

PROFITS ET TAUX DE RENDEMENT

James H. Chan-Lee et Helen Sutch

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	144
I. Qu'entend-on par profits et quel rôle jouent-ils ?	145
Problèmes de concept et de mesure	145
A. Profits théoriques et profits mesurés	145
B. Profits et variations de prix	147
C. Taux de rendement des entreprises	148
II. Évolution des profits et des taux de rendement	150
A. Tendances et mouvement cyclique : le long terme	150
B. Problèmes de répartition	155
C. Taux de rendement, profits et productivité du capital	158
D. Pressions sur les entreprises et méthode alternative de mesure de la rentabilité	171
E. La reprise des profits est-elle durable ?	185
Résumé et conclusion	186
Bibliographie	189

Les auteurs appartiennent à la Division des questions économiques générales. Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE. Ils remercient les fonctionnaires nationaux et tous les collègues qui les ont aidés par leurs observations, en particulier MM. Blades et Hill, qui leur ont apporté une aide très appréciable dans l'élaboration d'une première étude plus détaillée qui sert de base à celle-ci. Les critiques et les conseils constructifs de Gerald Holtham ont été inestimables.

INTRODUCTION

La possibilité d'un déclin séculaire des profits et des taux de rendement suscite une inquiétude générale. Le second choc pétrolier nous a rendus plus conscients du fait que la hausse du taux d'inflation au cours des années 70 allait de pair avec le déclin de la part des profits dans la valeur ajoutée. L'objet essentiel de cette étude est d'apprécier l'ampleur de ce déclin et de s'arrêter sur les problèmes de quantification. Il faut par ailleurs examiner la signification des évolutions enregistrées par les statistiques.

Les profits sont en général considérés comme la dynamique des économies de marché. Quand ils sont bas, il est à craindre que l'esprit d'entreprise et d'innovation ne décline et que le taux d'investissement ne baisse, entraînant le ralentissement de la croissance de la production et de la capacité. La nature des relations entre profits et résultats économiques est complexe et difficile à mettre en évidence sur le plan empirique. Cela est dû au fait que les définitions du point de vue comptable recouvrent des phénomènes hétérogènes et que le profit est calculé comme un résidu.

Il est important d'examiner les questions conceptuelles et les problèmes de mesure qui interviennent lorsque l'on essaie d'analyser l'évolution de ce résidu. Ceux-ci sont envisagés dans la section I où les notions d'excédent d'exploitation et autres concepts de profit sont introduites. L'accent est essentiellement mis dans cette étude sur la part des profits dans la valeur ajoutée et les taux de profit en tant que mesures du rendement réel global de l'activité de production dans l'économie. Cependant, les profits sont également envisagés du point de vue de l'entreprise, ce qui exige de prendre en compte les questions de taux de rentabilité financière, d'inflation et de fiscalité.

On trouvera à la section II les données empiriques relatives à la question : y a-t-il eu déclin séculaire de la part des profits et des taux de rendement ? On se place à trois niveaux d'agrégation : ensemble du secteur des entreprises, entreprises industrielles et entreprises de transport, industries manufacturières. Depuis les années 60, il semble qu'un tel déclin se soit fait sentir dans la plupart des pays et des secteurs, particulièrement dans le secteur des industries manufacturières. Le taux de rendement a baissé davantage que les profits, ce qui désigne la productivité du capital comme le principal facteur explicatif. On trouvera également dans cette

section un certain nombre de données sur les pressions exercées sur la rentabilité, du point de vue des entreprises, en particulier pour les années 70. Dans la dernière partie, on examinera brièvement les perspectives à court terme concernant les profits et les taux de rendement.

1. QU'ENTEND-ON PAR PROFITS ET QUEL RÔLE JOUENT-ILS ?

Il existe différentes définitions du profit ainsi que différentes méthodes de mesure. La méthode à utiliser dépend du problème considéré. La section suivante met en évidence certains problèmes de concept et de mesure et montre comment l'inflation ajoute à la complexité de ces problèmes.

PROBLÈMES DE CONCEPT ET DE MESURE

A. Profits théoriques et profits mesurés

On peut considérer les profits au niveau d'une entreprise, d'un secteur ou de l'ensemble de l'économie, les profits bruts ou nets, avant ou après impôts, avant ou après déduction des coûts des facteurs, *ex ante* ou *ex post*, autrement dit les profits liés à la production ou, plus généralement, l'excédent des recettes totales courantes sur les paiements courants. On cherche dans ce document à déterminer les méthodes de mesure qui conviennent à des objectifs différents. Il faut noter dès le départ que la notion de rentabilité de la production dans une économie peut différer notablement de la conception des profits qu'ont les entreprises et en fonction de laquelle elles réagissent.

C'est au niveau de l'entreprise (unité de base pour la prise de décision en matière d'activité économique) que le rôle des profits est le plus clair sur le plan conceptuel. Cependant, les bénéfices bruts de l'entreprise – recettes moins salaires et coûts des autres facteurs intermédiaires – recouvrent un certain nombre d'éléments qui diffèrent sur le plan conceptuel. Ils comprennent le rendement d'équilibre des facteurs utilisés : la charge des intérêts, les bénéfices destinés à récompenser « l'esprit d'entreprise » ou « la direction de l'entreprise » et, dans certains cas, les revenus du travail des entrepreneurs indépendants. Ceux-ci sont qualifiés en règle générale de « profits normaux ». Tout excédent par rapport à ces

profits représente une rente, ou « profit supérieur à la normale » qui peut résulter de l'existence d'une situation de monopole ou de quasi-rentes sur des facteurs semi-fixes tels que le stock de capital. Dans une situation d'équilibre concurrentiel à long terme, ces profits supérieurs à la normale devraient disparaître du fait de la concurrence, ne laissant subsister que le rendement nécessaire au maintien de l'activité des facteurs. Mais en pratique le niveau de concurrence varie et le processus est constamment perturbé par l'introduction et la diffusion de technologies nouvelles et autres chocs. Les données observées sont donc le reflet d'une série de sentiers d'ajustement le long desquels le niveau des profits est, à tout moment, une fonction du niveau de déséquilibre, de sorte que l'on ne peut pas faire la répartition du profit total entre les profits normaux et les profits supérieurs à la normale.

Du point de vue de l'entreprise, le concept de profit utilisé pour entreprendre de nouvelles activités est celui des bénéfices futurs ou attendus après impôts, une fois déduits les coûts normaux (y compris les coûts en capitaux), en tenant compte d'une prime de risque. Le concept adapté à la décision d'investissement est, par conséquent, celui des profits *ex ante*, après impôts, supérieurs à la normale. Ces profits, cependant, ne peuvent être observés directement, pas plus que les coûts futurs attendus ou la prime de risque. Bien que le rôle des profits marginaux *ex ante*, et des coûts et risques qui leur sont associés, soit clair sur le plan théorique, il n'est donc pas facile de le tester ou de l'introduire dans des modèles économétriques. Cependant, des éléments de la rentabilité attendue peuvent être induits du ratio d'évaluation, c'est-à-dire du rapport entre la valeur boursière d'une entreprise et le coût de remplacement des actifs matériels. Ceci sera repris dans la section II.D.

L'ajustement des profits *ex ante* pour tenir compte des impôts pose également des problèmes redoutables. Dans la plupart des pays, le régime de l'impôt sur les sociétés, des subventions et des exonérations diffèrent selon le type d'actifs utilisés pour la production, le secteur d'activité, la région, ou les modes de financement de la production et des investissements. Le paiement de l'ensemble des impôts étant sujet à des délais très variables selon le type de profit imposé, les versements courants relatifs à l'impôt sur les sociétés ne sont que rarement le reflet fidèle des bénéfices courants ou même récents. Et cependant, l'impôt exerce une pression significative sur la marge brute d'autofinancement (cf. section II.D).

De nouvelles difficultés interviennent parce que les économies ne progressent pas de manière régulière, et il convient de prendre explicitement en compte la notion de temps pour analyser la rentabilité. Dans un contexte dynamique, les profits supérieurs à la normale représentent la valeur actuelle du flux de revenus futurs de l'entreprise, escompté à un taux équivalent au coût du capital. En d'autres termes, le taux de rendement interne est le taux d'escompte pour lequel la valeur actuelle du revenu net futur est égale à zéro. La différence entre ce taux et le taux auquel le capital social est obtenu est une mesure des profits supérieurs à la normale à laquelle on peut recourir. En théorie, les activités nouvelles ne seront entreprises et de

nouveaux investissements réalisés que jusqu'au point où le taux de rendement interne sur le projet marginal est égal au coût du capital nécessaire, plus une provision pour risque. Même si les anticipations se réalisent, de sorte que les profits **ex ante** et **ex post** sont égaux, il n'est pas simple et peut-être même impossible de déduire des taux de rendement internes à partir des ratios rattachant la mesure du profit enregistré au capital employé.

Pour toutes ces raisons, les profits enregistrés **ex post** sont relativement éloignés du concept de profit le plus significatif pour l'entreprise lorsqu'elle prend des décisions d'investissement. Ils ont cependant de l'importance pour plusieurs raisons. En l'absence de données observables sur les profits **ex ante**, les profits courants peuvent être pris comme indicateurs des rendements futurs attendus. Ils peuvent servir également à amortir les effets d'erreurs d'anticipations, ce qui augmente les possibilités d'investissements à haut risque. De plus, si l'entreprise possède un éventail d'investissements productifs donnant différents taux de rendement, la part des bénéfiques courants imputable à chaque investissement productif sera essentielle pour déterminer la viabilité économique de chacun d'entre eux. Ce type de considérations s'applique aux emplois courants qu'il faut distinguer des emplois générés par de nouveaux investissements. Enfin, les profits **ex post** ont leur importance en tant que source de financement. En principe, si les marchés des capitaux fonctionnaient « parfaitement », ce facteur n'entrerait pas en ligne de compte. En pratique, les marchés ne disposent pas de l'information nécessaire pour fonctionner parfaitement et les bénéfiques non distribués sont une source importante de financement. Le financement interne peut avoir aussi l'avantage d'être moins coûteux pour l'entreprise et de réduire le risque d'une perte de contrôle au profit des créanciers. Cependant, même avec un financement interne, le taux d'intérêt reste important en tant que mesure du coût d'opportunité du financement des investissements.

Ainsi, bien que les profits **ex ante**, après impôts, supérieurs à la normale puissent avoir une importance capitale, les profits **ex post** observés ont eux aussi une signification économique pour les décisions en matière d'activité économique et d'investissement.

B. Profits et variations de prix

Quand l'on prend en compte les variations de prix, une autre distinction apparaît entre les excédents d'exploitation et les excédents de réévaluation, c'est-à-dire entre bénéfices d'exploitation et plus-values. L'excédent d'exploitation est défini avec précision dans la comptabilité nationale comme le profit généré par l'activité de production de biens et services. Cela fait partie de la valeur ajoutée créée par la transformation des « entrées » en « sorties » de biens et services.

La plus-value, d'autre part, est le profit résultant de la détention d'un bien d'une période sur l'autre sans qu'il soit soumis à une quelconque transformation. Elle

dépend simplement des variations de prix, en particulier de celle du bien détenu par rapport aux prix des autres biens et services.

Ainsi, ces deux types de profit sont tout à fait différents sur le plan théorique, l'un reflétant le résultat de l'activité productive, l'autre le résultat de l'absence d'activité. En pratique, il est difficile de les distinguer. Comme le processus de production exige de détenir des stocks de biens durables et non durables, la décision de lancer une production implique aussi une décision de détenir des stocks.

Les statistiques de bénéfices analysées dans ce rapport sont essentiellement des données agrégées tirées des comptes nationaux. Il s'agit en fait d'excédents d'exploitation — c'est-à-dire des résidus dans les comptes de production par opposition aux comptes plus généraux de profits et pertes qui incluent d'autres recettes ou dépenses non liées au processus de production'.

C. Taux de rendement des entreprises

En règle générale, dans ce document, le taux de profit est mesuré en divisant l'excédent d'exploitation avant amortissement par la valeur du stock de capital brut au coût actuel ou au coût de remplacement. On a montré ci-dessus que les bénéfices d'exploitation *ex ante* supérieurs à la normale étaient ceux qui étaient les plus utiles pour les décisions d'investissement mais que, pour différentes raisons, les bénéfices réels exposés avaient leur importance. Pour certaines de ces raisons, il faut considérer la rentabilité globale plutôt que la seule rentabilité de la production, par exemple lorsqu'il s'agit d'assurer le financement des entreprises. De toute évidence, les variations de prix et les variations de la valeur nette ont des incidences économiques indépendamment des problèmes de mesure qu'ils posent.

Les plus-values réelles ont joué un rôle considérable dans les années 70. L'inflation et surtout les variations du taux d'inflation paraissent avoir été la cause de variations dans les bénéfices et les taux de rendement tant réels que mesurés par le biais des variations qu'elles provoquaient dans les taux d'intérêt et la réévaluation de l'actif et du passif. Ces effets ne devraient pas être perceptibles au niveau de la comptabilité nationale, même pour l'ensemble de l'économie, mais ils entraînent une redistribution des revenus entre les secteurs de l'économie, par exemple entre secteurs financiers et non financiers, qui peut avoir d'autres répercussions sur l'activité économique.

L'incidence globale de l'inflation et des variations de prix relatifs aura des effets différents selon les entreprises en fonction de leur intensité en capital, de l'équilibre entre capitaux fixes et capitaux d'exploitation, de leur développement, du ratio d'endettement, de la structure par échéances des dettes, de l'importance des exonérations fiscales sur les intérêts des emprunts et les bénéfices et de l'importance des réévaluations de stocks autorisées. Ainsi, les entreprises dont l'endettement est élevé bénéficient dans une certaine mesure de la dévaluation de

leur passif lorsque l'inflation augmente. En revanche, le calcul de l'amortissement du stock de capital aux coûts d'acquisition et de la revalorisation des stocks selon les méthodes comptables traditionnelles surestime les bénéfices imposables, ce qui conduit à un alourdissement de la charge fiscale réelle. L'un des moyens de prendre en compte ces effets, y compris les redistributions possibles de bénéfices entre capitalistes qui acceptent le risque et épargnants purs et simples, consiste à considérer l'ensemble du revenu des entreprises par rapport à l'ensemble de leurs actifs nets ou, en d'autres termes, le taux de rendement des fonds propres. C'est ce que l'on fera à la section II:D.

Les entreprises tiennent compte sans aucun doute de l'ensemble des profits, y compris des plus-values. Leur optique est aussi probablement influencée par la comptabilité aux coûts d'acquisition, qui est généralement pratiquée dans la comptabilité commerciale et qui tend à masquer la rentabilité de l'activité productive. Lorsqu'elle porte un jugement sur l'opportunité d'un investissement, l'entreprise ne tient pas compte du taux général d'inflation, qui n'affecte pas les prix relatifs, alors que les taux de rendement basés sur les coûts d'acquisition sont sans doute largement utilisés pour évaluer les résultats passés. Ils peuvent, par conséquent, infléchir tout un ensemble de décisions à caractère commercial par le biais de la solvabilité perçue d'une entreprise et des conditions auxquelles elle obtient son financement. Les bénéfices calculés aux coûts d'acquisition servent également d'assiettes aux prélèvements fiscaux.

Les taux de rendement basés sur les coûts d'acquisition sont obtenus en divisant les profits par la valeur des capitaux utilisés, évalués également aux coûts d'acquisition. Cependant, le cumul des valeurs de biens d'équipement de différentes générations, acquis à différents niveaux de prix, va à l'encontre des principes de base parce que l'unité de mesure n'est pas homogène. Les valeurs qui sont additionnées ne sont pas comparables. (Cette objection vaut également, bien entendu, pour le calcul des profits aux coûts d'acquisition.) Cela n'aurait peut-être pas d'importance s'il existait une relation stable entre les taux de rendement aux coûts d'acquisition et les taux de rendement aux prix courants. Mais cette relation ne tend à être stable que lorsque le taux d'inflation reste constant. Quand l'inflation s'accélère, la proportion des profits aux coûts d'acquisition, imputable aux plus-values nominales, tend à augmenter fortement. Les données relatives au Royaume-Uni confirment très nettement cette analyse : la baisse de rentabilité de l'industrie britannique au milieu et à la fin des années 70 a été totalement masquée par les données sur les profits aux coûts d'acquisition (voir section II:D).

