

Investissement, profitabilité et croissance dans les années quatre-vingt

Pierre-Alain Muet,

Directeur du département d'économétrie de l'OFCE

Marie-Ange Véganzonès,

Département d'économétrie de l'OFCE

L'article passe en revue les facteurs explicatifs traditionnels de l'investissement, puis présente l'apport d'un modèle qui prend en compte simultanément les contraintes de débouchés et de profitabilité. Si les fluctuations de la demande suffisent à expliquer la chute du taux d'investissement dans la première moitié des années quatre-vingt, une croissance plus forte de la demande n'aurait pas permis une reprise significative de l'investissement au cours de cette période, en raison de la dégradation de la situation financière des entreprises. Cette reprise a pu se développer dans la seconde moitié des années quatre-vingt parce que les deux conditions — croissance des débouchés et rétablissement de la situation financière des entreprises — étaient réunies.

Croissance lente, faible profitabilité, et niveau élevé des taux d'intérêt réels ont conduit, dans la première moitié des années quatre-vingt, les entreprises à privilégier les investissements de productivité au détriment des investissements d'extension. Ceci pourrait expliquer, d'une part, la hausse de l'intensité capitalistique, atypique dans une situation de coût du capital élevé, d'autre part, le fait que les taux d'intérêt réels n'apparaissent pas, dans les estimations économétriques, comme une contrainte forte de l'investissement des entreprises.

Du premier choc pétrolier au milieu des années quatre-vingt, l'investissement des entreprises a connu une longue période de stagnation, qui a souvent été considérée comme une des causes des faibles performances de l'économie française au cours de cette période. Du côté des facteurs explicatifs, la faiblesse de la demande, les taux d'intérêt élevés et la dégradation des profits ont été fréquemment évoqués pour expliquer cette longue période de stagnation. La décennie écoulée a connu en effet des évolutions marquées des variables explicatives traditionnelles de l'investissement : les taux d'intérêt réels ont

atteint des niveaux sans précédent depuis trente ans, le profit des entreprises s'est dégradé de façon continue jusqu'au milieu des années quatre-vingt avant de se redresser fortement ces dernières années ; la croissance française a été particulièrement faible dans la première moitié des années quatre-vingt avant de retrouver un rythme de 4 % par an en moyenne dans les trois dernières années de la décennie.

Ces évolutions contrastées auraient dû être une aubaine pour l'économètre, puisqu'elles auraient pu permettre de tester plus aisément l'impact respectif des différents facteurs explicatifs. Or, loin d'améliorer l'estimation économétrique des modèles traditionnels, la prise en compte des évolutions observées au cours des années quatre-vingt en a fait ressortir la fragilité. La hiérarchie des facteurs explicatifs qui paraissait bien établie dans les travaux antérieurs au premier choc pétrolier ⁽¹⁾ — respectivement, croissance de la demande, profits, taux d'intérêt, par ordre d'importance décroissante — a été largement remise en cause par les évolutions de la décennie passée. La rentabilité semble avoir été déterminante dans les estimations réalisées antérieurement à la reprise de ces dernières années ⁽²⁾, tandis que les estimations qui incluent cette reprise ont, au contraire, tendance à réhabiliter l'effet d'accélération ⁽³⁾, retrouvant la hiérarchie traditionnelle des années de croissance forte. Quant au niveau élevé des taux d'intérêt réels, il apparaît rarement de façon directe comme un facteur limitatif de l'investissement dans les estimations économétriques qui incluent les années quatre-vingt. Son influence s'exerce surtout à travers la contrainte de financement.

Après une première partie descriptive, l'article passe en revue les facteurs explicatifs traditionnels de l'investissement, puis présente l'apport d'un modèle qui prend en compte simultanément les contraintes de débouchés et de rentabilité.

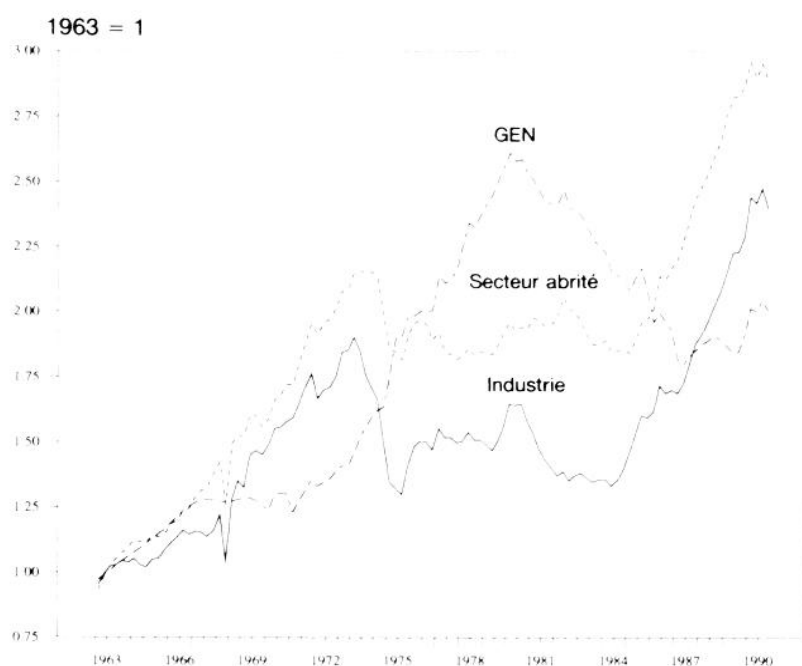
(1) Cf. par exemple P-A. Muet (1979), pour la période 1950-1974 : « Modèles économétriques de l'investissement : une étude comparative sur données annuelles », *Annales de l'INSEE*, n° 35.

(2) Cf. P. Artus et P. Sicsic (1988) : « Modèles économétriques traditionnels et nouveaux de l'investissement en France : une remise en cause ? », *Mélanges économiques, Essais en l'honneur de Edmond Malinvaud*, Economica.

(3) Cf. A. Gubian, G. Cornilleau, C. Mathieu et M-A. Véganzonès (1991) : « Mosaïque : la nouvelle version du modèle trimestriel », *Revue de l'OFCE*, n° 10, avril.

L'investissement depuis le premier choc pétrolier

Le graphique 1 fait apparaître une évolution très diversifiée des différentes composantes de l'investissement productif au cours de la période. L'investissement des entreprises privées a chuté fortement au cours de la récession qui suivit le premier choc pétrolier et, malgré deux brèves reprises en 1976 et 1979-1980 (dues en partie aux déductions fiscales), il n'a recommencé à croître durablement qu'à partir de l'année 1985. La réduction a affecté de la même façon l'industrie et le secteur abrité, bien qu'elle ait été plus modérée dans ce secteur. L'investissement des *Grandes entreprises nationales* a, au contraire, stimulé la croissance économique jusqu'au début des années quatre-vingt, date à partir de laquelle la fin des grands projets (Centrales nucléaires, TELECOM) entraîna un fort repli.



1. Les composantes de l'investissement des entreprises en volume de 1963 à 1990

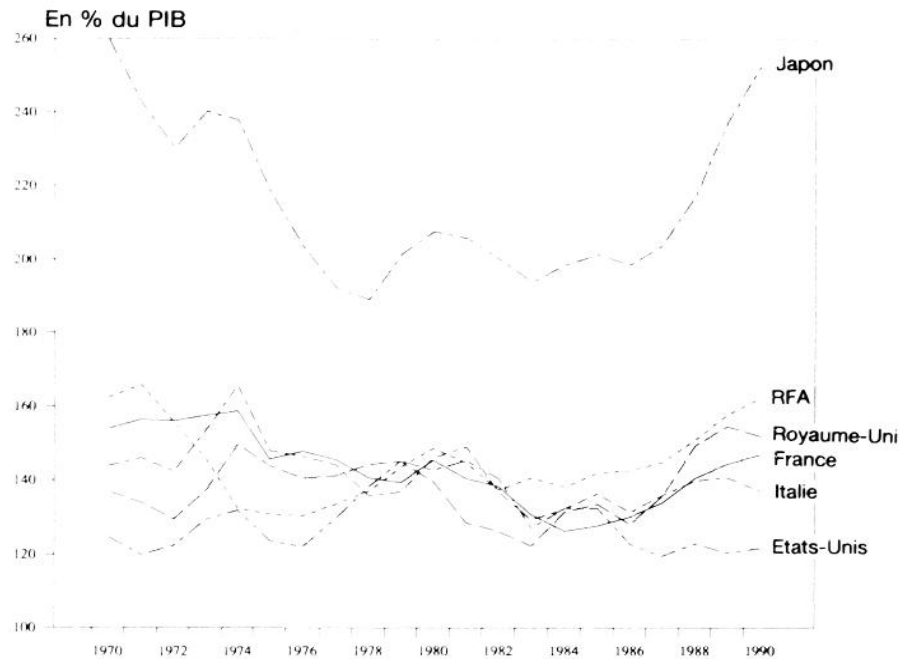
Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

En proportion du PIB, l'effort d'investissement était élevé en France dans les années soixante et au début des années soixante-dix (le second après le Japon dans les grands pays industrialisés), et ce niveau élevé d'investissement allait de pair avec une croissance plus rapide que celle de nos partenaires (Japon excepté). Le ralentissement de la croissance entraîna en Europe continentale et au Japon une baisse du taux d'investissement, qui fut particulièrement prononcée en

France jusqu'au milieu des années quatre-vingt (graphique 2). Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le taux d'investissement continua, comme la croissance économique, à présenter des fluctuations importantes sans ralentissement marqué à moyen terme.

