

4. 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 que sur 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, des politiques fiscales de soutien aux entreprises (CICE, Pacte de responsabilité...), la mise en place de réformes structurelles, notamment sur le marché du travail, et une forte reprise de l'investissement. En effet, 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. Or l'investissement est l'un des ressorts de la modernisation de l'appareil productif qui, d'un côté, accroît les capacités de production et, de l'autre, véhicule le progrès technique.

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 2019, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée marchande a diminué de 12,2 points, atteignant 17,3 % en 2019. 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 14,4 % en 2019¹. 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 % en 2019. 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 3 millions d'emplois de 1980 à 2019, soit une hausse de près de 200 % et les « activités informatiques et services d'information » ont aussi connu une très forte progression des 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, très exposée aux fluctuations du commerce mondial. Elle a connu sa pire chute d'activité depuis la Seconde Guerre mondiale, perdant près de 10 % de sa valeur ajoutée durant la récession. Malgré un rebond en 2010 et en 2011, la valeur ajoutée industrielle était fin 2019 encore 1,8 % en dessous de son niveau d'avant crise de la mi-2007 alors que le PIB lui était supérieur de près de 12 %. La crise de la Covid-19 va laisser des traces profondes sur le tissu productif : l'industrie a perdu un tiers de son activité pendant le confinement, dont plus de 80 % pour l'industrie des matériels de transport, et dans les services, les activités liées au tourisme et à l'hébergement-restauration ont perdu de l'ordre de 90 %. De par sa spécialisation sectorielle, la France est très exposée à la crise actuelle avec probablement des pertes irréversibles à attendre. En revanche, un mouvement de relocalisation d'activités pourrait être bénéfique à l'industrie hexagonale.

1 Ce chiffre ne comprend pas les 290 600 intérimaires (sur les 791 900 recensés dans l'économie française) travaillant dans l'industrie en 2019 (soit 10 % de l'emploi industriel), ceux-ci étant comptabilisés dans les services marchands.

2 Pour plus de détails, voir chapitre 3.

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 absorbant 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 la sidérurgie, l'armement, la chimie et 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 2017, les entreprises du secteur public employaient 767 000 salariés, chiffre relativement stable depuis dix ans, soit 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, SNCF, EDF, RATP et Aéroports de Paris) et leurs filiales, soit plus de 85 % des effectifs contrôlés par l'État.

En novembre 2019, l'entrée en Bourse de la Française des jeux a été la première grande privatisation du quinquennat d'Emmanuel Macron. Elle a rapporté 1,8 milliards à l'État et a été rendue possible par la loi Pacte. Cette dernière concerne aussi le Groupe ADP (ex-Aéroports de Paris) mais la privatisation a été reportée en raison de la crise de la Covid-19.

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 des secteurs dits « stratégiques ». La société de prise 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. 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...). Avec la crise de la Covid-19, pour éviter l'effondrement de l'économie, l'État intervient pour faciliter le refinancement des entreprises, que ce soit à travers d'un dispositif de garantie pour les prêts aux entreprises (à hauteur de 90 % dans la limite de 315 milliards d'euros) ou d'un outil doté de 20 milliards pour intervenir directement dans les entreprises en difficulté.

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 contradictoires dans les résultats, la France était classée 32^e (perdant une place par rapport à 2019) dans le *World Competitiveness Ranking* de l'Institut international de management de Lausanne en 2020 (les premiers pays étant Singapour, le Danemark et la Suisse) et au 15^e rang mondial (gagnant deux places) d'après le *Global Competitiveness Report* du Forum économique mondial de Davos pour 2019 (les premiers pays étant Singapour, les États-Unis et Hong-Kong SAR). Et, selon le cabinet AT Kearney, la France est rentrée pour la première fois en 2019 dans le top 5 des pays les plus attractif, devant la Chine et le Japon, le premier étant les États-Unis. Enfin, selon le baromètre 2020 de l'attractivité d'Ernst & Young, la France est arrivée en tête des pays européens pour les implantations et devance pour la première fois le Royaume-Uni et l'Allemagne. La France serait également première en Europe pour les projets industriels et pour l'implantation de centres de R&D. Dans la plupart des études, les notions de compétitivité et d'attractivité sont mélangées. Il est cependant nécessaire de les

distinguer. 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 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.

