, 1982). Par ailleurs, le chômage commence à augmenter à partir des années 1970 alors que l'inflation accélère, phénomène dit de stagflation<sup>34</sup>. Les entreprises ont répercuté les hausses des coûts de production sur les prix. Les salaires nominaux étant indexés sur l'inflation, un tel comportement a alimenté une spirale inflationniste, une boucle prix-salaires, sans que les entreprises ne restaurent leurs taux de profit. Le ralentissement des gains de productivité a donc été supporté par les entreprises, créant ce que plusieurs auteurs ont appelé un « profit squeeze » (Boyer, 1998)<sup>35</sup>.

Le prix de l'énergie constitue un second facteur explicatif des évolutions de la répartition. Un accroissement du coût des matières premières, si les entreprises ne répercutent pas ces hausses sur leurs prix de vente, réduit la valeur ajoutée brute en valeur, toutes choses égales par ailleurs. Si les salaires sont peu sensibles à l'évolution du prix des consommations intermédiaires, la masse salariale n'est pas affectée. La variable d'ajustement est alors constituée par l'excédent brut d'exploitation dégagé par les entreprises, puisqu'il y a à la fois maintien de la masse salariale et baisse de la valeur ajoutée. Plusieurs études économétriques ont montré que le taux de marge des entreprises françaises est déterminé en grande partie à moyen terme par le prix relatif de l'énergie (Cotis et Rignols, 1998 ; Baghli, Cette et Sylvain, 2003). La baisse du taux de marge entre 1973 et 1981 s'effectue dans la période où ont lieu les deux chocs pétroliers, alors que le redressement des taux de marge en 1985-86 a lieu au cours du contre-choc pétrolier. Cependant, la totalité des évolutions du taux de marge, aussi bien dans les années 1970 que 1980, ne peut s'expliquer entièrement par ces chocs (Prigent, 1999).

Selon Artus et Cohen (1998), les évolutions sectorielles constituent un des éléments expliquant les évolutions de la répartition, et surtout la hausse de la part des profits dans les années 1980. Le

---

<sup>34</sup> Pour une critique du terme de stagflation et de sa réalité empirique, voir Hoang-Ngoc (2005 et 2007).

<sup>35</sup> Cette analyse est proche des modèles développés par les auteurs marxistes, notamment Goodwin (1967).



développement du secteur des services au détriment du secteur industriel<sup>36</sup> provoque mécaniquement une déformation de la répartition, la part des profits étant supérieure dans le secteur des services. Cette explication renvoie également à la dynamique de l'emploi qualifié et non qualifié entre les secteurs, les emplois non qualifiés étant plus importants dans le secteur tertiaire que dans le secteur industriel. Cependant, la décomposition comptable de l'évolution de la part salariale au niveau agrégé en deux termes, entre d'un côté la part imputable aux changements de structure de la valeur ajoutée et de l'autre, celle dues aux modifications de la part salariale propres à chaque secteur, effectuée par Prigent (1999), montre que les effets de structure sont négligeables.

La substitution du capital au travail suivant l'évolution du coût des facteurs, et compte tenu de l'élasticité de substitution, constitue l'une des composantes des évolutions du partage de la valeur ajoutée (l'évolution des coûts salariaux et des taux d'intérêt notamment). Pour Artus et Cohen (1998) et Caballero et Hammour (1997), la hausse des coûts salariaux dans les années 1970 aurait poussé les entreprises à mettre en place des techniques de production économes en travail, et notamment en travail peu qualifié. Cependant, les estimations effectuées par Caballero et Hammour, quant au niveau de l'élasticité de substitution notamment, reposent sur des valeurs de paramètres souvent peu justifiées (Canry, 2003), qui influencent fortement les résultats du modèle. En outre, une étude d'Artus (1992) ne détecte pas de signes révélant l'existence de mécanismes de substitution entre capital et travail en France dans les années 1980, en tout cas, pas d'une amplitude plus forte que lors des périodes précédentes. De même, la plupart des analyses macroéconométriques françaises s'accorde sur la faible élasticité de la substitution entre capital et travail, y compris à long terme (Villieu, 2000). Rowthorn (1999) aboutit également à la même conclusion, ses résultats montrent plutôt une relative complémentarité entre les facteurs de production.

De plus, cette substitution opère alors que le coût du capital – les taux d'intérêt réels – augmente fortement. Pour certains auteurs, l'envolée des taux d'intérêt réels aux cours des années 1980 constitue un facteur explicatif important de l'accroissement de la part des profits dans la valeur ajoutée brute (Prigent, 1999 et Baghli, Cette et Sylvain, 2003). Pour Cotis et Rignols (1998), le différentiel de niveau de la part salariale entre les années 1970 et les années 1990 s'explique par la hausse des taux d'intérêt réels des années 1980-1990. Pour Jayadev et Epstein (2007), à partir

---

<sup>36</sup> Le secteur tertiaire passe de 52,8 % du PIB en 1970 71,7 % en 2000.



d'un modèle de marchandage entre trois classes sociales, la hausse des taux d'intérêt réels explique une partie importante de l'accroissement du revenu des rentiers. Par revenu des rentiers, les auteurs entendent les profits des entreprises engagées principalement dans l'intermédiation financière plus les intérêts reçus par les secteurs non financiers, y compris les ménages. Les gains en capitaux sont exclus du fait de problèmes de mesure. Dans les estimations menées par les auteurs, la relation entre part des salaires et revenu des rentiers apparaît dans les régressions comme consistante et négative. Cependant, certains auteurs nuancent l'impact des taux d'intérêt sur les évolutions de la répartition des revenus. Mihoubi (1999) effectue une régression de la part salariale sur les termes de l'échange, le taux de chômage et le coût du capital. Les résultats de l'estimation donnent un coefficient non significatif au coût du capital. L'utilisation par l'auteur d'un modèle à correction d'erreurs et de tests de stabilité permet de montrer que le taux d'intérêt n'exerce qu'une influence faiblement significative sur la part salariale, aussi bien à court terme qu'à long terme.

La montée du chômage au cours des années 1980 représente également pour certains auteurs un important facteur explicatif de la modération salariale (Artus et Cohen, 1998 ; Canry, 2003 ; Desplat *et al.*, 2003). De même, la réduction des taux de syndicalisation des salariés exerce un effet à la baisse sur la part des salaires (Jayadev et Epstein, 2007). Ces explications renvoient aux conflits distributifs entre les groupes sociaux qui émergent en situation de concurrence imparfaite où apparaissent alors des rentes qui ne rémunèrent aucun facteur de production. Le taux de chômage représente dans ce cadre en quelque sorte un indicateur du pouvoir de négociation des salariés, ce qui renvoie aux analyses développées entre autres par Kalecki (1971), mais également par Marx. L'effet du chômage sur la part salariale apparaît difficilement dans les études économétriques selon Boyer (1998) car il ne se manifeste que progressivement et est masqué dans un premier temps par le ralentissement des gains de productivité qui vient soutenir la part salariale.

### **3.4.1.2 ... A l'introduction des normes de rentabilité financière**

Pour Artus et Cohen (1998), les évolutions de la part salariale au cours des années 1980 et 1990 ne peuvent se comprendre sans intégrer les transformations institutionnelles en cours, et notamment l'accroissement des exigences de rendement du capital. L'élévation du coût du capital



reposerait plus sur l'élévation de la prime de rendement exigée par les actionnaires que sur celle des taux d'intérêt réel. La hausse du coût du capital se traduit par une élévation de la part de sa rémunération. L'accroissement de la rentabilité du capital a débuté quelques années après la remontée des taux d'intérêt réels et s'est poursuivi après que ces derniers ont commencé à redescendre. Le retour sur fonds propres exigé par les actionnaires provoque une réduction des dépenses courantes des entreprises et une baisse de leur taux d'investissement pour les auteurs. Ceci provoque à court terme une baisse de la part des salaires. Le calcul de la profitabilité fondé sur le rendement requis des fonds propres, nettement plus élevé que les taux d'intérêt, conduit les entreprises à accroître leur taux de marge. Cependant, à long terme, l'analyse étant construite sur une fonction de production de type Cobb-Douglas<sup>37</sup>, avec facteurs substituables et rendements d'échelle constants, la part des salaires et des profits doit revenir à son niveau « normal » : la part des profits est égale à  $\alpha$  et la part des salaires à  $1 - \alpha$  et épuise la totalité du revenu généré. La répartition découle dans ce cadre directement du programme de maximisation des profits de l'entreprise et dépend de la productivité de chaque facteur de production. L'élasticité de substitution est égale à -1, ce qui signifie qu'une hausse de 1 % du coût relatif d'un des deux facteurs se traduit par une baisse de la demande de ce facteur dans des proportions identiques.