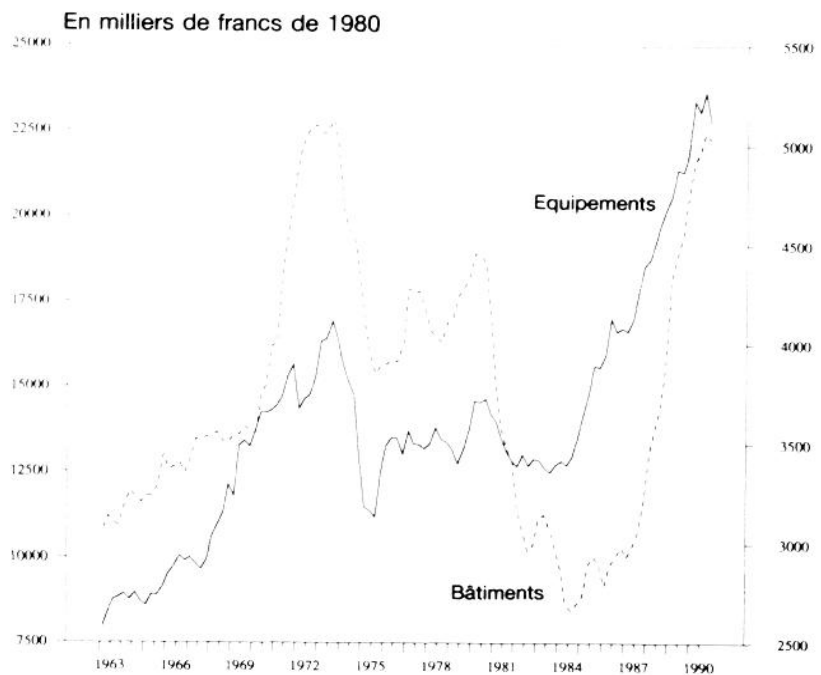
La décomposition de l'investissement productif en ses deux composantes : bâtiments et équipements (graphiques 3 et 4) montre que le

2. Taux d'investissement dans les grands pays industrialisés en valeur



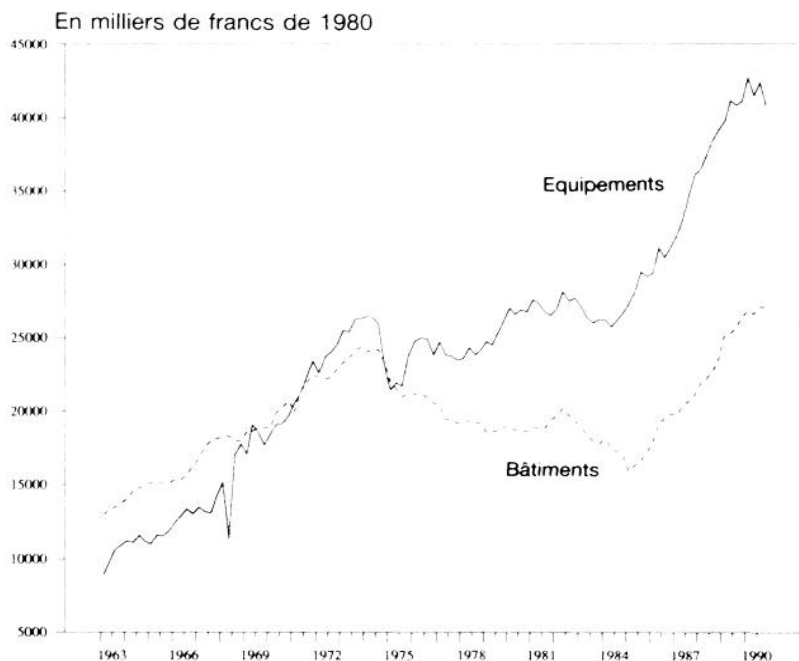
Sources : Banque de données MIMOSA, calculs OFCE.

3. Investissement en bâtiments et équipements de l'industrie manufacturière



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

cycle de l'investissement en bâtiments a été plus accentué que celui de l'investissement en équipements, aussi bien dans l'industrie que dans le secteur abrité. En longue période, la croissance du volume de l'investissement en équipements est environ deux fois plus rapide que celle de l'investissement en bâtiments, cette croissance étant presque entièrement compensée en valeur par la baisse du prix relatif des équipements par rapport aux bâtiments.



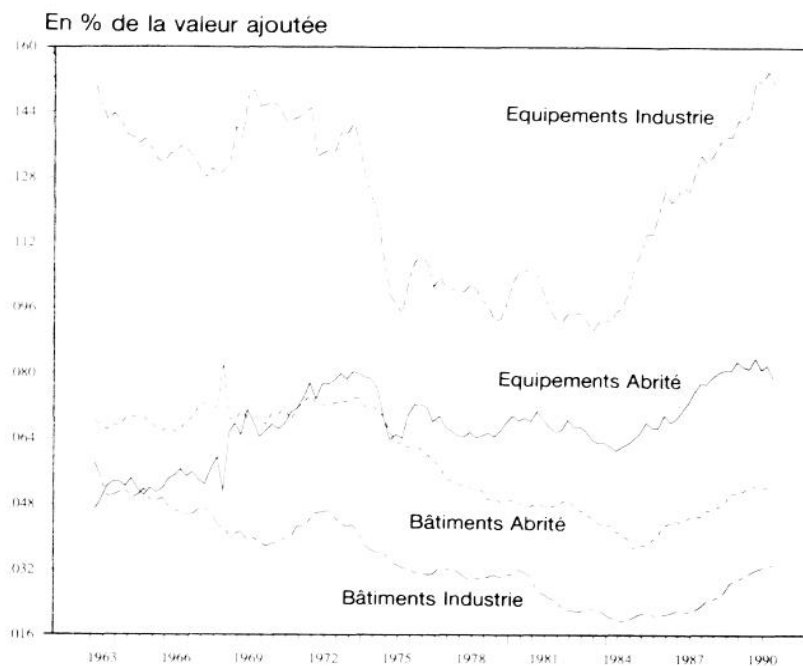
4. Investissement en bâtiments et équipements du secteur abrité

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

Dans le secteur abrité, l'investissement se partage à peu près à part égale entre bâtiments et équipements (entre 6 et 8 % de la valeur ajoutée au début des années soixante-dix) et l'augmentation de l'intensité capitaliste de ce secteur s'est traduite, notamment au cours du boom qui précéda le premier choc pétrolier, par une forte augmentation du taux d'investissement en équipements. Dans le secteur industriel, les trois-quarts des dépenses d'investissement sont constituées d'achats d'équipements.

La réduction du taux d'investissement en équipements a été brutale dans l'industrie à la suite du premier choc pétrolier (de 14,5 % en moyenne à un peu moins de 10) et le taux s'est maintenu à ce niveau jusqu'à la reprise de la seconde moitié des années quatre-vingt. L'évolution a été comparable dans le secteur abrité, quoique moins accentuée. La baisse des taux d'investissement en bâtiments a, au contraire, été plus lente et plus régulière, mais aussi plus durable (graphique 5).

5. Taux d'investissement en bâtiments et équipements (en volume)



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

La reprise de l'investissement dans la seconde moitié des années quatre-vingt a été plus précoce dans le secteur industriel et a concerné tout d'abord les dépenses d'équipements puis, avec quelques trimestres de retard, les dépenses en bâtiments, ce qui est une caractéristique habituelle du cycle d'investissement. A la fin des années quatre-vingt, le taux d'investissement en équipements retrouvait dans les deux secteurs les niveaux antérieurs au premier choc pétrolier, tandis que le taux d'investissement en bâtiments est resté très en deçà de ces niveaux.

La baisse de la productivité du capital

La baisse de la productivité du capital en volume (hausse du coefficient de capital) semble être un phénomène caractéristique des quinze dernières années. Le tableau 1 montre que cette baisse a été importante dans tous les pays et particulièrement forte au Japon. Cette situation contraste avec l'évolution observée dans les années de croissance forte de l'après-guerre et avec l'évolution de longue période où se dégage une tendance à la hausse.

1. Croissance de la productivité du capital de 1913 à 1984 en volume

	1913-1950	1950-1973	1973-1984
France	0,1	1,5	- 1,8
République Fédérale Allemande	0,6	0,6	- 1,7
Japon	0,7	1,4	- 3,4
Pays-Bas	0,3	0,8	- 1,8
Royaume-Uni	0,1	- 0,3	- 1,4
États-Unis	1,0	0,3	- 0,5

Source : A. Maddison (1987) : « Growth and Slowdown in Advanced Capitalist Economies: Techniques of Quantitative Assessment », *Journal of Economic Literature*, vol. XXV, pp. 649-698, juin.

Cette baisse doit être cependant relativisée. S'agissant de l'équilibre épargne-investissement, c'est le taux d'investissement en valeur et donc le coefficient de capital en valeur qui importe (une hausse du coefficient de capital entraîne une hausse du taux d'investissement nécessaire au maintien d'un taux de croissance donné). Or le prix relatif du capital diminue, de sorte que le coefficient de capital en valeur augmente moins que le coefficient en volume (tableau 2).

Enfin pour appréhender les évolutions structurelles, il faut corriger la productivité du capital des fluctuations du taux d'utilisation des capacités de production. En valeur et corrigée du taux d'utilisation des capacités de production, la diminution de la productivité du capital dans la période 1974-1979 ainsi que sa hausse dans la période récente sont fortement atténuées. La baisse de la productivité subsiste dans tous les pays dans la seconde moitié des années soixante-dix, et sur toute la période en France, au Japon et en Allemagne.

Deux autres facteurs peuvent contribuer à expliquer la baisse apparente de la productivité du capital : la durée d'utilisation des équipements et le rythme de déclassement. Le graphique 6 indique l'évolution de la durée hebdomadaire d'utilisation des équipements en France et celle de ses deux composantes : la durée hebdomadaire du travail et le nombre moyen d'ouvriers par poste de travail. Pendant les années soixante et dans la première moitié des années soixante-dix, l'impact négatif de la baisse du temps de travail sur la durée d'utilisation des équipements a été compensé par l'extension du travail posté. Au contraire, après 1974, le développement du travail posté cesse, car les entreprises n'ont pas intérêt à accroître le travail posté en période de sous-utilisation des équipements⁽⁴⁾, de sorte que la réduction de la durée du travail entraîne une baisse rapide de la durée d'utilisation des

(4) Cf. G. Cette et D. Taddei (1991) : « Capacités, productivité du capital et degrés d'utilisation », *Lettre du GREFI*, n° 1, octobre-novembre.