II. ÉVOLUTION DES PROFITS ET DES TAUX DE RENDEMENT

Cette partie présente les données relatives aux profits et aux taux de rendement pour différents secteurs de l'économie dans un certain nombre de pays.

A. Tendances et mouvement cyclique : le long terme

Avant de tirer des conclusions sur l'évolution à long terme et les facteurs explicatifs des profits et des taux de rendement, il est nécessaire d'éliminer les effets purement cycliques. On peut s'attendre qu'aussi bien les profits que les taux de rendement varient au cours du cycle économique. Une faible utilisation des capacités réduit davantage les bénéfices que les coûts salariaux parce que le nombre de salariés et les coûts réels de main-d'œuvre s'ajustent en général avec un certain retard. A contrario, en période d'expansion, les profits tendent à monter plus rapidement que les salaires et autres coûts de main-d'œuvre, dans la mesure où la production en valeur réelle augmente plus vite que le nombre de salariés ou le nombre d'heures de travail, ce qui fait augmenter la productivité du personnel. Dans une phase ultérieure de la reprise, cet effet s'atténue à mesure qu'augmente l'emploi, surtout si les salaires augmentent plus vite que les prix. Cela apparaît nettement dans l'équation où la part du travail dans le revenu national est égale à la rémunération horaire réelle divisée par la productivité du travail. La part des profits dans la valeur ajoutée varie dans la mesure où les coûts réels de main-d'œuvre suivent ou précèdent les changements de productivité au cours du cycle. Cette influence est d'autant plus forte que les coûts comportent d'autres éléments fixes et semi-fixes.

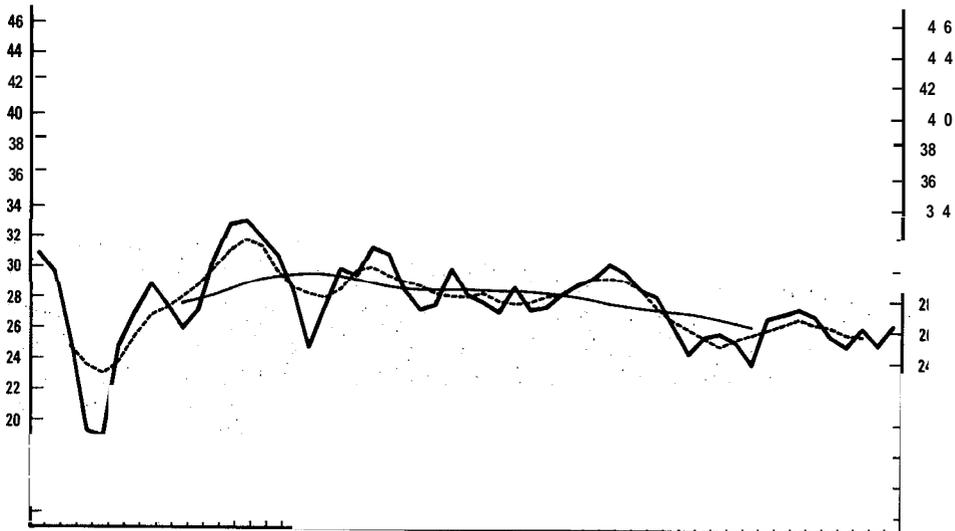
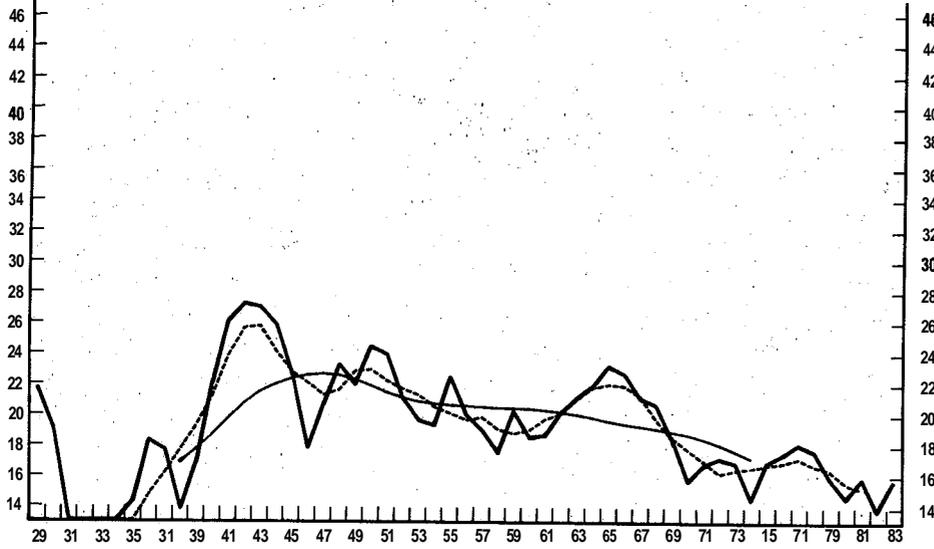
D'autres facteurs peuvent, bien entendu, entraîner sur des périodes prolongées des mutations dans la répartition fonctionnelle des revenus, comme on le verra dans la section III. Par exemple, si l'augmentation du pouvoir syndical, l'indexation ou les barrières commerciales rendent la fixation des salaires de moins en moins sensible au jeu des forces du marché, cela peut entraîner des mutations dans la répartition des revenus. Des facteurs tels que le rythme et la nature du changement technique et l'accumulation du capital affecteront également les tendances de la production réelle et de la productivité. De tels facteurs institutionnels et techniques devraient sans doute être qualifiés de séculaires et toute tentative pour les isoler exige de procéder à un large examen des données historiques, en particulier si les oscillations cycliques sont très prononcées.

Le problème que soulève toute classification est qu'il ne peut y avoir plus d'un cycle. Des oscillations cycliques longues peuvent porter sur une décennie ou plus. En conséquence, certains facteurs « cycliques » ne pourront pas être distingués de la

tendance mesurée. Ainsi, l'évolution des profits depuis 1973 peut représenter une baisse cyclique prolongée de la rentabilité ou un déclin séculaire. Pour illustrer ce problème et situer le présent document dans une perspective globale, on a recueilli les données relatives à quatre pays sur une période de temps aussi longue que possible. On trouve sur le graphique 1 la part effective des profits dans la valeur ajoutée pour ces pays avant la première guerre mondiale ou depuis les années 20. Les données relatives aux taux de rendement n'ont pu être fournies, par suite de l'absence de données utilisables sur le stock de capital, antérieurement à la seconde guerre mondiale. Les données sont lissées d'abord par une moyenne mobile sur cinq ans, pour éliminer les mouvements cycliques à court terme, puis à nouveau avec une moyenne sur quinze ans pour faire apparaître les tendances à plus long terme. Dans certains cas, on voit nettement apparaître des tendances séculaires mais les résultats diffèrent selon le secteur considéré. En fait, les tendances d'ensemble s'expliquent en partie par des transferts de production entre secteurs. L'impression dominante que l'on retire de l'examen de ces données est qu'il n'existe guère d'élément qui tendent à prouver une certaine stabilité à long terme de la part des facteurs, comme le fait apparaître une moyenne mobile doublement lissée sur quinze ans. Certaines moyennes mobiles sur quinze ans mettent à la fois en évidence des tendances persistantes et des oscillations de très longue durée autour de cette tendance. Par exemple, en Norvège, la baisse à long terme des profits a été considérable mais, à la suite d'une reprise spectaculaire en 1977, les bénéfices bruts (dans l'industrie, les transports et les communications), en 1981 et 1982 étaient à peu près au même niveau qu'en 1946 et 1947, bien que très au-dessous du niveau des années 30. Des mutations sectorielles importantes semblent être à l'origine de ces évolutions, en particulier, la réapparition des profits depuis 1977 semble en grande partie résulter du fait que le pétrole de la Mer du Nord avait atteint à l'époque son niveau d'exploitation. Au Japon, les profits nets dans l'industrie et les transports étaient à la fin des années 60 comparables à ceux de la période 1906 à 1909, mais avec d'amples oscillations des tendances à long terme dans l'intervalle. Pour le Royaume-Uni, des différences de couverture sectorielle entraînent des différences fondamentales d'appréciation en ce qui concerne les tendances des profits, en particulier au cours des années 70. Pour l'industrie, les transports et les communications, les profits bruts se situaient en 1982 à un niveau nettement plus élevé qu'au cours de la grande dépression avec des oscillations à long terme très sensibles et une forte reprise à la fin des années 70, consécutive à l'apparition du pétrole de la Mer du Nord. En revanche, le secteur des industries manufacturières, à l'exclusion de la Mer du Nord, montre une évolution opposée, en particulier au cours des années 70. Enfin, la comparaison des tendances à long terme pour les profits bruts et nets dans le secteur non financier des États-Unis est de loin celle qui donne la plus grande impression de stabilité, en dehors de la baisse brutale de 1932 et 1933, où des pertes nettes ont été enregistrées. Cependant, l'évolution à long terme paraît indiquer une baisse tendancielle.

GRAPHIQUE 1
PART DES PROFITS
SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER DES ÉTATS-UNIS
(en pourcentage de la valeur ajoutée)

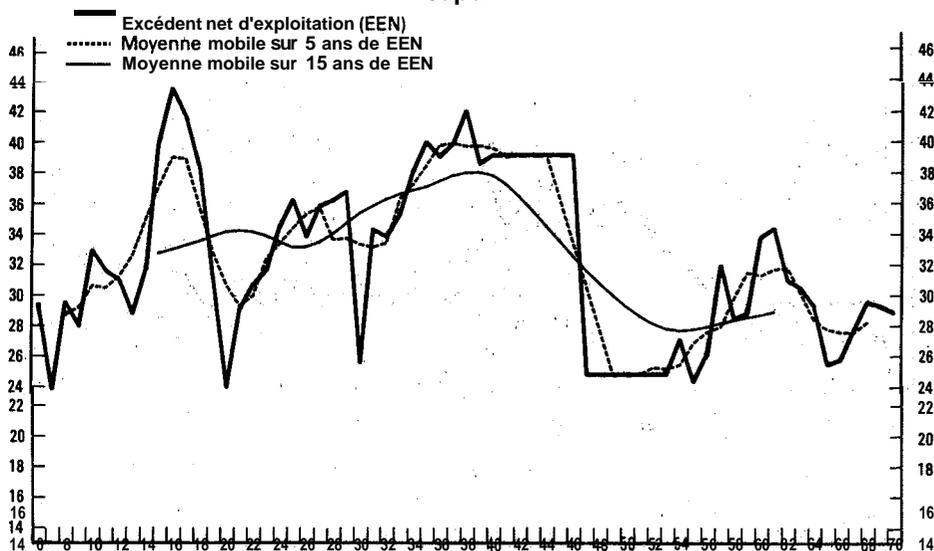
— Excédent net d'exploitation* (EEN)
- - - - - Moyenne mobile sur 5 ans de EEN
— Moyenne mobile sur 15 ans de EEN



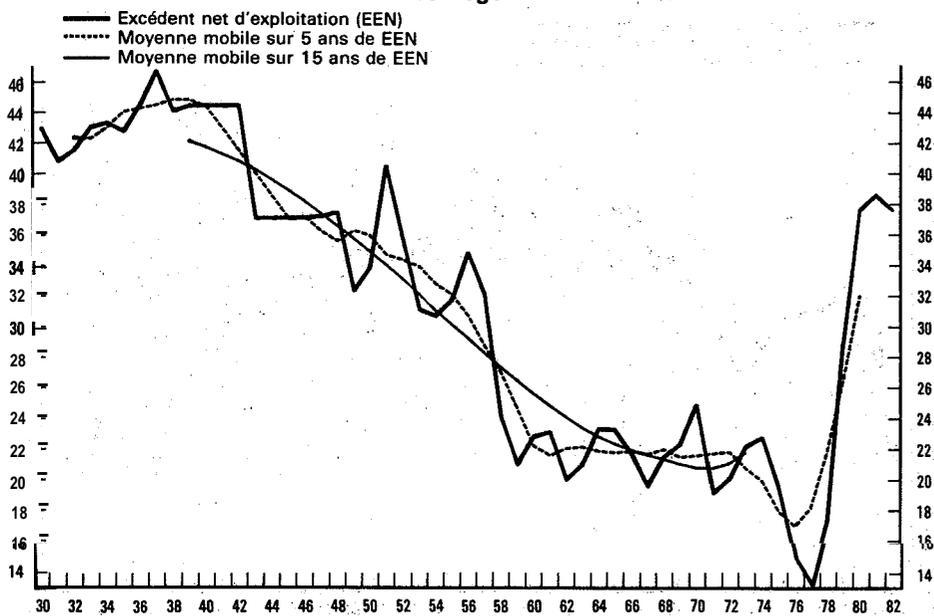
GRAPHIQUE 1 (suite)

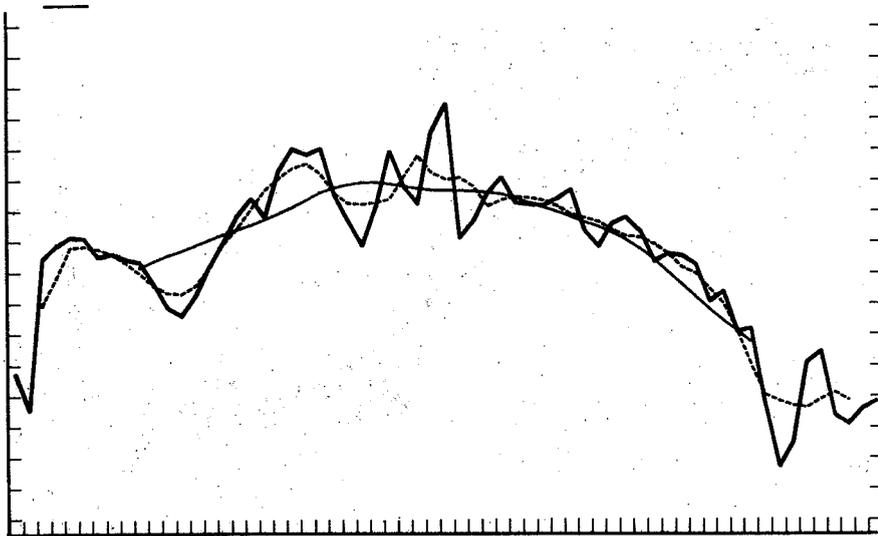
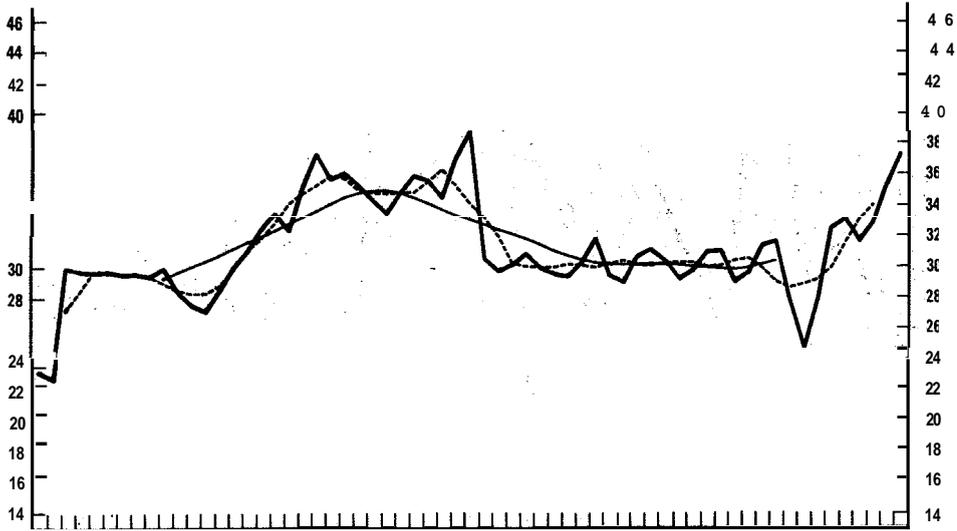
PART DES BÉNÉFICES NETS DANS L'INDUSTRIE, LES TRANSPORTS ET COMMUNICATIONS (en pourcentage de la valeur ajoutée)

Japon



Norvège





Ces données montrent qu'il n'est pas possible de séparer nettement tendance et mouvement cyclique étant donné les périodes de référence disponibles pour la plupart des pays. Les limitations des données impliquent que l'on ne pourra prendre au mieux comme période de référence que celles dont le point de départ est le milieu des années 50 et, le plus souvent, les années 60. Il faudra donc se concentrer sur des ((tendances)) à cinq ou dix ans, qui sont affectées par les variations d'amplitude des cycles courts au cours de la période de référence et qui peuvent en fait, faire partie elles-mêmes de cycles plus longs. Vues avec le recul du temps, les années 60 ont constitué un environnement particulièrement favorable à la croissance et aux gains de productivité. C'est donc probablement une erreur de considérer toute ((tendance)) actuelle comme une déviation par rapport à quelque niveau « normal » de rentabilité. Les variations des profits, souvent assez durables, semblent constituer la norme véritable. Cela ne signifie pas qu'elles soient toujours souhaitables ou qu'elles doivent être considérées comme une fatalité.

