

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 déficit. Au tournant de 2010, les parts de marché de la France ont stoppé leur chute mais ne marquent pas de nette amélioration depuis malgré, à partir de

2014, la dépréciation 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. Depuis 2015, le taux d'investissement des entreprises s'est nettement redressé en France sous l'effet de l'amélioration des perspectives d'activité, de la hausse de leurs taux de marge et des conditions de financement favorables et atteint désormais un niveau supérieur au pic de début 2008, avant la crise financière. Cette augmentation est tirée par les investissements en services, en particulier les logiciels, les bases de données et la R&D.

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 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, la valeur ajoutée de l'industrie croît à un rythme moyen de 1,3 % par an, bien moins vite que celle des services marchands sur la même période (2,4 %). Entre 1980 et 2018, la part de l'industrie dans la valeur

ajoutée marchande a diminué de 12,2 points, atteignant 17,3 % en 2018. Dans le même temps, l'industrie a détruit près de 2,2 millions d'emplois, réduisant ses effectifs de 43 %. La part de l'emploi industriel dans l'emploi marchand est passée de près de 29,2 % en 1980 à 14,6 % en 2018¹. 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) ont été externalisés 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, phénomène commun à tous les pays qui ont des niveaux de vie élevés.

La part de la valeur ajoutée des services marchands dans la valeur ajoutée marchande est passée de 56,3 % en 1980 à 73,2 % en 2018. 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 plus de 2,8 millions d'emplois entre 1980 et 2018, soit une hausse de 181 %, 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 très forte progression en termes d'embauches sur la même période, avec une hausse de 290 % 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, perdant près de 10 % de sa valeur ajoutée au cours des années 2008-2009. Malgré un rebond en 2010 et en 2011 (respectivement 1,9 % et 2,8 %), la valeur ajoutée industrielle était, au premier trimestre 2019, tout juste revenue à son niveau d'avant crise alors que le PIB est de

1 Ce chiffre ne comprend pas les 311 200 intérimaires (sur les 800 700 recensés dans l'économie française) travaillant dans l'industrie en 2018 (soit 10,8 % de l'emploi industriel), ceux-ci étant comptabilisés dans les services marchands.

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

près de 10 % au-dessus de son niveau de la mi-2007. À noter cependant que, de la mi-2016 à début 2019, l'industrie (y compris intérimaires) a recréé des emplois (+ 43 000), ce qui n'était pas arrivé depuis le début des années 2000.

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. En 2016, les entreprises du secteur public employaient 778 000 salariés, et ce chiffre est relativement stable depuis dix ans. Cela représente 4,9 % de l'effectif salarié marchand contre près de 20 % en 1985. Les effectifs des entreprises publiques restent très concentrés dans les principales entités (La Poste, la SNCF, EDF, RATP et Aéroports de Paris) et leurs filiales, représentant à elles seules plus de 85 % des effectifs contrôlés par l'État. Avec Aéroports de Paris et La

Française des jeux, une nouvelle vague de privatisations est désormais à l'ordre du jour pour un montant qui devrait avoisiner les 10 milliards d'euros.

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 2018, la BPI présentait un encours de crédits et aides de 19 milliards pour les entreprises et 2 milliards de fonds propres mobilisés pour l'investissement au capital de 247 entreprises et dans 50 fonds.

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 controversées et contradictoire dans les résultats, la France était classée 31^e (perdant 3 places par rapport à 2018) dans le *World Competitiveness Ranking* de l'Institut international de management de Lausanne en 2019 (les premiers pays étant Singapour, Hong Kong SAR et les États-Unis) et au 17^e rang mondial (gagnant une place) d'après le *Global Competitiveness Report* du Forum économique mondial de Davos pour 2018 (les premiers pays étant les États-Unis, Singapour et l'Allemagne). Et, selon le cabinet AT Kearney, la France est entrée pour la première fois en 2019 dans le top 5 des pays les plus attractifs de la planète, devant la Chine et le Japon, le premier pays étant les États-Unis. Enfin, selon le baromètre 2019 de l'attractivité d'Ernst & Young, la France est le deuxième pays d'Europe en termes de projets d'implantation, derrière le Royaume-Uni mais

