

3. Le tissu productif en France

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 progressivement la place aux industries de plus 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. L'attractivité de son territoire, au centre de l'Europe, repose sur des infrastructures de qualité ainsi qu'un haut niveau de productivité et de qualification de sa main-d'œuvre, ce qui lui permet de rester une destination prisée des investisseurs internationaux. Cependant, au cours des années 2000, d'abord sous la pression de l'amélioration de la compétitivité allemande, puis des politiques de désinflation compétitive menées dans de nombreux pays de la zone euro, d'un euro fort et d'une concurrence accrue des pays émergents, la France a perdu des parts de marché et a vu son excédent commercial se transformer en un fort déficit. Mais, au tournant de 2010, les parts de marché de la France se sont stabilisées et s'améliorent quelque peu depuis 2014, sous l'effet de la dépré-

ciation de l'euro et des politiques fiscales de soutien aux entreprises (CICE, Pacte de responsabilité...).

L'un des ressorts 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 et se développe par vagues. Depuis le déclenchement de la Grande Récession en 2008, le taux d'investissement des entreprises en France n'a pas retrouvé le niveau de son dernier pic, mais les conditions d'une reprise se sont mises en place en 2015 dont les effets commencent à être perceptibles au début de 2016.

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 1950 et 1974, celle-ci 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 deuxième 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 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, 40 % moins vite que les services marchands sur la même période (2,4 %). Entre 1975 et 2015, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée marchande (en valeur) a diminué de 10,7 points, atteignant 18,3 % en

2015. Dans le même temps, l'industrie a détruit près de 2,4 millions d'emplois, réduisant ses effectifs de 45 %. La part de l'emploi industriel dans l'emploi total est passée de près de 24,4 % en 1975 à 10,9 % en 2015¹. 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 des emplois de l'industrie (liés aux activités juridiques ou financières, à l'informatique, à la publicité, à l'entretien, à la sécurité) a été externalisée vers le secteur des services aux entreprises². Étant moins soumis à la concurrence internationale et à la hausse des prix du pétrole, les services ont pris le pas sur l'industrie, profitant de plus de l'accroissement tendanciel de la part de la consommation de services dans la consommation des ménages.

La part de la valeur ajoutée des services marchands dans la valeur ajoutée marchande est passée de 55 % en 1975 à 72,4 % en 2015. La branche qui profite le plus de cette expansion en termes d'emplois est celle des services aux entreprises. En effet, les « activités scientifiques et techniques ; services administratifs et de soutien, » ont créé 2,7 millions d'emplois entre 1975 et 2015, soit une hausse de plus de 200 %, sous l'effet notamment du recentrage des entreprises industrielles sur leur cœur de métier. Le secteur des « activités informatiques et services d'information » a aussi connu une forte progression en termes d'embauches sur la même période, avec une hausse de plus de 300 % du nombre d'emplois.

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 2016, 1,6 % sous son dernier point haut de la mi-2007. À noter cependant que depuis 2011, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée marchande réaugmente légèrement, de 17,5 % en 2010 à 18,3 % en 2015.

1 Ce chiffre ne comprend pas les 248 000 intérimaires (sur les 558 000 recensés dans l'économie française) travaillant dans l'industrie en 2015 (soit 8,3 % de l'emploi industriel), ceux-ci étant comptabilisés dans les services marchands.

2 Pour plus de détails, voir Bruno Ducoudré, chapitre II.2.

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 [Cottet, 2010]. 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 vingt 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 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 continuent avec le gouvernement Balladur en 1993. Cette orientation est maintenue en 1995 après l'élection de Jacques Chirac. Au total, en 2014, les entreprises du secteur public employaient 795 000 salariés, soit 5 % de l'effectif salarié du secteur marchand contre près de 18 % en 1985. Les effectifs des entreprises publiques restent très concentrés dans les principales entités (La Poste, la SNCF, EDF et la RATP) et leurs filiales, représentant à elles seules environ 85 % 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.

Par ailleurs, 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 2015, la BPI présentait un encours de crédits et aides de 13,3 milliards, garantissait 8 milliards de prêts bancaires et a investi 1,8 milliard en capital dans les entreprises.