2. Productivité du capital

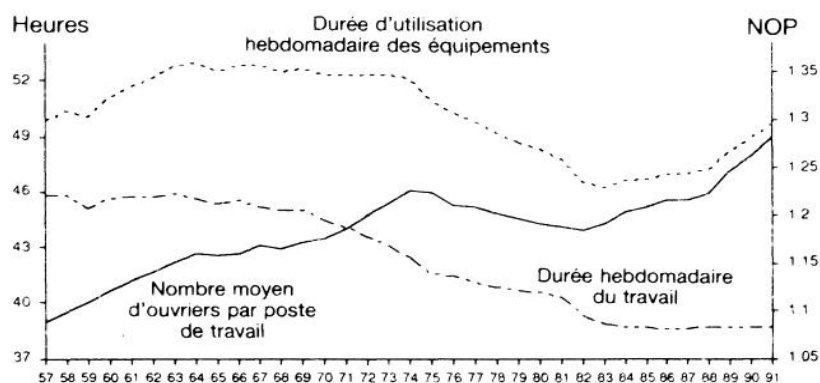
Volume	1974-1979	1980-1987	1988-1990
France	- 1,2	- 0,8	0,6
République Fédérale Allemande	- 1,1	- 1,5	0,6
Royaume-Uni	- 1,4	0,0	- 0,4
Italie	+ 0,2	- 0,6	- 0,4
Japon	- 4,5	- 1,4	0,6
États-Unis	- 1,1	- 0,8	- 0,4

Valeur	1974-1979	1980-1987	1988-1990
France	- 1,6	- 0,4	1,3
République Fédérale Allemande	- 1,1	- 1,1	1,0
Royaume-Uni	- 2,1	1,4	0,6
Italie	- 1,1	1,1	1,2
Japon	- 3,5	0,0	1,0
États-Unis	- 2,2	1,2	2,4

Valeur corrigée du taux d'utilisation	1974-1979	1980-1987	1988-1990
France	- 0,7	- 0,2	- 0,9
République Fédérale Allemande	- 0,6	- 1,0	- 1,1
Royaume-Uni	- 1,1	0,6	1,0
Italie	- 0,9	1,0	0,2
Japon	- 1,8	0,0	- 1,6
États-Unis	- 1,7	1,7	1,9

Source : INSEE.

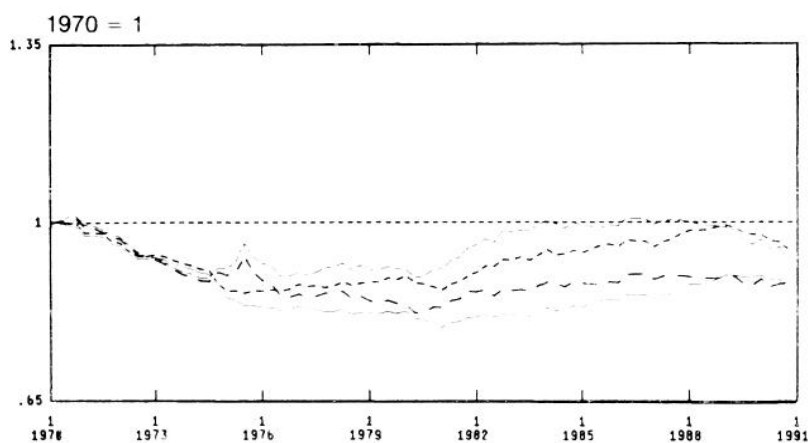
6. Durée d'utilisation des équipements



Source : G. Cette et D. Taddei (1991) : « Capacités, productivité du capital et degrés d'utilisation », Lettre du GREFI, n° 1, octobre-novembre.

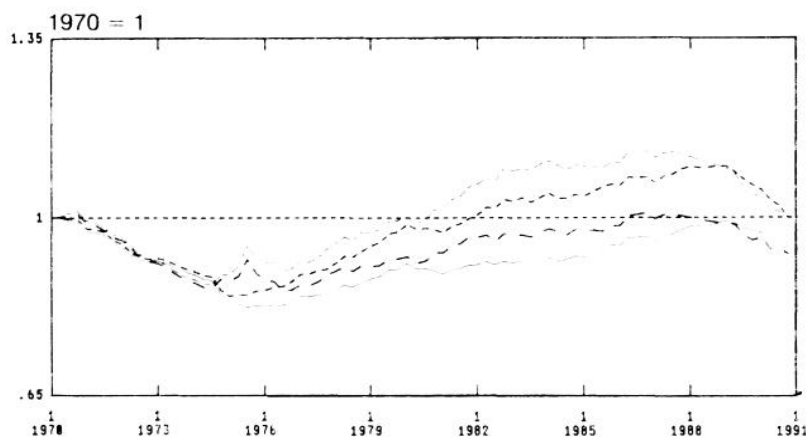
équipements. Enfin dans les années quatre-vingt, la stabilité de la durée du travail et la reprise progressive du recours au travail posté entraînent à nouveau une hausse de la durée d'utilisation des équipements.

Le dernier facteur, le rythme de déclassement des équipements, est plus difficile à appréhender. Dans la Comptabilité nationale, le stock de capital est évalué par la méthode chronologique avec une dispersion log-normale et stable de la durée de vie des équipements. Or la baisse de la productivité apparente du capital peut traduire simplement un phénomène d'accélération de l'obsolescence. On ne dispose pas d'informations sur les déclassements d'équipements, mais les simulations réalisées par Cette (1991) et présentées dans le graphique 7 donnent une indication de l'importance de ce phénomène.



7. Evolution de la productivité du capital en France

a. Durée de vie : 10 ans



b. Durée de vie : 6 ans

— Apparente
 - - - Potentielle
 - - - Horaire
 - - - Potentielle horaire

Source : G. Cette (1991) : « Regards sur l'efficacité du capital », Contribution à la Journée Macroéconomie de la mission « Les nouvelles armes du défi industriel », novembre.

Dans ces simulations, le capital est la somme cumulée des investissements avec l'hypothèse d'une durée de vie constante de l'équipement (six ans, dix ans...). Les simulations présentent d'autre part les quatre indicateurs qui permettent d'appréhender la productivité du capital :

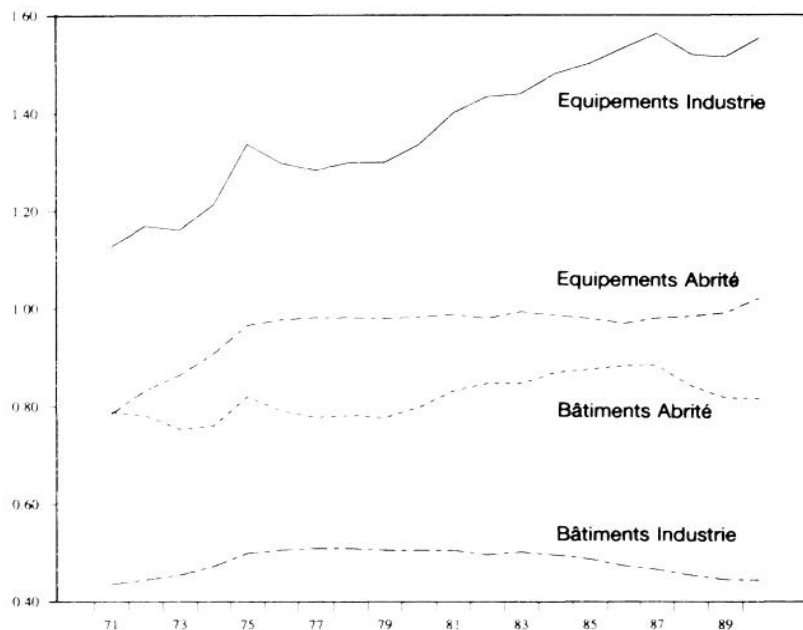
- la productivité apparente (rapport de la valeur ajoutée au capital) ;
- la productivité potentielle (productivité apparente corrigée du taux d'utilisation) ;
- la productivité horaire (productivité apparente corrigée de la durée d'utilisation) ;
- la productivité potentielle horaire (productivité apparente corrigée du taux et de la durée d'utilisation).

Lorsque les durées de vie sont inférieures à dix ans, la productivité potentielle horaire du capital retrouve son niveau de 1970 au début des années quatre-vingt. Lorsque cette durée de vie est inférieure à six ans, la productivité apparente du capital est au même niveau qu'en 1970 à la fin des années quatre-vingt et la productivité potentielle horaire est supérieure à son niveau des années soixante-dix tout au long des années quatre-vingt.

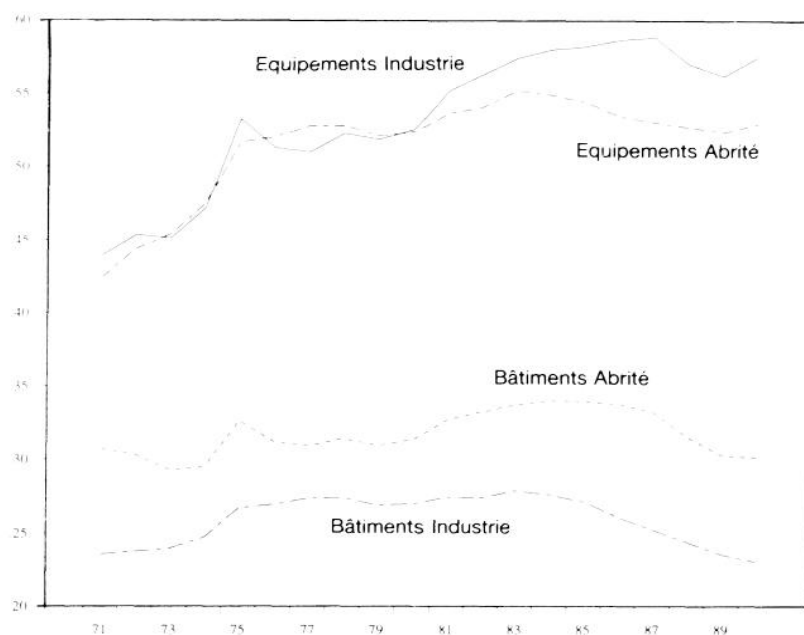
Dans les modèles économétriques de l'investissement, la valeur du coefficient marginal de capital se retrouve dans le coefficient à long terme de l'effet d'accélération, notamment lorsque le modèle relie le taux d'investissement au taux de croissance de la production (ou de la valeur ajoutée). Le graphique 8 présente la valeur du coefficient apparent de capital selon le dénominateur retenu (valeur ajoutée ou production).