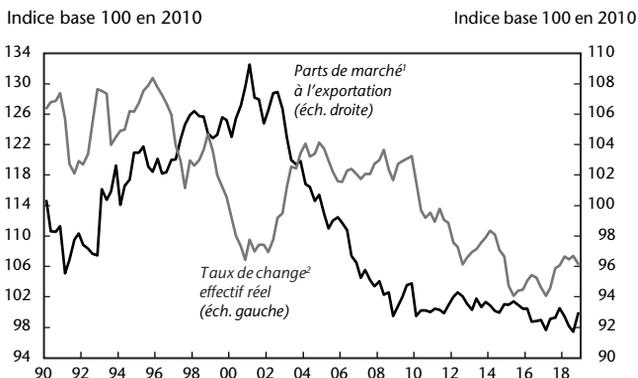
devant l'Allemagne, et ce pour la première fois depuis dix ans. La France serait même première en Europe pour les projets industriels et pour l'implantation de centres de R&D. Dans la plupart des études réalisées, les notions de compétitivité et d'attractivité sont mélangées. Il est cependant nécessaire 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 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 plusieurs raisons. 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. À cela s'ajoutent, depuis la crise, les politiques de désinflation salariale menées dans les pays du sud de la zone euro, qui ont pesé sur la compétitivité de la France. Enfin, l'émergence des BRICS (Brésil,

Graphique 1. Parts de marché et taux de change effectif réel



1. Rapport des exportations françaises à la demande adressée à la France en volume.
2. Une hausse du taux de change réel correspond à une appréciation (et inversement).

Sources : OCDE ; PIE ; estimations OFCE.

Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) sur la scène internationale et l'entrée de la Chine à l'OMC en 2001 se sont faites 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 de la France sur la période 2000-2007 seraient dues à la compétitivité-prix, et celles depuis 2008, bien que moindres, sont le fait de la compétitivité hors prix [Bas *et al.*, 2015]. La dégradation des marges des exportateurs, afin de limiter les pertes de compétitivité-prix en raison de la forte dégradation de la compétitivité-coût, a pu pénaliser les investissements en innovation et affaiblir la montée en gamme des produits français, participant certainement à la perte de compétitivité-hors coût. Pour tenter d'y remédier, sous la présidence de F. Hollande, le gouvernement a sanctuarisé le crédit d'impôt recherche (CIR) et mis en place, à partir de 2013, 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. L'effort en faveur des entreprises a été accentué en 2015 par la mise en place du pacte de responsabilité,

réduisant les cotisations sociales jusqu'à 3,5 Smic, la suppression partielle d'impôts sur la production, à travers la C3S, et l'amorçage de la baisse de l'impôt sur les sociétés (IS). Et sous la présidence de E. Macron, le CICE a été transformé en 2019 en baisse de 6 points de cotisations patronales et les cotisations patronales restantes au niveau du Smic sont supprimées à partir du 1^{er} octobre 2019. De plus, Emmanuel Macron a annoncé que le taux d'IS serait abaissé à 25 % (contre 28 % actuellement pour les 500 000 premiers euros de bénéfices et 31 % au-delà) d'ici la fin du quinquennat.

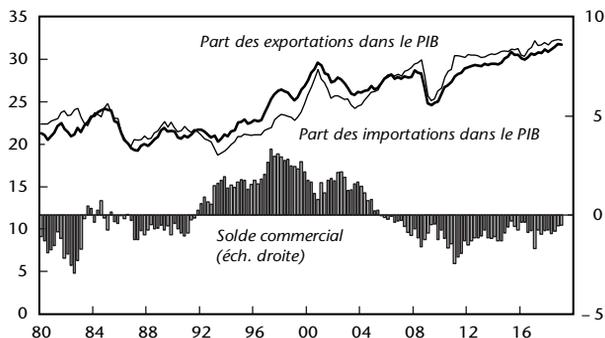
Cependant, malgré l'amélioration de la compétitivité-coût de la France au tournant de 2010, qui s'est nettement accélérée depuis 2014 avec la mise en place des mesures d'offre et la dépréciation de l'euro, les gains de parts de marché ne se sont pas matérialisés. Dans un mouvement symétrique à la période 2000-2007, les exportateurs français privilégient depuis 2014 le redressement de leurs marges à l'amélioration de la compétitivité-prix, limitant les effets positifs sur les parts de marché à court terme.