La compétitivité et l'attractivité de la France

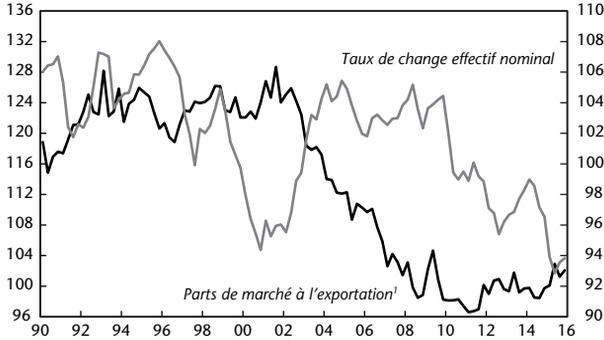
Mesurer la compétitivité et l'attractivité d'un pays n'est pas chose facile. Les résultats sont très différents d'une étude à l'autre. Pour ne citer que les études les plus médiatisées, mais très controversées, la France était classée 32^e dans le *World Competitiveness Overall Scoreboard* de l'Institut international de management de Lausanne en 2016 (le 1^{er} pays étant Hong Kong SAR) et au 22^e rang mondial d'après le *Global Competitiveness Report* du Forum économique mondial de Davos pour 2015-2016 (le 1^{er} pays étant la Suisse, les États-Unis étant 3^e et l'Allemagne 4^e). Et selon le baromètre 2016 de l'attractivité d'Ernst&Young, la France serait le 3^e pays d'Europe pour l'implantation des projets internationaux, assez loin derrière le Royaume-Uni et l'Allemagne.

Dans la plupart des études réalisées, les notions de compétitivité et d'attractivité sont mélangées. 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

Graphique 1. Taux de change effectif nominal et parts de marché¹

Indice base 100 en 2003

Indice base 100 en 2010



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

Sources : PIE, estimations OFCE.

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 réel de la France (valeur réelle par rapport à un panier de monnaies). Ensuite, l'engagement d'une politique de réduction des coûts de production par l'Allemagne. Cette politique menée depuis 2003, visant à améliorer sa compétitivité-prix grâce à la modération salariale et à la délocalisation des segments les moins productifs de sa chaîne de production, 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 adressée en provenance de l'Allemagne. Enfin, l'émergence des BRICS sur la scène internationale s'est faite au détriment des pays traditionnellement industriels comme les États-Unis, le Japon ou l'Europe.

Les premiers enseignements de l'impact de la crise sur le commerce extérieur indiquent que les pertes de parts de marché depuis 2008 sont le fait de la compétitivité hors prix, alors que sur la période 2000-2007, c'est la compétitivité-prix qui les expliquerait [Bas *et al.*, 2015]. La dégradation des marges des entreprises à partir de 2008, en pénalisant les investissements en innovation et en affaiblissant la montée en gamme des produits français, a certainement participé à la perte de compétitivité hors-coût de la France sur cette période. Pour tenter d'y remédier, le gouvernement Ayrault (mai 2012-mars 2014) a sanctuarisé le crédit d'impôt recherche (CIR) et mis en place le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) équivalant à une baisse de 2,6 % du coût du travail dans le secteur marchand [Plane, 2012]. L'effort en faveur des entreprises a été accentué par la mise en place du Pacte de responsabilité, annoncé par le président de la République en janvier 2014, et par la prime à l'embauche pour les PME. Du côté de la fiscalité, 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 et la baisse du taux normal à 32 % en 2017, puis 28 % à l'horizon 2020³.

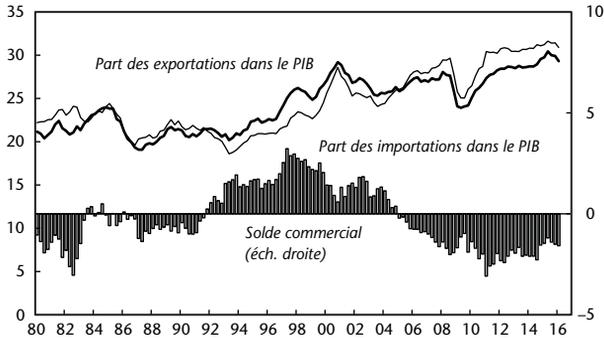
Grâce à la dépréciation de l'euro [Ducoudré et Heyer, 2014] et aux premiers effets de la politique en faveur de l'offre, les parts de marché se redressent progressivement à partir de 2014. Si une partie du CICE a pu être utilisée pour verser des salaires [Ducoudré *et al.*, 2015], il n'en reste pas moins que les simulations macroéconomiques montrent que le CICE et le Pacte de responsabilité devraient contribuer positivement au redressement de la balance commerciale [Ducoudré *et al.*, 2016].

Depuis la fin des années 1960, l'économie française s'est ouverte sur l'extérieur. La part des exportations s'est accrue de

3 Voir Mathieu Plane, chapitre II.1.

Graphique 2. Ouverture de l'économie française

En % du PIB, valeur



Source : INSEE, comptes nationaux.