8. Coefficient apparent de capital en volume (équipements ; bâtiments)

a. Par rapport à la valeur ajoutée



Sources : INSEE, comptes nationaux annuels, calculs OFCE.



b. Par rapport à la production

Sources : INSEE, comptes nationaux annuels, calculs OFCE.

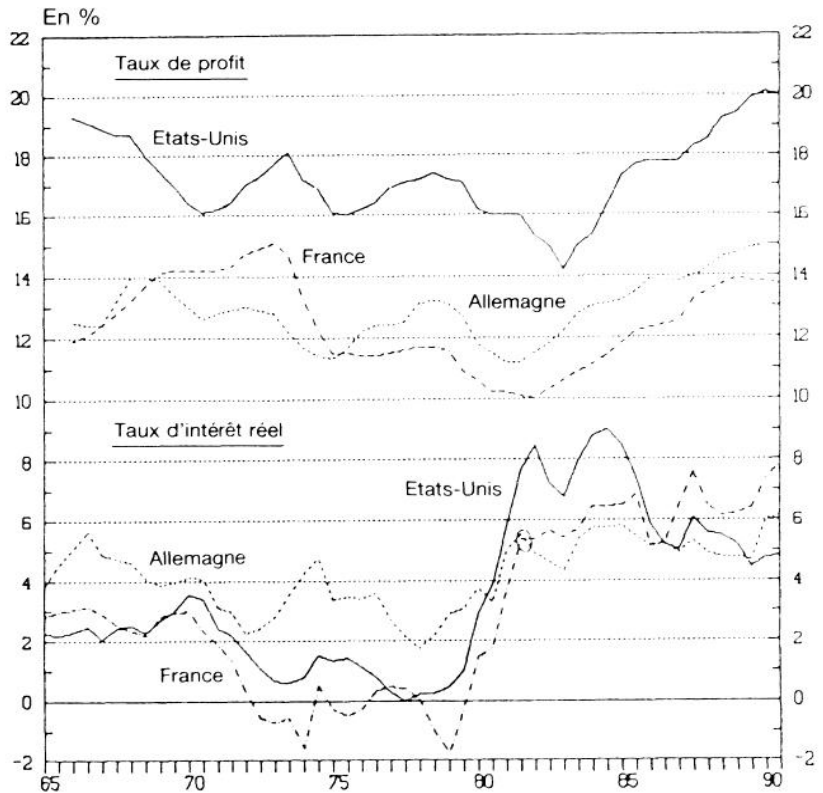
La montée des taux d'intérêt réels a coïncidé avec une profitabilité dégradée

Le premier choc pétrolier entraîna, dans la plupart des pays, une forte détérioration du partage de la valeur-ajoutée au détriment des profits. Mais l'inflation engendrée par le choc, combinée à des politiques monétaires accommodantes, entraîna une baisse des taux d'intérêt réels qui devinrent fréquemment négatifs au cours de cette période. Les conséquences furent toutes autres lorsque les taux d'intérêt progressèrent à la suite du *policy-mix* américain du début des années quatre-vingt. Le choc que représenta la hausse brutale des taux d'intérêt réels se produisit en effet au moment où le taux de profit était à son niveau le plus faible (graphique 9).

Le graphique 10 décompose l'évolution des marges des entreprises françaises (mesurée ici par le rapport de la valeur ajoutée à la masse salariale) en trois composantes :

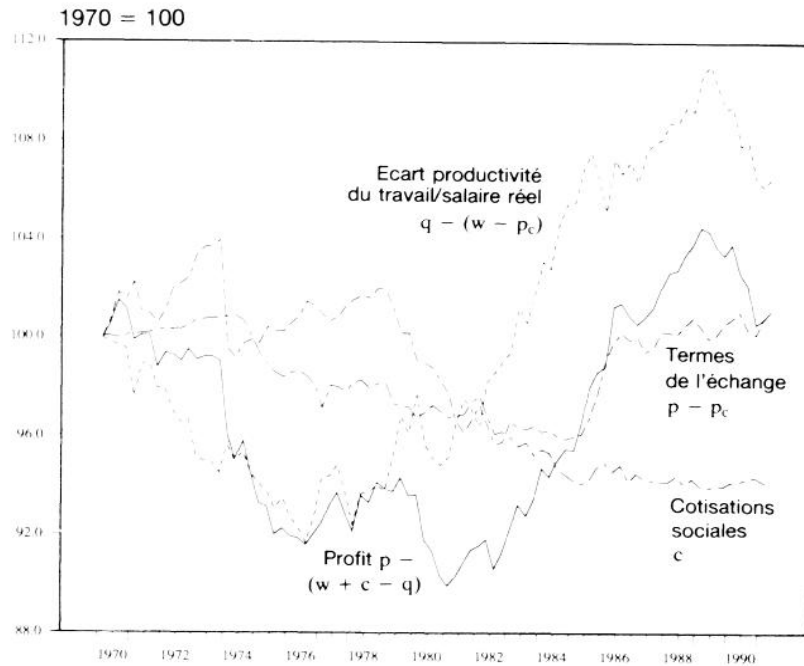
- impact du taux de cotisations sociales à la charge des employeurs (c) ;
- effet des termes de l'échange ($p - p_c$) ;
- écart entre la productivité du travail et le salaire réel.

9. Taux d'intérêt et taux de profit



Source : OCDE, cité dans le rapport du groupe Allocation Internationale de l'Epargne, page 10.

La détérioration des profits a principalement résulté, dans la seconde moitié des années soixante-dix, de la combinaison du ralentissement de la croissance de la productivité du travail et du maintien d'une forte croissance du salaire réel en raison de l'indexation. Mais, à partir de 1980, la montée du chômage entraîna une augmentation de l'écart entre la productivité du travail et le salaire réel qui aurait pu contribuer au redressement de la part des profits dès la fin des années soixante-dix. Mais l'effet « termes de l'échange » dû au second choc pétrolier et à l'appréciation du dollar explique la poursuite de la dégradation, puis la lenteur du rétablissement dans la première moitié des années quatre-vingt. L'effet s'inverse avec le contre-choc pétrolier et la baisse du dollar en 1985-1986. A cet effet s'ajoute, sur toute la période, le poids croissant des cotisations sociales.



10. Evolution du taux de marge des entreprises en France

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

La décomposition est la suivante (les grandeurs sont en logarithmes) :

$$p - (w + c - q) = \underbrace{(p - p_c)}_{\text{Termes de l'échange}} + \underbrace{[q - (w - p_c)]}_{\text{Écart productivité/salaire réel}} + \underbrace{c}_{\text{Impact du taux de cotisations sociales}}$$

Prix-coût salarial

Les facteurs explicatifs : l'investissement industriel

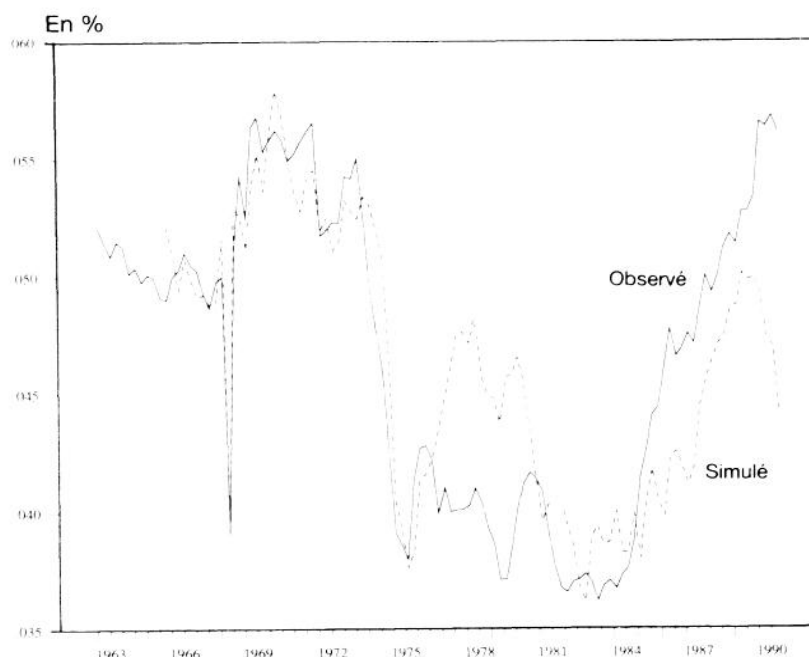
Nous commencerons par l'investissement en équipements qui représente la composante la plus importante de l'investissement industriel.

L'évolution des débouchés explique les fluctuations longues du taux d'investissement en équipements

Pour les dépenses en équipements des entreprises industrielles, le modèle d'accélération explique assez bien la réduction du taux d'investissement de 1974-1975, et partiellement la reprise de la seconde moitié

des années quatre-vingt, mais la stagnation de la première moitié des années quatre-vingt est mal décrite (graphique 11). La reprise de la croissance qui suivit le premier choc pétrolier aurait du entraîner une remontée du taux d'investissement en 1978-1979 qui ne s'est pas produite. Par ailleurs, la reprise de l'investissement depuis 1985 est très largement sous-estimée.

