

3. Le tissu productif français

Hervé Péléraux et Mathieu Plane

Au fil du temps, la structure productive de la France s'est transformée, l'industrie lourde traditionnelle héritée des Trente Glorieuses laissant peu à peu la place aux industries de haute technologie et aux services. Les mutations se sont accélérées avec les deux chocs pétroliers et, après l'épisode des nationalisations de 1981, se sont accompagnées de vagues de privatisations majeures qui ont favorisé l'insertion des grandes entreprises dans le capitalisme mondial. Ces ajustements ont souvent été douloureux avec la disparition de pans entiers de l'industrie, des délocalisations d'établissements et l'amputation de bassins d'emplois. Mais la France a aussi tiré bénéfice du processus de mondialisation en parvenant à s'y insérer à son avantage. L'attractivité de son territoire économique, au centre de l'Europe, repose sur des infrastructures de qualité et un haut niveau de productivité de sa main-d'œuvre, ce qui en fait une destination prisée pour les investisseurs internationaux. Les investissements directs étrangers (IDE) vers l'Hexagone ont atteint un niveau record en 2007, et même si la crise financière a eu pour effet une contraction très forte des flux dans le monde, la France a mieux résisté que la plupart des autres pays en restant une terre d'accueil privilégiée pour les investisseurs.

L'un des ressorts internes de la modernisation de l'appareil productif est l'investissement, qui d'un côté accroît les capacités de production et de l'autre véhicule le progrès technique. L'investissement répond à des déterminants cycliques que sont la demande anticipée et la situation financière et opérationnelle

des entreprises. Il se développe par vagues, tantôt freiné par les ralentissements d'activité, tantôt poussé par les besoins accrus de capacité de production et la profitabilité élevée du capital. Le violent retournement conjoncturel de 2008, initié par le choc pétrolier et amplifié par l'intensification de la crise financière, a laissé les entreprises françaises en situation de surcapacité de production massive. La raréfaction des ressources financières et la chute drastique des commandes ont contraint les entreprises à réduire les investissements, contribuant à creuser une récession dont les stigmates seront longs à s'effacer.

La mutation industrielle du système productif

La crise mondiale qui s'ouvre au moment du premier choc pétrolier affecte la France, et tout particulièrement son industrie. Pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, la France connaît une crise de grande ampleur qui modifie en profondeur son système productif. Le tournant est brutal : alors que la valeur ajoutée industrielle progressait à un rythme moyen de plus de 6 % entre 1949 et 1974, elle recule de près de 3 % en 1975. Cette crise est suivie d'un rattrapage en 1976 et 1977 (respectivement 6,1 % et 4,9 %). Mais l'élan est brisé, la progression annuelle de la production industrielle étant en moyenne inférieure à 2 % de 1978 à 1980, avant de connaître une nouvelle récession en 1981 et 1982.

La mutation industrielle s'accélère au cours des années 1980 après le second choc pétrolier. La hausse du prix du pétrole, couplée à la montée du dollar et à l'indexation des salaires sur les prix, accroît fortement les coûts de production dans l'industrie et détériore rapidement leurs marges, alors que, dans le même temps, la concurrence des pays émergents s'intensifie. Des secteurs entiers de l'industrie française, ne pouvant s'aligner sur les prix des pays à bas coût de production, sont touchés : un grand nombre d'usines vont disparaître, notamment dans les secteurs de la sidérurgie et du textile, ou connaître des restructurations profondes, dans l'automobile par exemple.

Depuis le début des années 1980, l'industrie a connu une croissance moyenne annuelle de 1,2 %, soit un rythme deux fois moins rapide que celui des services marchands sur la même période. Entre 1977 et 2011, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée totale a diminué de 3,7 points, représentant 13,8 % du PIB en 2011. Dans

le même temps, l'industrie a détruit plus de 2,3 millions d'emplois, réduisant ses effectifs de 42 %. La part de l'emploi industriel dans l'emploi total passe de près de 25 % en 1977 à 12 % en 2011¹. Outre les pertes entraînées par les délocalisations dans les pays à faible coût de main-d'œuvre et par des gains de productivité importants, une partie des emplois de l'industrie (liés aux activités juridiques ou financières, à l'informatique, à la publicité, à l'entretien, à la sécurité par exemple) est externalisée et transférée au secteur des services aux entreprises (voir section I.2). Étant moins soumis à la concurrence internationale et à la hausse des prix du pétrole, les services prennent le pas sur l'industrie. L'enrichissement des ménages a amplifié ce phénomène, car il est allé de pair avec un accroissement de la part de la consommation de services dans la consommation totale.