Depuis la fin des années 1960, l'économie française s'est ouverte sur l'extérieur. La part des exportations est passée de moins de 14 % en moyenne dans les années 1960 à environ 20 % à la fin des années 1970, pour s'élever à plus de 25 % depuis 1997, et culmine actuellement à 31 % (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 2005, signe que les entreprises ont pu s'insérer à leur avantage dans le mouvement de mondialisation.

Cependant, la balance commerciale est redevenue négative en 2006, 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'effectuent vers l'Union européenne, près de 60 % du total, peu vers les États-Unis (8 %) 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 5 % à destination de la Chine). De ce

Graphique 2. Ouverture de l'économie française

En % du PIB, valeur



Source : Insee, comptes nationaux.

fait, la France a peu profité de la forte croissance de ces zones et a de plus subi la crise particulièrement marquée dans la zone euro à partir de 2008. Depuis 2006, la France affiche un déficit commercial (en biens et services) qui s'est creusé jusqu'en 2011 où il a atteint un point bas avec un déficit de 40 milliards d'euros (2 % du PIB), et qui s'est quelque peu réduit depuis, sous l'effet principalement de la baisse des prix du pétrole et de l'amélioration de la balance des services. Il a atteint 18 milliards d'euros en 2018 (0,8 % du PIB), dont 31 milliards sont dus au déficit du secteur énergie lié aux importations d'hydrocarbures. La balance courante, bien que déficitaire, se situe à un niveau inférieur (- 8 milliards, soit -0,3 point de PIB) en raison des excédents dégagés par la balance des services (+ 1,2 % du PIB), notamment liés au tourisme (+ 0,7 % du PIB), et une balance des revenus positive (+ 0,4 point), tirée par les revenus de l'investissement (+ 1,3 point de PIB). L'excédent structurel de la balance des revenus de la France est étroitement associé 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 devant l'Allemagne et le Royaume-Uni [Boccard et Picard, 2015]. En 2016, selon l'Insee, les firmes multinationales françaises (hors secteur bancaire et services non marchands) contrôlent 45 200 filiales à l'étranger dans plus de 190 pays. Les filiales à l'étranger emploient 5,8 millions de salariés, ce qui représente 55 % des effectifs des firmes dont elles font partie.

Et le stock d'investissements directs français à l'étranger, estimé à 1 210 milliards d'euros fin 2017 (52,7 % du PIB), a quasiment doublé depuis fin 2006 (environ 625 milliards), les terres d'accueil restant majoritairement la zone euro et l'Amérique du Nord, même si la part de l'Europe a diminué au profit des autres zones géographiques (Asie, Afrique, Amérique latine et Caraïbes). 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 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 la plupart des indicateurs d'attractivité placent la France relativement loin du groupe de tête, l'analyse des IDE apporte un diagnostic différent. En effet, selon le Rapport de la CNUCED de 2018, la France était le 7^e pays en termes d'accueil de flux d'IDE et le 2^e d'Europe derrière les Pays-Bas. À noter cependant que, si les stocks d'investissements directs étrangers en France ont progressé depuis 2006, cela a été de façon moins marquée que, les investissements français à l'étranger. Fin 2017, ils représentaient 729 milliards d'euros (31,8 % du PIB), concentrés principalement dans trois secteurs : l'industrie manufacturière, les activités financières et d'assurance et les activités immobilières. Enfin, les pays de la zone euro avec le Royaume-Uni sont les premiers investisseurs en France, possédant 71 % de l'ensemble du stock d'IDE en

France, devant les États-Unis (9 %) et la Suisse (10 %). À noter, que la Chine ne possède que 0,2 % du stock d'IDE en France.

