

6 / 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 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'emploi. 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 des politiques de désinflation compétitive menées initialement en Allemagne puis dans de nombreux pays européens, 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 le tournant vers une politique d'offre depuis 2013 (CICE, Pacte de responsabilité...), la dépréciation de l'euro et la mise en place de réformes structurelles, notamment sur le marché du travail. En revanche, depuis 2015, le taux d'investissement des entreprises s'est nettement redressé sous l'effet de l'amélioration des perspectives d'activité, de la

hausse de leur taux de marge et de conditions de financement favorables. Il a atteint un niveau supérieur au pic de début 2008, avant la crise financière, et a bien résisté en 2020 malgré la crise sanitaire. Cette augmentation est tirée par les investissements en services, en particulier les logiciels, les bases de données et la R&D. Début 2021, l'investissement en services a atteint un niveau historiquement élevé malgré une récession inédite, les entreprises ayant accéléré leur transformation numérique avec les mutations en cours sur l'organisation du travail et les nouveaux modes de consommation.

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. 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 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, comme dans l'automobile.

Entre 1980 et 2019, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée marchande a diminué de 12 points, atteignant 17 % 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 30 % en 1980 à 15 % en 2019¹. Outre les pertes entraînées par les délocalisations,

1 Ce chiffre ne comprend pas les 290 600 intérimaires (sur les 791 900 recensés dans

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 entreprises. Par ailleurs, en raison d'une intensité capitaliste plus élevée, les gains de productivité sont plus dynamiques dans l'industrie que dans les services, ce qui conduit à substituer l'emploi manufacturier par de l'emploi tertiaire. 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 élevés².

La part de la valeur ajoutée des services marchands dans la valeur ajoutée marchande est passée de 56 % 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. 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 %, sous l'effet 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 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, perdant près de 10 % de sa valeur ajoutée au cours des années 2008-2009. Malgré un vif rebond en 2010 et en 2011, la valeur ajoutée industrielle n'a retrouvé son niveau d'avant crise qu'en 2018 alors que le PIB était supérieur de 12 %. À noter cependant que, de début 2017 à fin 2019, l'industrie a recréé des emplois (+ 32 000), ce qui n'était pas arrivé depuis le début des années 2000. La crise de la Covid-19 a fortement impacté le tissu productif : la production manufacturière a chuté de près de 40 % au mois d'avril 2020, au

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 sur les raisons des pertes d'emplois industriels, voir chapitre 5, première partie.

moment du premier confinement, dont plus de 90 % pour l'industrie automobile. Et, dans le secteur des services, les activités liées au tourisme et à l'hébergement-restauration ont encaissé des pertes d'activité de l'ordre de 80 % et les activités culturelles de 90 %. Un an après le début de la crise sanitaire, la situation sectorielle est très hétérogène. Certains secteurs ont des niveaux d'activité supérieurs à ceux d'avant crise (information-communication, fabrication d'équipements électroniques et électriques, activités spécialisées, scientifiques et techniques...) alors que d'autres affichent encore des pertes comprises entre 30 % et 60 % (hébergement-restauration, transport aérien, fabrication de matériels de transport, arts, spectacles et activités récréatives...). À plus long terme, l'impact durable de la crise sur le tourisme international et l'émergence de nouveaux comportements de consommation, couplés à l'enjeu de relocalisation industrielle et à l'accélération de la transition énergétique, sont des éléments qui peuvent modifier en profondeur la composition sectorielle du tissu productif français.

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. Les privatisations continuent avec le gouvernement Balladur en 1993 et 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. 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, SNCF, EDF, RATP et Aéroports de Paris) et leurs filiales, représentant à elles seules plus de 85 % des effectifs contrôlés par l'État. Avec la Française des jeux, une nouvelle privatisation a été opérée par l'État fin 2019, engendrant

2 milliards d'euros, mais celle prévue d'Aéroports de Paris a été suspendue avec la crise sanitaire.