La part de la valeur ajoutée des services marchands dans le PIB est passée de 47 % en 1977 à plus de 57 % en 2011. La branche qui profite le plus de cette expansion du secteur tertiaire marchand est celle des services aux entreprises, notamment celle des services administratifs, juridiques, comptables et de gestion, avec plus de 2,3 millions d'emplois créés de 1977 à 2011, sous l'effet du recentrage des entreprises industrielles sur leur cœur de métier.

La crise économique a particulièrement touché l'industrie, secteur exposé au cycle économique mondial par le biais de ses exportations. L'industrie a connu la pire chute d'activité depuis la Seconde Guerre mondiale (- 7,5 % en 2009 après - 4,3 % en 2008). Malgré un rebond de la valeur ajoutée dans l'industrie en 2010 (3,3 %), celle-ci était, à la mi-2012, plus de 10 % en dessous de son niveau du troisième trimestre 2007.

Par ailleurs, les salariés du secteur privé travaillent aujourd'hui dans des entreprises plus grandes qu'il y a vingt ans : 33 % sont employés par une entreprise de plus de 1 000 salariés (contre 27 % en 1985), car au fil du temps les entreprises ont grandi en rassemblant de plus en plus d'établissements. Cette évolution s'est faite au détriment des entreprises de taille moyenne car les petites entreprises concentrent toujours autant de salariés qu'il y a vingt ans (30 % travaillent dans des entreprises de moins de 20 salariés). La tertiarisation de l'économie a permis de maintenir une part importante de l'emploi au sein de petites structures,

¹ Ce chiffre ne comprend pas les 255 000 intérimaires (sur les 568 000 recensés dans l'économie française) travaillant dans l'industrie fin 2011 (soit près de 8 % de l'emploi industriel), ceux-ci étant comptabilisés dans les services marchands.

notamment dans le commerce non alimentaire, malgré la tendance générale à la concentration dans tous les secteurs de l'économie.

Les nationalisations et privatisations

Entre 1946 et 1981, le secteur public s'est développé *via* la création de nouvelles entreprises publiques dans des secteurs jugés stratégiques par l'État, comme l'énergie et les transports. À partir de 1981, la gauche a mis en place un programme important de nationalisations, principalement dans les secteurs de la sidérurgie, de l'armement, de la chimie et de la banque. En 1986, après le retour au pouvoir de la droite, un changement va s'opérer avec l'ouverture du capital d'un grand nombre d'entreprises publiques. Au total, ce sont vingt-neuf entreprises du secteur concurrentiel et 400 000 salariés qui ont quitté le champ du secteur public.

Les privatisations reprennent avec le gouvernement Balladur en 1993. Elles comprennent vingt et une sociétés du secteur concurrentiel, totalisant une capitalisation d'environ 61 milliards d'euros et sont, de loin, les plus ambitieuses des pays industrialisés. Cette orientation est prolongée en 1995 après l'élection de Jacques Chirac. Au total, fin 2010, les entreprises du secteur public employaient 792 000 salariés, soit 3,2 % de l'effectif salarié total contre 6,5 % en 1996. Cette diminution résulte en partie des privatisations de France Télécom et d'Air France, en 2004, et de la Snecma, en 2005. En 2005, l'État a également ouvert le capital d'EDF et de GDF, et en 2006 celui des Aéroports de Paris. Enfin, début 2006, l'État a cédé l'ensemble de ses participations dans trois sociétés d'autoroutes. Les effectifs des entreprises publiques restent très concentrés : les trois groupes publics les plus importants (La Poste, la SNCF et EDF) rassemblent 72 % des salariés de l'ensemble des entreprises publiques.

Avec la crise financière, l'État revient en force dans le capital des sociétés, principalement pour éviter l'insolvabilité du système bancaire, mais aussi pour sauver les entreprises en difficulté des secteurs dits « stratégiques ». La société des prises de participation de l'État, créée en octobre 2008, a lancé un plan de recapitalisation de près de 21 milliards pour les banques françaises qui ont été remboursés par ces dernières et injecté 1 milliard dans le cadre du sauvetage de Dexia. De plus, un fonds stratégique d'investissement (FSI) comptabilisant 20 milliards d'actifs fin 2011 a été créé pour répondre aux besoins en fonds propres d'entreprises porteuses de

croissance et de compétitivité pour l'économie française. Le gouvernement Ayrault va créer une banque publique d'investissement (BPI), regroupant l'ensemble des instruments existants (FSI, Banque Oséo...). Elle serait dotée d'une capacité propre d'investissement de plus de 30 milliards d'euros, à la fois en prêts et en capital.