11. L'effet d'accélération (taux d'investissement en équipements de l'industrie en volume)



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{10} a_i \overset{\circ}{Q}_{-i} + d \qquad \sum_{i=0}^{10} a_i = 0,83 \quad (0,06)$$

MCO (1965.4-1990.4)

$R^2 = 0,67$; $DW = 0,2$

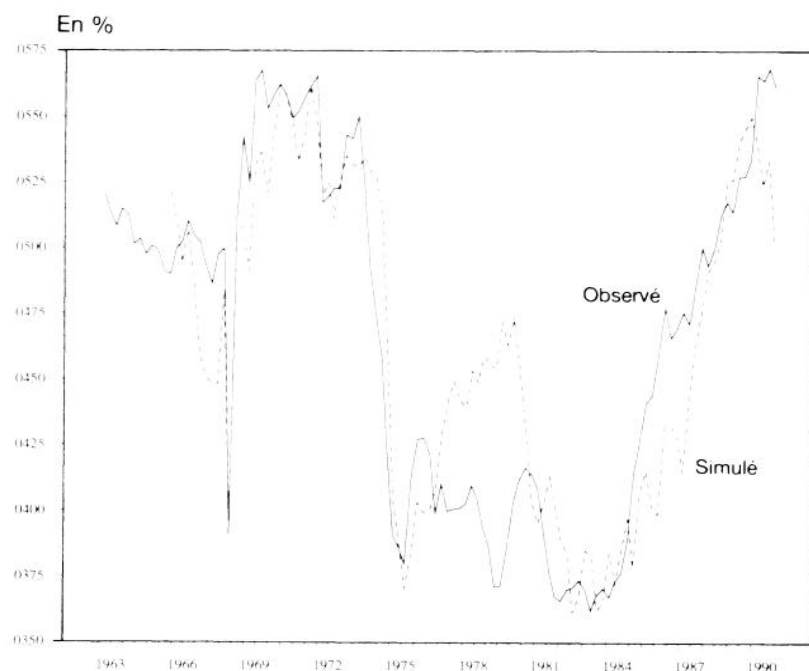
Q Production manufacturière en volume

$\overset{\circ}{Q}$ Taux de croissance trimestriel de la production manufacturière en volume

I Investissement en équipements de l'industrie manufacturière en volume

La hausse tendancielle du taux d'investissement en équipements : augmentation du coefficient de capital ou accélération de l'obsolescence

Le modèle d'accélération simple suppose en effet un coefficient marginal de capital constant. Or, comme nous l'avons vu précédemment, le coefficient de capital en volume a connu une forte augmentation au cours de la période. Lorsque cette hausse est prise en compte sous la forme d'un terme tendanciel (graphique 12), les mouvements longs du taux d'investissement, et notamment la reprise de la fin des années quatre-vingt, sont correctement retracés.



12. La hausse de l'intensité capitalistique (taux d'investissement en équipements de l'industrie en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{14} a_i \overset{\circ}{Q}_{-i} + b T + d \quad \sum_{i=0}^{14} a_i = \begin{matrix} 1,16 \\ (0,08) \end{matrix} \quad b = \begin{matrix} 0,10 \cdot 10^{-3} \\ (0,02 \cdot 10^{-3}) \end{matrix}$$

MCO (1966.4-1990.4)

$R_2 = 0,77$; $DW = 0,25$

I Investissement en équipements de l'industrie manufacturière en volume

Deux conclusions apparaissent. Tout d'abord, le ralentissement puis le retour de la croissance suffisent à expliquer la baisse du taux d'investissement en équipements de 1975 jusqu'au milieu des années quatre-vingt, puis sa reprise dans la seconde moitié de la décennie. La seconde est que, du fait de la hausse du coefficient de capital, ou d'un renouvellement plus rapide des équipements, le volume d'investissement en équipements nécessaire pour maintenir une croissance donnée des capacités de production est plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'était à la fin des années soixante.

Les incitations fiscales : un impact d'autant plus significatif que les mesures sont simples et clairement perçues

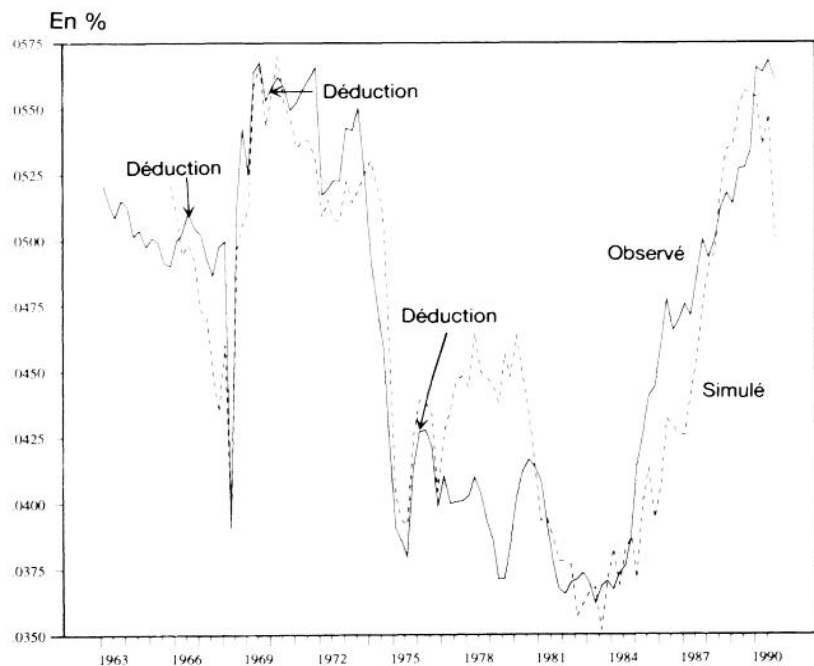
Les déductions fiscales expliquent les petites fluctuations de l'investissement, du moins lorsque ces incitations fiscales sont clairement perçues par les entreprises. En effet, de tous les indicateurs d'incitation fiscale ⁽⁵⁾ que l'on peut construire, le plus significatif est celui qui ne

(5) Cf. S. Avouyi-Dovi et P-A. Muet (1987a) : « L'effet des incitations fiscales sur l'investissement », *Revue de l'OFCE*, n° 28, janvier.

retient que les déductions fiscales des années soixante et soixante-dix, lesquelles correspondaient simplement à un allègement du prix de l'investissement en équipements. La prise en compte de cet indicateur (graphique 13) permet ainsi de décrire les pointes de 1966, 1969 et 1975 et la valeur du coefficient montre qu'une réduction de 10 % du prix des équipements augmente le taux d'investissement de 1,7 % dans un délai d'un an. Un indicateur composite, intégrant l'ensemble des mesures fiscales ayant affecté l'investissement et, en particulier, les mesures successivement introduites dans les années quatre-vingt depuis les changements du régime de l'amortissement jusqu'aux baisses de l'impôt sur les sociétés, ne conserve un impact significatif qu'en raison des déductions fiscales précédentes. On retrouve un résultat mis en évidence dans les études antérieures : l'effet d'une incitation fiscale est d'autant plus efficace que celle-ci est clairement perçue par les entreprises.

Quel que soit l'indicateur retenu, la chute de l'investissement en 1978 et sa remontée en 1979-1980 restent inexplicables. On pourrait

13. Impact de la fiscalité (taux d'investissement en équipements de l'industrie en volume)



Sources : INSEE comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{13} a_i Q_{-i} + b T + \sum_{i=0}^3 c_i F_{-i} + d$$

$$\sum_{i=0}^{13} a_i = 1,20 \quad b = 0,13 \cdot 10^{-3} \quad \sum_{i=0}^3 c_i = 0,18 \cdot 10^{-2}$$

(0,08) (0,02 · 10⁻³) (0,05 · 10⁻²)

MCO (1966.3-1990.4)

R² = 0,80 ; DW = 0,25

F Taux de déduction fiscale

I Investissement en équipements de l'industrie manufacturière en volume

certes attribuer la pointe de 1980 au caractère particulier de la déduction mise en œuvre à l'époque qui portait sur la variation de l'investissement et qui, de ce fait, pourrait avoir eu une incidence plus forte (à coût fiscal donné) que les mesures antérieures. Mais cette déduction n'explique pas la chute de l'investissement en 1978. L'incertitude relative aux résultats des élections de 1978 a parfois été évoquée ⁽⁶⁾ pour expliquer l'attentisme des chefs d'entreprises dans la période qui précéda les élections. L'introduction d'une variable « dummy » dans les trois trimestres qui précèdent les élections et l'ajustement d'un modèle à retards échelonnés intégrant cette variable montrent bien que le retard d'investissement de 1978 a été entièrement compensé dans les années ultérieures. Il n'en reste pas moins que les fluctuations de l'investissement au cours de cette période restent mal expliquées, du moins lorsque l'on ne les élimine pas par la variable précédemment mentionnée.

