

### 3. Le tissu productif français

*Hervé Péléraux*

**A**u 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 se sont accompagnées de vagues de privatisations majeures qui ont favorisé l'insertion des grandes entreprises dans le capitalisme mondial. Ces ajustements ont 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 de la mondialisation en parvenant à s'y insérer à son avantage. L'attractivité de son territoire, au centre de l'Europe, repose sur des infrastructures de qualité et un haut niveau de qualification de sa main-d'œuvre, ce qui en fait une destination prisée des investisseurs internationaux. Mais depuis une dizaine d'années, notamment sous la pression compétitive de l'Allemagne, d'un euro fort et d'une concurrence accrue des pays émergents, elle voit ses déficits commerciaux perdurer.

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. Il se développe par vagues, tantôt freiné par les ralentissements

d'activité, tantôt poussé par les besoins accrus de capacité de production et une profitabilité élevée du capital.

### **La mutation industrielle du système productif**

La crise mondiale qui s'est ouverte au moment du premier choc pétrolier a affecté la France, et particulièrement son industrie. Pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, elle a connu une crise de grande ampleur qui a modifié en profondeur son système productif. Le tournant a été brutal : alors que la valeur ajoutée industrielle progressait à un rythme moyen de plus de 6 % entre 1949 et 1974, elle a reculé de près de 3 % en 1975. Cette crise a été suivie d'un rattrapage en 1976 et 1977, mais l'élan était brisé.

La mutation industrielle s'est accélérée 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, a fortement accru les coûts de production dans l'industrie et a profondément détérioré les marges des entreprises, alors que, dans le même temps, la concurrence des pays émergents s'est intensifiée. Des secteurs entiers de l'industrie française, ne pouvant s'aligner sur les prix des pays à bas coût de production, ont été touchés : un grand nombre d'usines ont disparu, notamment dans les secteurs de la sidérurgie et du textile, ou ont connu des restructurations profondes, dans l'automobile par exemple.

Depuis le début des années 1980, l'industrie croît à un rythme moyen de 1,5 % par an, un tiers moins vite que les services marchands sur la même période (2,4 %). Entre 1977 et 2013, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée totale a diminué de 2,3 points, jusqu'à 13,6 % du PIB en 2013. Dans le même temps, l'industrie a détruit 2,2 millions d'emplois, réduisant ses effectifs de 43 %. La part de l'emploi industriel dans l'emploi total est passée de près de 27,4 % en 1977 à 11,8 % en 2013<sup>1</sup>. Outre les pertes entraînées par les délocalisations dans les pays à faible coût de main-d'œuvre et par les gains de productivité, une partie

---

1 Ce chiffre ne comprend pas les 225 000 intérimaires (sur les 526 000 recensés dans l'économie française) travaillant dans l'industrie en 2013 (soit 7,8 % de l'emploi industriel), ceux-ci étant comptabilisés dans les services marchands.

des emplois de l'industrie (liés aux activités juridiques ou financières, à l'informatique, à la publicité, à l'entretien, à la sécurité) est externalisée vers le secteur des services aux entreprises (voir « L'économie française depuis un demi-siècle », p. 20). Étant moins soumis à la concurrence internationale et à la hausse des prix du pétrole, les services prennent le pas sur l'industrie, profitant de plus de l'accroissement de la part de la consommation de services dans la consommation totale des ménages.

La part de la valeur ajoutée des services marchands dans le PIB est passée de 47 % en 1977 à près de 56,5 % en 2013. La branche qui profite le plus de cette expansion est celle des services aux entreprises, notamment les « activités scientifiques et techniques ; services administratifs et de soutien, » avec 2,3 millions d'emplois créés de 1977 à 2013, sous l'effet du recentrage des entreprises industrielles sur leur cœur de métier.

La récession qui s'est enclenchée en 2008 a particulièrement touché l'industrie, secteur très exposé aux fluctuations du commerce mondial. L'industrie a connu sa pire chute d'activité depuis la Seconde Guerre mondiale (- 6 % en 2009 après - 3,6 % en 2008). Malgré un rebond en 2010 et en 2011 (respectivement 1,9 % et 2,7 %), la valeur ajoutée industrielle restait, au premier trimestre 2014, 3 % sous son niveau du deuxième 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, 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 d'entreprises publiques dans des secteurs jugés straté-

giques 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 maintenue en 1995 après l'élection de Jacques Chirac. Au total, fin 2012, les entreprises du secteur public employaient 797 500 salariés, soit 3,2 % de l'effectif salarié total contre 6,5 % en 1996. Les effectifs des entreprises publiques restent très concentrés : les trois entités (La Poste, la SNCF et EDF) et leurs filiales représentent à elles seules près de trois quarts des effectifs contrôlés par l'État.