Boyer (1998), dans son commentaire du rapport de Artus et Cohen, critique l'absence de prise en compte de la contrainte extérieure croissante à laquelle fait face l'économie française. La mobilité croissante des capitaux et l'homogénéisation des mouvements de taux d'intérêt réel à long terme jouent un rôle important dans le relèvement de la rentabilité attendue des entreprises recourant à un financement international. Ces évolutions impliquent, à productivité inchangée, une contraction durable de la part des salaires. L'écart croissant entre rendement du capital et taux d'intérêt réel tend à ralentir l'accumulation du capital et donc à accroître le chômage. Ceci modifie le pouvoir de négociation des entreprises les plus internationalisées ou les plus concurrencées et des salariés. Dans ce contexte, les politiques keynésiennes n'auraient qu'une influence conjoncturelle par rapport aux transformations structurelles en cours dans les modes de gestion des entreprises et la formation du capital. L'ouverture internationale, absente dans l'explication de Artus et Cohen, limite la liberté des entreprises de fixer les prix en fonction du taux de marge qu'elles désirent et leur permet d'investir à l'étranger, ce qui les soumet finalement aux normes de bonne gestion qui sont en vigueur sur les marchés financiers internationaux. Le

---

<sup>37</sup>  $Q = K^\alpha L^{1-\alpha}$



pouvoir de négociation des entreprises s'en trouve accru par rapport aux salariés, par nature beaucoup moins mobiles que le capital productif et surtout financier. Les entreprises peuvent alors faire évoluer le partage des revenus à leur avantage. L'investissement tend également à évoluer après ces transformations, la rentabilité attendue se calant sur les normes anglo-saxonnes. Boyer critique alors le raisonnement mené par les auteurs sur les salariés non qualifiés. Les difficultés qu'ils rencontrent tiendraient au changement dans les modes de gestion et au contexte macroéconomique et non pas à l'arrivée d'un nouveau paradigme technologique.

L'argumentation d'Aglietta et Berrebi (2007) rejoint celle de Boyer. Pour les auteurs, l'entrée dans l'économie mondiale de la Chine et de l'Inde a créé un excès structurel de main-d'œuvre, à l'échelle internationale, qui a des répercussions sur les modes de formation des prix et des salaires. Face à la concurrence internationale croissante, les entreprises et les salariés ont perdu du pouvoir sur la formation des prix. L'entrée de la main-d'œuvre chinoise sur le marché international fait baisser le ratio du capital productif au travail. Il en ressort un affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés dans tous les pays développés et une élévation du rendement du capital pour les actionnaires. Les entreprises ont perdu leurs pouvoirs sur les prix mais la valeur actionnariale les force à accroître le rendement du capital. C'est pourquoi elles se retournent sur le marché du travail pour réduire les coûts salariaux avec pour conséquence une déformation du partage primaire des revenus au détriment des salariés ainsi qu'une répartition au sein des salariés de plus en plus inégalitaire. Les auteurs mettent donc les principes de la valeur actionnariale au cœur de l'explication des évolutions de la répartition :

*« La répartition de la valeur ajoutée produite dans les entreprises entre les différentes catégories d'ayants droit ne découle pas seulement des contraintes de la mondialisation. Elle est régulée par des institutions qui encadrent la gouvernance des entreprises. Or, ces institutions se sont profondément modifiées au cours des années 1990. La négociation collective des salaires qui conditionnait le partage entre les salaires et les profits a pratiquement disparu. L'influence des actionnaires est devenue prépondérante au point qu'elle a été institutionnalisée dans un principe dominant : la création de valeur pour l'actionnaire ou valeur actionnariale<sup>38</sup>. »*

En d'autres termes, dans des économies où les principes de la valeur actionnariale dominent la gouvernance des entreprises, l'essentiel de l'ajustement aux nouvelles conditions de la concurrence a été porté par les salariés, ce qui rejoint l'analyse de Palley (2007). La réduction au

---

<sup>38</sup> Aglietta M. et L.Berrebi (2007), p. 33-34.

maximum de la part des revenus du travail constitue pour les auteurs le principal moyen pour réaliser l'impératif de la valeur actionnariale, c'est-à-dire la création de valeur pour l'actionnaire. Dans ce cadre, la répartition du profit entre les parties prenantes à sa formation et l'utilisation de la part du profit qui est retenue par l'entreprise découle de finalités d'ordre politique. La répartition est alors conditionnée par des règles sociales et par des rapports de forces entre les parties prenantes. La norme sociale qui régit la répartition des revenus est donc la valeur actionnariale. Elle entraîne des inégalités beaucoup plus grandes que les normes sociales qui régulaient la répartition au cours des Trente Glorieuses. Nous retiendrons ce principe de détermination de la répartition dans la formalisation de l'équation de taux de marge, qui détermine la répartition primaire des revenus.

### 3.4.2 L'économie française, une économie *wage-led*? Le résultat des études empiriques

Plusieurs études empiriques ont été menées à partir du modèle théorique de Bhaduri et Marglin (1990) afin de déterminer la typologie des régimes de croissance, tirés par les profits ou les salaires<sup>39</sup>, principalement dans les pays de l'OCDE (Bowles et Boyer, 1995 ; Hein et Ochsén, 2003 ; Hein et Vogel, 2007a et b ; Mohrs, 2007 ; Naastepad et Storm, 2006-7). Dans le cas de la France, hormis pour les analyses de Bowles et Boyer (1995) et Stockhammer (2004) qui situent la France comme une économie plutôt *profit-led*, les autres analyses classifient le régime de croissance français comme un régime *wage-led* pour la période 1980-2000, et comme un régime *profit-led* pour la période 1960-1980. Pour Bowles et Boyer, le régime économique bascule d'un régime *wage-led* à un régime faiblement *profit-led* lorsque les effets des salaires sur les exportations sont introduits, dans un modèle d'ajustement partiel. Le secteur domestique demeure quant à lui *wage-led*. L'analyse de Stockhammer (2004) repose par contre sur un modèle plus général, et introduit une variable de financiarisation, le revenu des rentiers. Cette dernière est significative et explique selon les estimations de l'auteur la plus grande part du ralentissement de l'investissement en France.

De nombreuses études empiriques aboutissent par contre au résultat inverse, classifiant l'économie française comme une économie tirée par les salaires depuis le début des années 1980.

---

<sup>39</sup> Soit un régime *wage-led* ou *profit-led* selon la typologie de Bhaduri et Marglin.

Par exemple, en utilisant un modèle VAR appliqué à une approche kaleckienne, Stockhammer et Onaran (2004) estiment la France comme plus proche d'une économie *wage-led*.

Hein et Vogel (2007 a et b) utilisent une approche par l'estimation d'équations seules pour déterminer les effets d'un changement dans la répartition sur l'activité économique pour les principaux pays de l'OCDE pour la période 1960-2005. L'objectif de l'article (2007 a) est d'estimer les effets partiels d'un changement dans la part des profits sur la contribution à la croissance de la consommation, de l'investissement et des exportations nettes. Ces effets partiels sont ensuite sommés pour obtenir l'effet total d'un changement de la part des profits sur la croissance du PIB. Les estimations sont menées à partir d'un modèle théorique inspiré de celui de Bhaduri et Marglin (1990). Cependant, les interactions existant entre les différents agrégats de demande ne sont pas prises en compte, tout comme les effets de l'accumulation du capital et de la croissance sur la répartition.

Dans leur modèle, la consommation dépend à la fois des profits et des salaires, mais l'élasticité de la consommation au regard des salaires est plus grande que celle au regard des profits, compte tenu du modèle théorique retenu. Dans le cas de la France (et de l'ensemble des pays étudiés), si les estimations sont menées sans prendre en compte les échanges extérieurs, un accroissement de la part des profits exerce un impact significatif et négatif sur la consommation. L'effet négatif le plus fort a été trouvé pour la France et l'Allemagne. Dans le cas de la France, un accroissement d'un point de pourcentage de la part des profits réduit la consommation de 0,35 point de PIB. Ces résultats confirment l'hypothèse d'une propension à consommer sur les profits plus faible que celle sur les salaires, présente dans le modèle de Bhaduri et Marglin. Conformément au modèle théorique retenu, la fonction d'investissement est déterminée par le taux d'utilisation des capacités productives et par la part des profits. Dans les estimations réalisées, le logarithme du PIB réel est utilisé comme une approximation du taux d'utilisation. Le taux d'intérêt réel de long terme n'a pas été introduit dans l'équation car les coefficients n'étaient pas significatifs. L'élasticité de l'investissement par rapport à la part des profits est positive mais inférieure à celle sur la consommation, avec 0,221 point de pourcentage, de sorte que l'économie domestique est de type *wage-led*.