B. Problèmes de répartition

i) Choix des secteurs

Comme l'indique la section précédente, le niveau d'agrégation sectorielle peut affecter considérablement les tendances observées. Dans ce rapport, les taux de rendement sont présentés pour trois secteurs de l'économie : *i)* l'industrie, les transports et le commerce ; *ii)* l'industrie et les transports ; et *iii)* les industries manufacturières. Le choix de ces secteurs se justifie par diverses considérations. Tout d'abord, il ne serait pas approprié de calculer des taux de rendements pour l'agriculture et les banques puisque leurs profits sont essentiellement une rentabilisation, respectivement, de la terre et des actifs financiers, tous deux exclus du stock des actifs reproductibles fixes qui constitue le dénominateur du taux de rendement. En second lieu, les taux de rendement des administrations publiques ne sont pas pris en compte car, bien que leur stock de capital soit important, il consiste essentiellement en infrastructures sur lesquelles ces administrations ne dégagent aucun excédent d'exploitation. Cependant, l'excédent d'exploitation correspondant est bien intégré dans le rendement d'autres secteurs ou même de facteurs. Par exemple, l'excédent d'exploitation du réseau routier bénéficie aux transports et à d'autres secteurs, tandis que celui de l'enseignement constitue une partie du rendement du capital humain. On n'a fait aucune tentative pour estimer ces effets par suite de la difficulté d'évaluer et de répartir l'excédent, et également à cause des différences entre les pays en ce qui concerne les limites respectives des secteurs public et privé. En troisième lieu, il semble plus sage d'omettre également le secteur immobilier parce qu'il est difficile d'apprécier le taux de rentabilité des logements. L'omission de l'agriculture, des banques, des administrations publiques et du

secteur immobilier amène à définir le premier des secteurs mentionnés ci-dessus : **/l'industrie, les transports et le commerce**, ou ensemble du secteur des entreprises. L'« industrie » inclut ici les mines et les carrières, les industries manufacturières, l'infrastructure et l'alimentation en électricité, gaz et eau ; les « transports » incluent également le stockage et les communications, et le « commerce », les activités commerciales de gros et de détail, les hôtels et les restaurants.

Bien que ce secteur soit évidemment d'un très grand intérêt par suite de la diversité des activités qu'il recouvre, deux problèmes au moins se posent en ce qui concerne l'interprétation de ses taux de rendement mesurés. Une grande partie de l'excédent d'exploitation réalisé dans le commerce de gros et de détail est probablement constituée par des bénéfices dégagés sur les investissements en stocks qui sont cependant exclus du dénominateur du taux de rendement. En règle générale, cela signifie que les taux de rendement mesurés sont surestimés. Mais c'est là un problème secondaire car il n'y a pas de biais systématique de la tendance à moins que les rapports stock/production ne se modifient dans le temps par suite d'améliorations dans les techniques de gestion des stocks. Un problème supplémentaire se pose également du fait que l'excédent d'exploitation pour le commerce de détail, les hôtels et les restaurants inclut dans la plupart des pays une proportion élevée de revenus résultant du travail indépendant, problème qui est considéré dans la section suivante. L'omission du « commerce » amène à définir le second secteur mentionné ci-dessus : **/l'industrie et les transports**. Enfin, les taux de rendement sont également donnés pour les **industries manufacturières**, non seulement en raison de l'intérêt inhérent à un secteur travaillant pour l'exportation, mais aussi parce que, dans la plupart des pays, la part des revenus du travail indépendant ne constitue qu'une part insignifiante de l'excédent d'exploitation de ce secteur, si bien que les taux de rendement des industries manufacturières sont plus « purs » que ceux des autres secteurs considérés.

ii) **Revenus du travail indépendant**

Dans la comptabilité nationale, la valeur ajoutée des différents groupes d'activités industrielles est ventilée seulement entre rémunération des salariés et excédent d'exploitation, ce dernier poste incluant l'ensemble des revenus des entreprises individuelles. On peut néanmoins soutenir que le revenu des travailleurs indépendants représente tout autant la rémunération du service fourni sous forme de travail que le rendement du capital investi et, dans certaines études, on a tenté de répartir les revenus du travail indépendant entre rémunération du travail et excédent d'exploitation. Le problème est qu'il y a deux manières d'y parvenir – en affectant un salaire au travail fourni ou en estimant un excédent d'exploitation pour le capital qu'ils ont investi. Les deux démarches sont également défendables mais, si les deux imputations sont effectuées simultanément, leur addition ne donnera que rarement le revenu total des travailleurs indépendants. En règle générale, elle dépassera le

total, ce qui implique que les travailleurs indépendants sont prêts à accepter moins que le prix du marché pour leur travail ou pour le capital qu'ils ont investi, ou pour les deux. En pratique, la plupart des tentatives faites pour estimer les revenus du travail indépendant sont fondées sur une imputation de salaires parce que les données sur le nombre de travailleurs indépendants sont plus aisément disponibles que l'information sur le capital investi dans les entreprises individuelles. Mais c'est là seulement une question de commodité et il est tout aussi justifié de soutenir que les travailleurs indépendants gagnent des salaires inférieurs à la moyenne que de soutenir qu'ils obtiennent des rendements de leurs investissements inférieurs à la moyenne.

Si l'objectif est d'étudier séparément revenu du travail ou rendement du capital, on peut admettre de répartir les revenus du travail indépendant en utilisant l'une ou l'autre de ces deux hypothèses. Toutefois, comme l'objet de cette étude est surtout de préciser la répartition de la valeur ajoutée entre le capital et le travail, il ne paraît pas souhaitable d'inclure des hypothèses préalables sur cette répartition dans les statistiques utilisées. En conséquence, aucun ajustement n'a été fait dans cette étude et l'excédent d'exploitation contenu dans les taux de rendement présentés ci-après inclut l'ensemble des revenus du travail indépendant.

Il serait possible d'éviter ce problème en limitant l'analyse au secteur des sociétés mais, malheureusement, seuls quatre pays Membres de l'OCDE disposent de statistiques de stock de capital pour ce secteur. Comme il a été indiqué ci-dessus, le secteur des industries manufacturières ne comprend en règle générale que relativement peu de travailleurs indépendants alors que leur nombre peut être important dans les deux autres secteurs. Par suite de l'inclusion des revenus du travail indépendant, les taux de rendement auront tendance à être surestimés parce que l'excédent d'exploitation inclut une certaine proportion de revenus du travail, ce qui affectera à la fois les comparaisons entre pays, si le travail indépendant est plus répandu dans certains pays que dans d'autres, et les comparaisons dans le temps, si la proportion des travailleurs indépendants dans la population active varie d'une période à l'autre.

Le tableau 1 fournit quelques indications sur l'importance et l'orientation des distorsions possibles. Pour la période **1955-1982**, il donne le total des travailleurs indépendants en pourcentage de la population active civile non agricole pour les quatorze pays de l'OCDE considérés dans l'étude.

Il y a évidemment des différences considérables entre les pays en ce qui concerne l'importance du travail indépendant, et il apparaît nettement que pour les deux secteurs les plus étendus – **l'industrie, les transports et le commerce**, et **l'industrie et les transports**, il n'est pas possible de comparer valablement les niveaux de taux de rendement et de parts de bénéfices pour l'ensemble des quatorze pays. Cependant, si l'on analyse le tableau 1, on voit qu'il est possible de répartir ces quatorze pays en trois groupes relativement homogènes – un groupe de pays dans lesquels le travail indépendant est important, le Japon et l'Italie (20 à 30 pour cent

Tableau 1. Travailleurs indépendants en pourcentage de la population active civile non agricole

	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-82
États-Unis	..	11	9	7	7	8
Japon	31	26	23	22	21	21
Allemagne	13	12	11	10	9	9
France	18	16	14	12	11	11
Royaume-Uni	6	6	6	7	7	8
Italie	..	25	25	23	23	23
Canada	9	9	8	7	7	7
Australie	..	..	11	10	12	13
Belgique	18	17	16	15	14	14
Danemark	..	..	14	13	11	11
Finlande	..	..	8	6	5	5
Pays-Bas	16	14	13	11	9	9
Norvège	11	10	9	9	8	8
Suède	..	..	8	5	5	5

Source: *Statistiques de la population active, OCDE.*

des emplois non agricoles), un groupe où il est peu important : le Canada, les États-Unis, la Finlande, la Norvège, la Suède et le Royaume-Uni (moins de 10 pour cent) et un groupe intermédiaire comprenant l'Australie, la Belgique, le Danemark, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas (entre 10 et 20 pour cent). Pour les pays à l'intérieur de ces groupes, les niveaux de profit sont raisonnablement comparables.

En ce qui concerne les changements dans le temps, le tableau 1 montre qu'à l'exception de l'Australie et du Royaume-Uni, la part du travail indépendant a baissé au cours de la période, ce qui a pour effet de surestimer la baisse (ou de sous-estimer la hausse) de l'excédent d'exploitation tel qu'il est calculé dans les comptes nationaux parce que le revenu qui était auparavant inclus dans l'excédent d'exploitation est à présent comptabilisé en tant que salaire. Toutefois, la plus grande partie de cette baisse est intervenue au cours de la période se terminant en 1969. A partir de 1970, les changements dans les pourcentages de travail indépendant ont en général été presque insignifiants et n'ont guère pu avoir d'effets mesurables sur les changements des taux de rendement ou des parts de bénéfices.

C. Taux de rendement, profits et productivité du capital

Dans cette section, on analyse les taux de rendement brut et les parts de bénéfices bruts pour un échantillon de pays de l'OCDE au cours de la période

	Secteur des entreprises				Industrie et transports				Industries manufacturières			
	1960	1973	1982	Tendance	1960	1973	1982	Tendance	1960	1973	1982	Tendance
États-Unis	16.2	14.5	10.9	-2.1'	..	..	..	..	18.9	18.5	10.6	-2.7'
Japon (1965-81)	..	..	..	-2.0'	..	..	..	..	33.3	32.4	20.7	-4.9'
Allemagne (1960-81)	24.3	17.2	14.5	-2.0'	20.4	14.2	11.0	-2.3'	26.2	16.5	11.7	-3.0'
France (1967-79)	21.7	22.9	19.3	-1.9'	14.4	15.6	12.7	-2.4'	15.6	18.2	13.8	-2.7'
Royaume-Uni	13.3	11.0	10.1	-1.9'	10.1	8.7	8.8	-1.1'	16.4	9.5	5.5	-5.3'
Italie (1970-80)	..	..	..	-2.0'	..	..	..	..	17.7	16.9	19.2	0.1
Canada	13.3	13.6	9.7	-0.8'	10.3	10.8	7.5	-0.8'	15.3	15.3	6.7	-2.0'
Belgique (1970-81)	28.4	27.5	22.9	-1.4'	17.0	17.0	14.6	-1.1'	17.1	17.2	10.7	-4.7'
Finlande (1971-79)	10.3'	8.5	7.6	-4.3*	9.6	10.1	9.4	-2.9	13.4	14.3	14.1	-2.8
Norvège (1962-77)	..	..	..	-2.0'	..	..	..	..	7.7	10.2	7.1	0.8
Suède (1963-82)	11.8	10.4	8.3	-2.8"	9.9	9.4	7.2	-2.6"	11.8	9.1	5.9	-5.2'

	Secteur des entreprises				Industrie et transports				Industries manufacturières			
	1960	1973	1982	Tendance	1960	1973	1982	Tendance	1960	1973	1982	Tendance
États-Unis	30.8	28.1	27.6	-0.6*	30.3	28.8	30.0	-0.2	25.2	24.7	21.2	-0.8*
Japon	54.0 ^a	47.9	38.6	-2.6*	53.1	47.4	42.3	-1.3*	57.6	51.5	42.3	-1.9*
Allemagne (1960-81)	45.2	38.3	38.0	-0.7*	40.8	32.7	29.8	-1.3*	39.1	31.2	25.6	-1.7*
France (1967-79)	44.3	42.7	39.9	-1.2*	35.8	35.1	32.9	-1.3*	33.5	34.3	30.1	-1.6*
Royaume-Uni	32.3	31.9	34.7	0.1	31.7	31.5	37.1	0.4	35.3	26.3	21.5	-2.8*
Italie (1970-82)	51.7	49.1	48.3	-0.6	36.7	34.1	38.2	0.8	34.1	32.9	35.3	-1.0
Canada	37.1	37.1	36.0	-0.1	36.3	37.9	37.7	0.2	33.4	32.3	24.7	-0.6*
Belgique (1970-81)	49.7	46.3	41.4	-1.5*	38.4	35.4	32.2	-1.5*	36.3	33.2	20.8	-5.5*
Finlande	41.4	33.8	32.5	-1.0*	40.3	36.3	37.5	-0.2	42.4	37.1	34.3	-0.6*
Norvège	39.0 ^b	35.5	47.1	0.3	36.5	36.6	50.5	1.1*	30.1	31.1	25.5	-0.2
Suède	31.7 ^c	30.7	30.4	-1.0*	36.0	32.5	32.6	-0.8*	33.9	25.5	23.7	-2.4*

1960- 1982. On envisagera dans une section ultérieure l'effet de l'élimination des paiements d'intérêts et des prélèvements fiscaux de l'excédent brut d'exploitation. Le taux de rendement brut est défini comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation (P) au stock brut d'actifs reproductibles fixes (K). Afin d'analyser les variations de ce taux, il est utile de le décomposer entre part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée brute (Y) et rapport de la valeur ajoutée brute au stock de capital, c'est-à-dire $P/K = P/Y \times Y/K$. En vue de simplifier la terminologie, on appellera P/K le taux de rendement, P/Y la part des profits et Y/K la productivité du capital.

Les tableaux 2 et 3 montrent l'ensemble des rapports pouvant être calculés pour *l'industrie, les transports et le commerce* (secteur des entreprises), *l'industrie et les transports* et *les industries manufacturières*. Les valeurs absolues des taux de rendement brut (tableau 2) et des parts de profits bruts (tableau 3) sont données pour 1960 et les dernières années disponibles. Le point intermédiaire, 1973, correspond au niveau conjoncturel qui a précédé le premier choc pétrolier, la dernière année disponible représente dans la plupart des cas un creux conjoncturel. L'un des objectifs essentiels de cette section est de rechercher s'il y a eu un déclin séculaire statistiquement significatif des taux de rendement et des parts de bénéfices. Pour ce faire, on est parti de l'ajustement d'une tendance temporelle. Pratiquement sans exception, les tendances temporelles sont statistiquement significatives quelle que soit la période de référence, depuis les années 60 jusqu'aux années 80. Le graphique 2 fait apparaître la part des profits, les taux de rendement, les investissements et les taux d'intérêts réels pour le secteur des industries manufacturières dans onze des pays Membres².