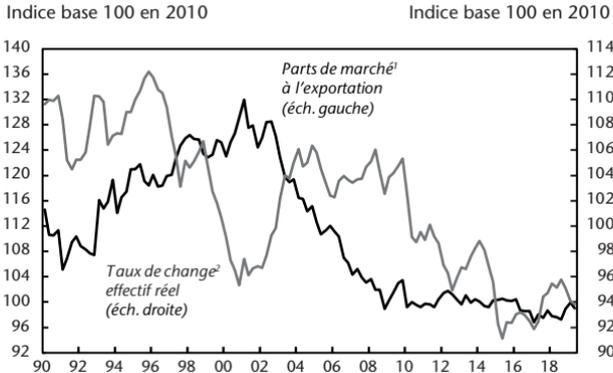
La première approche axée sur les résultats est une approche *ex post* de la compétitivité. L'indicateur le plus pertinent est les parts de marché des exportations dans le commerce mondial et le PIB par tête en parité de pouvoir d'achat. La seconde approche (compétitivité *ex ante*), qui s'intéresse aux déterminants internes de la croissance, regroupe des éléments touchant à l'attractivité (que l'on développera ci-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. En maîtrisant mieux ses coûts salariaux que l'Allemagne ou les pays anglo-saxons, la France avait 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, fondée sur la modération salariale et 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'ajoute, 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, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) et de nombreux pays asiatiques sur la scène internationale s'est faite au détriment des pays traditionnellement industriels.

Les premiers enseignements de ces changements 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, seraient le fait de la compétitivité hors

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



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

2. Une hausse du taux de change réel correspond à une appréciation (et inversement).

Sources : OCDE, PIE, estimations OFCE.

prix [Bas *et al.*, 2015]. La dégradation des marges des exportateurs, afin de limiter les pertes de compétitivité-prix, 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 d'E. Macron, le CICE a été transformé en 2019 en baisse de 6 points de cotisations patronales et les 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) 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 à partir de 2014 avec la mise en place des mesures d'offre et la dépréciation de l'euro, les pertes de parts de marché se sont stoppées mais sans s'inverser. 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.

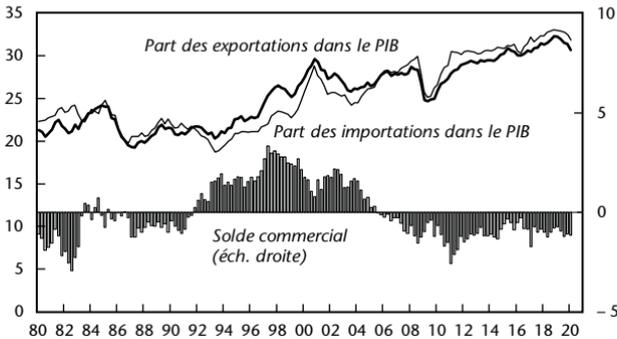
Depuis la fin des années 1960, l'économie française s'est ouverte sur l'extérieur. La part des exportations est passé de moins de 14 % en moyenne dans les années 1960 à environ 20 % à la fin des années 1970, pour s'élever à plus de 25 % depuis 1997, et culmine actuellement à 32 % (graphique 2).

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, avec notamment l'entrée de la Chine dans l'OMC. Le gros des exportations françaises s'effectue 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 % en Chine). De ce 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 24 milliards d'euros en 2019 (1 % du PIB), dont 29 milliards sont dus au déficit du secteur énergie lié aux importations d'hydrocarbures. La balance courante, bien que déficitaire,

Graphique 2. Ouverture de l'économie française

En % du PIB, valeur



Source : Insee, comptes nationaux.

se situe à un niveau inférieur (- 17 milliards, soit - 0,7 point de PIB) en raison des excédents dégagés par la balance des services (+ 0,9 % du PIB), notamment liés au tourisme (+ 0,5 % du PIB), et une balance des revenus positive (+ 0,4 point), tirée par les revenus de l'investissement (+ 1,2 point de PIB). La crise de la Covid-19 pourrait peser sur la balance courante de la France en raison de sa spécialisation dans le secteur du tourisme et du transport aérien et de la baisse attendue des revenus issus des investissements réalisés à l'étranger.

L'excédent structurel de la balance des revenus 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 [Boccarda et Picard, 2015]. En 2016, selon l'Insee, les 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, soit 55 % des effectifs des firmes dont elles font partie. D'ailleurs, le stock d'investissements directs français à

l'étranger, estimé à 1 317 milliards d'euros fin 2018 (55,8 % du PIB), a doublé depuis fin 2006, les terres d'accueil restant majoritairement la zone euro et l'Amérique du Nord, même si la part de la zone euro a diminué au profit des autres zones (Asie, Afrique, Amérique latine et Caraïbes).

L'approche *ex ante* de la compétitivité s'intéresse à l'attractivité. Selon la DG Trésor, 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 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, 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 2019, la France était le 12^e pays au monde en termes d'accueil d'IDE et le 3^e de la zone euro derrière les Pays-Bas et l'Espagne, mais devant l'Allemagne et l'Italie. À noter cependant que si les stocks d'investissements directs étrangers en France ont progressé depuis 2006, c'est de façon moins marquée que les investissements français à l'étranger. Fin 2018, ces derniers représentaient 721 milliards d'euros (30,5 % du PIB), concentrés principalement dans trois secteurs : l'industrie manufacturière, les activités financières et d'assurance et les activités immobilières. Enfin, l'Europe avec le Royaume-Uni sont les premiers investisseurs en France, possédant 74 % de l'ensemble du stock d'IDE, devant les États-Unis (7 %) et la Suisse (11 %). À noter que la Chine ne possède que 0,5 % 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