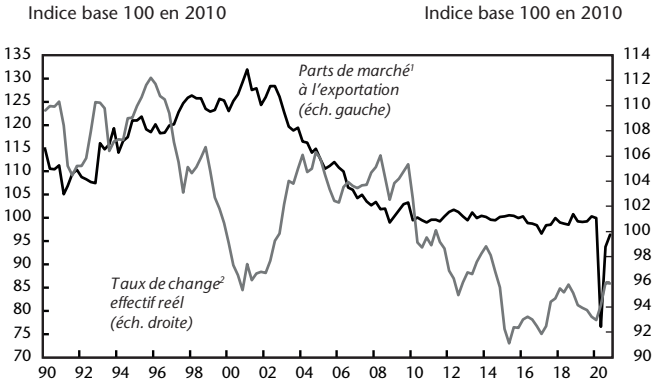
La compétitivité et l'attractivité de la France

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 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 attractifs de la planète, devant la Chine et le Japon, le premier pays étant les États-Unis. Enfin, selon le baromètre 2021 de l'attractivité d'Ernst&Young, la France est montée sur la plus haute marche du podium européen en termes de projets d'implantation et devance le Royaume-Uni et l'Allemagne pour la deuxième année de suite. Et 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 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. 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).

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.

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 trois raisons : d'abord, il y a 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) et, 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'ajoute, depuis la crise des dettes souveraines au début des années 2010, 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) sur la scène internationale et l'entrée de la Chine à l'OMC en 2001 s'est faite au détriment des pays traditionnellement industriels comme les États-Unis, le Japon ou l'Europe.

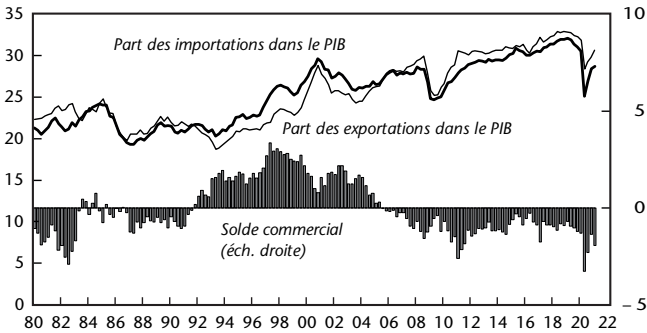
Les pertes de parts de marché de la France sur la période 2000-2007 seraient dues à la compétitivité-prix, et celles depuis 2008, bien que moindres, seraient le fait de la compétitivité hors prix [Bas *et al.*, 2015]. La dégradation des marges des exportateurs, afin de limiter les pertes de compétitivité-prix 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 François 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), puis le Pacte de responsabilité en 2015, soit plus de 30 milliards pour réduire le coût du travail. Et, sous la présidence d'Emmanuel 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 ont été supprimées. De plus, la baisse de l'IS a été amorcée depuis 2017 pour atteindre un taux de 25 % (contre 33 % initialement) en 2022, pour un coût total de 12 milliards. Enfin, le plan France Relance 2030 mis en place pour dynamiser la reprise de l'économie à la suite de la crise sanitaire contient un volet fiscal pour les entreprises, avec une baisse de 10 milliards par an des impôts sur la production.

Cependant, malgré l'amélioration de la compétitivité-coût de la France au tournant de 2010, qui s'est nettement accélérée depuis 2014 avec la montée en charge 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 [Dervaux et Plane, 2021].

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

Graphique 2. Ouverture de l'économie française

En % du PIB, valeur



Source : Insee, comptes nationaux.

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. Plus de la moitié des exportations françaises s'effectuent vers l'Union européenne (60 % si l'on inclut le Royaume-Uni), 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 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 qui s'est creusé jusqu'en 2011 où il a atteint un point bas avec un déficit de 65 milliards d'euros, et qui s'est quelque peu réduit depuis, sous l'effet principalement de la baisse des prix du pétrole. Il a atteint 46 milliards d'euros en 2019, dont 16 milliards sont dus au déficit du secteur énergie lié aux importations d'hydrocarbures. La balance courante, bien que déficitaire, se situait à un niveau inférieur en 2019 (- 16 milliards, soit - 0,7 point de PIB) en raison des excédents dégagés par la balance des services (21 milliards), en partie grâce au tourisme (11 milliards), et une balance des revenus positive (9 milliards), tirée par les revenus de l'investissement (29 milliards). Avec la crise de la Covid-19, la balance courante française s'est dégradée de 27 milliards (1,2 point de PIB) en 2020, notamment en raison de sa spécialisation sectorielle dans l'aéronautique et le tourisme. Le déficit de la balance en biens a fortement augmenté (16 milliards malgré une baisse de la facture énergétique de plus de 30 milliards) ainsi que celle en services (9 milliards) en raison des pertes liées au tourisme (7 milliards). En revanche, la balance des revenus de l'investissement n'a pas baissé, affichant un excédent de 29 milliards en 2020.