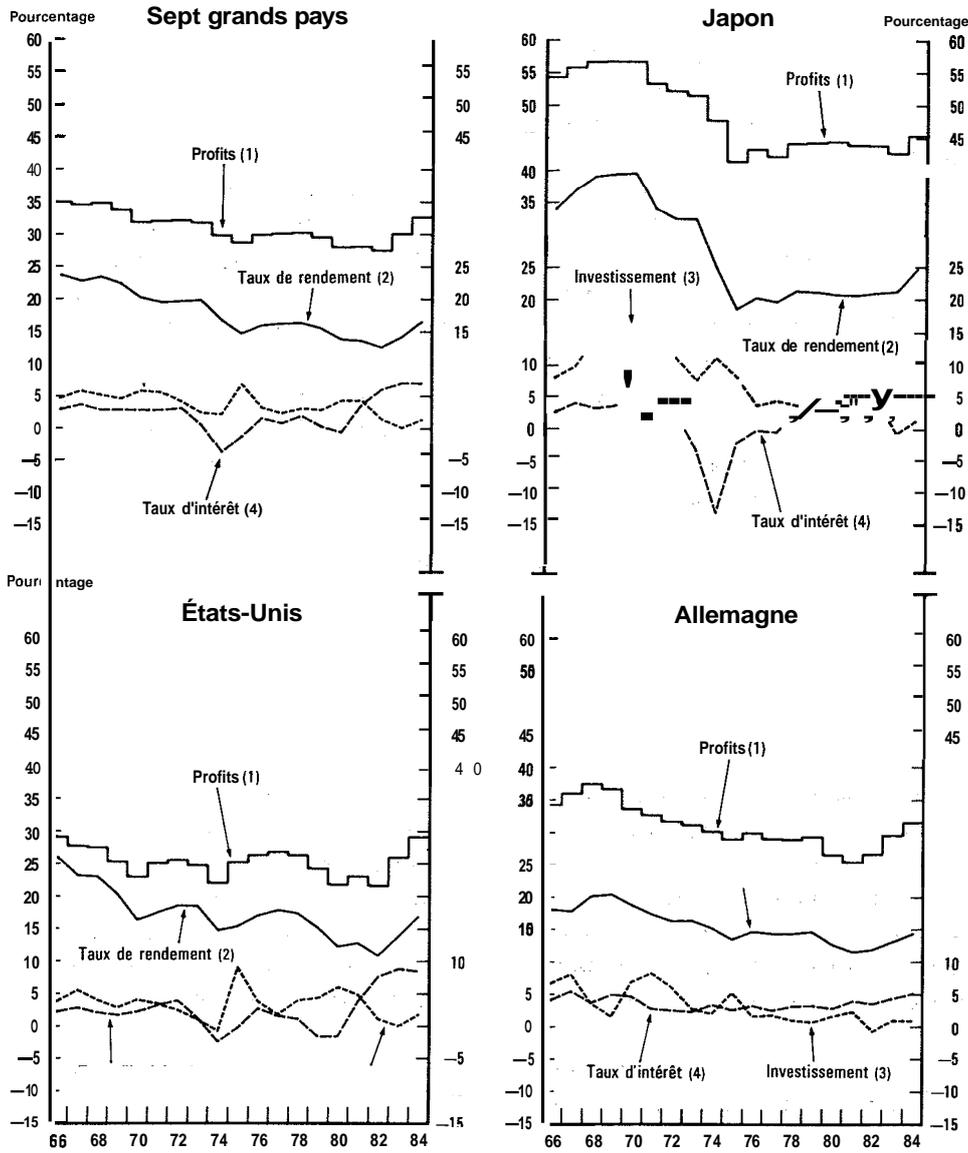
i) Taux de rendement

Le tableau 2 et le graphique 2 font apparaître une baisse tendancielle généralisée des taux de profits pour l'ensemble de la période. Cependant, la tendance générale à la baisse dissimule d'importantes variations au cours de la période de référence. Dans le secteur des *industries manufacturières*, la baisse n'intervient qu'après 1973 au Japon, en France, en Belgique et en Norvège, alors qu'en Finlande les taux de rendement brut sont en gros restés constants (mais on ne dispose de données que pour les années 70) ; en Italie, ils sont remontés en 1980.

La tendance à la baisse est moins marquée lorsque l'on s'élève dans le niveau d'agrégation. En ce qui concerne le secteur *industrie et transports*, l'Allemagne et le Canada sont seuls à enregistrer une baisse générale. La baisse des taux de rendement n'intervient qu'après 1973 en France et en Belgique. Dans l'ensemble du *secteur des entreprises*, le rythme de baisse n'a été en moyenne que légèrement supérieure à la moitié de celui observé dans les industries manufacturières bien que l'on constate une évolution plus régulière sur l'ensemble de la période dans la plupart

GRAPHIQUE 2

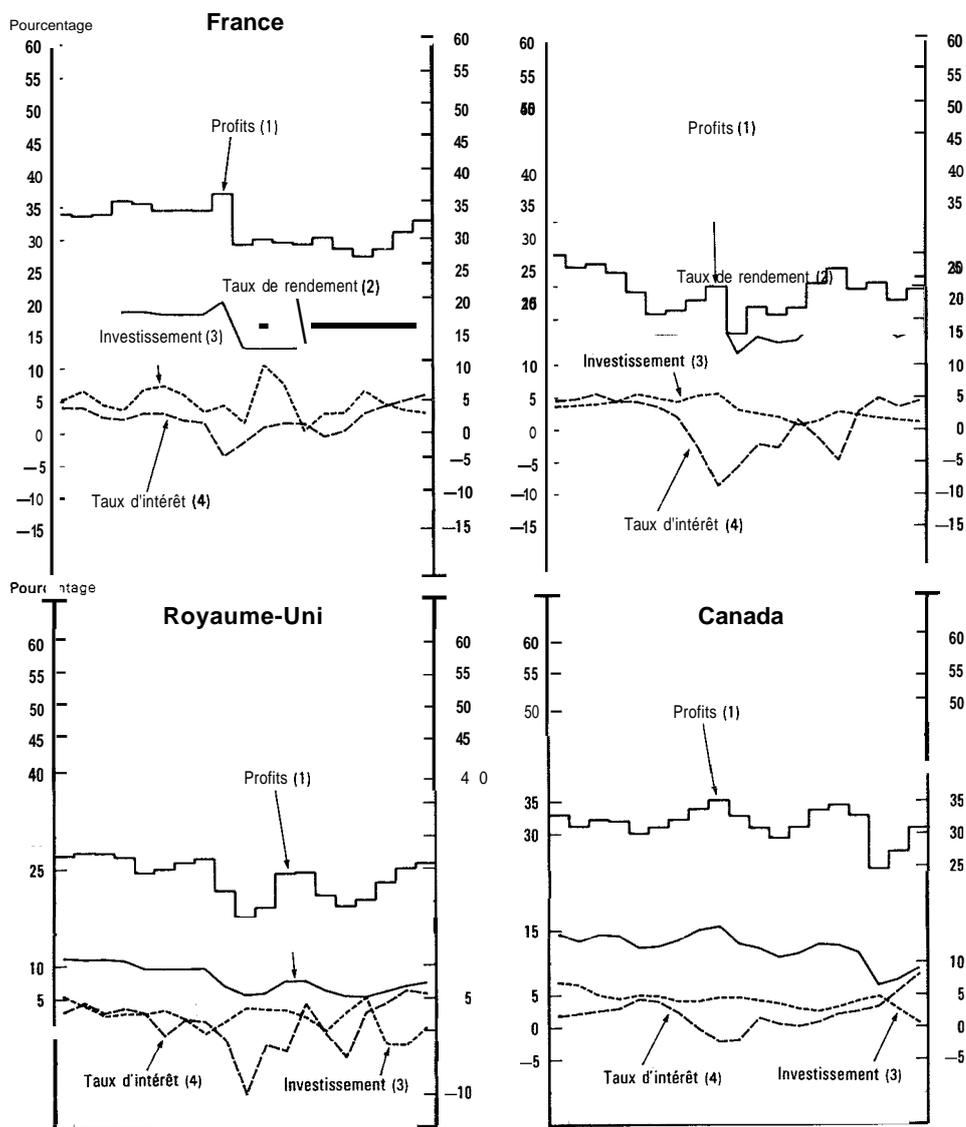
**PROFITS, TAUX DE RENDEMENT ET INVESTISSEMENT
DANS LES INDUSTRIES MANUFACTURIÈRES**



1 Excédent brut d'exploitation exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée brute
 2 Excédent brut d'exploitation exprimé en pourcentage du stock de capital brut
 3 Variations du stock de capital brut en termes réels
 4 Rendement des bons d'État à long terme diminué de la hausse des prix à la consommation

GRAPHIQUE 2 (suite)

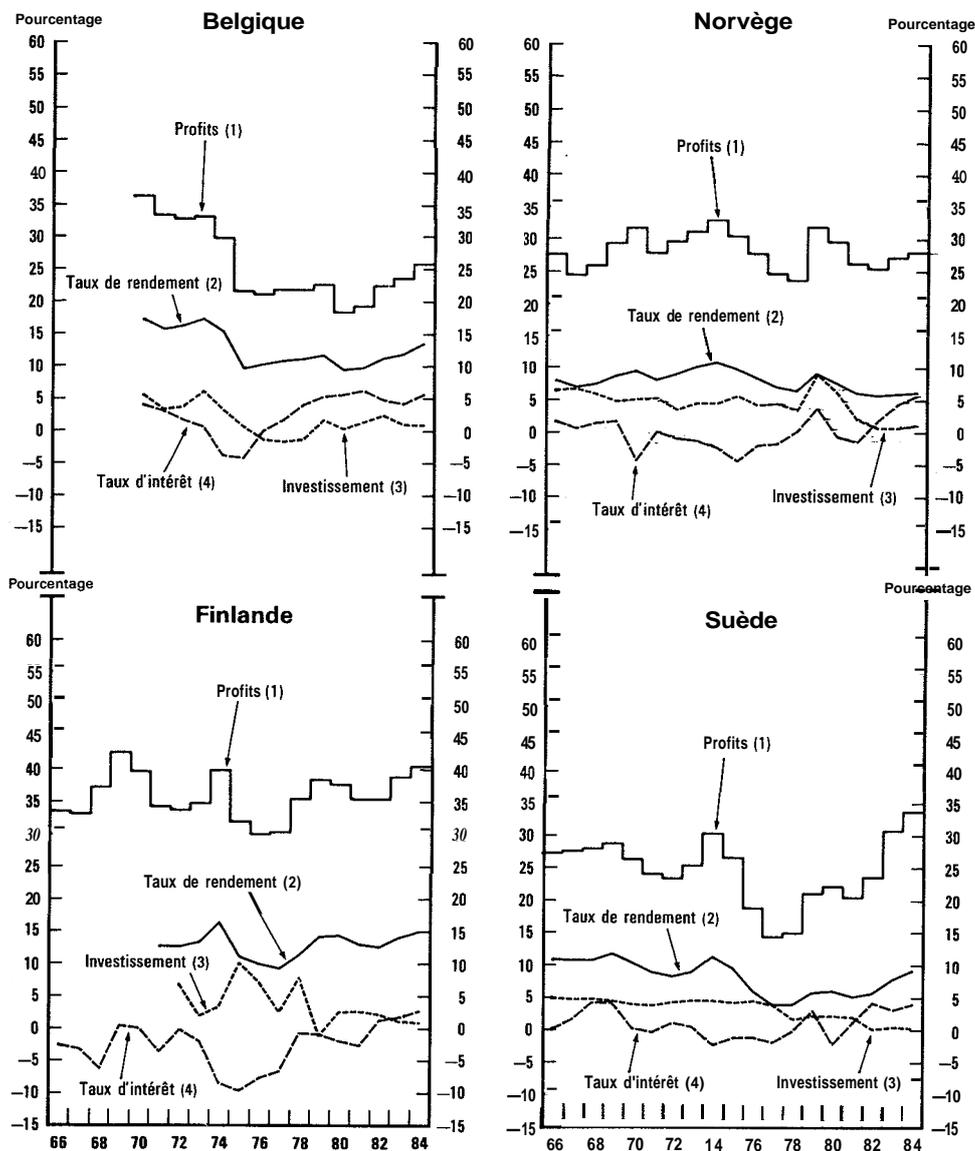
**PROFITS, TAUX DE RENDEMENT ET INVESTISSEMENT
DANS LES INDUSTRIES MANUFACTURIÈRES**



1. Excédent brut d'exploitation exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée brute
 2. Excédent brut d'exploitation exprimé en pourcentage du stock de capital brut.
 3. Variations du stock de capital brut en termes réels.
 4. Rendement des bons d'État à long terme diminué de la hausse des prix à la consommation.

GRAPHIQUE 2 (suite)

**PROFITS, TAUX DE RENDEMENT ET INVESTISSEMENT
DANS LES INDUSTRIES MANUFACTURIÈRES**



1. Excédent brut d'exploitation exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée brute.
 2. Excédent brut d'exploitation exprimé en pourcentage du stock de capital brut.
 3. Variations du stock de capital brut en termes réels.
 4. Rendement des bons d'État à long terme diminue de la hausse des prix à la consommation.

des pays pour lesquels les données sont disponibles. La baisse la plus marquée s'est produite en Allemagne, où les taux de rendement sont tombés de dix points entre 1960 et 1982. Ce n'est qu'après 1973 que la baisse des taux de profit apparaît en France et au Canada.

Il y a, semble-t-il, de grandes différences de taux de rendement entre les pays. Dans/es industries manufacturières, par exemple, le taux de rendement le plus élevé est de trois à quatre fois supérieur au taux le plus bas. Pour le secteur le plus étendu, celui de l'industrie, des transports et du commerce, la dispersion est plus faible mais les taux les plus élevés sont encore deux ou trois fois supérieurs aux taux les plus bas. Ces différences peuvent être dues, en partie, à l'inclusion des revenus du travail indépendant dans l'excédent d'exploitation qui [comme on l'a noté dans la section II.B.ii)] tend à provoquer une surestimation des taux de rendement. En règle générale, les pays dont les taux de rendement sont élevés tendent à se situer dans les catégories mentionnées plus haut où le pourcentage de travail indépendant est ((élevé» ou «moyen», tandis que ceux dont les taux de rendement sont peu élevés ont un faible pourcentage de travail indépendant. Ces différences sont néanmoins très importantes et ne semblent pas s'être atténuées avec le temps. Les changements dans le niveau de travail indépendant affectent également les structures sectorielles. La diminution du travail indépendant a été plus rapide dans les secteurs les plus étendus au cours des années 50 et 60. Cependant, comme on l'a indiqué dans la partie II.B.ii) ci-dessus, ce mouvement s'est interrompu au début des années 70. Cela rend encore plus frappante l'accélération de la baisse des taux de rendement dans les industries manufacturières au cours des années 70.

Des différences dans les taux d'amortissement paraissent aller de pair avec des variations de taux de rendement. On constate que les pays qui ont des taux d'amortissement supérieurs à la moyenne tendent aussi à avoir des taux de rendement brut supérieurs à la moyenne. Les taux d'amortissement sont inversement proportionnels à la durée de vie moyenne des biens d'équipement : plus la durée de vie est courte, plus le taux d'amortissement est élevé. En règle générale, les pays qui ont de faibles taux de rendement – Suède, Finlande et Royaume-Uni – sont ceux dont les biens d'équipement ont (ou sont supposés avoir) des durées de vie relativement longues, alors qu'au Japon, en France et en Belgique, où les taux de rendement sont élevés, la durée de vie des biens d'équipement est relativement courte. Il est difficile de déterminer quels facteurs économiques cette relation met en évidence. Pour les questions relatives à l'estimation du capital, voir l'annexe de Chan-Lee et Sutch (1985), et Blades (1983).

En dépit de tendances par secteur et par pays quelque peu mitigées, l'analyse de régression aboutit à la conclusion que les évolutions temporelles sont négatives et statistiquement significatives dans presque tous les cas. La baisse après 1973 a été générale et particulièrement marquée dans les industries manufacturières. Ces résultats sont en contradiction avec l'opinion selon laquelle la tendance à la baisse dans les parts de bénéfices et les taux de rendement est essentiellement un

phénomène européen et japonais, comme il résulte implicitement de travaux empiriques antérieurs³.

ii) Parts des profits dans la valeur ajoutée

La baisse des taux de rendement reflète dans une certaine mesure la baisse parallèle des parts de bénéfices (tableau 3) qui a été, cependant, en règle générale, inférieure de moitié à celle des taux de rendement. Pour le secteur des entreprises, la baisse a été surtout marquée en France, Belgique et Finlande et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, en Allemagne et en Suède. Aucune tendance significative n'apparaît pour le Royaume-Uni et le Canada, que ce soit dans ce secteur ou dans celui de l'industrie et des transports ; ce qui reflète probablement l'importance du secteur de l'énergie dans ces pays. Là encore, c'est dans le secteur des industries manufacturières que la baisse a été la plus forte, le Royaume-Uni, la Suède et la Belgique connaissant les baisses les plus rapides.