Globalement, la variable « profits » rencontre des problèmes de significativité d'un point de vue statistique et conduit les auteurs de l'article à interroger la pertinence du lien entre part des



profits et investissement. Les exportations nettes sont quant à elles affectées de façon positive par le taux de change réel, comme une mesure de la compétitivité internationale, et de façon négative par l'activité domestique, l'activité extérieure étant constante. Le taux de change dépend quant à lui de façon ambiguë de la part des profits, en fonction des causes de la modification de cette part (changement du taux de marge ou du coût unitaire des matières premières importées par rapport à celui des salaires). L'estimation de la part des exportations nettes dans le PIB s'effectue en introduisant la part des profits, le PIB réel domestique et le PIB réel des principaux partenaires commerciaux, comme indicateurs de la demande domestique et extérieure et comme variables exogènes. Pour tous les pays, les coefficients de PIB domestique sont de signe négatif et ceux du PIB extérieurs sont de signe positif. Dans le cas de la France, l'effet de la part des profits sur la part des exportations nettes dans le PIB est non significatif et même estimé à zéro.

En d'autres termes, une réduction des coûts salariaux ne semble pas en mesure d'affecter de façon positive les exportations dans les estimations des auteurs, ce qui constitue une critique à la politique de désinflation compétitive menée dans les années 1980. Selon ces estimations, un accroissement d'un point de pourcentage de la part des profits se traduit au final en France par un recul de 0,129 point du PIB. L'économie est donc *wage-led*, y compris lorsque les échanges avec l'extérieur sont introduits.

Compte tenu de la méthode utilisée, ces résultats représentent des tendances, les effets négatifs sur la consommation étant supérieurs aux effets positifs sur l'investissement d'une hausse de la part des profits, les effets sur le commerce extérieur étant peu significatifs. La première limite de cette approche, soulevée par les auteurs, est l'absence de prise en compte d'interactions entre les agrégats de demande, ce qui est lié à l'approche utilisée, reposant sur l'estimation d'une équation unique.

Les effets sur les exportations sont également pris en compte dans l'étude empirique menée par Naastepad et Storm (2006-2007). De même que dans les études d'Hein et Ochsén (2003), la France apparaît comme une économie plutôt tirée par les profits pour la période 1960-1980 puis, pour la période 1980-2000, le régime de croissance est plutôt tiré par les salaires<sup>40</sup>. Naastepad et Storm incorporent dans leurs estimations l'effet d'une variation de la répartition sur la

---

<sup>40</sup> Mohrs (2007) aboutit aux mêmes conclusions en intégrant également les effets sur la balance commerciale pour les pays de la zone euro, qui sont globalement relativement fermés.



consommation, sur l'investissement, pour lequel la profitabilité exerce un impact sur les capacités de financement, et sur les exportations, où la part des salaires est considérée comme un coût exerçant un impact négatif. Dans les estimations effectuées, l'accroissement de la profitabilité n'a qu'un faible impact positif sur l'investissement. Ce faible effet s'explique pour les auteurs par l'importance de l'autofinancement qui permet aux entreprises de ne pas dépendre excessivement de l'évaluation faite par les marchés financiers. Par contre, la réduction de la part des salaires explique, selon les régressions des auteurs, une large part – près de 75 % – du recul de la croissance en France entre 1980 et 2001. Cependant, cet effet est en partie compensé par le ralentissement de la croissance de la productivité du travail, qui induit une redistribution des profits vers les salaires, et qui crée un effet positif sur la croissance du PIB (+0,9 point de pourcentage). En combinant ces effets, la réduction du coût moyen réel du travail explique plus de 17 % du ralentissement de la croissance, alors que le ralentissement de la demande internationale en explique près de 83 %. Le modèle présenté par les auteurs explique 64 % du recul de la croissance en France sur la période étudiée. Les politiques budgétaires et monétaires restrictives, qui ne sont pas prises en compte dans le modèle, expliquent, selon Naastepad et Storm, le reste du ralentissement de la croissance en France.

L'analyse menée par Hein et Ochsén (2003) intègre quant à elle non pas les effets sur le commerce extérieur, mais les variables monétaires, par le biais des taux d'intérêt, dans un modèle kaleckien de demande appliqué aux pays de l'OCDE. La fonction d'investissement testée est toujours proche de celle de Bhaduri et Marglin (1990), en ajoutant un effet négatif lié aux taux d'intérêt. Plusieurs régimes peuvent alors exister, dans lesquels une hausse des taux d'intérêt peut exercer des effets négatifs mais également positifs compte tenu de la propension à consommer, ou à épargner, des rentiers et de la réactivité de l'investissement aux changements dans les taux d'intérêt. Ces derniers sont déterminés de façon exogène. Ce sont donc les paramètres des fonctions d'investissement et d'épargne qui déterminent le type de régime dans lequel se situe l'économie. Les auteurs cherchent à estimer la valeur de ces paramètres pour quelques pays de l'OCDE, dont la France, entre 1961 et 1995.

L'objectif des auteurs est d'analyser quels sont les facteurs qui expliquent le recul de la croissance depuis le milieu des années 1970, à l'aide d'une analyse économétrique estimant l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le taux d'utilisation, le taux d'accumulation et le taux de profit. Afin de dégager plusieurs régimes d'accumulation au cours des périodes étudiées,



les auteurs estiment plusieurs équations portant sur l'impact de la croissance de la demande sur l'accumulation, ainsi que l'impact d'une variation de la part des profits et des taux d'intérêt. Dans cette analyse, les taux d'intérêt n'affectent pas directement le taux de marge et la répartition mais exercent uniquement un impact direct sur la répartition des profits entre entreprises et rentiers. De la fin des années 1960 au milieu des années 1990, les taux d'intérêt réels de long terme exercent un effet négatif sur la croissance du stock de capital dans le cas de la France, alors que la croissance du PIB exerce un impact positif sur l'accumulation, surtout pour la sous période 1960-1980. Pour cette période, les auteurs estiment un impact positif de la part des profits sur l'accumulation. Cependant, un changement de régime se produit en France au cours des années 1980. L'accroissement de la propension à épargner des rentiers fait passer la France d'un régime où une hausse des taux d'intérêt s'accompagne d'un redressement du taux d'utilisation, du taux d'accumulation et du taux de profit, liée à une propension à épargner des rentiers largement inférieure à l'unité dans la première sous-période. Les taux d'intérêt n'exercent alors uniquement qu'une influence modérée sur l'investissement. A partir des années 1980, la relation devient plus indéterminée.

Pour les auteurs, les explications du ralentissement de la croissance et de l'accumulation sont donc à rechercher ailleurs que dans une hausse des taux d'intérêt. La baisse de la part des profits au cours des années 1970 ressort dans les estimations économétriques comme l'un des facteurs de ce ralentissement. Les évolutions des taux d'intérêt n'apparaissent pas dans les estimations menées par les auteurs comme explicatives des évolutions de la croissance et de l'investissement, les effets étant même indéterminés en France depuis le milieu des années 1980. Le recul de la part des salaires dans la seconde sous-période ressort selon les estimations des auteurs comme l'un des principaux facteurs explicatifs du ralentissement, d'autant plus que les variations des taux d'intérêt sont peu importantes. L'ajout des taux d'intérêt au modèle n'a donc pas modifié les conclusions concernant l'importance des facteurs de la répartition. La baisse de la part des profits explique le ralentissement dans la première sous-période alors qu'il s'agit de celle des salaires dans la seconde.

Les trois premières sections ont donc permis de montrer que la France était caractérisée par une tendance à la financiarisation, qui semble, selon les données de la comptabilité nationale et les études empiriques, se répercuter sur la répartition primaire des revenus ainsi que sur la dynamique macroéconomique. L'Etat a joué un rôle important dans l'essor de la financiarisation, ou du moins l'a accompagné, comme l'a montré le premier article, par le biais des réformes



institutionnelles mais également par celui des politiques économiques menées. En outre, afin de saisir pleinement les évolutions de la répartition des revenus, il est nécessaire d'analyser celles de la répartition secondaire, qui s'est beaucoup transformée.