Avec la crise financière, l'État est revenu 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 de 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) a été créé pour répondre aux besoins en fonds propres des entreprises porteuses pour l'économie française. Le gouvernement Ayrault a créé une Banque publique d'investissement (BPI), regroupant l'ensemble des instruments existants (FSI, CDC Entreprises Oséo...). En 2013, elle a distribué 50 milliards de financements aux entreprises, sous forme notamment de crédits de trésorerie (3 milliards), de garantie de prêts (5 milliards), de participation au capital des entreprises (21 milliards) et de cofinancement (19 milliards).

## 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 28<sup>e</sup> dans le *World Competitiveness Overall Scoreboard* de l'Institut international de management de Lausanne en 2013 (le 1<sup>er</sup> pays étant les États-Unis) et au 23<sup>e</sup> rang mondial d'après le *Global Competitiveness Report* du Forum économique mondial de Davos pour 2013-2014 (le 1<sup>er</sup> pays étant la Suisse, les États-Unis étant 5<sup>e</sup>).

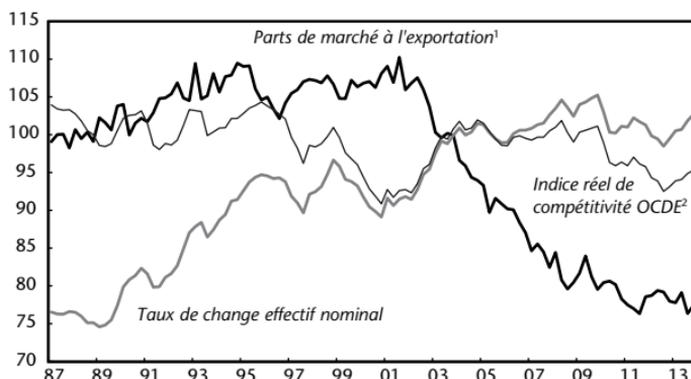
Dans la plupart des études réalisées, les notions de compétitivité et d'attractivité sont mélangées [Direction de la prévision du ministère de l'Économie et des Finances, 2004]. Il est cependant nécessaire de distinguer ces deux concepts. La compétitivité d'un pays est la capacité du secteur productif 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 après.

Entre 1990 et 2001, la France a amélioré sa compétitivité-prix, malgré une évolution tendancielle du taux de change 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 (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

### Graphique 1. Indice réel de compétitivité, taux de change effectif nominal et parts de marché<sup>1</sup>

Indice base 100 en 2003



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.

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 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 prématuré de tirer un bilan de l'impact de la crise sur le commerce extérieur français, les premiers enseignements indiquent un déclin du secteur automobile ainsi que le renforcement des problèmes 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. Pour tenter d'y remédier, le gouvernement Ayrault a mis en place le CICE qui représentera à terme 20 milliards d'euros. Il correspond à un crédit d'impôt calculé sur la base de 6 % des salaires bruts compris entre 1 et 2,5 SMIC, équivalant à une baisse de 2,6 % du coût du travail dans le secteur marchand [Plane, 2013]. L'effort en faveur des entreprises a été accentué dans le cadre du Pacte de responsabilité énoncé par le président de la République à la fin de 2013 et retranscrit

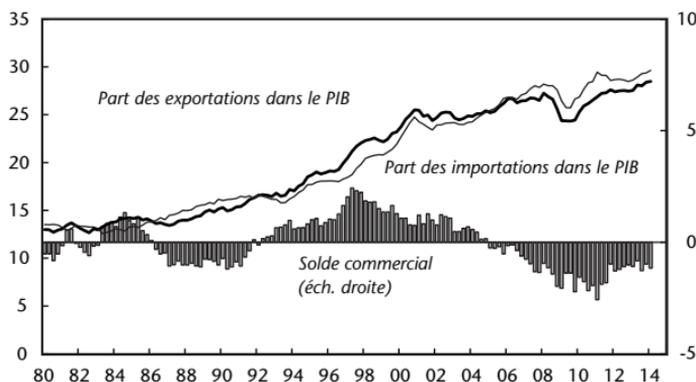
dans le Programme de stabilité 2014-2017 communiqué à la Commission européenne en avril 2014. S'ajouteront aux 20 milliards du CICE, 10 milliards par une baisse supplémentaire de cotisations sociales patronales sur les salaires compris entre 1 et 1,6 SMIC en 2015 et une autre sur les salaires compris entre 1,6 et 3,5 SMIC en 2016, pour un montant total de 4,5 milliards chacune des deux années. À cela s'ajoute une baisse de plus de 3 points des cotisations famille des indépendants et artisans, pour un montant de 1 milliard. Il en résultera la suppression intégrale des cotisations patronales à l'URSAFF au niveau du SMIC. En complément, le gouvernement prévoit la suppression de la contribution sociale de solidarité à l'horizon 2017 ainsi que la suppression de la contribution exceptionnelle sur l'impôt des sociétés en 2016 et la baisse du taux normal à 28 % à l'horizon 2020.