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 [Boccaro et Picard, 2015]. En 2018, selon l'Insee, les firmes multinationales françaises (hors secteur bancaire et services non marchands) contrôlent 45 500 filiales à l'étranger dans plus de 190 pays. Les filiales à l'étranger emploient 6,2 millions de salariés, ce qui représente 57 % des effectifs des firmes dont elles font partie. Et le stock d'investissements directs français à l'étranger, estimé à 1 364 milliards d'euros fin 2019 (56 % du PIB), a 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 à la fois des variables macroéconomiques et des enquêtes d'opinion, l'indicateur quantitatif le plus utilisé reste les flux de capitaux de long terme liés à l'activité opérationnelle des groupes, c'est-à-dire les IDE entrant dans le pays. Alors que 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 2020, la France était le 13^e pays au monde en termes d'accueil de flux d'IDE et le 3^e pays de l'Union européenne juste derrière l'Allemagne (mais assez loin des Pays-Bas qui attire de nombreux investissements financiers et d'assurance). 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 2019, ils représentaient 773 milliards d'euros (32 % du PIB), concentrés principalement dans deux secteurs : l'industrie et les activités financières et d'assurance. Les États-Unis sont le premier pays investisseur en France (selon la présentation dite « en investisseur ultime ») avec près de 20 % du total. Les montants des investissements en provenance de Suisse, du Royaume-Uni et d'Allemagne atteignent chacun un peu plus de 10 % du total. Plus de la moitié des IDE en France sont donc détenus par les résidents de quatre pays. À noter que la Chine (y compris Hong Kong) ne possède qu'à peine plus de 1 % 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.

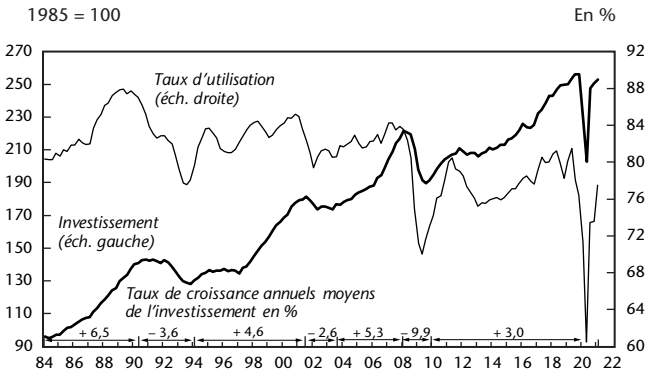
Une autre façon de mesurer l'attractivité de la France pour les investisseurs étrangers est de regarder la part des entreprises étrangères sur le territoire. En 2018, selon l'Insee, 14 000 entreprises en France sont sous le contrôle de firmes multinationales étrangères. Elles emploient 1,6 million de salariés, ce qui représente 13 % des effectifs du secteur marchand en France, et réalisent 17 % de la valeur ajoutée du territoire national. En revanche, si elles investissent moins que les firmes françaises, elles dépensent davantage en R&D. Selon la Banque de France, 41 % du capital des entreprises cotées au CAC 40 en 2019 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 la crise des *subprimes* de 2008 : une baisse de 15 % 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 20 % au cours de la période 2015-2019. Près de la moitié du redressement de l'investissement est attribuable à l'investissement en information-communication qui a crû de plus de 40 % 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 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 13,8 points de PIB, soit 0,6 point de plus que le pic précédent début 2008.

L'évolution de l'investissement observée depuis une grosse décennie a déjà eu des précédents. Elle s'inscrit dans une trajectoire habituellement marquée par des vagues récurrentes de

Graphique 3. Investissement des entreprises en volume



Source : Banque de France, Insee, comptes nationaux.

hausse et de baisse. 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.