#### **4 Les évolutions de la répartition secondaire des revenus**

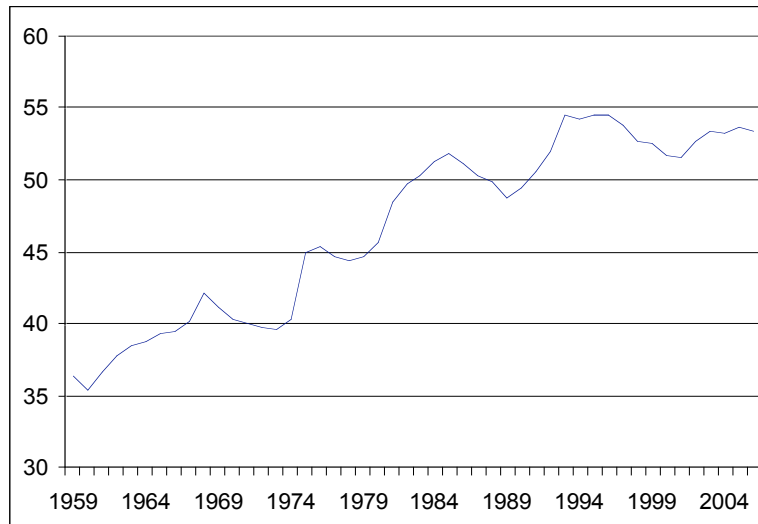
Les politiques publiques semblent en effet avoir accompagné la financiarisation en France. Dans un premier temps, l'un des objectifs recherchés a été la maîtrise des évolutions des dépenses publiques afin de permettre un allègement du niveau des prélèvements obligatoires (4.1). Les évolutions de la répartition secondaire des revenus ainsi que du financement de la protection sociale semblent également accompagner celles de la répartition primaire, le taux de socialisation du revenu a tendance à se stabiliser et le financement est marqué par un transfert de charges des entreprises vers les ménages (4.2).

##### *4.1 Stagnation des dépenses publiques et accroissement de l'endettement en France*

Globalement, le niveau des dépenses publiques s'est accru en pourcentage du PIB depuis les années 1960, bien que de façon irrégulière, jusque dans les années 1990. De 1993 à 2006, les dépenses publiques ont tendance à stagner, voire à reculer (graphique 2.36).



**Graphique 2.36 :** Evolution des dépenses des administrations publiques (APU) en % du PIB en France de 1959 à 2006

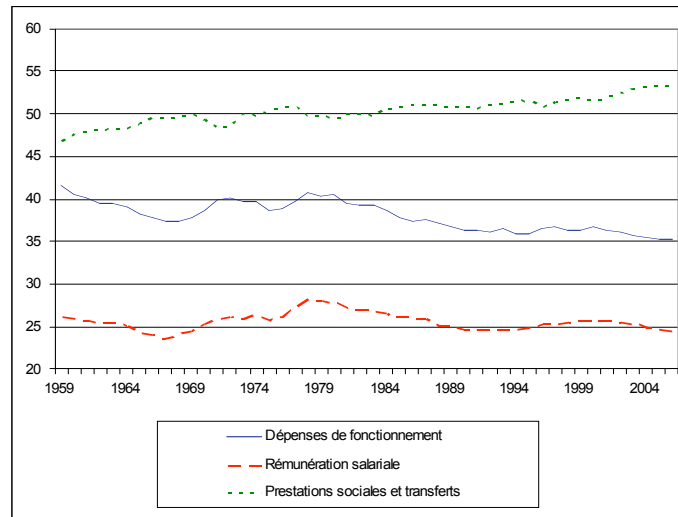


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Au sein de ces dépenses, les prestations sociales et les transferts sont croissants, passant de 46,9 % du total des dépenses en 1959 à 53,5 % en 2006. Par contre, les dépenses de fonctionnement, qui comprennent essentiellement les consommations intermédiaires et la rémunération des salariés sont décroissantes en % des dépenses, passant de 41,6 % du total des dépenses en 1959 à 35,2 % en 2006. La rémunération des salariés augmente jusqu'en 1978, où elle atteint 28,2 % du total des dépenses puis diminue de façon quasi continue jusqu'en 2006, où elle en représente 24,5 % (graphique 2.37).



**Graphique 2.37 :** Evolution de la structure des dépenses des APU en % en France de 1959 à 2006

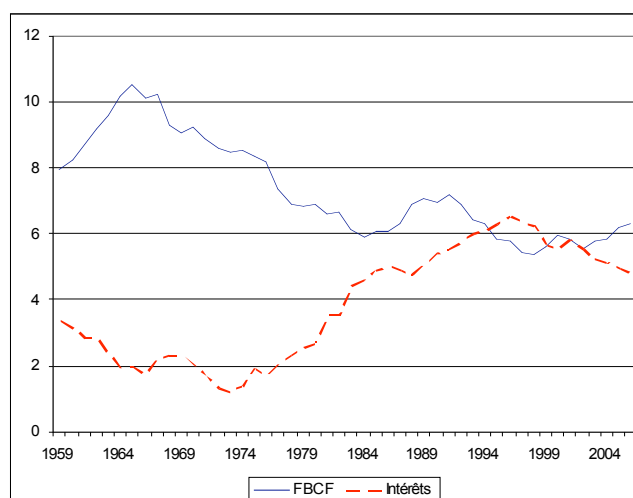


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

De même, à partir de 1965, les dépenses des APU en FBCF sont globalement décroissantes en % du total des dépenses, mais de manière heurtée, passant de 10,5 % du total en 1965 à 6,3 % en 2006. Par contre, les intérêts sont croissants à partir de 1973 où ils représentaient 1,2 % du total des dépenses, et jusqu'en 1996, avec 6,5 %. La charge de la dette s'accroît donc sur cette période. Ils sont depuis globalement décroissants (graphique 2.38) notamment du fait de la baisse des taux d'intérêt.



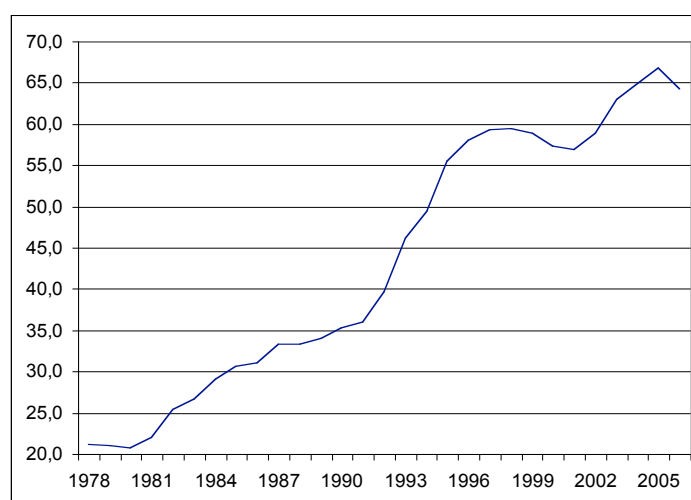
**Graphique 2.38 :** Part de la FBCF et des intérêts dans le total des dépenses des APU en % en France de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, malgré la stagnation des dépenses en % du PIB, l'endettement public est globalement croissant à partir du début des années 1980. La seule exception concerne la période de croissance de 1999-2001 (graphique 2.39). A partir de 2003, le ratio endettement public sur PIB dépasse la barre des 60 % fixée par le pacte de stabilité et de croissance. Il atteint 66,7 % en 2005 avant de diminuer en 2006.

**Graphique 2.39 :** Endettement des APU en % du PIB de 1978 à 2006 en France



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.



Le ralentissement de la croissance et les allègements de la fiscalité, notamment les exonérations de cotisations sociales et la réduction des taux marginaux de l'IRPP expliquent en grande partie l'accroissement de l'endettement en réduisant le montant des recettes<sup>41</sup>. La montée de l'endettement ne résulte donc pas dans le cas français d'une politique budgétaire expansionniste de type keynésienne (les dépenses publiques et notamment celles d'investissement stagnant) mais plutôt d'une insuffisance de recettes et du poids croissant du service de la dette. La part de ce dernier dans le budget de l'Etat a plus que triplé en passant de 4,2 % en 1980 (Delorme et André, 1983, p.728) à 15 % dans le projet de loi de finance pour l'année 2005 (Monnier et Tinel, 2006, p. 4), ce qui correspond au second poste des dépenses civiles.