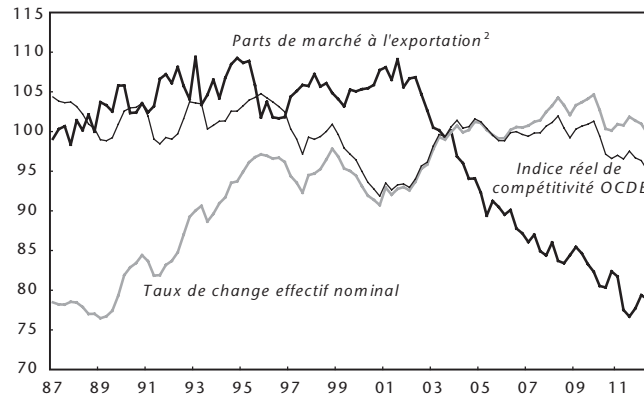
La compétitivité et l'attractivité de la France

Mesurer la compétitivité et l'attractivité d'un pays n'est pas chose facile. Les résultats sont très différents d'une étude à l'autre. Pour ne citer que les études les plus médiatisées, mais très controversées, la France était classée 29^e pour le World Competitiveness Overall Scoreboard de l'Institut international de management de Lausanne de 2012 (le 1^{er} pays étant Hong Kong) et au 21^e rang mondial d'après le Global Competitiveness du Forum économique mondial de Davos pour 2012-13 (le 1^{er} pays étant la Suisse, Hong Kong étant 9^e).

Dans la plupart des études réalisées, les notions de compétitivité et d'attractivité sont mélangées [Direction de la prévision du ministère de l'Économie et des Finances, 2004]. Il est cependant nécessaire de distinguer ces deux concepts. La compétitivité d'un pays est la capacité du secteur productif à répondre à la demande intérieure et étrangère tout en offrant aux résidents un niveau de vie qui, à la fois, s'élève et puisse être préservé à long terme. L'appréciation de la compétitivité d'un pays fait appel à deux approches complémentaires [Debonneuil et Fontagné, 2003] : les indicateurs de performance, d'un côté, et leurs déterminants, de l'autre. La première approche axée sur les résultats est une approche *ex post* de la compétitivité. L'indicateur le plus pertinent est les parts de marché des exportations dans le commerce mondial et le PIB par tête en parité de pouvoir d'achat. La seconde approche (compétitivité *ex ante*), qui s'intéresse aux déterminants internes de la croissance, regroupe des éléments touchant à l'attractivité que l'on développera plus après.

Entre 1990 et 2001, la France a amélioré sa compétitivité-prix, malgré une évolution tendancielle du taux de change légèrement défavorable, et figurait parmi les pays qui, par la désinflation et la modération salariale, avaient réduit leurs coûts salariaux unitaires. Durant cette période, en maîtrisant mieux ses coûts salariaux que l'Allemagne ou les pays anglo-saxons, la France a amélioré ses parts de marché dans le commerce mondial, alors que celles de plusieurs de ses principaux concurrents fléchissaient. La part des

Graphique 1. **Indice réel de compétitivité, taux de change effectif nominal et parts de marché¹**
Indice base 100 en 2005



1. Rapport des exportations françaises à la demande adressée à la France en volume.

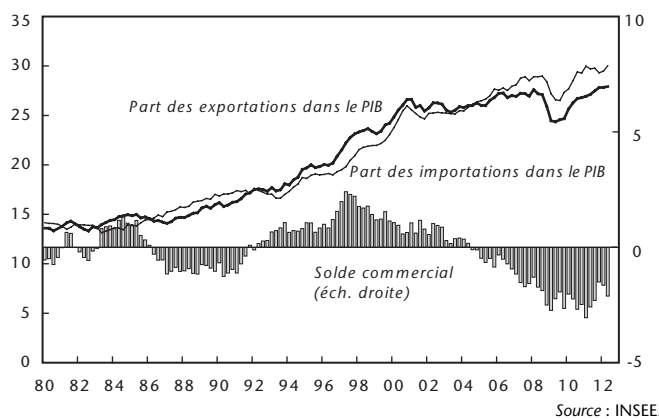
2. Une hausse de cet indice indique une détérioration de la compétitivité (et vice versa).