Les profits sont affectés par les revenus du travail indépendant de la même manière que les taux de rendement. Les pays qui ont une forte proportion de travailleurs indépendants tendent à avoir des profits élevés et de même la réduction de l'importance relative du travail indépendant exagère la tendance à la baisse des profits.

a) Tendances de la productivité

Étant donné que les variations des profits n'expliquent qu'une partie de la baisse des taux de rendement, l'évolution de la productivité du capital doit rendre compte de la partie restante. Depuis 1973, la productivité du capital du secteur des entreprises – mesurée par le rapport de la valeur ajoutée brute au stock de capital brut – est en baisse dans tous les pays pour lesquels des données sont disponibles, hormis le Royaume-Uni. Avant cette date, l'image d'ensemble était plus contrastée, des augmentations ayant été enregistrées pour les États-Unis, le Canada et la France. En Allemagne, la productivité du capital a connu une baisse presque ininterrompue tout au long de la période. Ces évolutions reflètent sans aucun doute la croissance continue du rapport capital/travail en dépit du net ralentissement de la croissance de la production à la suite du premier choc pétrolier.

L'évolution dans l'industrie et les transports est en gros similaire à celle du secteur de l'ensemble des entreprises, tandis que le ralentissement des taux de croissance, ou même la baisse de la productivité du capital, est bien plus marquée après 1973 dans le secteur des industries manufacturières que dans les secteurs correspondant à un niveau plus élevé d'agrégation. Le contraste entre les périodes observées est également plus marqué, un nombre plus important de pays faisant apparaître des gains de productivité du capital entre 1960 et 1972 et des baisses par la suite. Le retournement est particulièrement marqué pour le Royaume-Uni où à

un taux de croissance de +4.8 pour cent dans la première période succède une baisse de -2.6 pour cent dans la seconde période.

La persistance de très grandes différences dans le niveau de la productivité du capital entre les pays reste quelque peu surprenante. Dans les industries manufacturières, les ratios de productivité du capital du Japon, de l'Allemagne et des États-Unis sont près de deux fois supérieurs à ceux de la Norvège, de la Suède et du Royaume-Uni. L'écart entre le ratio de productivité du capital du Canada et celui des États-Unis, en dépit du degré comparable de développement technologique des deux pays, constitue une autre différence marquante. Il faut toutefois mettre cette différence entièrement sur le compte de l'hypothèse d'une durée de vie plus courte des équipements aux États-Unis. Ainsi donc, si les différences de productivité du capital entre pays reflètent en partie des différences réelles, il est probable qu'elles proviennent aussi pour une part importante de différences dans les estimations de stock de capital, résultant d'hypothèses fondamentalement différentes, et forcément arbitraires, sur les durées de vie des équipements et leur mise au rebut. Compte tenu de ces difficultés, les **tendances** en matière de taux de rendement donnent vraisemblablement moins lieu à des erreurs d'interprétation que les **niveaux**.

Les données présentées aux tableaux 2 et 3 sont sujettes à des influences cycliques aussi bien que tendancielle. Pour mettre en lumière les renversements de tendances, on a réalisé une moyenne mobile sur neuf ans (représentant les taux moyens d'utilisation). Comme l'on pouvait s'y attendre, les résultats montrent que les taux de profit entre 1982 et 1983 sont très en-dessous de la tendance. Cependant, comme on peut le voir sur le graphique 2, il existait, même avant 1973, une tendance nette à la baisse des profits et des taux de rendement dans la plupart des pays. Ce phénomène ne se limitait pas à l'Europe et au Japon. Les facteurs cycliques et spécifiques à chaque pays ne paraissent donc expliquer qu'en partie le phénomène de tassement des profits constaté au cours de ces dernières années.

Dans l'ensemble, on constate que les mouvements à la baisse de la productivité du capital constituent le facteur explicatif le plus important de la baisse des taux de rendement, bien que la baisse des profits y contribue également. Cette conclusion semble solidement fondée, étant donné que l'on observe indiscutablement des évolutions temporelles statistiquement significatives pour presque tous les pays et secteurs pour lesquels des données étaient disponibles.

b) Productivité de la main-d'œuvre

La productivité du capital ne représente que l'un des aspects de l'évolution globale de la productivité. Pour pouvoir resituer la productivité du capital dans un ensemble, on trouvera des données sur la croissance de l'emploi, le stock de capital et la valeur ajoutée brute au tableau 4. Le tableau 5 indique les évolutions de la

Tableau 4. Emploi, stock de capital et valeur ajoutée brute en termes réels
Taux de croissance annuels moyens

	Secteur des entreprises						Industries manufacturières					
	Emploi		Capital		Valeur ajoutée brute en termes réels		Emploi		Capital		Valeur ajoutée brute en termes réels	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
États-Unis	2.1	2.1	3.7	3.6	4.1	2.4	1.2	-0.5	2.9	3.5	5.4	1.3
Japon	..	..	..	..	..	..	2.2	-0.4	12.9 ^a	5.9	13.5 ^a	6.3
Allemagne	0.7	-0.4	6.5	3.9 ^h	5.3	2.8 ^h	-0.5	-2.5	7.0	2.2	5.6	1.5
France	..	..	5.5 ^k	4.8 ^h	7.5 ^c	4.0 ^j	0.8	-2.1	5.5	4.4	8.3	2.0
Royaume-Uni	-0.5 ^c	-0.91	3.2	2.8	1.5	3.3	-1.5	-3.6	3.4	2.0	2.2 ^b	-0.6
Italie	..	..	..	..	..	..	-0.1	-0.9	4.9 ^e	2.8	7.0 ^a	3.5
Canada	3.1 ^b	2.71	5.0	5.3 ^l	6.3 ^c	3.8	1.6	-0.5	4.8	4.0	6.6 ^c	0.2
Belgique	0.3 ^d	-1.5	5.5	3.1	5.1 ^d	2.7	-0.2	-4.3	6.0	0.3	8.4 ^d	1.4
Finlande	2.2	0.4	6.5 ^d	4.7 ^j	5.7	2.9	..	..	6.7	3.2	6.8	3.6
Norvège	..	..	..	..	..	..	0.4	-1.8	5.6 ^e	4.9	5.8 ^e	0.7
Suède	0.5 ^e	-0.1	4.6 ^e	3.7 ^h	3.8 ^f	1.7	-1.3	-2.1	4.7 ^f	3.7	5.3	0.3

Tableau 5. Productivité du travail, du capital et de l'ensemble des facteurs

Taux de croissance annuels moyens

	Secteur des entreprises						Industries manufacturières					
	Travail		Capital		Ensemble des facteurs		Travail		Capital		Ensemble des facteurs	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
États-Unis	2.0	0.3	0.4	-1.2	1.5	-0.1	4.1	1.8	2.4	-2.2	3.7	0.8
Japon	..	..	..	..	..	..	11.8 ^a	6.7	0.5 ^a	0.4	7.53	3.7
Allemagne	4.6	3.2 ^h	-1.1	-1.0 ^h	2.6	1.5 ^h	6.2	4.1	-1.2	-0.7	4.2	2.6
France	..	..	2.2 ⁱ	-0.9 ⁱ	..	..	8.3	4.2	2.6	-2.3	6.2	2.2
Royaume-Uni	2.0 ^c	4.0	-1.6	0.5	1.3 ^c	2.2	-0.5 ^b	3.1	4.8 ^b	-2.6	3.46	1.6
Italie	..	..	..	..	..	..	5.7 ^d	4.4	-2.4 ^d	0.7	2.9 ^d	3.2
Canada	2.56	2.9	1.2 ^c	-1.4	1.7 ^b	-0.3	4.7 ^c	0.7	1.6 ^c	-3.8	3.8 ^c	-0.6
Belgique	4.7 ^d	4.2	0.0 ^d	-0.5	2.4 ^d	2.1	11.1 ^d	6.0	4.8 ^d	1.1	10.9 ^d	4.6
Finlande	4.2	2.6	-0.5 ^d	-2.0 ⁱ	2.2 ^d	0.9 ⁱ	..	..	5.0 ^s	0.4	..	..
Norvège	..	..	..	..	..	..	5.5 ^e	2.6	0.2 ^e	-4.0	4.5 ^e	0.6
Suède	3.5 ^f	1.9	-0.7 ^f	-1.6 ^h	2.4 ^f	1.0 ^h	6.7	2.5	0.1 ^f	-3.2	5.3 ^f	0.9

a/ 1965-72. b/ 1966-72. c/ 1961-72. d/ 1970-72. e/ 1962-72. f/ 1963-72. g/ 1971-72. h/ 1972-80. i/ 1967-72. j/ 1972-79.

Notes : I = 1960 (ou première année disponible) -1972.

II = 1972-1981 ou dernière année disponible pour le secteur des entreprises ; 1972-1982 pour les industries manufacturières.

Source : Comptes Nationaux des pays de l'OCDE et fichiers stock de capital.

productivité du travail, du capital et de la productivité totale des facteurs. La productivité du travail et celle du capital peuvent évoluer dans le même sens ou dans le sens opposé selon que l'utilisation de la capacité ou les effets de substitution prédominent. La mesure de la productivité du travail est probablement moins sujette à caution que celle de la productivité du capital, bien que le nombre d'employés ne puisse être ajusté en proportion des heures travaillées (sauf dans le secteur des industries manufacturières où les données disponibles permettent ce type d'ajustement). Les différences sont moins accusées sur longue période, d'un pays à l'autre et d'un secteur à l'autre. On constate des taux de croissance relativement élevés sur les deux périodes dans tous les pays (sauf au Royaume-Uni, où l'on note une régression marginale sur la première période). Le secteur des industries manufacturières accuse une croissance marquée. Toutefois, après 1972, on enregistre un net ralentissement dans la plupart des pays, plus marqué dans le secteur des industries manufacturières que dans l'ensemble des entreprises. En revanche, les taux et les niveaux restent plus élevés dans les industries manufacturières.

Ces tendances semblent s'appliquer à tous les pays. Bien qu'il y ait des différences très marquées entre l'Amérique du Nord et l'Europe, en particulier en ce qui concerne la création d'emplois, l'évolution de la productivité du travail est comparable. Toutefois, la baisse de la productivité du travail en Europe s'est produite à partir de taux de croissance bien plus élevés et, de ce fait, les taux sont restés positifs et importants, alors qu'aux États-Unis la croissance de la productivité du travail sur la deuxième période se chiffre en valeurs tout juste positives pour l'ensemble du secteur des entreprises. Dans le secteur des industries manufacturières ce sont aussi les États-Unis et le Canada qui enregistrent les taux de croissance les plus bas pour les deux périodes considérées.

La croissance de la productivité du travail pendant les années 60 semble être étroitement liée à l'augmentation constante des coûts réels de main-d'œuvre salariaux et non salariaux. La situation d'offre restreinte sur le marché du travail donnait constamment lieu à des effets de substitution. On peut valablement attribuer la cause de la diminution des profits pendant cette période à une augmentation des coûts relatifs de la main-d'œuvre, alors que les possibilités de substitution n'étaient pas suffisamment importantes pour la compenser pleinement. Cependant, on ne constate pas d'accélération marquée de la productivité du travail au cours des années 60 ; tout au plus peut-on constater une tendance au ralentissement concurremment avec celui de la productivité du capital. Par la suite, vers la fin des années 60 et au début des années 70, la courbe de croissance de la productivité du travail s'est clairement inversée dans le sens négatif, et ce dans tous les pays. Aux États-Unis, on peut faire remonter ce déclin à la fin des années 60 –c'est-à-dire, en gros, au même moment que la détérioration de la part des profits – dans les autres pays, ce phénomène a coïncidé avec le premier choc pétrolier.

Des chiffres représentant l'utilisation de la capacité depuis les années 50 ne sont disponibles que pour les États-Unis, où, en fait, le taux d'utilisation était plus élevé en 1960 qu'en 1950, atteignant en 1966 son maximum, juste avant que ne s'amorce la baisse des profits. C'est en 1968 que le chômage connaît son point record. Le déclin de la croissance de la productivité du travail qui s'ensuivit dans de nombreux pays fut influencé par la baisse des taux d'utilisation des capacités.

c) Productivité globale

En Amérique du Nord, les effets combinés d'un taux de croissance peu élevé de la productivité du travail et de la baisse de la productivité du capital ont engendré une faible croissance négative de la productivité globale après 1973, du moins au niveau du secteur des entreprises. Au Canada, on constate aussi une légère baisse de la productivité globale pour les industries manufacturières. En Europe, la situation est totalement différente. Bien que l'on enregistre un recul des taux de productivité globale pour la deuxième période, dans l'ensemble elle est restée relativement stable, avec l'exception du Royaume-Uni où l'on constate une progression du taux de croissance après 1973 du fait de l'exploitation du gisement de pétrole de la Mer du Nord.

Comme la période 1972- 1982 marque en gros une évolution d'un ((sommet) conjoncturel à un creux conjoncturel, on a recalculé les chiffres des tableaux 4 et 5 pour les périodes 1960- 1975 et 1975- 1982 (mettant en parallèle les périodes qui marquent approximativement les points les plus bas des courbes). Les chiffres qui en résultent ne sont pas sensiblement différents, à quelques nuances près⁴.

D. Pressions sur les entreprises et méthode alternative de mesure de la rentabilité

i) Paiements d'intérêts nets et bénéfiques après impôts

a) Paiements d'intérêts nets

Les chiffres cités ci-dessus donnent probablement les meilleures indications disponibles sur l'évolution des profits et des taux de rendement. Ils reposent sur des définitions claires et cohérentes des deux variables et fournissent une mesure raisonnablement exacte du rendement moyen de l'activité de production. On peut toutefois opposer que ces définitions sont de médiocres indicateurs en ce sens qu'elles ne tiennent pas compte de certaines influences affectant de manière fondamentale les entreprises. En particulier, par suite de la nette augmentation des paiements d'intérêts nominaux et des possibilités limitées de modifications de la structure de financement de l'entreprise, on peut soutenir que les années 70 ont représenté une période plus rigoureuse pour les sociétés que ne le reflètent les

Tableau 6. **Excédents bruts et nets d'exploitation avant et après paiements des intérêts nets**

Taux de croissance annuels moyens sur la période 1970-1982, prix courants

	Excédent brut d'exploitation	Excédent net ^a d'exploitation	Paiement des intérêts nets	Excédent brut d'exploitation après déduction du paiement des intérêts nets	Excédent net d'exploitation après déduction du paiement des intérêts nets
États-Unis	10.9	9.8	14.6	10.2	7.8
Japon	8.5	7.6	12.5	7.1	4.1
Allemagne	6.9	5.8	11.7	6.0	3.9
France	11.5	8.4	16.7	9.9	-0.2
Italie	18.1	14.5	25.9	14.1	^b
Autriche	11.1	10.7	19.6	9.2	7.6
Finlande	14.1	15.0	21.4	11.8	9.3
Suisse	11.9	9.7	14.8	10.8	1.3

a) L'excédent net d'exploitation correspond à l'excédent brut d'exploitation moins les amortissements aux prix courants.

b) Le taux de croissance ne peut pas être calculé parce que le chiffre final est négatif.