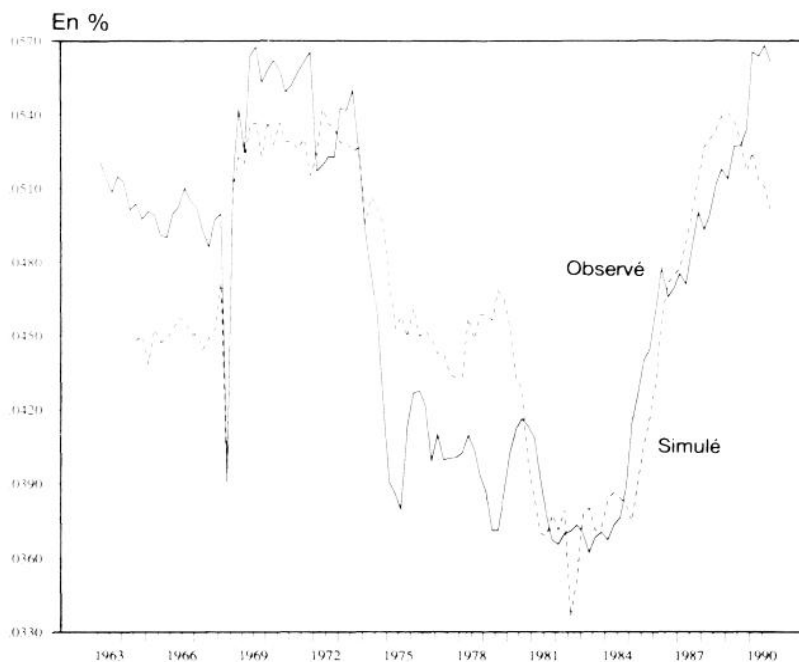
L'impact des profits

Les quinze dernières années ont été marquées simultanément par un ralentissement de la croissance et une dégradation des profits suivie d'un rétablissement de ces deux composantes. On peut donc s'attendre à ce que le modèle de profit explique — au moins aussi bien que l'effet d'accélération — le ralentissement, puis la reprise de l'investissement. S'il s'agit d'appréhender l'effet de la profitabilité sur la décision d'investissement, le modèle pertinent doit retenir simultanément le taux de rentabilité brut (rapport de l'excédent brut d'exploitation au capital) et le taux d'intérêt réel. Si l'on veut au contraire appréhender l'effet d'une contrainte de financement, celui-ci peut être résumé par le pouvoir d'achat de l'autofinancement (rapport de l'autofinancement au prix de l'investissement). C'est le modèle que nous retiendrons ici, d'une part, parce qu'il décrit mieux l'évolution de l'investissement, d'autre part, parce que l'autofinancement résume également (mais d'une façon grossière) l'écart entre la rentabilité brute et le taux d'intérêt, puisqu'il est net des charges financières. Le graphique 14 montre que l'évolution des profits (pouvoir d'achat de l'autofinancement) explique bien la faiblesse du taux d'investissement en équipements dans la première moitié des années quatre-vingt puis sa remontée dans la seconde moitié, mais la chute de l'investissement qui suivit le premier choc pétrolier est très largement sous-estimée, de même que les fluctuations des années soixante et soixante dix ⁽⁷⁾. Enfin, comme le modèle d'accélération, le modèle de profit décrit une remontée du taux d'investissement en 1979 au lieu de la baisse observée.

(6) Cf. sur ces différents points S. Avouyi-Dovi et P-A. Muet (1987a) (note 5) et (1987b) : « L'investissement productif dans les années quatre-vingt : diagnostics et perspectives », *Revue d'Economie Industrielle*, n° 40-41, 2^e trimestre.

(7) L'introduction d'un terme tendanciel ne modifie pratiquement pas l'ajustement (le coefficient de T est en effet très faible $b = -0,03 \cdot 10^{-2}$).

14. L'impact des profits (taux d'investissement en équipements de l'industrie en volume)



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^6 a_i \Pi_{-i} + d \quad \sum_{i=0}^6 a_i = 0,34 \quad (0,02)$$

MCO (1964,3-1990,4)

$R^2 = 0,68$; $DW = 0,18$

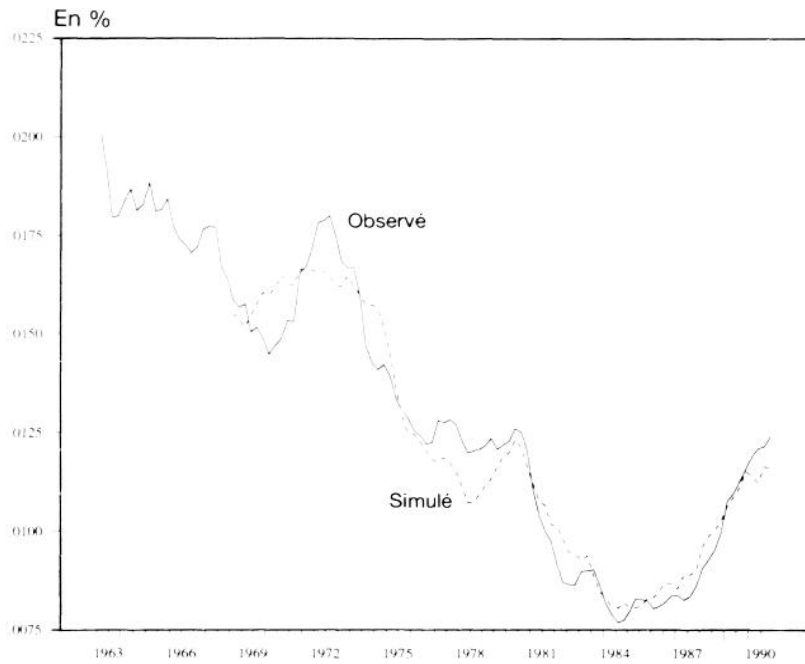
Π Rapport du pouvoir d'achat de l'autofinancement au volume de la production (industrie manufacturière)

I Investissement en équipements de l'industrie manufacturière en volume

Les fluctuations de l'investissement en bâtiments résultent surtout de la demande

Les résultats sont différents pour l'investissement en bâtiments. L'effet d'accélération est très significatif et rend bien compte des fluctuations du taux d'investissement en bâtiments (graphique 15), alors que le profit ne l'est que lorsque l'on contraint suffisamment la structure des retards pour l'ajuster au profil du taux d'investissement (graphique 16). Mais, même dans ce dernier cas, il n'est pas possible d'expliquer la réduction du taux d'investissement en bâtiments dans les années soixante (le pouvoir d'achat du profit augmentait) et la reprise de la seconde moitié des années quatre-vingt n'est pas correctement décrite.

Les délais d'ajustement de l'investissement en bâtiments sont beaucoup plus longs que ceux de l'investissement en équipements : l'impact de la demande n'est complet qu'au terme de six ans, au lieu de deux à trois pour l'investissement en équipements. Ce résultat traditionnel,



15. L'effet d'accélération (taux d'investissement en bâtiments de l'industrie en volume)

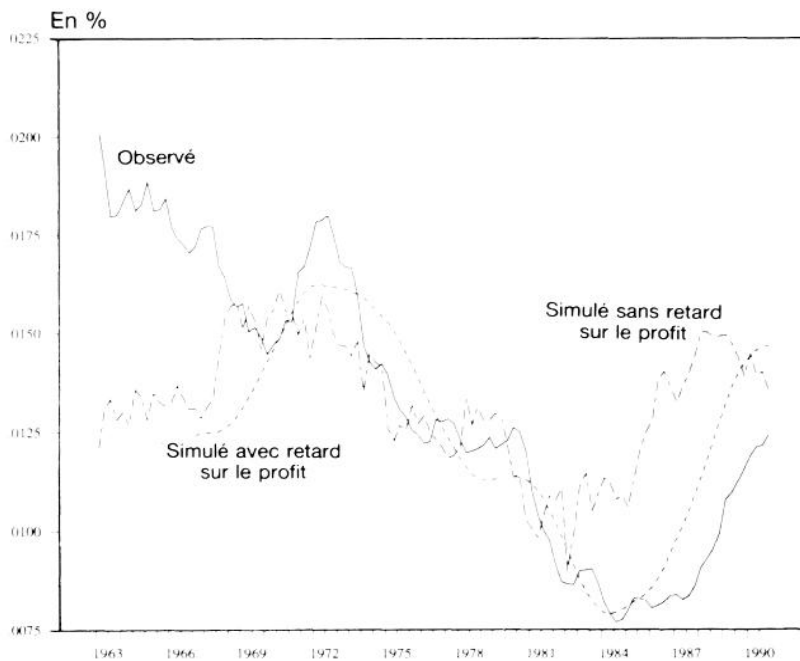
Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{22} a_i \overset{\circ}{Q}_{-i} + d \quad \sum_{i=0}^{22} a_i = 0,48 \quad (0,02)$$

MCO (1968.4-1990.4)

$R^2 = 0,92$; $DW = 0,21$

I Investissement en bâtiments de l'industrie manufacturière en volume



16. Impact des profits (taux d'investissement en bâtiments de l'industrie en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = a \Pi + d \quad \frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{16} a_i \Pi_{-i} + d$$

$a = 0,08$
 $(0,02)$

$\sum_{i=0}^{16} a_i = 0,14$
 $(0,01)$

MCO (1963.1-1990.4)

$R^2 = 0,20$; $DW = 0,06$

MCO (1967.1-1990.4)

$R^2 = 0,67$; $DW = 0,04$

I Investissement en bâtiments de l'industrie manufacturière en volume

explique le retard de l'investissement en bâtiments lors des retournements du cycle. La réduction du taux d'investissement a été beaucoup plus progressive que celle de l'investissement en équipements et la reprise de la fin des années quatre-vingt n'a pas été assez durable (ni assez forte) pour retrouver les taux d'investissement antérieurs au choc pétrolier. Deux facteurs expliquent la longueur des délais de réaction : le temps de construction et le fait que l'investissement d'extension n'est entrepris que lorsque la firme est assurée du caractère durable de la croissance des débouchés.

Le paradoxe des taux d'intérêt réels élevés : une « stimulation » des dépenses d'équipement et un frein des dépenses en bâtiments

Si le taux d'intérêt nominal a parfois une influence négative sur l'investissement en équipements, ce n'est jamais le cas du taux d'intérêt réel, quelle que soit la spécification retenue. Que le taux d'intérêt réel soit introduit simultanément avec le profit ou avec l'effet d'accélération, son coefficient est toujours positif et très significativement différent de zéro. En revanche, le taux d'intérêt réel a un impact négatif et significatif sur l'investissement en bâtiments.

L'effet positif du taux d'intérêt réel sur l'investissement en équipements reflète un paradoxe, mis depuis longtemps en évidence par les estimations économétriques réalisées sur les années quatre-vingt. La stagnation du salaire réel et la montée des taux d'intérêt réels ont entraîné un ralentissement important de la baisse tendancielle du coût relatif du capital au travail. Conformément aux élasticités de substitution couramment estimées dans les années antérieures au premier choc pétrolier, ce ralentissement aurait du freiner fortement la substitution du capital au travail, stimulant le contenu en emploi de la croissance et diminuant l'intensité capitaliste des processus de production. Or cet effet n'apparaît ni dans l'évolution relative des productivités moyennes du capital et du travail ⁽⁸⁾ (l'intensité capitaliste a augmenté au lieu de diminuer), ni dans l'estimation des fonction d'investissement qui, comme nous venons de l'indiquer, mettent en évidence une corrélation positive entre taux d'intérêt et dépenses en équipements des entreprises.