Les allègements de la fiscalité sur les entreprises et les ménages aux revenus les plus élevés ont été compensés par une montée des prélèvements proportionnels. Or, ces prélèvements contribuent à ralentir la consommation des ménages, notamment de ceux qui ont la plus forte propension à consommer. Il s'opère alors une sorte de redistribution à rebours, les recettes fiscales étant reportées sur les ménages aux revenus les moins élevés (Monnier et Tinel, 2006), ce qui tend à faire croître l'épargne au détriment de la consommation et à entretenir le besoin de financement des administrations publiques. De plus, les baisses d'impôts sont effectuées en contrepartie d'une stagnation des dépenses, ce qui tend à aggraver la situation macroéconomique. Monnier et Tinel (2006) parlent à ce titre de déficit récessif pour caractériser ces évolutions, et notamment la montée concomitante de l'endettement et de l'épargne.

#### *4.2 Les évolutions de la répartition secondaire des revenus en France*

La structure des prélèvements obligatoires et des prestations sociales s'est également fortement transformée en France depuis la fin des années 1970. Les politiques de réduction des cotisations sociales, notamment patronales, dans un but de politique de l'emploi ont conduit à l'instauration de nouveaux impôts (contribution sociale généralisée, contribution au remboursement de la dette sociale...) dont le poids pèse surtout sur les ménages. Les cotisations

---

<sup>41</sup> Il faut également noter l'existence d'un « effet boule de neige » qui correspond à l'accroissement de la dette résultant de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. La remontée des taux d'intérêt dans les années 1980 et le ralentissement de la croissance expliquent donc également une partie de l'accroissement de l'endettement public. L'écart entre taux d'intérêt réel et taux de croissance reste relativement important jusqu'au milieu des années 1990, où le taux de croissance remonte alors que les taux d'intérêt réels diminuent.



sociales développent des mécanismes redistributifs, aussi bien entre les entreprises et les ménages qu'au sein des ménages.

#### **4.2.1 Les évolutions des prestations et cotisations sociales**

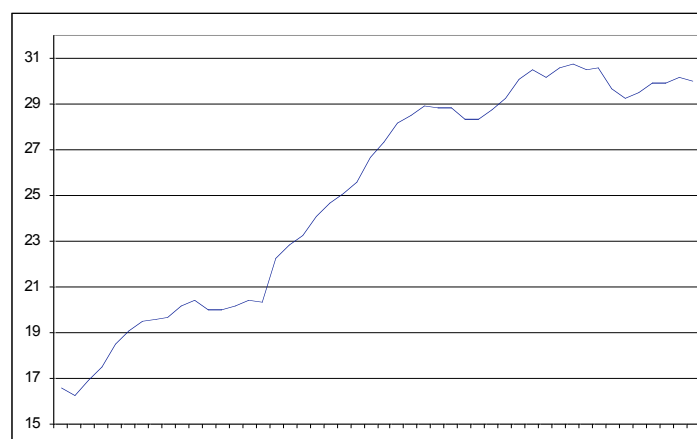
Depuis les années 1960, la part des prestations sociales dans le revenu des ménages occupe une part croissante jusqu'au début des années 1990. L'essor de la protection sociale explique une grande partie de la hausse des prestations, et notamment le développement de la couverture maladie et des retraites. La dégradation du marché de l'emploi à partir de la fin des années 1970 a également mécaniquement augmenté les allocations chômage ainsi que les revenus substitutifs tels que le revenu minimum d'insertion, introduit en 1988 pour lutter contre la pauvreté. Le calcul du taux de socialisation du revenu des ménages, qui rapporte les prestations sociales autres que les transferts sociaux<sup>42</sup> en nature au RDB montre que la part des prestations sociales a augmenté de près de 15 points entre 1959 et 1993 (graphique 2.40). Dans les années 1990, le taux de socialisation du revenu se stabilise et décroît même légèrement à la fin des années 1990.

---

<sup>42</sup> Les transferts sociaux en nature correspondent aux biens et services individuels fournis aux ménages, que ces biens et services aient été achetés sur le marché par les administrations publiques ou les institutions sans but lucratif au service des ménages, ou qu'ils aient été produits par elles. Ils comprennent à la fois les prestations sociales en nature qui relèvent du champ de la protection sociale et les transferts de biens et services individuels non marchands (définition de l'INSEE).



**Graphique 2.40 :** Taux de socialisation du revenu des ménages en pourcentage de 1959 à 2006



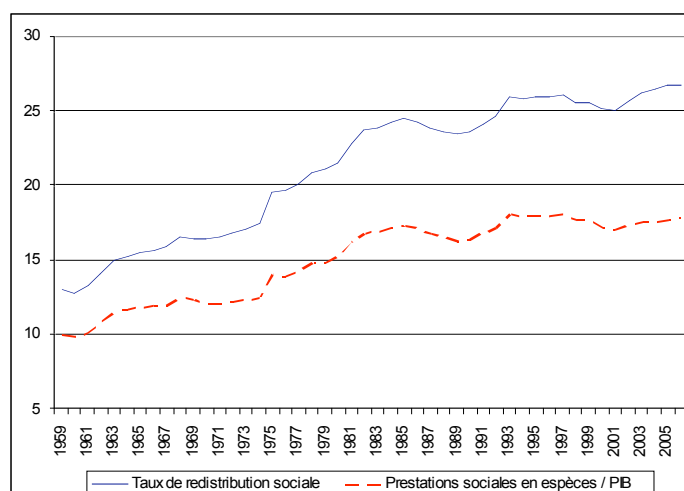
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

L'évolution du taux de socialisation du revenu se retrouve également au niveau des évolutions des prestations sociales dans le PIB. La part des prestations sociales est croissante jusque dans les années 1990. L'essentiel de la croissance s'effectue de 1960 à 1985. La récession de 1992-1993 s'accompagne également d'une hausse du taux de redistribution sociale, qui rapporte les prestations sociales, y compris les prestations sociales en nature, au PIB. A partir de 1993 et jusqu'en 2001, la part des prestations sociales dans le PIB stagne, tout comme le taux de redistribution sociale (graphique 2.41). De 2001 à 2005, le taux de redistribution sociale augmente de nouveau, passant de 25 % à 26,7 % en 2005<sup>43</sup>.

<sup>43</sup> Cette hausse provient en grande partie de l'accroissement des dépenses de santé.



**Graphique 2.41 :** Taux de redistribution sociale et prestations sociales en pourcentage du PIB de 1959 à 2006



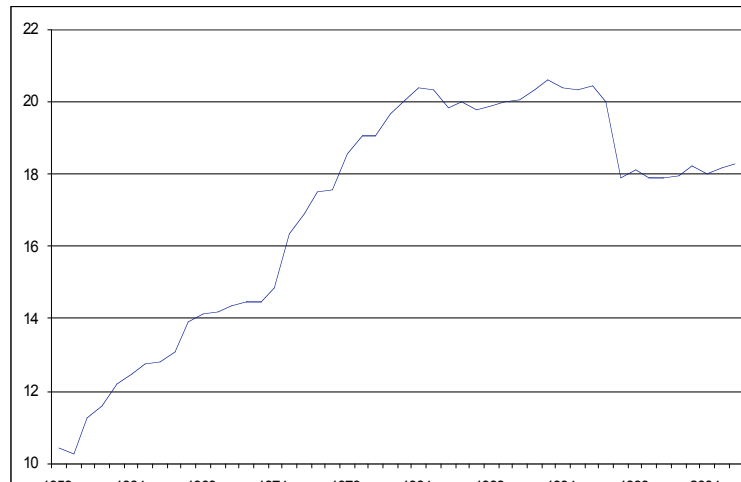
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Dans un contexte de recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée, l'accroissement des prestations sociales, surtout dans les années 1980, a permis de fournir un complément de revenus aux ménages. Cependant, il faut noter que les catégories profitant directement de ces prestations ne sont pas forcément les actifs, le développement des retraites représentant une part importante des dépenses de protection sociale, avec 44,1 % du total des dépenses<sup>44</sup> en 2005. Les prestations versées au titre des risques emploi et exclusion sociale représentent à elles deux 8,9 % du total des prestations.