Depuis les années 1960, l'économie française s'est ouverte sur l'extérieur. Les parts des exportations et des importations se sont accrues de 7 % du PIB au début des années 1960 à environ 13 % au début des années 1980, pour culminer à presque 30 % aujourd'hui (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 ont pu s'insérer à leur avantage dans le mouvement de mondialisation.

Cependant, le solde commercial 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 (3 % 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 poli-

## Graphique 2. Ouverture de l'économie française

En % du PIB, volume



Source : INSEE, comptes nationaux.

tique de baisse des coûts outre-Rhin, a fini par avoir raison de l'excédent, équivalant à 1 % du PIB en 2013.

Au regard des sorties nettes d'investissements directs étrangers (IDE) au cours des années 2000, il semblerait que les grandes entreprises françaises aient fait plutôt le choix de la production à l'étranger que celui de l'exportation. Cela conduit à des flux de revenus d'investissement (dividendes) qui contribuent très positivement à la balance courante en dépit de la position extérieure négative [Gaulier, 2012].

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 mêlant à la fois des variables macroéconomiques et des enquêtes d'opinion, l'indicateur quantitatif le plus utilisé reste les flux de capitaux de long terme liés à l'activité opérationnelle des groupes, c'est-à-dire les 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. Même si, selon les dernières données de la CNUCED, les flux d'IDE à destination de la France auraient fortement reculé en 2013 (-77 %), l'Hexagone reste la troisième destination européenne derrière le Royaume-Uni et l'Allemagne. Les données concernant les flux d'IDE doivent toutefois être maniées avec précaution. D'abord parce que les statistiques provisoires sont souvent fortement révisées. Ensuite parce que les données prennent en compte tous les mouvements financiers, notamment ceux générés par les écritures comptables entre filiales d'un même groupe qui peuvent engendrer une grande volatilité des flux. Selon les estimations préliminaires de la Banque de France, les stocks d'IDE, qui donnent une mesure plus fiable de l'engagement des capitaux étrangers dans l'économie nationale, auraient crû de 4 % en 2012, pour atteindre 503 milliards d'euros.

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 sociétés du CAC 40 par exemple, le pourcentage du capital des groupes détenu par des actionnaires étrangers s'élevait à 46,3 % à la fin de 2012, revenu à ses points hauts de 2004 et de 2006 après quelques années de retrait.

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 un point haut a 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, a conduit les entreprises du CAC 40 à afficher des ratios de rentabilité très élevés.

### **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. Depuis lors, les politiques d'austérité engagées en France et en Europe ont interrompu la reprise et l'investissement s'est à nouveau retourné. 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).

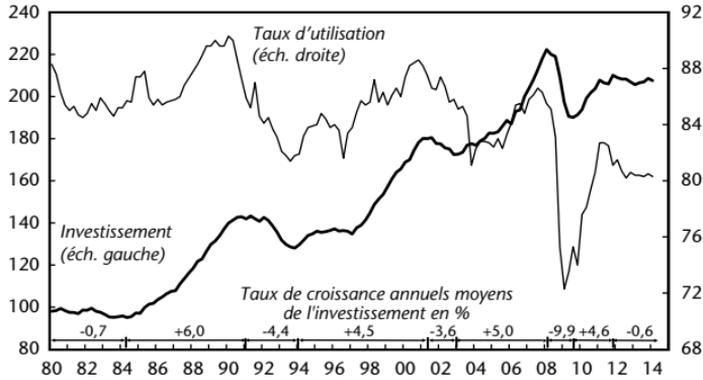
Une entreprise investit pour augmenter sa capacité de production, mais aussi pour remplacer ses équipements usagés et moderniser ses procédés de production. La croissance du stock de capital productif en quantité et en qualité est assurée par l'investissement. Cependant, ces capacités nouvelles ne sont 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. Ensuite, les temps d'installation et de rodage des équipements introduisent un autre délai entre l'investissement et la croissance effective des capacités. À court terme, les entreprises ajustent donc les capacités au niveau désiré en modulant le taux d'utilisation du 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

Graphique 3. Investissement des entreprises en volume

1985 = 100

En %



Source : INSEE, comptes nationaux.

capacités de production accompagne la croissance (contraction) de l'investissement.