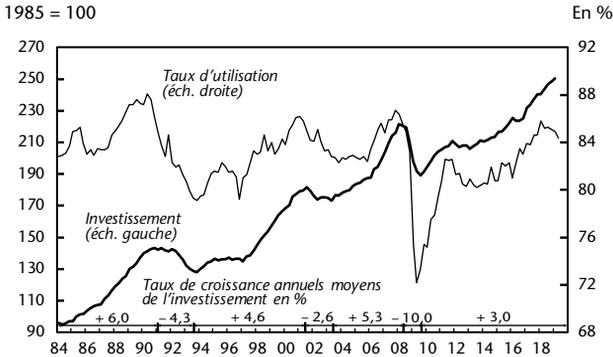
Si ces statistiques donnent une image relativement positive de l'attractivité de la France, les indices de compétitivité, mêlant données quantitatives et enquêtes qualitatives, sont plus pessimistes. Les investisseurs sondés reprochent généralement à la France une fiscalité trop lourde ainsi qu'un manque 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. En 2016, selon l'Insee, 28 600 entreprises en France sont sous le contrôle de firmes multinationales étrangères. Elles emploient 1,8 million de salariés, ce qui représente 11 % des effectifs du secteur marchand en France, et réalisent 16 % de la valeur ajoutée sur le territoire national, dont 23 % uniquement pour la valeur ajoutée du secteur industriel. En revanche, si elles investissent moins que les firmes françaises, elles dépensent davantage en R&D. Selon la Banque de France, 43 % du capital des entreprises cotées au CAC 40 en 2017 était détenu par des capitaux étrangers, en légère baisse depuis 2013 où un pic avait été atteint (48 %).

Des cycles d'investissement marqués

L'investissement des entreprises a subi de violentes secousses depuis son dernier pic de 2008 : une baisse 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 jusqu'à fin 2011, qui a permis à l'investissement de regagner deux tiers du terrain perdu depuis son sommet. Les politiques d'austérité conduites en France et en Europe ont interrompu la reprise, et l'investissement s'est à nouveau retourné, avant d'amorcer une reprise au début de 2013, qui s'est nettement accélérée à partir de 2015, ce dernier augmentant de 17 % depuis la fin 2014. Près de la moitié du redressement de l'investissement est attribuable à l'investissement en information-communication qui a crû de 36 % sur la même période, soit un rythme supérieur à ce qui a pu être observé à la fin des années 1990-début 2000 au moment de la bulle des technologies de l'information et de la communication (TIC). Sur ce point, il est

Graphique 3. Investissement des entreprises en volume



Source : Insee, comptes nationaux.

intéressant de noter que les entreprises industrielles françaises investissent beaucoup plus dans les actifs immatériels (logiciels, bases de données, R&D...) que leurs homologues européennes, relativement à leur valeur ajoutée [Guillou *et al.*, 2018].

Ainsi, au début de l'année 2019, le taux d'investissement des entreprises avait effacé les effets de la crise, atteignant un plus haut historique de 13,2 points de PIB, soit 0,4 point de plus que le pic précédent début 2008.

L'évolution de l'investissement observée durant ces dix 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.

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, qui s'est reproduite en 2008.

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, 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 rentabilité³ 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 avantagement affecter ses ressources au désendettement ou à l'achat d'actifs financiers. L'investissement est en général peu dynamique dans les périodes où les taux d'intérêt réels sont élevés, synonyme d'une rentabilité du capital 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 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.

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 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 rentabilité 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.

3 La rentabilité du capital s'exprime comme la rentabilité du capital diminuée du taux d'intérêt nominal à dix ans.

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 hausse de ces trente dernières années. En faisant jouer le levier de l'endettement au détriment du taux d'autofinancement, 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 sa profitabilité. 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 :

redressement des marges des entreprises, coût du capital historiquement faible, accélération de la croissance soutenue par la baisse des prix du pétrole, par la dépréciation de l'euro et par la moindre consolidation budgétaire en France et dans la zone euro. L'augmentation de l'investissement au rythme de 3,7 % l'an depuis 2015 indique que la France est clairement dans un cycle de reprise, particulièrement marqué par une hausse de l'endettement des entreprises (72,6 % du PIB fin 2018 selon la Banque de France, soit près de 20 points de PIB de plus que fin 2007). En revanche, cet endettement s'est accompagné d'une forte hausse des détentions de liquidités, phénomène spécifique à la France et qui concerne plus particulièrement les grandes entreprises du secteur manufacturier. Net des liquidités et plus largement des actifs détenus, le taux d'endettement apparaît ainsi relativement contenu au sein des entreprises françaises [Khder et Rousset, 2017].

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, 2015.

COTTET V., « Depuis 30 ans, les grandes entreprises concentrent de plus en plus d'emplois », *Insee Première*, n° 1289, 2010.

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

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.

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

GUILLOU S., MINI C. et LALLEMENT L., *L'investissement des entreprises françaises est-il efficace ?*, La Fabrique de l'industrie, Paris, 2018.

KHDER M.B. et ROUSSET C., « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises ? », *Insee, Note de conjoncture*, décembre 2017.