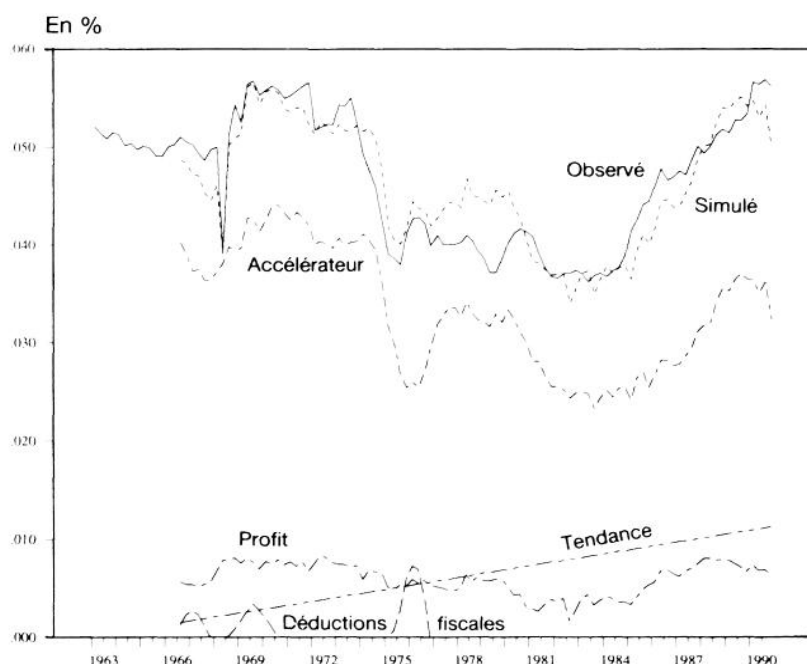
Ce paradoxe peut s'expliquer par le caractère particulier des années quatre-vingt. La hausse du taux d'intérêt dans la première moitié des années quatre-vingt a coïncidé, d'une part, avec une forte détérioration du profit des entreprises, d'autre part, avec une croissance faible. Cette situation a conduit les entreprises à privilégier les investissements de

(8) Cf. J. Henry, V. Leroux et P-A. Muet (1988) : « Coût relatif capital-travail et substitution : existe-t-il encore un lien ? », *Revue de l'OFCE*, n° 24, juillet.

productivité et de modernisation — donc les dépenses en équipements — au détriment des investissements d'extension (dépenses en bâtiments). Ce comportement apparaît clairement dans certaines études réalisées sur les données d'entreprises, qui mettent en évidence l'effort important d'investissement et de gains de productivité réalisé par les entreprises dont les marges étaient dégradées au milieu des années quatre-vingt (tableau 3). Les entreprises qui connaissaient des taux de marge négatifs en 1984 (et qui subsistaient dans l'échantillon en 1987) ont continué à investir fortement en réduisant leurs effectifs et en augmentant très fortement la productivité du travail.

Une synthèse

La prise en compte simultanée des deux variables, à travers le traditionnel modèle « accélérateur-profit », met en évidence l'impact prépondérant de l'effet d'accélération.



17. Modèle accélérateur-profit (taux d'investissement en équipements de l'industrie en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{13} a_i \overset{\circ}{Q}_{-i} + b \Pi + \sum_{i=0}^4 c_i F_{-i} + e T + d$$

$$\sum_{i=0}^{13} a_i = 0,90 \quad b = 0,09 \quad \sum_{i=0}^4 c_i = 0,14 \cdot 10^{-2} \quad e = 0,01 \cdot 10^{-2}$$

(0,15) (0,04) (0,05 · 10⁻²) (0,02 · 10⁻³)

MCO (1966.3-1990.4)

R² = 0,81 ; DW = 0,27

I Investissement en équipements de l'industrie manufacturière en volume

3. L'assainissement de la situation financière des entreprises de 1984 à 1987

1) Entreprises ayant, en 1984, un taux de marge inférieur au premier quartile de la distribution (3 499 entreprises)

	1984	1985	1986	1987
Taux de marge	-9,3	-0,9	10,1	16,0
Performance financière	-26,1	-19,5	-6,6	2,1
Taux d'investissement	12,5	10,4	8,98	10,2
Productivité	140,0	161,0	192,0	217,0
Effectif (indices)	100,0	94,0	88,0	84,0
Frais de personnel/CA	0,31	0,29	0,27	0,26

2) Entreprises ayant, en 1984, un taux de marge compris entre le premier quartile et la médiane (4 243 entreprises)

	1984	1985	1986	1987
Taux de marge	11,3	12,6	14,8	18,4
Performance financière	1,6	2,7	6,5	10,8
Taux d'investissement	7,9	9,0	9,1	9,6
Productivité	161,0	176,0	191,0	212,0
Effectif (indices)	100,0	97,0	93,0	93,0
Frais de personnel/CA	0,33	0,32	0,31	0,30

3) Entreprises ayant, en 1984, un taux de marge compris entre la médiane et le troisième quartile (4 472 entreprises)

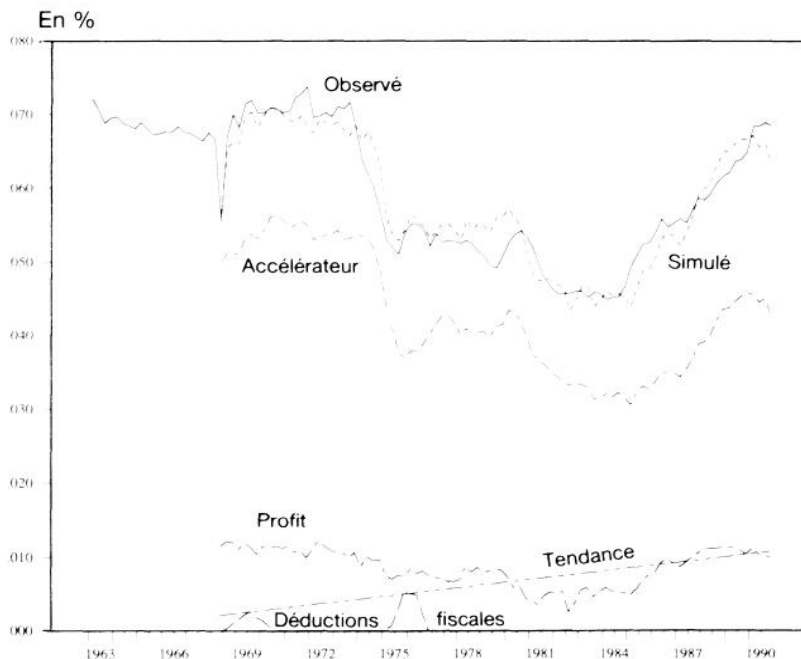
	1984	1985	1986	1987
Taux de marge	19,5	19,0	19,7	19,9
Performance financière	10,7	10,4	11,6	12,4
Taux d'investissement	9,0	9,7	10,9	11,6
Productivité	178,0	185,0	206,0	218,0
Effectif (indices)	100,0	103,0	98,0	96,0
Frais de personnel/CA	0,31	0,30	0,30	0,30

4) Entreprises ayant, en 1984, un taux de marge compris entre le troisième quartile et le dernier décile (2 799 entreprises)

	1984	1985	1986	1987
Taux de marge	29,1	28,2	28,6	31,7
Performance financière	16,9	17,6	17,9	22,9
Taux d'investissement	11,1	13,1	14,0	14,2
Productivité	216,0	229,0	246,0	270,0
Effectif (indices)	100,0	98,0	97,0	96,0
Frais de personnel/CA	0,23	0,22	0,23	0,22

Source : K. Abd-El-Rahman (1990) : « Les priorités des entreprises françaises ont-elles contribué à la détérioration de la balance commerciale ? », *Economie Prospective Internationale*, n° 42, 2^{ème} trimestre.

Pour l'investissement en bâtiments, seul l'effet d'accélération subsiste ; pour l'investissement en équipements, la contribution des fluctuations de la demande aux fluctuations de l'investissement est environ trois à quatre fois plus forte que celles des profits (graphique 17). Le résultat est similaire pour l'investissement total (graphique 18).



18. Modèle accélérateur-profit (taux d'investissement total de l'industrie en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = \sum_{i=0}^{20} a_i Q_{-i} + b_1 \Pi + \sum_{i=0}^3 c_i F_{-i} + e T + d$$

$$\sum_{i=0}^{20} a_i = 1,3 \quad (0,17) \quad b = 0,12 \quad (0,04) \quad \sum_{i=0}^3 c_i = 0,10 \cdot 10^{-2} \quad (0,05 \cdot 10^{-2}) \quad e = 0,01 \cdot 10^{-2} \quad (0,03 \cdot 10^{-3})$$

MCO (1968,2-1990,4)

$R^2 = 0,90$; $DW = 0,35$

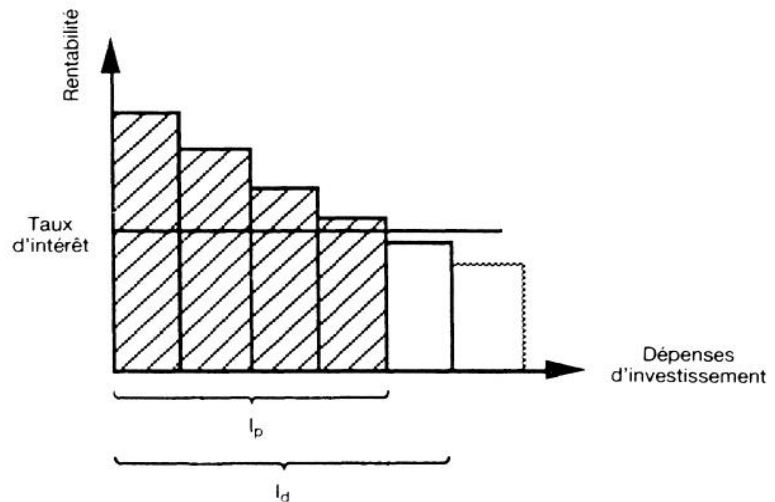
I Investissement total de l'industrie manufacturière en volume

Ce modèle traditionnel a toutefois un défaut : il ne prend pas en compte le fait que pour qu'une firme investisse, il faut *simultanément* que la profitabilité de l'investissement soit suffisante comparée au taux d'intérêt réel, et que l'augmentation anticipée des débouchés autorise un accroissement des capacités de production. On peut représenter cette détermination de l'investissement dans le graphique 19 ⁽⁹⁾.