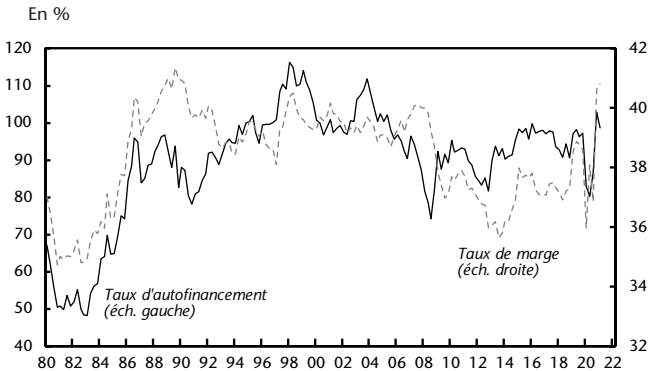
L'investissement dépend aussi de contraintes financières. Le taux d'endettement des entreprises (crédits hors actions rapportés à la valeur ajoutée) et surtout les ressources affectées à son remboursement, mesurées par le taux d'intérêt réel d'emprunt des entreprises, vont avoir un effet sur l'investissement à long terme. 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 financements extérieurs 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 ce qui s'est produit en 2008. Cette plus grande dépendance des entreprises vis-à-vis des financements extérieurs a accru la transmission des crises financières sur l'investissement, et donc sur l'économie réelle.

Le troisième déterminant 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 élevés, 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 notable de la profitabilité des entreprises : la politique de

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 : Insee, comptes nationaux.

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

L'accumulation des profits entre 1983 et 1985 a permis de financer la reprise de l'investissement à partir de 1985. La remontée des profits s'est poursuivie, portée par 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 est toutefois resté 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'importants 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 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 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 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 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 près de 4 % l'an depuis 2015 indiquait que la France était clairement dans un cycle de reprise.

La crise de la Covid-19 a brutalement interrompu ce mouvement, avec une chute de l'investissement de - 8 % en 2020, plombé par les matériels de transport (- 20 %), la construction (- 17 %) et les biens d'équipement (- 11 %). En revanche, l'investissement en information-communication a continué à croître en 2020 (+ 2 %). Par ailleurs, si le recul de l'investissement en 2020 est très élevé, il est inférieur à celui de 2009 (- 12 %) alors même que la chute d'activité en 2020 a été près de trois fois supérieure à celle de 2009. Ce phénomène traduit plusieurs éléments. Le premier est que les entreprises n'ont pas anticipé une chute durable de l'activité. Le deuxième est que les entreprises n'appartenant pas à des secteurs administrativement fermés se sont adaptées aux contraintes, à l'image des chaînes industrielles ou des chantiers du BTP ayant poursuivi leur activité pendant les deuxième et troisième confinements. Et troisièmement, la crise de la Covid-19 a conduit les entreprises à accélérer leur transformation numérique, ce que révèlent les chiffres d'investissement dans l'information-communication qui n'ont jamais été aussi élevés (+ 6 % au premier trimestre 2021 par rapport à la situation préCovid-19).

La forte hausse attendue de la demande, les mesures de soutien aux entreprises issues du plan de relance ainsi que la réalisation des projets gelés pendant les périodes de confinement vont soutenir la reprise de l'investissement. Ainsi, la destruction de capital pourrait être assez vite comblée dans le cas d'un redémarrage rapide de l'économie, ce qui limiterait les pertes de PIB potentiel. De plus, le développement des outils numériques et du télétravail pourrait avoir des conséquences positives sur la productivité et la croissance potentielles.

Repères bibliographiques

BAS M. *et al.*, « À la recherche des parts de marché perdues », *Note 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.
- DERVAUX H. et PLANE M., « Taux de marge et investissement du secteur exportateur : une analyse comparée entre la France et l'Allemagne », *Revue de l'OFCE*, n° 172, 2021.
- DUCOUDRÉ B. et HEYER E., « 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, août 2012.
- GUILLOU S., MINI C. et LALLEMENT L., « L'investissement des entreprises 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 ? », *Note de conjoncture*, Insee, décembre 2017.