Sources : OCDE, estimation OFCE.

exportations françaises dans le commerce mondial, soutenue par la faiblesse de l'euro et la modération salariale, a atteint un point haut en 2001 (graphique 1).

Depuis 2001, la France a connu une lourde chute de ses parts de marché pour deux raisons principales : d'abord la perte de compétitivité-prix des exportations françaises consécutive à l'appréciation du taux de change effectif nominal de la France (valeur nominale par rapport à un panier de monnaies) ; et ensuite l'engagement d'une politique de réduction drastique des coûts de production en Allemagne [OFCE, 2006]. Cette politique menée par l'Allemagne depuis 2003, visant à améliorer sa compétitivité, lui a permis de gagner des parts de marché dans la zone euro au détriment de ses principaux partenaires, dont la France qui a subi à la fois des pertes de parts de marché et une baisse de la demande en provenance de l'Allemagne. Même s'il est un peu prématuré de tirer un bilan définitif de l'impact de la crise sur le commerce extérieur français, les premiers enseignements tendent à indiquer un déclin du secteur automobile ainsi que le renforcement des problèmes

Graphique 2. Ouverture de l'économie française
En % du PIB, volume



chroniques d'avant la crise. Au-delà des problèmes structurels, la faiblesse actuelle des marges des entreprises accentue le problème de compétitivité de l'industrie française. Afin d'améliorer cette dernière, le gouvernement Ayrault souhaite réduire le coût du travail en supprimant certaines cotisations patronales qui seraient financées par une hausse d'impôt (CSG notamment) (voir chapitre vi).

Depuis les années 1960, l'économie française s'est ouverte sur l'extérieur. Les parts respectives, en volume, des exportations et des importations se sont accrues de moins de 8 % du PIB au début des années 1960 à environ 15 % au début des années 1980, pour culminer entre 25 % et 30 % au début des années 2010 (graphique 2). Le renforcement de l'insertion de la France dans l'économie internationale est source d'élévation de l'activité, mais accentue sa dépendance vis-à-vis du cycle mondial et des chocs extérieurs. Cette dépendance accrue n'a pas toujours joué contre l'économie française. En effet, après avoir été longtemps négatif à partir de la seconde moitié des années 1980, le solde extérieur est resté positif de 1992 à 2004, signe que les entreprises françaises ont pu s'insérer à leur avantage dans le mouvement de mondialisation.

Pendant, le solde commercial français est redevenu négatif en 2004, d'abord sous l'influence de la politique allemande, mais

aussi sous l'effet d'une spécialisation géographique qui a joué au détriment du dynamisme des exportations. Le gros des exportations françaises s'effectue vers l'Union européenne, 60 % du total, peu vers les États-Unis (6 %) ou la Russie (2 %). La présence française dans les pays à croissance rapide, pays du Sud-Est asiatique et surtout Chine, demeure faible (4 % à destination de la Chine). De ce fait, la France a peu profité de la forte croissance de ces zones de 2003 à la mi-2008 et a de plus subi la faiblesse de ses débouchés européens. Cette répartition géographique défavorable, associée à l'appréciation de l'euro, à la contraction de la demande intérieure allemande et à la politique de baisse des coûts outre-Rhin, a fini par avoir raison de l'excédent.

Mais ce qui, pour la France, s'est avéré être un désavantage durant la dernière phase de croissance est devenu un avantage relatif vis-à-vis de l'Allemagne lors de la récession qui a frappé l'économie mondiale en 2009. À la différence de l'Allemagne, qui a fondé sa croissance sur les marchés extérieurs et qui a subi en retour l'effondrement de ses débouchés quand le commerce mondial s'est contracté, la France est restée moins exposée grâce à son modèle de développement. Étant moins axé sur l'extérieur et moins dépendant des zones du monde qui ont enregistré les plus forts reculs d'activité, il a préservé l'économie française d'une récession plus sévère qu'en Allemagne. Le commerce extérieur n'a eu qu'une faible contribution négative à la récession de 2009 en France, -0,5 point pour un recul du PIB de -3,1 %, contre -2,9 points en Allemagne pour un recul du PIB de -5,1 %. Naturellement, le rebond de la croissance mondiale en 2010 a inversé le jeu du mécanisme précédent, avec une contribution nulle du commerce extérieur à la croissance française (+1,6 % en 2010), contre 1,6 % en Allemagne pour une croissance du PIB outre-Rhin de 4 %.