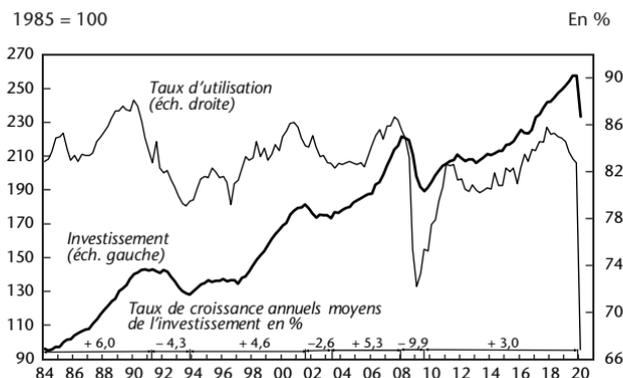
étrangères. Elles emploient 1,8 million de salariés, ce qui représente 11 % des effectifs du secteur marchand en France, et réalisent 16 % de la valeur ajoutée sur le territoire national, dont 23 % uniquement pour la valeur ajoutée du secteur industriel. En revanche, si elles investissent moins que les firmes françaises, elles dépensent davantage en R&D. Selon la Banque de France, 42 % en capital des entreprises cotées au CAC 40 en 2018 étaient détenus 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 précédent 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 de 2008. 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 21 % 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 42 % 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 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, à la fin de l'année 2019, le taux d'investissement des entreprises avait effacé les effets de la crise, atteignant un plus haut historique de 13,5 points de PIB, soit 0,6 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 entre-

Graphique 3. Investissement des entreprises en volume



Source : Insee, comptes nationaux.

prises 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 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 des capacités. À court terme, les entreprises ajustent 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

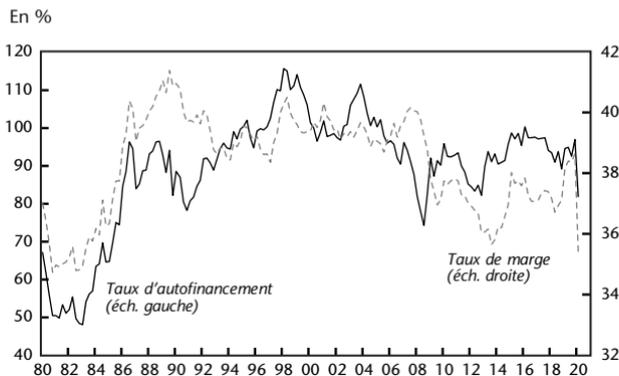
soutenir des projets que si le niveau d'endettement leur paraît soutenable et que la capacité à rembourser les prêts, à payer les intérêts et à dégager des profits est suffisante. L'épargne dégagée par l'entreprise peut lever la contrainte de l'endettement. Plus elle dégagera de profits, moins elle sera 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 (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, 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 profitabilité³ 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 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 éle-

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

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



1. Épargne rapportée à l'investissement.

2. Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée.

Sources : OCDE, PIE, estimations OFCE.

vés, synonyme d'une profitabilité 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 de la profitabilité des entreprises : la politique de rigueur menée à partir de 1983, à savoir 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 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 limiter la progression de la dette. La décennie 1990 s'est ouverte sur un ralentissement. L'endettement s'est rapidement accru et l'autofinancement s'est réduit. 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, incitant les entreprises à détourner leurs ressources de l'investissement 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 rentabilité 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, l'effondrement des valorisations dans les secteurs de la nouvelle économie a contraint les entreprises à provisionner des 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. La baisse ultérieure des taux a permis un redressement de la rentabilité du capital, à l'origine de la troisième vague de hausses de ces quarante 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 de 2008 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 étaient bas, la forte baisse de la rentabilité du capital a entraîné une diminution de sa rentabilité. Sous-utilisation des équipements, taux d'endettement proche des records historiques, faiblesse du

taux d'autofinancement, profitabilité entamée par la crise, aucun des déterminants de l'investissement n'était favorablement orienté après le choc de 2008/2009. 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, 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 indiquait que la France était en cycle de reprise.

La crise de la Covid-19 l'a brutalement interrompu, avec une chute de l'investissement de - 9,3 % au premier trimestre, plus forte baisse trimestrielle depuis quarante ans, équivalant quasiment au double du précédent record enregistré au premier trimestre 2009 (- 5,9 %). Les investissements en biens industriels et en construction ont enregistré les reculs les plus forts, - 14,5 % chacun, tandis que l'investissement en services affiche une baisse deux fois moindre, - 6,8 %, notamment en R&D moins sensible au choc économique. Une partie du choc est réversible, mais la destruction de capital productif risque de peser sur le potentiel de l'économie à moyen terme.

Repères bibliographiques

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

DUFOURÉ 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 est-il efficace ? », *La Fabrique de l'industrie*, 2018.

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