Source : Comptes Nationaux des pays de l'OCDE et calculs du Secrétariat.

chiffres de bénéfices bruts figurant dans les comptes nationaux. C'est pourquoi l'on a cherché à faire apparaître les tendances relatives aux excédents d'exploitation ajustés pour tenir compte des paiements d'intérêts nets. Les chiffres figurant au tableau 6 montrent bien, dans tous les cas, que le poids des intérêts nets qui pèse de plus en plus lourd sur les entreprises fait reculer de façon notable les taux de croissance des excédents d'exploitation nets et bruts ajustés. Ces chiffres ne sont disponibles que pour l'ensemble du secteur des sociétés et quasi-sociétés non financières et non pour les trois secteurs envisagés plus haut, de sorte que seules des comparaisons globales peuvent être faites. On ne dispose pas de chiffres comparables pour les parts de bénéfices et les taux de rendement de l'ensemble du secteur non financier. De plus, il ne s'agit que d'un ajustement partiel, qui ne prend pas en compte l'amélioration du bilan que les entreprises réalisent du fait de la dévaluation de leur dette ; on devrait donc plutôt le considérer comme un indicateur de la pression exercée sur la marge brute d'auto-financement plutôt que sur la rentabilité globale. On trouvera ci-après, dans la section relative à la rentabilité des fonds propres, une analyse plus approfondie mais limitée à un petit nombre de pays.

b) Bénéfices après impôts

Les bénéfices après impôts sont décisifs pour les entreprises, mais il est malaisé d'obtenir des données à leur sujet. Les difficultés rencontrées pour prendre

en compte la structure fiscale dans toute sa complexité, le décalage des paiements d'impôts et des ajustements fiscaux, ainsi que les aménagements de grande envergure de réglementation fiscale qui peuvent affecter le capital et les revenus du capital font qu'il est très difficile de rapprocher le montant des impôts payés sur une année des revenus de la même année, et encore moins des revenus issus d'un investissement particulier.

L'impôt sur les sociétés, en pourcentage des recettes fiscales, baisse de manière régulière dans la plupart des pays depuis 1955. C'est également la tendance pour les impôts directs calculés en pourcentage de l'excédent brut et de l'excédent net d'exploitation pour le secteur des sociétés non financières, bien qu'ici les exceptions soient plus frappantes. Cependant, pour la majorité des pays, la charge fiscale des sociétés semble effectivement avoir baissé depuis 1955. Les données brutes semblent faire apparaître une légère tendance à une évolution des paiements d'impôts en sens contraire de celle de la conjoncture, en dépit du fait que les prélèvements fiscaux suivent l'évolution des produits imposables. Le système d'imposition a probablement atténué le fléchissement des profits et des taux de rendement *avant impôts* dont il a été question ci-dessus. Les dégrèvements fiscaux semble être intervenus à la suite de la prise de conscience de l'érosion des profits. Cependant, on ne voit pas nettement si la poursuite de la baisse des profits et des taux de rendement est intervenue indépendamment des allègements fiscaux car il est possible que ceux-ci aient favorisé l'adoption de projets moins efficaces économiquement et/ou une modification de la répartition des profits en faveur de la main-d'œuvre. En tout état de cause, la tendance à la baisse des bénéfices avant impôts a été infléchie et, dans certains cas, peut-être inversée. Les taux d'intérêt nominaux élevés de ces dernières années sont, dans presque tous les cas, déductibles des impôts pour les entreprises faisant apparaître des bénéfices imposables. Les calculs effectués sur l'excédent brut et l'excédent net d'exploitation ajustés à la fois en fonction du paiement des intérêts nets et des paiements d'impôts indiquent que les taux de croissance se sont modifiés pour les valeurs brutes mais restent positifs en termes nominaux. Les chiffres relatifs à l'excédent net d'exploitation après déductions sont moins homogènes, avec une baisse pour le Japon et des résultats négatifs en valeur absolue pour trois pays au cours de la dernière ou des dernières années analysées. Si l'on considère la régularité selon laquelle interviennent les paiements de dividendes, cela semble indiquer que certaines entreprises n'ont pas constitué de provisions pour amortissements suffisantes, peut-être en raison de l'utilisation de la comptabilité aux coûts d'acquisition, ce qui les amène à surestimer leur excédent d'exploitation net et leur a fait distribuer des capitaux propres. En outre, la comptabilité aux coûts d'acquisition intègre les plus-values nominales sur les stocks dans les bénéfices bruts, ce qui peut aussi avoir gonflé artificiellement le solde que les entreprises considéraient comme pouvant être distribué. Elles peuvent aussi avoir considéré comme passagères les baisses constatées au niveau des bénéfices. Le tableau 7 indique l'incidence du

Tableau 7. Impôts directs et paiement des intérêts nets en pourcentage de l'excédent brut et de l'excédent net d'exploitation dans le secteur des sociétés et quasi-sociétés non financières

		1970-75	1976-81	1982	1983
États-Unis	Imp. directs/EEB	19.7	17.8	9.5	11.1
	Imp. directs/EEN	33.3	29.8	18.4	19.9
	Tax + int./EEB	33.8	32.9	30.6	28.8
	Tax + int./EEN	57.2	56.8	59.1	51.8
Japon	Imp. directs/EEB	15.7	17.3	18.8	17.2
	Imp. directs/EEN	25.6	27.7	31.0	30.2
	Tax + int./EEB	46.1	50.7	51.4	51.0
	Tax + int./EEN	75.5	81.4	84.8	86.9
Allemagne ^a	Imp. directs/EEB	7.4	7.9	5.7	..
	Imp. directs/EEN	17.5	18.7	13.0	..
	Tax + int./EEB	39.3	39.2	42.4	..
	Tax + int./EEN	92.6	92.7	96.6	..
France	Imp. directs/EEB	12.9	14.2	13.8	12.6
	Imp. directs/EEN	22.1	30.1	34.9	30.6
	Tax + int./EEB	34.8	38.5	44.6	43.7
	Tax + int./EEN	60.0	82.0	113.1	106.5
Italie	Imp. directs/EEB	11.2	14.8	17.7	..
	Imp. directs/EEN	25.9	35.3	41.8	..
	Tax + int./EEB	44.7	59.6	66.5	..
	Tax + int./EEN	103.2	142.8	156.5	..
Australie	Imp. directs/EEB	21.5	19.8	17.8	13.2
	Imp. directs/EEN	30.1	26.5	24.8	17.5
	Tax + int./EEB	42.4	47.7	58.7	49.7
	Tax + int./EEN	59.2	63.9	82.1	65.7
Finlande	Imp. directs/EEB	9.1	9.2	9.2	8.7
	Imp. directs/EEN	19.0	23.0	20.5	17.3
	Tax + int./EEB	30.6	40.0	40.2	35.8
	Tax + int./EEN	63.7	100.0	89.8	71.3
Suède	Imp. directs/EEB	8.3	9.0	8.3	9.6
	Imp. directs/EEN	16.8	27.4	19.8	19.3
	Tax + int./EEB	34.4	48.6	44.0	39.2
	Tax + int./EEN	69.3	148.1	104.9	79.3

^{a/} Par suite de différences de définitions de comptabilité nationale, il a été impossible d'obtenir pour l'Allemagne des chiffres qui correspondent à ceux des autres pays. Le Secrétariat a estimé l'excédent brut d'exploitation correspondant à l'impôt direct effectivement perçu. Le niveau de ces estimations n'est qu'indicatif, mais l'évolution devrait être correcte.

Note : Tax + int. = impôts directs + paiement d'intérêts nets.

EEN = excédent d'exploitation net.

EEB = excédent d'exploitation brut.

Les moyennes pour 1970-75 et 1976-81 ont été obtenues en divisant la somme des numérateurs par la somme des dénominateurs.

Source : Comptes Nationaux des pays de l'OCDE.

paiement des impôts directs seuls, ainsi que du paiement des impôts directs et des intérêts cumulés, sur l'excédent d'exploitation brut et net. Ces données correspondent aux conventions des comptabilités nationales selon lesquelles les amortissements sont déduits aux coûts de remplacement. Ce tableau ne prend en compte que les impôts directs, les autres catégories d'impôts susceptibles d'être payés par les sociétés ne pouvant être isolées dans les données des comptabilités nationales.

La différence entre les taux de rendement aux coûts courants et aux coûts d'acquisition est illustrée par les données publiées par la Banque d'Angleterre (voir le tableau 8). On a adjoint à ce tableau des données relatives aux taux d'inflation. On peut constater qu'avant l'accélération rapide de l'inflation dans les années 70, le taux de rendement aux coûts d'acquisition tendait à être environ 1.5 fois égal au taux de rendement aux coûts courants. A la fin des années 70, le taux d'acquisition était quatre ou cinq fois supérieur. Le taux d'acquisition est généralement supérieur pour deux raisons. En premier lieu, les profits évalués aux coûts d'acquisition incluent des plus-values *nominales* tandis que les profits aux coûts courants les

Tableau 8. **Taux de rendement du capital aux coûts courants et aux coûts d'acquisition ; sociétés industrielles et commerciales du Royaume-Uni^a**

	Pourcentage		
	coûts courants	coûts d'acquisition	Inflation ^b
1965	11.2	15.8	4.7
1966	9.9	14.2	3.6
1967	10.0	13.6	2.6
1968	10.1	14.8	4.7
1969	9.9	14.9	5.4
1970	8.6	14.4	6.4
1971	8.9	15.2	9.4
1972	9.3	16.8	6.8
1973	9.1	19.7	9.2
1974	6.0	20.0	16.0
1975	5.2	18.4	24.2
1976	5.5	20.4	16.5
1977	6.9	21.1	15.8
1978	7.2	21.1	8.3
1979	5.2	20.4	13.3
1980	3.6	15.6	18.0
1981	2.7	13.2	11.9

a) A l'exclusion de l'activité pétrolière de la mer du Nord.

b) Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente de l'indice des prix à la consommation.

Source : Bulletin *trimestriel* de la Banque d'Angleterre, juin 1982, p. 243.

excluent. En second lieu, la valeur du stock de capital qui apparaît au dénominateur du rapport est artificiellement sous-estimée parce qu'elle inclut des biens d'équipement estimés à des prix pratiqués plusieurs années auparavant.

Des changements dans la composition des profits entre excédent d'exploitation et plus-values nominales peuvent rendre l'interprétation des chiffres aux coûts d'acquisition tellement difficile qu'ils perdent pratiquement toute signification. Cependant, étant donné que les impôts sont habituellement calculés sur la base des bénéfices aux coûts d'acquisition, les plus-values nominales sont en fait taxées bien qu'elles ne constituent pas un revenu. Ce type d'imposition représente, en règle générale, un impôt sur le capital plutôt que sur le revenu. Ainsi, l'équilibre entre impôts sur le revenu et impôts sur le capital tend également à se modifier, chaque fois que l'on enregistre des variations notables du taux d'inflation. On a adopté différentes mesures ponctuelles pour réduire la charge fiscale moyenne pesant sur les entreprises, mais il n'est pas sûr que le taux effectif en résultant soit proportionné à la part des bénéfices qui représente réellement un excédent d'exploitation.

ii) Taux de rendement des fonds propres

Bien que les chiffres ci-dessus donnent quelques indications sur la façon dont les intérêts et les impôts affectent les entreprises, un état complet des revenus de l'entreprise doit prendre en compte les revenus nets de la propriété résultant d'actifs financiers ou immobiliers ainsi que les plus-values réelles nettes sur les actifs de toutes sortes. Le revenu net de la propriété est la différence entre les recettes et les paiements d'intérêts et de loyers, à laquelle s'ajoutent les dividendes éventuellement perçus. Le taux de rendement des fonds propres peut ainsi se définir comme le revenu total d'une entreprise divisé par la valeur nette de l'entreprise, le revenu total englobant toutes les formes de revenus, qu'ils résultent de la possession d'actifs ou de l'utilisation des actifs pour la production. Le revenu total, tel qu'il est défini ici, ne peut pas être déduit des comptes nationaux parce que ceux-ci sont essentiellement fondés sur les transactions réelles ou imputées et n'englobent pas les plus-values réelles.

Il existe deux types de plus-values réelles. Les plus-values ou moins-values réelles sur les créances ou les engagements dépendent du taux général d'inflation, alors que les gains ou pertes sur les autres catégories d'actifs dépendent de changements dans les prix relatifs et sont donc irréguliers et imprévisibles par comparaison aux moins-values réelles sur les avoirs financiers. Les plus-values ou moins-values réelles sur un bien particulier peuvent varier d'une période à l'autre, alors que les pertes encourues par des détenteurs d'avoirs financiers ne sont pratiquement jamais susceptibles d'être compensées ultérieurement. Ce sont ces caractéristiques qui font que l'on peut ou non considérer les unes et les autres comme ressources courantes.

La distinction dans les comptes nationaux entre les actifs de roulement et les actifs immobilisés n'est pas très précise et dépend essentiellement de la fréquence et de la prévisibilité des transactions en cause. On peut soutenir que les gains ou pertes réels sur les biens corporels au cours d'une période comptable quelconque devraient être traités comme ressources en capital plutôt que comme ressources courantes. Les agents économiques sont en droit de les considérer comme des gains imprévisibles et temporaires qui peuvent se transformer en pertes ou finir par s'annuler. En revanche, les pertes réelles sur les avoirs financiers interviennent avec une régularité prévisible. Bien que leur importance puisse varier d'une période à l'autre, il en est de même pour les autres ressources courantes telles que les salaires ou les profits. Pour ces raisons, dans cette étude, seules les plus- ou moins-values réelles sur les avoirs ou les engagements financiers sont considérées comme des revenus de l'entreprise. C'est aussi pour une raison pratique que l'on exclut les gains réels sur les actifs non financiers du revenu des entreprises. Car leur estimation suppose de disposer de données détaillées sur les prix et les bilans, alors que les gains ou pertes réels sur les avoirs ou engagements financiers peuvent être estimés de manière satisfaisante en appliquant un indice unique et couramment accepté.

En tout état de cause, il est essentiel d'inclure dans le revenu les gains ou les pertes sur les avoirs ou engagements financiers car ils ont une incidence directe sur les comptes du revenu national au niveau du compte qui enregistre les paiements d'intérêts. Dans la mesure où les paiements d'intérêts nominaux incluent une compensation à l'égard des créanciers pour les éventuelles moins-values réelles sur les actifs, il est normal d'inclure les pertes réelles dans le revenu.

Le revenu total des entreprises tel qu'il est défini ici se compose de l'excédent d'exploitation, plus les revenus nets de la propriété, et les plus-values réelles nettes sur les avoirs et engagements financiers. Le tableau 9 fait apparaître l'importance relative de ces trois composantes du revenu des entreprises. Il est difficile d'obtenir les données indispensables pour des comparaisons et les estimations de plus-values doivent être considérées comme très hypothétiques. Les estimations de plus-values réelles sont tirées du rapport conjoint OCDE-CEE de Hibbert (1983) et sont calculées sur la base de l'indice des prix à la consommation.

Comme les entreprises non financières sont normalement des débiteurs nets, leur revenu, après paiement des intérêts, est généralement inférieur à leur bénéfice d'exploitation. La dépendance des entreprises envers des capitaux extérieurs varie mais, dans l'ensemble, le revenu dont bénéficient les actionnaires (même avant impôts) doit être notablement plus faible que les bénéfices d'exploitation initiaux. Dans l'ensemble des cinq pays considérés, les paiements nets sur les revenus de la propriété (essentiellement les paiements d'intérêts nets) ont représenté une charge importante par rapport aux bénéfices d'exploitation, bien qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis ils ne soient peut-être pas aussi importants qu'en France, en Allemagne et au Japon. Cependant, dans l'ensemble de ces cinq pays, les plus-values réelles

Tableau 9. Répartition du revenu total des entreprises

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
États-Unis										
Excédent net d'exploitation	96	102	101	88	80	97	97	94	92	82
Revenus nets de la propriété	-12	-12	-11	-7	-8	-15	-8	-9	-10	-8
Plus-values réelles nettes sur titre	16	10	10	19	27	18	11	15	19	27
Revenu total des entreprises	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Japon										
Excédent net d'exploitation	127	144	115	89	74	120	150	109	129	100
Revenus nets de la propriété	-36	-55	-38	-37	-43	-73	-86	-57	-52	-43
Plus-values réelles nettes sur titre	9	11	23	58	69	53	36	48	23	43
Revenu total des entreprises	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Allemagne										
Excédent net d'exploitation	111	112	108	110	112	119	114	116	119	116
Revenus nets de la propriété	-16	-18	-18	-21	-24	-27	-22	-23	-22	-21
Plus-values réelles nettes sur titre	5	6	1	0	1	1	3	8	7	3
Revenu total des entreprises	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
France										
Excédent net d'exploitation	..	101	111	103	87	100	96	84	80	76
Revenus nets de la propriété	..	-24	-27	-27	-31	-37	-36	-25	-20	-17
Plus-values réelles nettes sur titre		23	16	24	44	37	40	41	40	41
Revenu total des entreprises		100	100	100	100	100	100	100	100	100
Royaume-Uni										
Excédent net d'exploitation	85	81	95	86	59	51	88	79	90	..
Revenus nets de la propriété	-13	-14	-16	-14	-23	-29	-38	-19	-15	..
Plus-values réelles nettes sur titre	28	33	20	29	64	78	49	40	26	..
Revenu total des entreprises	100	100	100	100	100	100	100	100	100	..

sur l'endettement net des entreprises ont eu tendance à compenser en partie ou même en totalité les paiements de revenus nets sur la propriété.