L'approche *ex ante* de la compétitivité s'intéresse aux éléments touchant à l'attractivité. Selon la Direction de la prévision, l'attractivité peut être définie comme la capacité à attirer des activités nouvelles et des facteurs de production mobiles — capitaux, travailleurs qualifiés — sur le territoire afin d'améliorer la compétitivité et d'augmenter le niveau de vie de ses habitants.

Si les indicateurs pour mesurer l'attractivité d'un territoire se sont largement développés avec la construction d'indices de compétitivité mêlant à la fois des variables macroéconomiques et des enquêtes d'opinion, l'indicateur quantitatif le plus utilisé pour observer l'attractivité d'un territoire reste les flux de capitaux de

long terme liés à l'activité opérationnelle des groupes, c'est-à-dire les investissements directs étrangers (IDE) entrant dans le pays.

Alors que les indicateurs d'attractivité placent la France loin du groupe de tête, l'analyse des flux d'investissements directs apporte un diagnostic différent. Dans un contexte de globalisation financière croissante, la France a amélioré sa place depuis le début des années 1990. Selon les dernières données de la CNUCED, la France serait, en 2011, la troisième destination européenne des flux d'IDE, derrière la Belgique et le Royaume-Uni mais devant l'Allemagne.

Les principaux atouts de la France avancés par les investisseurs sont la qualité de ses infrastructures, sa position géographique au centre de l'Europe et la taille de son marché ainsi que le haut niveau de qualification de sa main-d'œuvre.

Si les statistiques d'IDE donnent une image positive de l'attractivité de la France, les indices de compétitivité, mêlant données quantitatives et enquêtes qualitatives, sont plus pessimistes. Les investisseurs sondés reprochent au pays une fiscalité trop lourde et un coût du travail trop élevé. Mais les classements établis avec ces indices sont contestables, les méthodes utilisées manquant de robustesse [Cœuré et Rabaud, 2003].

L'attractivité de la France pour les investisseurs étrangers est confirmée par le taux de détention du capital des entreprises résidentes par les non-résidents. Pour les entreprises cotées en France, les non-résidents détenaient, à la fin 2010, près de 42 % de leur capital, soit 10 points de plus qu'à la fin 1998. Pour les seules sociétés du CAC 40, les actionnaires étrangers représentaient également 42 % du capital des groupes du CAC 40 et étaient pour 41 % issus de la zone euro et pour 34 % des États-Unis.

La très bonne rentabilité des groupes du CAC 40 entre 2004 et 2007 n'a pu que renforcer cette tendance croissante des participations étrangères au sein du capital de ces multinationales. Après s'être constamment améliorés depuis 2004, les bénéfices publiés par les quarante plus grosses capitalisations boursières de la place de Paris ont atteint un record en 2007 (près de 100 milliards d'euros de profits). Mais il semblerait qu'un point haut ait été atteint dans le cycle des profits pour les grandes entreprises cotées, qui ont connu de 2004 à 2007 des conditions extrêmement favorables : en effet, durant cette période, la croissance mondiale très soutenue, combinée à l'utilisation du levier de l'endettement grâce à un coût du crédit extrêmement bas et à des rachats massifs d'actions, ont conduit les entreprises du CAC 40 à afficher des ratios de rentabilité très élevés.

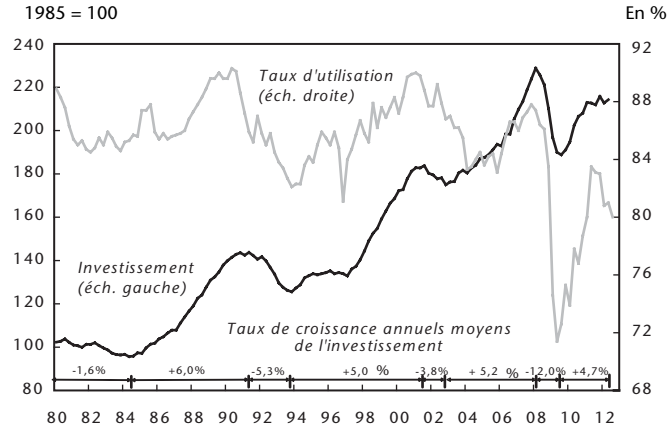
Après quatre années de très forte progression des profits, 2008 marque la fin de cette période faste. Les profits ont chuté de 39 % en 2008, puis de 15 % en 2009 atteignant la moitié de ceux publiés en 2007. En 2010, ils se sont fortement redressés : avec 83 milliards d'euros de bénéfices, les groupes du CAC 40 ont retrouvé la forte rentabilité d'avant crise, le niveau de leurs profits étant seulement 10 % en dessous du pic d'avant la crise de 2007, sachant qu'une majorité des sociétés l'ont dépassé. En 2011, leurs profits ont reculé de 9 % (74 milliards d'euros), en raison principalement des mauvais résultats des banques liés aux dépréciations d'actifs.