13 % du PIB en 1967 à environ 20 % à la fin des années 1970, pour s'élever à plus de 25 % depuis 1997 et culminer à 30 % en 2015 (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, la balance commerciale est redevenue négative en 2004, d'abord sous l'influence des pertes de compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne, mais aussi sous l'effet d'une spécialisation géographique qui a joué au détriment des exportations. Le gros des exportations françaises s'effectue vers l'Union européenne, 57 % du total, peu vers les États-Unis (7 %) ou le bloc Brésil-Russie-Inde (3 %). La présence française dans les pays à croissance rapide, pays du Sud-Est asiatique et surtout Chine, demeure faible (moins de 7 % à destination de la Chine). De ce fait, la France a peu profité de la forte croissance de ces zones de 2003 à 2007 et a de plus subi la crise particulièrement marquée

dans la zone euro à partir de 2008. Cette répartition géographique défavorable, associée à l'appréciation de l'euro et aux pertes de compétitivité hors-prix depuis le début de la crise, à la politique menée outre-Rhin depuis 2002, aux stratégies de désinflation compétitive conduites dans de nombreux pays de la zone euro à partir de 2010, a fini par avoir raison de l'excédent. Depuis 2004, la France affiche un déficit commercial qui s'est creusé jusqu'en 2011. Depuis lors, le déficit s'est réduit de près de moitié (de 2,6 points de PIB en 2011 à 1,4 en 2015) sous l'effet conjugué de la baisse des prix de l'énergie et de la légère amélioration des parts de marché. Enfin, selon la Banque de France, le déficit courant de la France est revenu en 2015 à un niveau proche de l'équilibre, à 4,3 milliards (0,2 point de PIB). Une part de l'amélioration de la balance courante s'explique par l'excédent des revenus en 2015 (11 milliards), notamment sous l'effet de la progression des dividendes reçus de l'étranger. Cette évolution est étroitement associée à l'internationalisation *via* les implantations des entreprises à l'étranger. 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 [Gaulier, 2012]. La France est le premier pays européen pour l'emploi dans les filiales à l'étranger avec 5,3 millions de salariés en 2011, devant l'Allemagne et le Royaume-Uni [Boccarda et Picard, 2015].

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 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 le 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 IDE apporte un diagnostic différent. En effet, la France accueille sur

son sol le 7^e stock mondial d'IDE entrants (729 milliards de dollars à la fin 2014 selon la CNUCED), derrière les États-Unis, la Chine et le Royaume-Uni. En 2015, les entrées d'IDE en France ont très fortement progressé, à 40 milliards d'euros (après 11 milliards d'euros en 2014), atteignant leur niveau le plus élevé depuis 2008. Et selon les données de *fDi Markets* pour 2015, la France est au 2^e rang européen, derrière le Royaume-Uni, pour les investissements étrangers créateurs d'emplois. Les pays de l'Union européenne restent les premiers investisseurs en France avec 60 % de l'ensemble des décisions d'investissement, devant l'Amérique du Nord, 22 %, et l'Asie, 13 %.

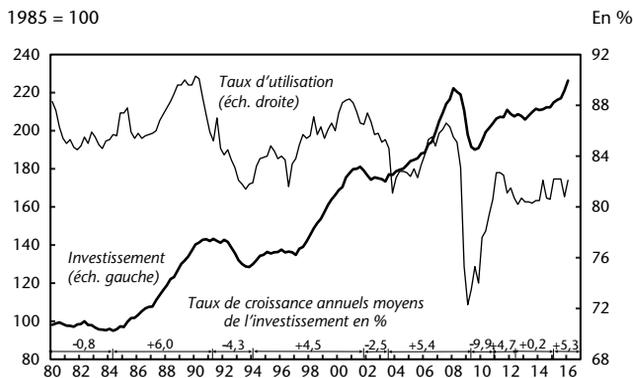
Si ces statistiques donnent une image relativement positive de l'attractivité de la France, les indices de compétitivité, mêlant données quantitatives et enquêtes qualitatives, sont plus pessimistes. Les investisseurs sondés reprochent généralement à la France une fiscalité trop lourde et un coût du travail trop élevé ainsi qu'un manque de stabilité et de clarté dans l'environnement législatif et administratif.

Une autre façon de mesurer l'attractivité de la France pour les investisseurs étrangers est de regarder la part des entreprises étrangères sur le territoire. La France accueille plus de 20 000 entreprises étrangères, représentant 12,2 % de l'emploi domestique en France, soit près de 2 millions de salariés. Selon l'INSEE, les entreprises étrangères contribuent à hauteur de 19 % au chiffre d'affaires de l'économie nationale, assurent 32 % des exportations faites depuis la France et 28 % des dépenses de R&D. Selon la Banque de France, 45 % du capital des entreprises cotées au CAC 40 en 2014 était détenu par des capitaux étrangers, et le taux de détention par les non-résidents de l'ensemble des actions cotées représentait 40 %.