Au cours des poussées inflationnistes qui ont suivi le premier et le deuxième choc pétrolier, les taux d'intérêt réels ex post ont baissé. En conséquence, dans quatre des cinq pays considérés, les plus-values réelles sur l'endettement net ont égalé, voire largement dépassé, les paiements sur les revenus de la propriété en 1974-1975 et, dans une moindre mesure, également en 1979, sauf en Allemagne. Dans ces pays, le revenu dont ont bénéficié les actionnaires a été en fait égal, ou supérieur, aux profits générés par la production au cours de ces périodes.

On a comparé au tableau 10 la rentabilité des fonds propres et la rentabilité de la production pour ces cinq mêmes pays. On calcule le taux de rendement des fonds propres en divisant le revenutotal des entreprises, tel qu'il est défini ci-dessus, par la valeur réelle nette des entreprises. On constate qu'au Japon et en France la rentabilité des fonds propres a été inférieure à la rentabilité de la production, au

Tableau 10. **Rentabilité des fonds propres et rentabilité du capital : secteur des sociétés non financières**
Pourcentages

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
États-Unis										
Rentabilité des fonds propres	12.1	12.3	13.7	16.0	13.8	11.5	12.5	13.9	14.3	14.7
Rentabilité du capital ^a	15.2	15.4	16.1	15.8	12.8	13.1	14.2	14.9	14.6	13.3
Japon										
Rentabilité des fonds propres	14.5	9.9	11.1	12.4	12.1	7.5	6.6	9.2	8.5	9.8
Rentabilité du capital	32.0	24.8	22.7	19.6	15.2	13.5	14.5	14.4	15.8	14.7
Allemagne										
Rentabilité des fonds propres	22.0	20.6	21.2	20.7	18.9	17.0	19.0	18.3	18.0	18.1
Rentabilité du capital ^a	22.0	20.4	19.9	19.4	17.7	16.5	18.2	18.4	18.9	19.2
France										
Rentabilité des fonds propres		7.3	7.2	7.6	8.0	5.5	4.9	6.7	7.1	7.4
Rentabilité du capital		14.6	14.7	14.2	12.2	9.4	7.9	9.2	9.3	9.6
Royaume-Uni										
Rentabilité des fonds propres	7.8	8.2	7.3	7.9	7.5	6.5	4.7	7.7	7.2	.
Rentabilité du capital ^b	7.8	7.8	8.0	7.8	4.9	3.6	4.3	6.6	6.9	.

^a Le taux de rendement net pour l'industrie, les transports et le commerce est utilisé comme approximation du secteur des sociétés non financières.

^b La couverture des données n'est pas tout à fait la même que dans le tableau 9.
Source : Hibbert (1983) et Comptes Nationaux de l'OCDE.

moins au cours des années 70, alors qu'en Allemagne et aux États-Unis, les deux taux tendaient à être similaires.

On observe, dans certains cas, des divergences entre les deux taux de rendement. Par exemple, la forte baisse de la rentabilité de la production au Royaume-Uni entre 1974 et 1975 ne s'est pas accompagnée d'une baisse comparable de la rentabilité des fonds propres. L'explication de cette évolution est qu'en 1975, l'augmentation des plus-values réelles sur titres au Royaume-Uni a effectivement dépassé le niveau des bénéfices d'exploitation. Un autre exemple est fourni par la France, qui a connu une baisse notable de la rentabilité de sa production entre 1973 et 1979, sans baisse correspondante du taux de rendement des fonds propres, pour des raisons identiques.

En général, la relation entre la rentabilité de la production et la rentabilité des fonds propres dépend de l'importance du ratio d'endettement et des taux d'intérêts réels *ex post*. Il semble que les entreprises aient été nombreuses à accroître leur taux d'endettement dans les années 70 pour garantir le taux de rendement des actionnaires de la baisse de productivité du capital. Elles étaient encouragées dans cette voie par le fait que les paiements d'intérêts étaient déductibles des charges fiscales, ce qui entraîna à la fin des années 70 le même effet de levier que celui qui s'était manifesté dans les années d'après-guerre. En l'occurrence, la vulnérabilité des structures financières des entreprises à des taux d'intérêts réels élevés se traduit par une hausse du taux de faillites et par une détérioration du degré de solvabilité des entreprises entre 1979 et 1982. Ceci peut expliquer en partie pourquoi la récente amélioration des profits s'est largement reflétée dans la restructuration des bilans des entreprises, particulièrement en Europe, entraînant un ralentissement des investissements corporels.

Les taux d'intérêts réels ont connu une baisse brutale en 1974-1975 dans la plupart des pays, même devenant dans certains pays nettement négatifs. Dans ces conditions, les effets d'une baisse quelconque de la rentabilité de la production par rapport à la rentabilité des fonds propres sont considérablement atténués dans la mesure où les plus-values réelles sur titres augmentent relativement aux paiements d'intérêts. Inversement, quand les taux d'intérêts réels augmentent, toute baisse de la rentabilité de la production est amplifiée à mesure que les taux d'intérêts s'élèvent par rapport aux plus-values sur titres, diminuant ainsi davantage la rentabilité des fonds propres que celle de la production (tout en réduisant également la marge brute d'auto-financement).

iii) Rentabilité globale et inflation

Il semble résulter de l'analyse ci-dessus que la rentabilité globale a connu une contraction plus marquée que la rentabilité de la production à la fin des années 70 et depuis le début des années 80 quand les taux d'intérêts se sont élevés. (Si les anticipations inflationnistes sont supérieures aux taux courants d'inflation, les taux

d'intérêt réels peuvent être, dans une certaine mesure, plus faibles *ex ante* que ceux qui sont calculés *ex post*, mais cela ne remet pas en cause l'argumentation d'ensemble.)

Dans le même temps, le fait que l'on continue de recourir à la comptabilité aux coûts d'acquisition pour des raisons fiscales, combiné avec l'augmentation de l'inflation au cours des années 70, a entraîné un resserrement de la marge brute d'autofinancement, ce qui a conduit à une contraction des rendements après impôts et à une réduction de la participation des bénéficiaires au financement des entreprises. Vers la fin de la décennie, la structure du capital des sociétés a eu tendance à refléter l'importance croissante du financement externe par rapport au financement interne (malgré un pourcentage inférieur de distribution des dividendes par rapport au bénéfice *net*)⁵, ainsi qu'une proportion croissante de l'endettement à court terme liée à des taux d'intérêt nominaux élevés, les émissions d'actions restant stagnantes.

On suppose habituellement que l'équilibre entre fonds propres, emprunts et revenus non distribués est ajusté par l'entreprise de manière à minimiser son coût total de financement dans un régime fiscal donné et dans les limites qu'imposent les risques liés à une dépendance excessive envers des capitaux extérieurs et l'évaluation boursière du capital social. Autrement dit, on peut s'attendre que le marché réagisse à un taux d'endettement plus élevé mais moins que ne le prévoit le principe Modigliani-Miller⁶ (selon lequel la valeur des actions baisse lorsque les emprunts augmentent, de manière à maintenir constant le coût financier total).

L'interaction entre inflation et régime fiscal aura probablement pour effet de faire varier la combinaison des sources de financement la mieux adaptée à l'entreprise, étant donné qu'elle aura des effets marginaux différents sur les dividendes, les bénéfices non distribués et les paiements d'intérêts. Cependant, la capacité des entreprises à faire varier la composition de leur financement a été réduite au cours des années 70, non seulement par la tendance à la baisse des revenus non distribués, mais également à cause de l'effet dépressif de la baisse des valeurs boursières. Cela a rendu difficile le lancement de nouvelles émissions, difficulté elle-même liée à l'inflation, bien qu'il ne faille pas exclure l'idée que le fléchissement des valeurs boursières reflétait également des facteurs réels. La thèse selon laquelle l'inflation et régime fiscal combinent leurs effets pour faire baisser les valeurs boursières est défendue de manière convaincante par Feldstein (1980)⁷. Le résultat de ce mouvement en tenaille sur le financement a été une très grande dépendance envers les emprunts extérieurs, qui bénéficient des exemptions fiscales sur les paiements d'intérêts nominaux. Cependant, le niveau d'inflation a également rendu les emprunts à long terme plus risqués, ce qui a conduit à recourir davantage aux emprunts à court terme.

En même temps qu'ils ont modifié le coût et la composition du financement, les effets analysés ci-dessus ont eu une incidence sur l'incitation à investir et ont raccourci les périodes de remboursement, ce qui a, à son tour, influencé les

structures d'investissements et peut-être également le montant total des investissements. Cependant, lorsque l'on envisage l'évolution d'ensemble des investissements, il semble que la croissance du taux d'investissement se soit ralentie sur cette période, et que la part des investissements non-résidentiels rapportée au PIB soit en légère baisse dans les quatre grands pays européens et au Japon.

La baisse du taux d'inflation survenue par la suite a desserré certaines au moins de ces contraintes, en faisant remonter les évaluations boursières et en permettant aux sociétés de réduire leur dépendance à l'égard des emprunts à court terme par le lancement de nouvelles émissions. Bien que les taux d'intérêt réels soient restés élevés, leur incidence sur les coûts a diminué dans une certaine mesure grâce à la réorientation vers d'autres sources de financement. Cependant, les taux d'intérêts ont continué à jouer un rôle par le biais de leurs effets sur le coût du capital et la rentabilité relative des investissements en actifs corporels et financiers. Ces considérations sont présentées ci-après et illustrées par l'expérience des États-Unis et du Royaume-Uni.

iv) Autre méthode de mesure de la rentabilité

Comme on l'a signalé plus haut, il est difficile de dégager le concept de profit convenant le mieux à l'activité économique et à l'investissement. En théorie, ce qui importe en matière d'investissement est la relation entre la rentabilité marginale attendue de la production et le coût du capital. Le coût du capital, y compris le coût du capital financier quelle qu'en soit la source, les provisions pour impôts et la valeur actuelle des provisions pour dépréciation est extrêmement difficile à mesurer. Les taux d'intérêts réels fournissent certaines indications grossières et servent souvent d'indicateurs approximatifs du coût du capital. Il résulte à l'évidence du graphique 2 que les taux de profits purs calculés sur cette base dans les années 80 sont beaucoup moins favorables que ceux des années 60 et du début des années 70 où les taux d'intérêt réels *ex post* étaient négatifs.

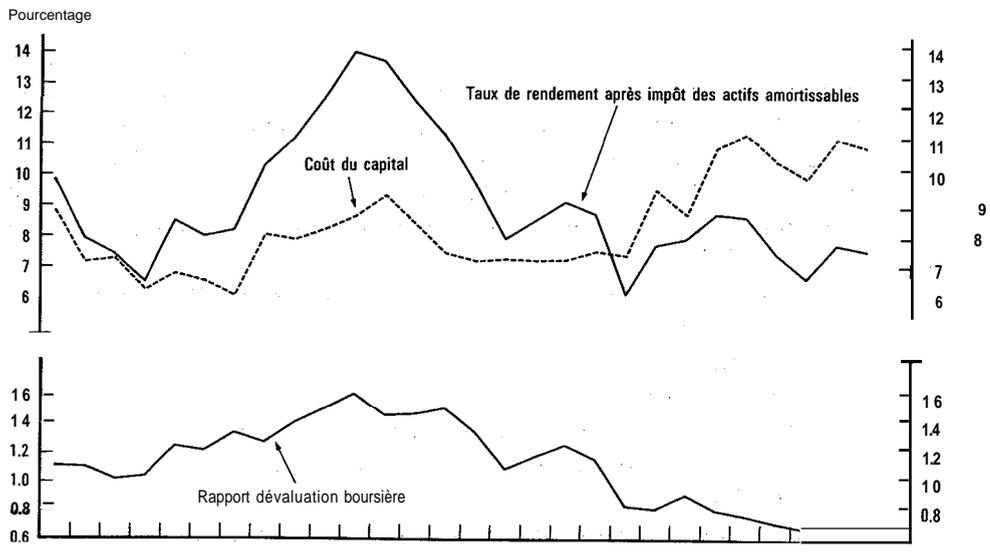
Une approche ayant pour but de définir le concept de profit le plus opérationnel comme déterminant de l'activité économique consiste à partir des évaluations boursières des sociétés puisqu'elles reflètent les anticipations de rentabilité. Elles reflètent, bien entendu, les anticipations de profits de toutes sortes et non simplement des excédents d'exploitation. Néanmoins, si l'on considère explicitement les prix de l'offre et de la demande de capital, l'élément de déséquilibre – c'est-à-dire le « profit pur » dans les résultats économiques attendus d'une société – peut être approximativement évalué.

Comme il a été indiqué précédemment, le coût du capital est constitué par la moyenne pondérée des prêts, du financement sur fonds propres et des revenus non distribués qui, sur des marchés en situation de concurrence imparfaite et du fait des incertitudes et des différences de perception en matière de risque et de coût d'opportunité, ne peut pas être représentée par un taux d'intérêt unique.

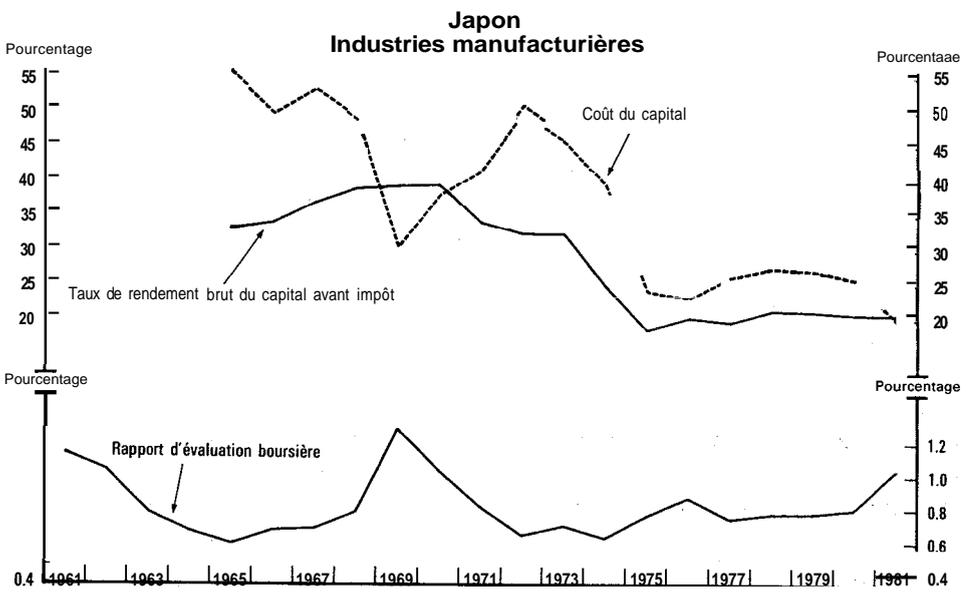
L'autre méthode de calcul pour calculer le coût du capital financier, mise au point au cours de ces dernières années, consiste à partir du taux global auquel le marché escompte le flux des revenus futurs d'une société (F) quand il évalue les titres de celle-ci, les revenus futurs étant constitués des bénéfices après impôts sous forme d'intérêts, de dividendes et de bénéfices réservés. Ainsi, le rapport des revenus futurs (F) à l'évaluation boursière (V) donne une estimation du coût du capital qui tient compte de toutes les sources de financement. Les bénéfices futurs posent des problèmes de mesure qui ont été envisagés plus haut à propos des profits *ex ante* qui entrent dans la formulation des taux de rendement escomptés (revenus futurs par rapport au stock de capital, mesurés au coût de remplacement).