Le système de protection sociale reposant essentiellement sur un financement par les cotisations sociales, la montée des prestations sociales s'est donc accompagnée de celle des cotisations (graphique 2.42).

<sup>44</sup> Source : DREES (2006).

**Graphique 2.42 :** Cotisations sociales en pourcentage du PIB de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Le recul de la part des cotisations sociales à partir de 1997 s'explique par la fiscalisation croissante du financement de la protection sociale. Une partie des cotisations sociales a été basculée vers la Contribution sociale généralisée (CSG), qui est un impôt. La réduction de la part des cotisations sociales n'a pas porté de la même façon sur les ménages et les entreprises.

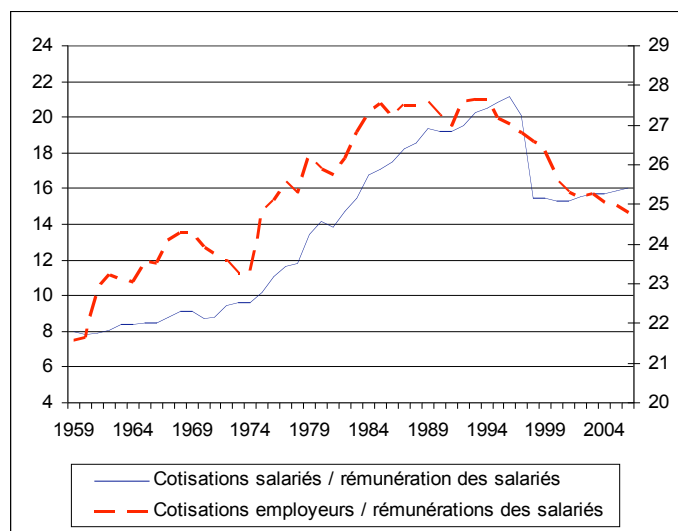
Afin de ne pas avoir à corriger les biais liés à la salarisation, le graphique suivant (2.43) présente l'évolution des cotisations sociales effectives à la charge des employeurs pour les SNF sur la rémunération des salariés des SNF<sup>45</sup> (échelle de droite) et les cotisations sociales à la charge des salariés sur la rémunération des salariés des SNF (échelle de gauche).

---

<sup>45</sup> Nous avons ici repris la définition d'Eurostat qui inclut dans la rémunération des salariés les salaires et traitements bruts, les cotisations sociales effectives à la charge des employeurs et les cotisations sociales imputées à la charge des employeurs.



**Graphique 2.43 :** Taux de cotisation des employeurs, pour les SNF, et des salariés rapportés à la rémunération des salariés, de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

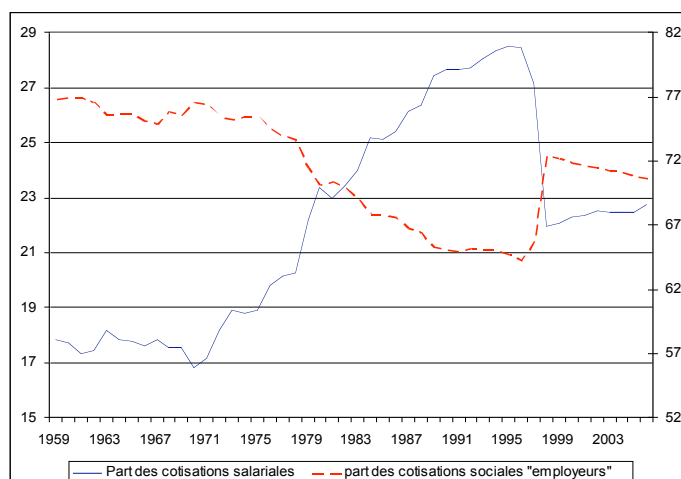
Des années 1960 au milieu des années 1980, les deux parts progressent, les cotisations sociales à la charge des salariés passent de 8 % la rémunération en 1959 à 17 % en 1985 et les cotisations sociales à la charge des employeurs de 21,6 % à 27,6 %. Le recul de la part des cotisations employeurs constitue l'une des principales tendances observées depuis les années 1980 (Volovitch, 2001). A partir du milieu des années 1980, les cotisations sociales à la charge des employeurs se stabilisent jusqu'au milieu des années 1990, période où elles commencent à diminuer. Les baisses des cotisations sociales employeurs accordées au cours des années 1990 ont donc totalement annulé la forte croissance du début des années 1980. Les part des cotisations sociales à la charge des salariés continue d'augmenter jusqu'en 1996, où elles atteignent 21,2 % de la rémunération. Elles chutent entre 1996 et 2000, date à laquelle elles représentent 15,3 % de la rémunération. Elles remontent légèrement par la suite pour atteindre 16 % en 2006. La progression des cotisations sociales est donc plus importante pour les employés que les employeurs. En effet, de 1959 à 1996, la part des cotisations à la charge des salariés dans la rémunération a été multipliée par 2,6, contre 1,3 pour les cotisations à la charge des employeurs entre 1959 et 1985. La prise en compte des allègements des années 1990 fait passer ces rapports à 2 pour les salariés et 1,14 pour les employeurs, sur la période 1959-2006.

Sur l'ensemble de la période, il semble donc que les salariés aient financé une grande partie des hausses de cotisations (graphique 2.44). Si l'on regarde la part des cotisations à la charge des



salariés dans l'ensemble des cotisations sociales, elle augmente de plus de dix points entre 1961 et 1995, passant de 17,3 % à 28,5 %. Elle diminue entre 1996 et 1998 pour atteindre 21,9 % en 1998 puis remonte légèrement jusqu'à 22,7 % en 2006. L'évolution de la part des cotisations à la charge des employeurs suit donc un mouvement inverse. Elle augmente entre 1967 et 1970 puis diminue continuellement jusqu'en 1996. Elle passe sur cette période de 74,5 % du total des cotisations à 64,3 %. Elle remonte à 72,4 % en 1998 avant de diminuer à nouveau jusqu'en 2006 (70,6 %).

**Graphique 2.44 :** Part des cotisations à la charge des salariés et des employeurs<sup>46</sup> dans le total des cotisations sociales de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Les évolutions des cotisations sociales s'expliquent en grande partie par les politiques de baisse des cotisations sociales supportées par les entreprises dans un premier temps dans le but d'améliorer la compétitivité extérieure en réduisant les coûts salariaux puis ensuite dans un objectif de politique de l'emploi. Dans les années 1990, les baisses de charges étaient censées stimuler l'emploi en réduisant le coût du travail sans affecter les salaires bruts, ce qui devait en principe être transparent pour les salariés. Cependant, les allègements de cotisations sur les entreprises ont été en partie compensés par l'accroissement des prélèvements à la charge des salariés. La baisse enregistrée en 1997 et 1998 n'est en réalité que le résultat statistique du transfert d'une part des cotisations salariales sur la CSG, qui n'apparaît pas dans les graphiques car étant un impôt affecté. Le taux de CSG frappant notamment les salaires a été augmenté

<sup>46</sup> Ce sont les cotisations sociales effectives plus les cotisations sociales imputées. Le total des cotisations salariales et employeurs ne fait pas 100 % du fait des cotisations sociales des non-salariés.

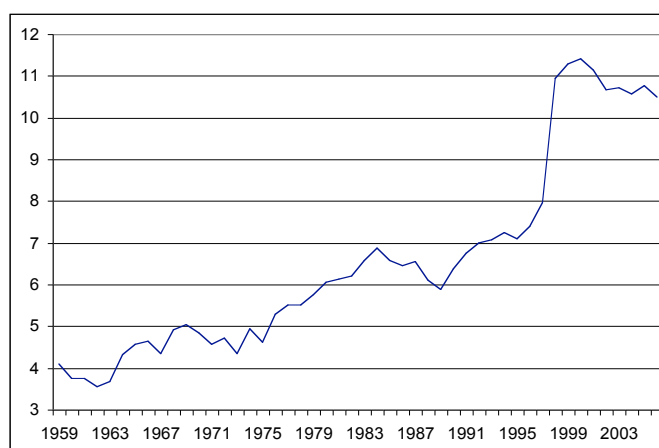


parallèlement<sup>47</sup>. Les cotisations sociales représentent par contre toujours près des deux tiers des ressources hors transferts de la protection sociale.