Des cycles d'investissement marqués

L'investissement des entreprises a subi de violentes secousses depuis son dernier pic de 2008 : une baisse, entamée au début de 2008 et qui s'est prolongée pendant six trimestres consécutifs, puis une forte reprise engagée à la fin de 2009 qui a permis à l'investissement de regagner un peu plus de la moitié du terrain perdu depuis son sommet. L'évolution de l'investissement observée durant ces quatre dernières années a déjà eu des précédents. Elle s'inscrit dans une trajectoire habituellement marquée par des vagues récurrentes de hausses et de baisses. Ces vagues donnent à la formation brute de capital fixe (FBCF) une évolution cyclique liée au comportement des entreprises au cours du cycle économique (graphique 3).

Une entreprise investit pour augmenter sa capacité de production, mais aussi pour remplacer ses équipements usagés et moderniser ses procédés de production. La croissance du stock de capital productif en quantité et en qualité, qui a pour finalité d'ajuster la capacité de production des entreprises au niveau de la demande anticipée, est assurée par l'investissement. Cependant, ces capacités nouvelles ne sont pas opérationnelles immédiatement ce qui rend le stock de capital disponible pour la production relativement inerte à court terme. D'abord, la décision d'investir, qui engage plusieurs années, n'est prise que quand la croissance des débouchés est jugée pérenne. Il s'ensuit un décalage entre les mouvements de la demande et la décision d'acquiescer des équipements nouveaux. Ensuite, le temps d'installation et de rodage des équipements introduit un autre délai entre l'investissement et la croissance effective de la capacité de production. À court terme, les entreprises ajustent donc les capacités de production au niveau désiré en modulant le taux d'utilisation du

Graphique 3. Investissement des entreprises en volume
1985 = 100



Sources : INSEE, comptes nationaux, calculs OFCE.

capital et la durée d'utilisation des équipements, c'est-à-dire l'intensité avec laquelle le parc d'équipements existant est utilisé.

Ainsi, pendant les phases hautes (basses) du cycle économique, l'augmentation (le recul) du taux d'utilisation des capacités de production accompagne la croissance (contraction) de l'investissement. En 1990 et en 2000, à la fin de deux grandes périodes de croissance, les tensions sur l'appareil productif étaient très vives ; en revanche, lors de la récession de 1993, le taux d'utilisation a atteint un point bas sous l'effet de la baisse d'activité, qui a provoqué un relâchement de l'utilisation du capital. De 2001 à 2003, le repli de l'investissement s'est aussi accompagné d'une baisse du taux d'utilisation. Néanmoins, ce dernier est resté plus élevé qu'en 1993, et en retour la correction de l'investissement a été moins profonde que dix ans auparavant.

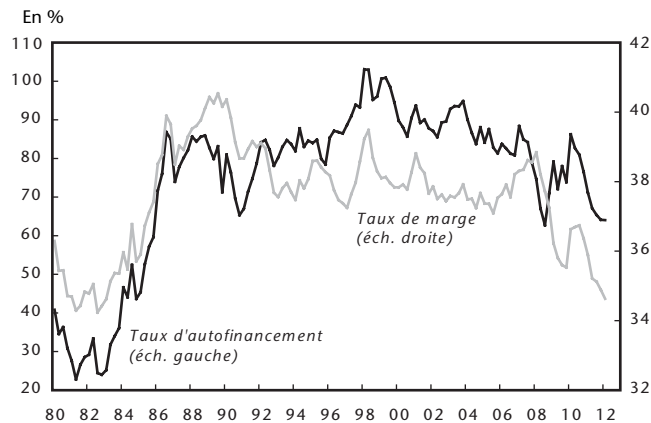
Avec un rythme annualisé de -12 % l'an, la chute de l'investissement lors de la récession de 2008-2009 apparaît comme la plus violente depuis la Seconde Guerre mondiale. Celle de 1993, qui jusqu'à présent détenait le record de ces trente dernières années, a été deux fois moins intense, -5,3 % l'an. En plongeant vers 70 %, soit 10 points sous les bas de 1993, le taux d'utilisation des capacités de production est en effet sorti de toute norme historique en 2008-