Cependant, la rentabilité attendue est le rapport des bénéfices futurs après impôts (F) au coût de remplacement des actifs engagés (K). Si ce rapport F/K est considéré en relation au coût global du capital dans la méthode de mesure présentée ci-dessus, F/V , le terme ((revenus futurs)) disparaît, ce qui laisse le rapport de l'évaluation boursière courante au stock de capital V/K^B . Par suite, avec cette approche, l'investissement devient une fonction du rapport d'évaluation (connu aussi comme le q de Tobin – voir Tobin, **1969**). Quand ce rapport est supérieur à 1, il est rentable de continuer à investir en biens corporels, et s'il est inférieur à 1, les rendements escomptés sont plus élevés pour des investissements financiers que pour des investissements corporels. Étant donné que l'ajustement se fait lentement, en particulier lorsqu'il s'agit de stocks de capitaux, et que les évaluations peuvent changer rapidement, le q marginal peut s'écarter sensiblement de la valeur moyenne de q . L'observation ne porte que sur la valeur moyenne de q , et les deux valeurs mesurées ne sont égales ou semblables que dans des circonstances contraignantes engendrées par une situation de concurrence pure, des rendements d'échelle constants, etc. [se reporter à Hayashi (**1982**) pour une énumération des conditions entraînant l'égalité de la valeur marginale de q et de la valeur moyenne de q]. Les calculs de Flemming *et al.* (**1976**) pour le Royaume-Uni indiquent que les mouvements du rapport d'évaluation moyen et des investissements sont très comparables.

Cette méthode présente le double avantage de contourner le problème de l'estimation des revenus futurs et de prendre en compte les effets de la fiscalité, du risque et de l'incertitude. L'inflation n'est pas un facteur explicitement pris en compte mais elle a une influence sur la relation dans la mesure où elle est implicite dans l'évaluation boursière. Par exemple, si l'incertitude augmentait, peut-être par suite de taux d'inflation plus élevés et plus variables, une augmentation de rendement serait nécessaire pour couvrir l'accroissement de la prime de risque. Toutes choses égales par ailleurs, l'évaluation boursière baisserait, déprimant ainsi l'investissement. Cette démonstration est intéressante pour décrire ce qui s'est passé au cours des années **70**. Les problèmes que pose l'estimation du stock de capital au coût de remplacement subsistent et il faut réunir une masse énorme de

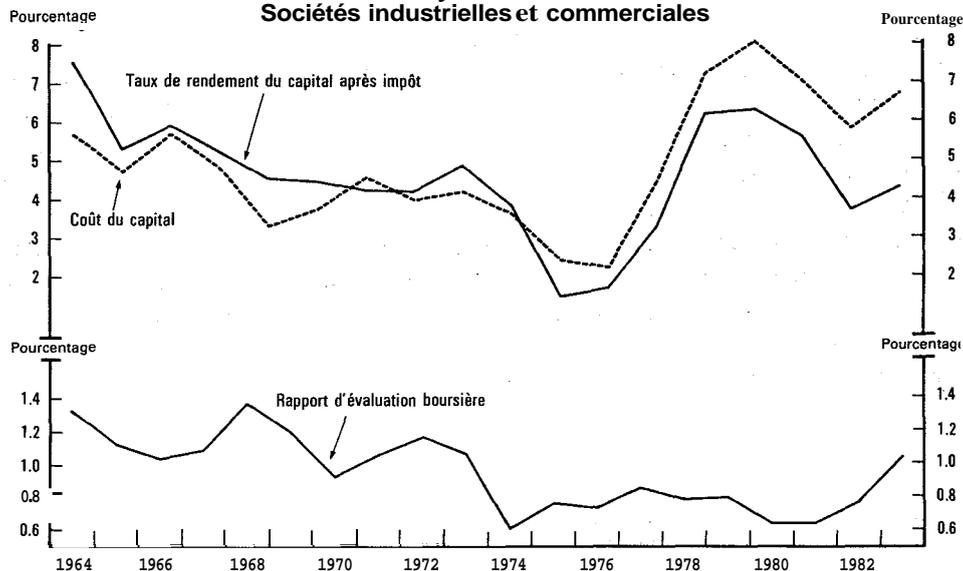


Source : Council of Economic Advisers. et estimations de l'OCDE



Source : Honma, Mayashi *et al.* (1984), et estimations de l'OCDE.

GRAPHIQUE 3 (suite)
PROFITS ET COUT DU CAPITAL
Royaume-Uni
Sociétés industrielles et commerciales



Source : Bank of England et estimations de l'OCDE.

données pour calculer les évaluations boursières. On a tenté de le faire pour quelques pays, comme on le verra sur le graphique 3 qui fournit toutes les données nécessaires pour les deux termes du rapport, le coût du capital et le taux de rendement après impôt (effectif et non escompté) ainsi que le rapport d'évaluation lui-même. On peut voir ainsi que ce rapport est tombé en dessous de 1 au Royaume-Uni en 1974 quand est intervenue une baisse importante de la rentabilité, bien antérieure à la forte augmentation du coût du capital qui a commencé à la fin des années 70. Le rapport d'évaluation est tombé également au-dessous de 1 aux États-Unis en 1974 [voir Brainard et al. (1980)]. Il tombait aussi au Japon, après avoir atteint un maximum en 1969. (Pour le Japon, le taux de rendement est indiqué avant impôt.)

E. La reprise des profits est-elle durable ?

Il n'est pas sûr qu'il y ait eu un renversement des tendances à long terme. A la fin de 1984, les taux de rendement étaient encore bien inférieurs à leurs niveaux du début des années 70 et l'étaient encore bien davantage par rapport à leurs niveaux des années 60, bien que les parts de profits, elles, se rapprochent des niveaux

antérieurs. La reprise des taux de rendement est particulièrement nette aux États-Unis, au Canada, au Japon et en Allemagne. Mais, même dans ces pays, les taux atteints en **1983** sont proches de la tendance ajustée qui, sur la base d'une moyenne mobile sur neuf ans, reste négative. Un renversement de cette tendance semble apparaître au Japon, en Belgique, en Italie et en Suède. En général, les taux de rendement paraissent avoir plus fortement baissé que les parts de profits en période de récession cyclique, comme en **1975** et **1982**, parce que la productivité du capital est plus instable au cours du cycle que la productivité de la main-d'œuvre. En revanche, la reprise des taux de rendement en **1976** et **1983** paraît plus vigoureuse que celle des parts de profits. Il est difficile de prévoir la durée d'une telle reprise étant donné les estimations peu fiables en matière d'utilisation des capacités et du stock de capital effectivement employé. Dans le même temps, les taux d'intérêts réels se maintiennent à des niveaux élevés de sorte que la reprise en termes de taux de profit « pur » reste fragile.

RÉSUMÉ ET CONCLUSION

Entre **1960** et **1982**, on a assisté à une baisse des taux de profits. Dans certains pays, les parts de profits elles-mêmes ont baissé. Au cours des années 70, ces tendances se sont généralisées, s'accompagnant de faibles taux de croissance économique et d'utilisation des capacités de production. Les mesures économiques appliquées conjointement par les pays de l'OCDE après le second choc pétrolier pour combattre l'inflation et les tendances récessionnistes qui sévissaient en **1981** et **1982**, immédiatement après le déclin amorcé en **1979**, ont entraîné une baisse encore plus rapide des profits et des taux de rendement – au point qu'ils atteignaient dans certains pays les niveaux très bas des années consécutives à la seconde guerre mondiale. Depuis cette période, le contexte économique que nous connaissons traverse une phase d'expansion où l'on observe, trente mois après le creux conjoncturel de la fin de l'année **1982**, un net redressement du niveau des profits. Toutefois, contrairement aux périodes de reprise précédentes, les niveaux de performances en matière de profits sont très différents selon les entreprises ou les secteurs, et les primes de risque restent élevées. L'entreprise rencontre encore des difficultés. Il se pourrait que les taux d'escompte élevés des années d'après-guerre et les coûts implicites du capital commencent à baisser, tandis que les anticipations du marché financier s'ajustent à des conditions de croissance modérée, assorties d'un taux d'inflation peu élevé.

Il faut établir une distinction entre les éléments de profits issus de l'équilibre (taux de rendement des facteurs), et ceux provenant d'un état de déséquilibre

(rente). Les économies étant normalement en déséquilibre, la distinction entre profits *ex ante* et *ex post* est importante, et il se dégage une rente substantielle, quoique variable, indépendamment du taux de rendement. Du fait de la nature composite du profit, il est difficile de lui attribuer une signification économique homogène : c'est là une notion qu'il ne faut pas perdre de vue lorsque l'on tente d'interpréter l'évolution du profit.

Certaines incidences de l'inflation et de l'évolution de ses taux viennent affecter l'évaluation nette de l'entreprise par le biais des modifications de taux d'intérêts qu'elle entraîne, de la réévaluation des éléments d'actif et de passif, ainsi que de l'interaction de ces facteurs sur la fiscalité. Ces effets masquent les liens qui existent entre les bénéfices enregistrés dans les comptes des sociétés et le concept économique de bénéfice tel qu'il est reflété au niveau de la Comptabilité Nationale, concept différent de toute façon puisque dans les bénéfices des sociétés sont incorporés les revenus du capital. La relation qui existe entre le rendement des fonds propres et le rendement des actifs corporels peut varier de façon considérable dans le temps. S'il y a une mesure capable de prendre en compte tous ces facteurs ainsi que le taux de rendement des biens corporels, c'est bien le ratio d'évaluation. Il donne la mesure du taux de rendement des actifs reproductibles par rapport au coût du capital utilisé, donnant ainsi l'évaluation boursière de la capacité globale de l'entreprise à engendrer des bénéfices. Toutefois, la notion de profit qui prévaut dans le contexte de la Comptabilité Nationale garde toute son importance car elle donne la mesure du rendement productif de l'entreprise, et elle met en lumière le rôle essentiel que la productivité du capital joue au niveau de la baisse des taux de profit.

Les meilleures informations statistiques disponibles révèlent un redressement significatif des taux de rendement, qu'il s'agisse du rendement des fonds propres ou de celui des stocks de biens corporels. Mais on ne peut encore parler de redressement si l'on prend pour référence les niveaux atteints au début des années 70, et plus particulièrement ceux constatés au milieu des années 60. Par contre, les profits, facteurs importants de la mesure de la marge brute d'autofinancement, ont généralement retrouvé leur niveau d'avant 1972. Les impôts sur les sociétés sont en baisse dans la plupart des pays, tant en proportion de la totalité des prélèvements fiscaux que par rapport aux excédents d'exploitation. Mais il n'est pas évident d'apprécier dans quelle mesure ceci a permis une baisse des taux de rendement escomptés et/ou un transfert au profit de la main-d'œuvre. Dans le même temps, les marchés financiers et par conséquent les ratios d'évaluation boursière ont enregistré un très net redressement dans les principaux pays de l'OCDE, ce qui laisse supposer que, dans l'ensemble, la période de contraction des profits est derrière nous, tout au moins au niveau global.

NOTES

1. Voir Hill, T.P. (1979), chapitres 4 et 5 pour une analyse détaillée de l'excédent d'exploitation tel qu'il est défini dans le Système de comptabilité nationale des Nations Unies. L'excédent d'exploitation est le concept retenu pour exprimer le caractère bénéficiaire de la production. Voir dans Chan-Lee and Sutch comment on le calcule aux plans micro- et macro-économique, annexe I.
2. Dans des secteurs plus vastes, les évolutions sont quelque peu différentes.
3. Voir Feldstein et Summers (1977) ; Nordhaus (1974).
4. Le taux de croissance de la productivité de la main-d'oeuvre dans l'ensemble du secteur des entreprises a été en général supérieur au cours de la période 1975-1982 à celui de la période 1972-1982, comme l'on pouvait s'y attendre mais, en revanche, les taux ont été plus faibles pour les industries manufacturières dans un certain nombre de pays lorsque la période a été réduite. La baisse de la productivité du capital dans l'ensemble du secteur des entreprises a été limitée dans un certain nombre de pays (et elle s'est inversée en Allemagne) si l'on considère la période la plus courte. Dans les industries manufacturières, cet effet a été moins apparent, la France, le Canada, la Norvège et la Suède enregistrant des baisses plus sévères. Les taux de croissance de la productivité totale des facteurs se sont améliorés dans tous les pays pour l'ensemble du secteur des entreprises; cela a été également le cas pour les industries manufacturières bien que le taux des États-Unis et du Canada ne se soient pas modifiés alors que le taux pour la France a baissé légèrement quand le calcul portait sur 1975-1982.
5. Voir Flemming et al. (1976).
6. Voir Modigliani, F. et Miller, M. (1958).
7. Feldstein (1980) montre comment l'interaction entre régime fiscal et anticipations inflationnistes peut réduire les prix d'équilibre des actions, en tenant compte à la fois des institutions et des ménages détenteurs d'actifs financiers et de l'éventail des taux de prélèvement fiscal les affectant. La perspective d'une augmentation continue du taux d'inflation anticipé réduit la demande de titres, étant donné que le rendement net des actions après impôt baisse alors que, en prenant en compte des hypothèses raisonnables pour les variables fiscales et financières, le rendement d'autres investissements ne baisse pas.
8. Rentabilité anticipée : F/K et coût du capital = F/V . Le rapport de la rentabilité anticipée au coût du capital est V/K , autrement dit l'évaluation boursière.

BIBLIOGRAPHIE

- Auerbach, A.J. (1983), ((Taxation, corporate financial policy and the cost of capital», *Journal of Economic Literature*, Vol. XXI, (septembre), pp. 905-940.
- Blades, Derek (1983), «Durée de vie utile des actifs fixes», Document de travail n° 4, Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE, (mars).
- Brainard, W., Shoven, J. et Weiss, L. (1980), «The financial valuation of the return to capital», *Brookings Papers on Economic Activity* n° 2, pp. 453-508.
- Chan-Lee, J.H. et Sutch, H. (1985). ((Profits et taux de rendement dans les pays Membres de l'OCDE», Document de travail n° 20, Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE (mai).
- Feldstein, M. (1980), ((Inflation, tax rates and the stock market», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, n° 3 (juillet), pp. 309-331.
- Feldstein, M. (1983), «Inflation, tax rules and investment: some econometric evidence», *Econometrica*, Vol. 50, n° 4 (juillet), pp. 525-862.
- Feldstein, M. et Summers, L. (1977), «Is the rate of profit falling?», *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp. 211-228.
- Fisher, F.M. et McGowan, J.J. (1983). «On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits», *American Economic Review* (mars), pp. 82-97.
- Fisher, F.M. (1984), «The misuse of accounting rates of return: reply», *American Economic Review* (juin).
- Flemming, J.S., Price, L.D.D., et Byers, S.A. (1976), «The cost of capital, finance and investment», *Bank of England Quarterly Review* (juin), pp. 193-205.
- Hayashi, F. (1982), ((Tobin's marginal q and average q : a neoclassical interpretation», *Econometrica*, Vol. 51, n° 1 (janvier), pp. 213-224.
- Honma, M., Hayashi, F. et al. (1982), ((Business investment and the tax system», *Economic Planning Agency, Economic Studies* n° 41 (mars).
- Hibbert, J.H. (1983), *La mesure des effets de l'inflation sur le revenu, l'épargne et le patrimoine*, OCDE.
- Hill, T.P. (1979), *Bénéfices et taux de rendement*, OCDE.
- Malinvaud, E. (1980), *Profitability and Unemployment*, Cambridge Press, Cambridge.
- Modigliani, F. et Miller, M. (1958), «The cost of capital, corporate finance and the theory of investment», *American Economic Review* (juin), pp. 261-297.
- Nordhaus, W.D. (1974), «The falling share of profits», *Brookings papers on Economic Activity* 1, pp. 169-208.
- Solow, R.M. (1963), *Capital Theory and the Rate of Return*, North Holland Press, Amsterdam.
- Tobin, J. (1969), «A general equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit and Banking* (février).