#### 4.2.2 Les évolutions de la fiscalité

La réduction des cotisations sociales a donc été en partie compensée par un mouvement de fiscalisation, reposant sur la création de la CSG et de la Contribution au Remboursement de la Dette sociale. L'étude de l'évolution des impôts sur le revenu, qui incluent la CSG et la CRDS ainsi que l'impôt sur le revenu des personnes physiques laisse clairement apparaître le transfert des cotisations vers les impôts (graphique 2.45).

**Graphique 2.45 :** Part des impôts sur le revenu des ménages dans les revenus primaires de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

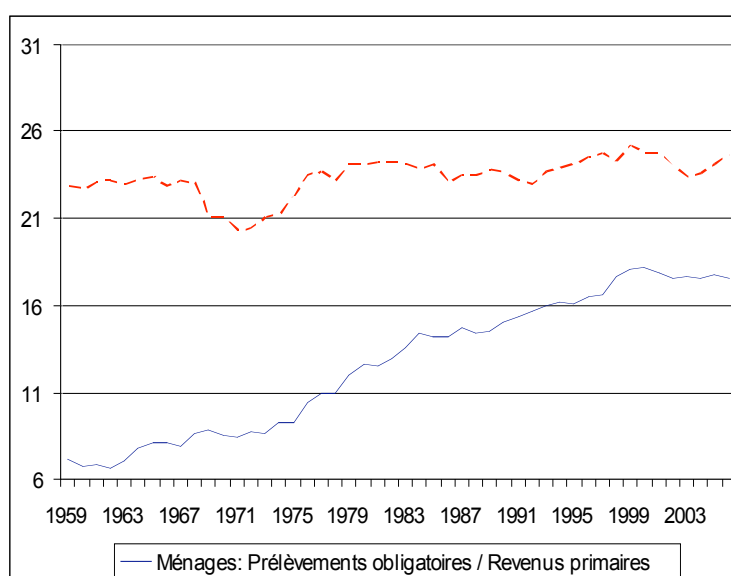
Les impôts sur le revenu occupent une part croissante des revenus primaires, passant de 4 % en 1959 à 7 % en 1995. Ils augmentent fortement entre 1997 et 2000, où ils atteignent 11,4 % des revenus primaires, liés à la revalorisation des taux de la CSG, revers de la baisse des cotisations. Cependant, l'assiette de la CSG est plus large que celle des cotisations, elle n'inclut pas que les salaires.

<sup>47</sup>La CSG a trois principales assiettes : les revenus d'activité, les revenus de remplacement et les revenus du patrimoine. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, le taux de la CSG s'élève à 7,5 % pour les revenus d'activité, 8,2 % pour les revenus du patrimoine, 9,5 % pour les revenus du jeu, et 3,8 %, 6,2 % ou 6,6 % pour les revenus de remplacement.



La montée de la CSG à partir de 1997 ainsi que la hausse des cotisations sociales à la charge des salariés jusqu'en 1996 engendrent un accroissement de la contribution d'ensemble des ménages (graphique 2.46). La part des prélèvements obligatoires passe de 6,7 % des revenus primaires en 1960 à 17,6 % en 2006. Parallèlement, la part des prélèvements obligatoires dans la VAB des SNF est restée quasiment stable, oscillant entre 23% et 25% de la VAB entre 1976 et 1995. Elle a ensuite augmenté d'un point jusqu'en 1999 avant de revenir à 23,4 % en 2003 puis de remonter à 24,6 % en 2006.

**Graphique 2.46 :** Taux de prélèvements obligatoires des SNF et part des prélèvements obligatoires dans le revenu primaire des ménages de 1959 à 2006

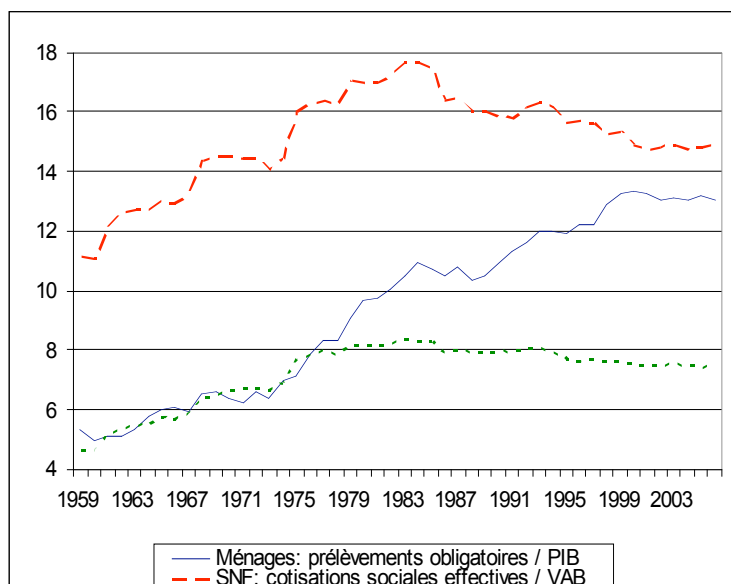


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Les entreprises se sont donc désengagées du financement de la protection sociale au détriment des ménages. La comparaison entre la part des cotisations effectives à la charge des employeurs dans la VAB des SNF et les prélèvements effectués sur le revenu des ménages en pourcentage du PIB montre clairement cette tendance (graphique 2.47).



**Graphique 2.47 :** Taux de prélèvements obligatoires des ménages et part des cotisations sociales effectives à la charge des employeurs des SNF dans leur VAB de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Au regard de ces données, il est donc légitime de parler d'un transfert de charges fiscales des entreprises vers les ménages. La création et la très rapide montée en puissance des prélèvements proportionnels comme la CSG et la CRDS affectés au financement de la protection sociale et les allègements portant sur les cotisations employeurs expliquent cette tendance.

De plus, associée à la réduction du nombre de tranches et des taux d'imposition de l'IRPP, la part de ce dernier diminue au profit des prélèvements proportionnels. La part de l'IRPP proprement dit passe ainsi de 87,8 % des impôts sur le revenu en 1980 à 38,2 % en 2004. La diminution des taux du barème explique en grande partie cette évolution. Le taux marginal le plus élevé du barème est ainsi passé de 65 % en 1985 à 40 % en 2007. Les évolutions de la fiscalité ont donc surtout profité aux ménages les plus aisés.

Au niveau des conséquences macroéconomiques, les baisses d'impôts ne sont pas neutres quant à leurs effets sur la consommation et l'épargne. En effet, les réductions d'impôts ne seront pas affectées dans les mêmes proportions entre consommation et épargne par les hauts et les bas revenus (Monnier et Tinel, 2006). Les effets sur la demande des baisses d'impôts dépendent donc des catégories sociales auxquelles elles s'adressent. La répartition de la charge fiscale exerce en conséquence une incidence sur la demande et la croissance. Le déplacement de la charge fiscale



des entreprises vers les ménages, et au sein des ménages à l'avantage des hauts revenus, compte tenu de l'accroissement de la part des prélèvements proportionnels, est susceptible de ralentir la consommation.

La stagnation de la part des prestations sociales dans le PIB, de même que celle du taux de redistribution sociale, peut ainsi constituer un frein à la demande. En effet, une partie des prestations sont directement destinées aux ménages du bas de la répartition des revenus (allocations chômage, RMI...) qui représentent également ceux qui détiennent la plus grande propension à consommer, comme le montre les taux d'épargne négatifs ou très faibles des ménages du bas de la distribution des revenus. Les mesures prises afin de limiter les dépenses de protection sociale (durcissement des conditions d'accès aux indemnités chômage notamment) peuvent donc venir limiter la consommation et la croissance économique. La baisse des prestations découlant de celle des cotisations pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et l'impact macroéconomique de ces mesures est similaire à celui d'une diminution des salaires (Sterdyniak, 2006).

L'évolution de la part des salaires et celle des modalités de financement de la protection sociale sont donc liées mais très peu analysées en tant que telles. La volonté de réduire les coûts des entreprises afin de restaurer leurs marges dans le but à la fois d'améliorer la compétitivité extérieure, mais également l'investissement, s'est traduite par des mesures frappant les salaires<sup>48</sup>, et des mesures d'allègement des cotisations sociales. Cette politique a été résumée sous le nom de désinflation compétitive dans les années 1980 puis fut ensuite justifiée par les politiques actives<sup>49</sup> de l'emploi.