Des cycles d'investissement marqués

L'investissement des entreprises a subi de violentes secousses depuis son dernier pic de 2008 : une baisse de près de 15 %, 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 deux tiers du terrain perdu depuis son sommet. Depuis lors, les politiques d'austérité conduites en France et en Europe ont interrompu la

Graphique 3. Investissement des entreprises en volume



Source : INSEE, comptes nationaux.

reprise et l'investissement s'est à nouveau retourné, avant d'amorcer une reprise au cours de l'année 2015. L'évolution de l'investissement observée durant ces huit 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 des différentes phases de croissance (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 capacités de production accompagne la croissance (contraction) de l'investissement.

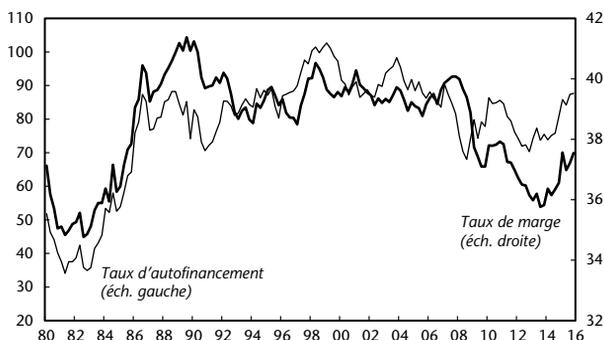
Avec un rythme annualisé de - 12 %, la chute de l'investissement lors de la récession de 2009 apparaît comme la plus violente depuis la Seconde Guerre mondiale. Le taux d'utilisation des capacités de production est également sorti de toute norme historique en 2008-2009, ce qui témoignait d'un niveau 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 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, qui s'est matérialisée à nouveau par le creusement de l'*output gap*, a renvoyé le taux d'utilisation à la baisse, stoppant net le réamorçage de l'investissement après la récession.

L'investissement dépend aussi de contraintes financières. Le taux d'endettement des entreprises (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'un rationnement des financements extérieurs (*credit crunch*) peut conduire à une situation de blocage de l'investissement 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

Graphique 4. Taux d'autofinancement¹ et taux de marge² 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.

massivement orienté leur activité vers les segments du marché jugés les moins risqués, privilégiant les obligations publiques au détriment des activités productives privées. En réponse à la chute des carnets de commandes, 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 a participé au 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 profitabilité⁴ 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

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

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 ressources au désendettement ou à l'achat d'obligations. L'investissement est en général 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, portés par le 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 hausse des taux réels a contraint les entreprises à se désendetter par la compression de leurs dépenses. Elle a aussi entamé la profitabilité du capital 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 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 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 un bas niveau, la forte baisse de la rentabilité du capital a entraîné une diminution de la profitabilité du capital. Sous-utilisation des équipements, taux d'endettement proche des records historiques, faiblesse du taux d'autofinancement, profitabilité entamée par la crise, faiblesse de l'activité, aucun des déterminants de l'investissement n'était jusqu'à présent favorablement orienté. Mais, au cours de l'année 2015, le contexte macroéconomique a évolué, créant un climat propice à une reprise de l'investissement : net redressement des marges des entreprises, coût du capital historiquement faible, accélération de la croissance soutenue par la baisse des prix du pétrole, la dépréciation de l'euro et la moindre consolidation budgétaire en France et dans la zone euro [Département Analyse et Prévision, 2016]. La hausse de 5,1 % de l'investissement en glissement annuel, sou-

tenue aussi par la mesure fiscale de suramortissement pour l'investissement en biens industriels, semble bien être le signe d'un changement probable de la trajectoire de l'investissement.

Repères bibliographiques

BAS M. *et al.*, « À la recherche des parts de marché perdues », *Notes du CAE*, n° 23, mai 2015.

BOCCARA F. et PICARD T., « Commerce extérieur et implantation des firmes multinationales : des profils différents selon les pays », *INSEE Première*, n° 1558, juin 2015.

COTTET V., « Depuis trente ans, les grandes entreprises concentrent de plus en plus d'emplois », *INSEE Première*, n° 1289, avril 2010.

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

DÉPARTEMENT ANALYSE ET PRÉVISION, « France : des marges de croissance », *Revue de l'OFCE*, n° 146, 2016.

DUCOUDRÉ B. et HEYER É., « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE*, n° 136, 2014.

DUCOUDRÉ B., HEYER É. et PLANE M., « Que nous apprennent les données macro-sectorielles sur les premiers effets du CICE ? », *Document de travail de l'OFCE*, n° 2015-29, décembre 2015.

DUCOUDRÉ B., HEYER É. et PLANE M., « CICE et Pacte de responsabilité : une évaluation selon la position dans le cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 146, 2016.

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

PLANE M., « Évaluation de l'impact économique du CICE », *Revue de l'OFCE*, n° 126, 2012.