Avec un rythme annualisé de près de  $-10\%$  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,  $-4,4\%$  l'an. En plongeant vers  $70\%$ , soit 10 points sous les bas de 1993, le taux d'utilisation des capacités de production est sorti de toute norme historique en 2008-2009, ce qui témoignait d'un niveau inégalé de sous-utilisation. La réponse logique des entreprises à ce gonflement des surcapacités a été de comprimer les achats d'équipements. La reprise de l'activité à la fin de 2009 a permis d'enclencher la résorption de ces capacités excédentaires et 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'autofinancement (l'épargne rapportée à l'investissement). La combinaison d'un endettement excessif et d'une insuffisance d'épargne pénalise 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.

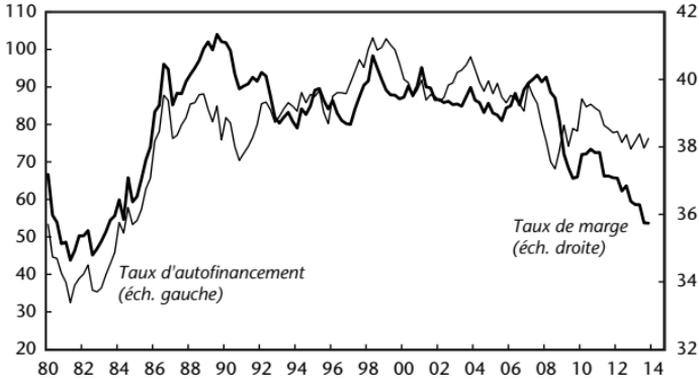
Le troisième déterminant majeur de l'investissement est la rentabilité<sup>2</sup> du capital. Les entreprises disposant de ressources financières peuvent, après avoir distribué les dividendes, les affecter à divers emplois, comme le remboursement des dettes, les placements financiers ou l'investissement productif. Encore faut-il que ce dernier dégage une rentabilité suffisante par rapport à celle des emplois alternatifs. Si sa rentabilité attendue est inférieure aux taux d'intérêt, l'entreprise pourra avantageusement affecter ses

---

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

### Graphique 4. Taux d'autofinancement<sup>1</sup> et taux de marge<sup>2</sup> des sociétés non financières

En %



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

Source : INSEE, comptes nationaux.

ressources au désendettement ou à l'achat d'obligations. L'investissement est en général très déprimé dans les périodes où les taux d'intérêt réels sont élevés : l'activité est peu dynamique, ce qui limite les débouchés, mais également la profitabilité du capital est dégradée, ce qui est un puissant frein 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 notable de la profitabilité 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 restrictive, la pause des investissements s'est transformée en récession en 1993. En effet, la hausse des taux réels a pénalisé les entreprises, qui ont réagi en se désendettant par la compression de leurs dépenses. Elle a aussi entamé la profitabilité 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 poussé à la modernisation des équipements issus de la vague d'accumulation précédente.

Ce mouvement n'est toutefois resté qu'embryonnaire, freiné par les ajustements budgétaires imposés par le traité de Maastricht. C'est en 1997 que l'investissement a accéléré, renouant avec les rythmes soutenus de la décennie 1980. Cette grande phase de croissance s'est achevée dans l'excès. À la fin des années 1990, les anticipations de profitabilité liées aux nouvelles technologies de l'information et de la communication sont devenues irraisonnées. Les entreprises ont alors surinvesti, 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 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 ont contraint les entreprises à provisionner d'importantes dépréciations d'actifs, alors que les passifs restaient lestés par les dettes contractées pour les acquisitions. Les entreprises ont alors cherché à se désendetter 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 profitabilité du capital, qui a été à l'origine de la troisième vague de hausses de ces trente dernières années. En faisant jouer le levier de l'endettement au détriment du taux d'autofinancement (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 profitabilité 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'autofinancement, 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 des dépenses.

### Repères bibliographiques

---

CŒURÉ B. et RABAUD I., « Attractivité de la France : 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.

DIRECTION DE LA PRÉVISION DU MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES, « Compétitivité et attractivité de l'économie française », *Analyses économiques*, n° 36, avril 2004.

GAULIER G., « Les échanges extérieurs français : des excédents aux déficits », *Problèmes économiques*, hors-série n° 1, *Comprendre l'économie française*, août 2012.

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

OFCE (sous la dir. de 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.

PLANE M., « Évaluation de l'impact économique du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi », *Revue de l'OFCE*, n° 126, 2013.