Pour conclure cette partie, il est possible de dire que les mesures prises, entre autres, afin d'inciter les entreprises à investir et pour lutter contre le chômage par des politiques actives de l'emploi, ont engendré un transfert de charges des entreprises vers les ménages et ont surtout bénéficié aux ménages les plus aisés, au détriment des prestations versées. *A contrario*, les mesures

---

<sup>48</sup> Comme, par exemple, la désindexation des salaires par rapport aux gains de productivité.

<sup>49</sup> Les politiques actives de l'emploi ont recouvert deux volets en France (Hoang-Ngoc, 1996 et 2000 ; Auer et Gazier, 2006). Le premier consiste à réduire le coût du travail, notamment des peu qualifiés, afin d'inciter les entreprises à embaucher, le chômage étant donc dû, dans ce cadre, au coût trop élevé du travail. Le second consiste à inciter les chômeurs à reprendre un emploi, en instaurant entre autre des impôts progressifs tels que la prime pour l'emploi. L'écart insuffisant entre revenus de remplacement et salaires est alors perçu comme un facteur limitant le retour à l'emploi. Ces politiques s'opposent aux politiques passives de l'emploi, reposant sur l'indemnisation qui, comme nous l'avons évoqué, tend plutôt à stagner voire à décroître au cours des années 1990.



d'allègement de la fiscalité et de limitation des prestations versées, appliquées en France depuis les années 1980, ont limité la redistribution vers les ménages les plus modestes et ainsi contribué à ralentir la croissance.

Le développement de la protection sociale a donc fait porter l'effort essentiellement sur les salariés, dont la part du salaire direct s'est dégradée au cours des années 1980 et 1990. Dans un contexte où les entreprises dégagent une épargne importante qui est peu réinvestie, mais qui vient alimenter l'achat d'actifs financiers et le versement de dividendes, se pose la question de la contribution des entreprises au financement de la protection sociale.

## CONCLUSION

Les années 1980 sont ainsi marquées par une transformation des institutions financières et monétaires consécutives aux politiques de libéralisation menées et au recul du rôle de l'Etat en matière de financement via la privatisation des banques. Parallèlement à l'essor des marchés financiers, la structure de financement des entreprises non financières se transforme et trois principales ruptures marquent les années 1980 :

- Premièrement, les capacités financières des SNF s'améliorent, ce qui se traduit par une hausse de l'autofinancement et un recul des taux d'endettement, comme le montre l'analyse du compte de patrimoine. La structure du financement externe évolue également. Le comportement des SNF se modifie, aussi bien en termes d'émissions de titres que d'acquisitions d'actifs financiers, les deux augmentant fortement.
- Cependant, l'accroissement de l'épargne des entreprises ne s'est pas accompagné d'un redressement de l'investissement. Au contraire, les taux d'accumulation suivent une tendance décroissante depuis la fin des années 1970. L'écart croissant entre investissement et profit trouve des débouchés dans l'acquisition par les SNF d'actifs financiers, ce qui ressort nettement dans l'analyse des comptes de patrimoine. Malgré le ralentissement de l'accumulation, la rentabilité économique des SNF s'est redressée dans les années 1980, puis s'est maintenue au cours des années 1990, malgré une tendance légèrement décroissante. Le redressement des taux de marge explique en grande partie les évolutions de la rentabilité économique. Les profits dégagés par les entreprises sont également redistribués aux actionnaires, les dividendes



occupant une part croissante de l'EBE. Il s'ensuit une amélioration de la profitabilité retirée par les actionnaires. Cependant, la charge financière des entreprises ne semble pas s'être accrue, les intérêts et dividendes nets versés ne suivant pas de réelle tendance croissante au cours des années 1990 et 2000. Les effets de la financiarisation sur l'accumulation du capital semblent donc passer par un autre canal que celui de l'accroissement des charges financières.

- Enfin, la part des salaires décroît fortement à partir de 1982-1983 puis à un rythme plus modéré dans les années 1990, pour se stabiliser à un niveau inférieur à celui du début des années 1970. Cette baisse de la part des salaires n'a pas été compensée par l'accroissement des revenus du patrimoine, qui restent modestes dans le revenu des ménages et qui sont concentrés sur les ménages les plus aisés. Les évolutions de la répartition primaire des revenus, tout d'abord l'accroissement de la part des salaires dans les années 1970 puis sa diminution dans les années 1980, reçoivent différentes explications. Les évolutions du niveau du chômage semblent représenter un facteur explicatif important des variations de la répartition, en déterminant en grande partie le pouvoir de négociation des salariés. Un second facteur est également mis en avant, notamment par Artus et Cohen (1998) et Boyer (1998), il s'agit du renforcement des exigences de rentabilité du capital, notamment par les détenteurs d'actifs financiers. Pour ces auteurs, la financiarisation est donc susceptible d'exercer un impact dépressif sur la part des salaires. Les politiques économiques ont également contribué au recul de la part salariale dans la valeur ajoutée. Les politiques de désindexation des salaires par rapport aux gains de productivité dans les années 1980, puis les allègements des cotisations sociales employeurs compensés par un accroissement des impôts affectés au financement de la protection sociale dans les années 1990, comme la CSG, expliquent également une partie du recul de la part des salaires. Les politiques publiques exercent donc un impact sur la répartition primaire des revenus. Elles ont ainsi en France plutôt accompagné la financiarisation, en contribuant à infléchir la répartition primaire des revenus.

Le théorème de Schmidt selon lequel « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain » est donc invalidé par la situation française, l'excédent brut d'exploitation alimentant plutôt l'épargne financière des SNF et le versement de dividendes. Il ressort également de l'analyse de la situation des SNF françaises que le ralentissement de l'accumulation s'est accompagné d'une stagnation de la rentabilité économique au cours des années 1990, et cela malgré le redressement des taux de marge.



Nous retenons ainsi plusieurs faits stylisés qui peuvent permettre de définir empiriquement la financiarisation en France. Principalement, la part salariale se réduit dans un contexte de ralentissement du taux d'accumulation et d'accroissement du financement par émission de titres. En parallèle, il se dégage une hausse tendancielle des dividendes distribués, alors que la rentabilité économique tend à stagner. La financiarisation semble donc affecter à la fois la répartition des revenus et les comportements d'investissement.

Les politiques économiques menées par l'Etat à partir du début des années 1980 ont accompagné le mouvement de financiarisation. Comme le souligne Bertrand (1986), à partir de 1983, le gouvernement met en place un programme de redressement financier à court terme de la situation des entreprises. Le redressement des taux de marge est obtenu grâce à une modification importante des comportements revendicatifs, à des suppressions massives d'emploi et donc à une augmentation rapide du nombre de chômeurs. C'est donc une stratégie de modération salariale et syndicale qui est choisie, ce qui a fortement infléchi les institutions du compromis social précédent. Les hausses de salaire en fonction des gains de productivité sont suspendues. Les négociations collectives seront dorénavant marquées par le poids du chômage croissant et l'intensité de la pression des entreprises qui profitent de cette dégradation de l'emploi. Les entreprises utilisent la désindexation pour développer des procédures d'évolution des salaires plus individualisées et discrétionnaires, et plus liées à la situation particulière de l'entreprise. A partir de 1984, le rapport de forces favorable aux employeurs a permis au patronat de faire passer l'idée que l'amélioration de la capacité d'adaptation des entreprises, jugée comme nécessaire, ne pouvait passer que par une révision à la baisse des garanties juridiques protégeant le travail, une progression des salaires plus individualisée, fixée par les directions d'entreprises et un allègement des cotisations sociales payées par les entreprises.

L'étude de la répartition des revenus retient donc ici notre attention pour analyser ses effets sur l'investissement et la consommation dans le cadre de la financiarisation. L'analyse de la structure des revenus des ménages est menée afin d'évaluer les effets de cette structure sur le taux d'épargne nationale. Il ressort des données de l'INSEE (2005) que les taux d'épargne sont de l'ordre de 3 % en moyenne pour le premier décile de la distribution des revenus, alors qu'il est de l'ordre de 35 % pour le dernier décile. La concentration des revenus de la propriété sur les ménages les plus aisés et les taux d'épargne plus élevés également pour cette catégorie de



ménages permettent de montrer, selon toute vraisemblance, que la propension à épargner sur les salaires est dans la plupart des cas inférieure à la propension à épargner sur les revenus du capital. Au niveau macroéconomique, le recul des revenus du travail au profit des revenus issus de l'épargne exerce donc un impact sur la propension moyenne des ménages à consommer.