2009, ce qui témoignait d'un niveau inégalé de sous-utilisation de l'appareil productif. La réponse logique des entreprises à ce gonflement des surcapacités a été de freiner la croissance des capacités de production, en contractant les achats d'équipement. La reprise de l'activité à la fin de 2009 a permis d'enclencher la résorption de ces capacités excédentaires. Le retour à un fonctionnement moins anormal de l'appareil productif a suscité une reprise des dépenses, ne serait-ce que pour assurer le remplacement des équipements obsolètes dont le renouvellement avait été différé durant la récession. La rechute de l'économie française à la mi-2011 a de nouveau renvoyé le taux d'utilisation à la baisse, stoppant net le réamorçage de la croissance de l'investissement après la récession.

L'investissement dépend aussi de contraintes financières. La situation patrimoniale des entreprises, mesurée par le taux d'endettement (crédits hors actions rapportés à la valeur ajoutée), est un des déterminants majeurs de l'investissement. Les prêteurs de fonds et actionnaires ne vont soutenir des projets que si le niveau d'endettement leur paraît soutenable et que la capacité à rembourser les prêts, à payer les intérêts et à dégager des profits est suffisante. L'épargne dégagée par l'entreprise peut lever la contrainte de l'endettement. Plus elle dégagera de profits, moins elle sera dépendante de l'extérieur pour financer ses projets, ce que mesure le taux d'auto-financement (l'épargne rapportée à l'investissement). La combinaison d'un endettement excessif et d'une insuffisance d'épargne est très pénalisante pour l'investissement et peut conduire à une situation de blocage comme au début des années 1990 ou 2000 et qui s'est reproduite en 2008 (graphique 4).

Cette plus grande dépendance des entreprises vis-à-vis des financements extérieurs a démultiplié l'effet de la crise financière sur l'investissement. Tétanisés par la montée des risques au plus fort de la crise financière, les gestionnaires d'épargne ont massivement orienté leur activité vers les segments du marché jugés les moins risqués, en finançant les déficits publics qui se creusaient, au détriment des activités productives privées. Sans financement interne suffisant et face à des circuits de financement extérieur asséchés, l'investissement est entré en crise. Quand l'économie française a basculé dans la récession au deuxième trimestre 2008, le recul de la valeur ajoutée a provoqué un effondrement de l'épargne des entreprises qui s'est traduit peu après par un gel des dépenses d'investissement dès lors que les prêts au secteur privé ne pouvaient plus relayer le tarissement des ressources internes aux entreprises.

Graphique 4. Taux d'autofinancement¹ et taux de marge² des sociétés non financières



1. Épargne rapportée à l'investissement.
2. Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée.

Sources : OCDE, estimation OFCE.

Le troisième déterminant majeur de l'investissement est la rentabilité² du capital. Les entreprises disposant de ressources financières peuvent, après avoir distribué les dividendes, les affecter à divers emplois, comme le remboursement des dettes, les placements financiers ou l'investissement productif. Encore faut-il que ce dernier dégage une rentabilité suffisante par rapport à celle des emplois alternatifs. Si la rentabilité attendue de l'investissement est inférieure aux taux d'intérêt, l'entreprise pourra avantageusement affecter ses ressources au désendettement ou à l'achat d'obligations. L'investissement est en général très déprimé dans les périodes où les taux d'intérêt sont élevés : l'activité est peu dynamique, ce qui limite les débouchés, mais également la rentabilité du capital est dégradée, ce qui est un puissant facteur désincitatif à l'investissement.

La forte croissance de l'investissement dans la seconde moitié de la décennie 1980 s'était inscrite dans un contexte d'amélioration

² La rentabilité du capital est calculée comme la rentabilité du capital moins le taux d'intérêt nominal à dix ans.

notable de la rentabilité des entreprises : la politique de rigueur menée à partir de 1983, notamment la désindexation des salaires et des prix, ainsi que le faible niveau de l'emploi, en contenant la progression de la masse salariale, avaient favorisé le redressement du taux d'autofinancement (graphique 4).

L'accumulation des profits entre 1983 et 1985 a permis de financer la reprise de l'investissement à partir de 1985. La remontée des profits s'est poursuivie, portée par l'effet du cycle de productivité, et les entreprises ont pu financer leurs investissements en limitant la progression de la dette. La décennie 1990 s'est ouverte sur un ralentissement de la croissance. Le poids de l'endettement s'est rapidement accru et les marges d'autofinancement se sont réduites. Les entreprises ont dû alors freiner leurs dépenses pour assainir leurs bilans. L'investissement entrait en phase de blocage.

Dans un contexte de politique monétaire inadaptée, la pause des investissements s'est transformée en récession en 1993. En effet, la hausse des taux réels a pénalisé les entreprises, structurellement débitrices, qui ont réagi en se désendettant par la compression de leurs dépenses. Elle a aussi entamé la rentabilité du capital physique et, par là, a incité les entreprises à détourner leurs ressources de l'investissement productif vers les placements financiers plus rémunérateurs. Après la récession de 1993, la politique monétaire s'est assouplie. Les arbitrages financiers sont redevenus plus favorables à l'investissement et ont incité les entreprises à engager la modernisation des équipements issus de la vague d'accumulation précédente.

Ce mouvement n'est toutefois resté qu'embryonnaire, freiné par les ajustements budgétaires en Europe imposés par le traité de Maastricht. C'est en 1997 que l'investissement a accéléré, renouant avec les rythmes soutenus de la décennie 1980. Mais, comme souvent, cette grande phase de croissance de l'investissement s'est achevée dans l'excès. À la fin de la décennie 1990, les anticipations de rentabilité liées aux nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) sont devenues irraisonnées. Les entreprises ont alors surinvesti, notamment dans ce secteur, certaines réalisant des opérations de croissance externe à des coûts exorbitants : multiplication des opérations de fusions-acquisitions et formation d'une bulle spéculative sur les marchés boursiers.

L'éclatement de cette bulle aux États-Unis, début 2000, a rapidement gagné l'Europe. Une fois les investisseurs revenus à la raison, la chute des valorisations, et même leur effondrement dans les secteurs de la nouvelle économie, a contraint les entreprises à

provisionner d'importantes dépréciations d'actifs, alors que les passifs restaient lourdement lestés par les dettes contractées pour les acquisitions. À toute période d'excès succédant une période d'assainissement, les entreprises ont cherché à se désendetter, notamment en réduisant l'investissement, comme au début de la décennie 1990.

Mais les taux d'intérêt réels étant, en 2000, moins élevés qu'en 1990, l'assainissement des bilans a eu des conséquences moins dévastatrices qu'alors. La baisse ultérieure des taux a permis un redressement de la rentabilité du capital, qui a été à l'origine de la troisième vague de hausse de ces trente dernières années. En faisant jouer le levier de l'endettement au détriment du taux d'auto-financement (graphique 4), les actionnaires ont profité à plein, durant les années 2000, d'opportunités de gain ouvertes par l'allocation des ressources empruntées vers l'investissement.

La crise financière a changé la donne, avec le tarissement du crédit qui a enrayé la mécanique de l'effet de levier. D'autre part, et même si les taux d'intérêt à long terme restent à bas niveau, la rentabilité du capital a répercuté l'effondrement de sa rentabilité. Le niveau des surcapacités, même s'il a commencé à se résorber, est tel en effet que la productivité du capital installé a dramatiquement chuté depuis quatre ans (graphique 3). Sous-utilisation des équipements, taux d'endettement proche des records historiques, faiblesse du taux d'auto-financement, rentabilité et profitabilité entamées par la crise, aucun des déterminants de l'investissement n'est à l'heure actuelle favorablement orienté. Rien ici qui puisse stimuler une reprise soutenue de leurs dépenses.

Repères bibliographiques

CŒURÉ B. et RABAUD I., « Attractivité : analyse, perception et mesures », *Économie et Statistique*, n° 363-364-365, 2003.

DEBONNEUIL M. et FONTAGNÉ L., « Compétitivité », *Rapport du CAE*, n° 40, La Documentation française, Paris, 2003.

DEMMOU L., « Le recul de l'emploi industriel en France entre 1980 et 2007 – Ampleur et principaux déterminants : un état des lieux », *Économie et Statistique*, n° 438-440, 2010.

LOISEAU H., « 1985-2000 : quinze années de mutation du secteur public d'entreprises », *INSEE Première*, n° 860, juillet 2002.

OFCE (sous la dir. d'HEYER É.), « France : le coût d'outre-Rhin », *Revue de l'OFCE*, n° 97, avril 2006.

OFCE, *L'Industrie manufacturière française*, La Découverte, « Repères », Paris, 2010.

SAUVADET L., « En 2010, la moitié des PME d'au moins dix personnes ont recherché un financement », *INSEE Première*, n° 1379, novembre 2011.