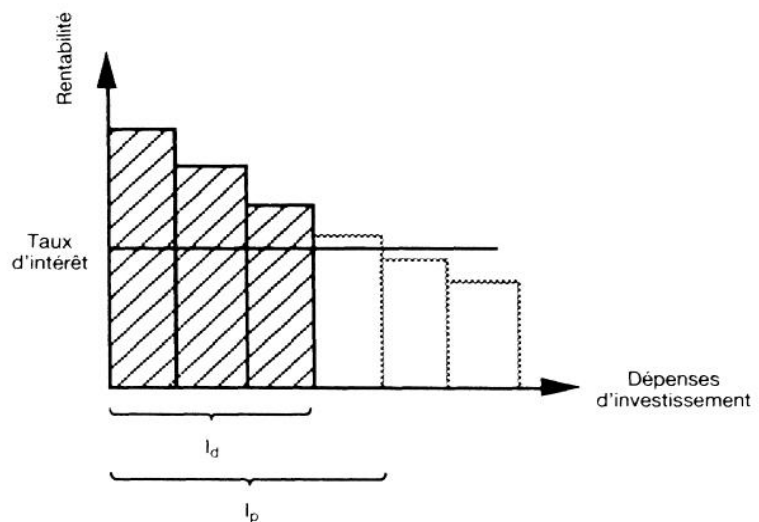
(9) Cf. P-A. Muet (1990) : « Théories et modèles de la macroéconomie », tome 1, 3^e édition, page 117. Economica.

19. Investissement, rentabilité et contrainte de débouchés

a) Contrainte de rentabilité



b) Contrainte de débouchés



Dans ce graphique, chaque projet d'investissement est représenté par un rectangle dont la base est le volume de l'investissement et la hauteur le taux de rentabilité du projet. Les projets d'investissement sont classés par ordre de rentabilité décroissante. Les rectangles en trait plein représentent tous les investissements qui sont compatibles avec l'augmentation anticipée des débouchés. Si, par exemple, le coefficient de capital est le même pour chaque projet, l'augmentation de capacité de production est proportionnelle au volume de l'investissement donc à la base des rectangles.

Dans la figure 19a, l'accroissement anticipé des débouchés permettrait de réaliser cinq projets d'investissement sur les six projets poten-

tiels, mais seuls les quatre premiers projets ont une rentabilité supérieure au taux d'intérêt réel. L'investissement optimal est donc constitué de ces quatre projets et c'est la rentabilité du capital et le niveau du taux d'intérêt qui limite l'investissement : une hausse de la profitabilité des projets ou une baisse du taux d'intérêt réel accroît l'investissement réalisé qui est déterminé par :

$$I = I_p (\Pi, r) < I_d (\Delta Q^*)$$

Dans le cas de figure 19b, l'accroissement anticipé des débouchés ne permet de réaliser que les trois premiers projets, alors que quatre projets ont une rentabilité supérieure au taux d'intérêt réel. L'investissement optimal est donc constitué des trois premiers projets, et une hausse de la rentabilité des projets ou une baisse du taux d'intérêt sont sans effet sur l'investissement réalisé (du moins tant que ces variations sont telles que l'on reste dans cette configuration). Celui-ci ne dépend que de l'augmentation anticipée de la demande :

$$I = I_d (\Delta Q^*) < I_p (\Pi, r)$$

Dans le cas général, l'investissement de l'entreprise sera le minimum des deux fonctions :

$$I = \text{Min} \{I_d (\Delta Q^*), I_p (\Pi, r)\}$$

Si la profitabilité — c'est-à-dire l'écart entre la rentabilité et le taux d'intérêt réel — est forte, l'investissement de l'entreprise dépendra uniquement de l'évolution anticipée des débouchés ; si au contraire la croissance anticipée est forte et la profitabilité faible, c'est cette dernière qui déterminera l'investissement.

La situation est évidemment moins tranchée à l'échelle macroscopique, puisque certaines entreprises seront contraintes par les débouchés, d'autres par la profitabilité. Lorsque l'on agrège l'ensemble des entreprises en supposant que la distribution des déséquilibres suit une loi log-normale, l'investissement agrégé s'exprime sous la forme suivante :

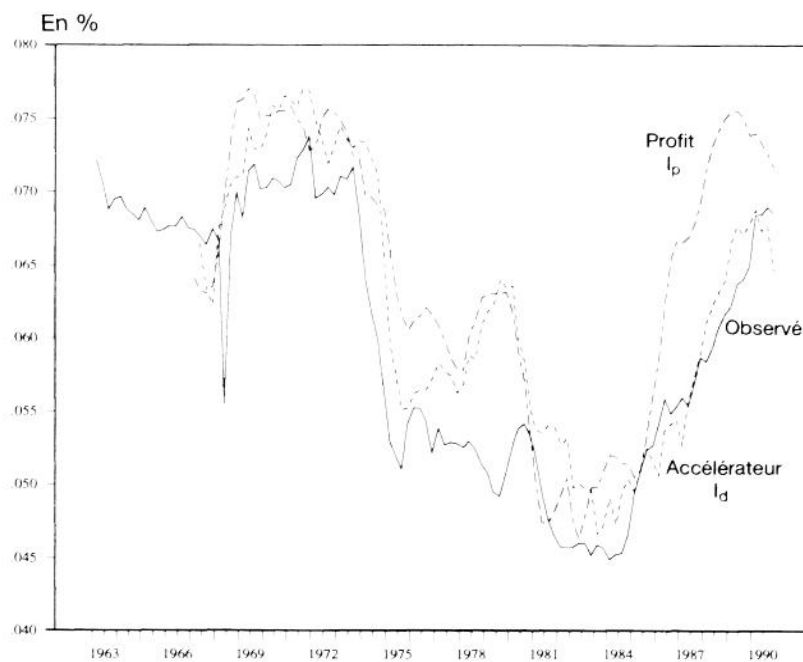
$$I = [(I_p)^{-p} + (I_d)^{-p}]^{-1/p} \text{ avec } p > 0$$

dans laquelle le pourcentage d'entreprises contraintes par la profitabilité (P_p) est :

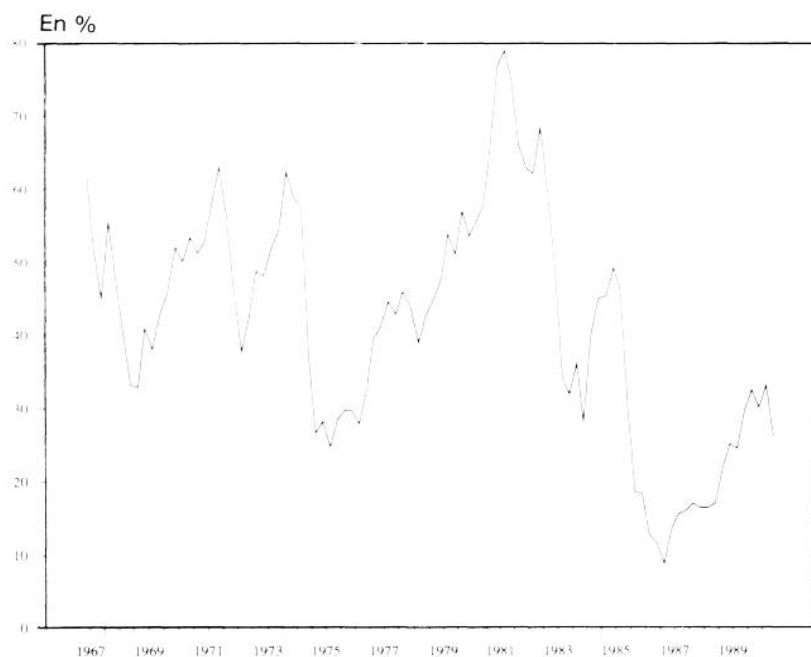
$$P_p = \frac{1}{1 + \left(\frac{I_p}{I_d}\right)^p}$$

Ce modèle a l'avantage, d'une part, de moduler l'impact de la demande et de la profitabilité en fonction de la situation conjoncturelle, d'autre part, de préserver les coefficients à long terme de chacun des effets. Dans ce type de modèle, l'investissement réalisé I est toujours inférieur aux deux déterminants potentiels I_p et I_d (lorsque ρ tend vers l'infini, I tend vers le minimum de I_p et I_d). Les valeurs estimées pour I_p et I_d sont présentées dans le graphique 20 et le pourcentage d'entreprises contraintes par la profitabilité dans le graphique 21 pour l'investissement total de l'industrie. On retrouve les résultats précédents : le ralentissement de la demande a joué un rôle déterminant dans la baisse du taux d'investissement de 1975-1976. Le faible niveau du taux d'investissement au début des années quatre-vingt résulte simultanément de la faiblesse de la demande et des profits, et le desserrement de ces deux contraintes dans la seconde moitié des années quatre-vingt explique la forte reprise de l'investissement. On notera que la contrainte de profitabilité a été plus forte au début des années quatre-vingt que la contrainte de demande (tout en étant proches l'une de l'autre), tandis que c'est plutôt la croissance de la demande qui détermine l'investissement dans la seconde moitié des années quatre-vingt. La restauration du taux d'épargne des entreprises a en effet permis d'autofinancer très largement la forte reprise de l'investissement (graphique 22). Il est probable que, comme l'indique ce modèle, l'investissement aurait pu s'ajuster au cours de cette période à une croissance plus forte de la demande. Le retournement de la fin des années quatre-vingt-dix résulte simultanément de la décélération de la croissance et de la réduction de l'autofinancement.

20. Modèle à deux contraintes : investissements réalisés et potentiel (taux d'investissement total de l'industrie en volume)



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.



21. Modèle à deux contraintes :
pourcentage
d'entreprises
contraintes par la
profitabilité
(taux
d'investissement
total de l'industrie
en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{Q} = [(a.Acc + b.T + d)^{-\rho} + (e.Pro + f)^{-\rho}]^{-1/\rho}$$

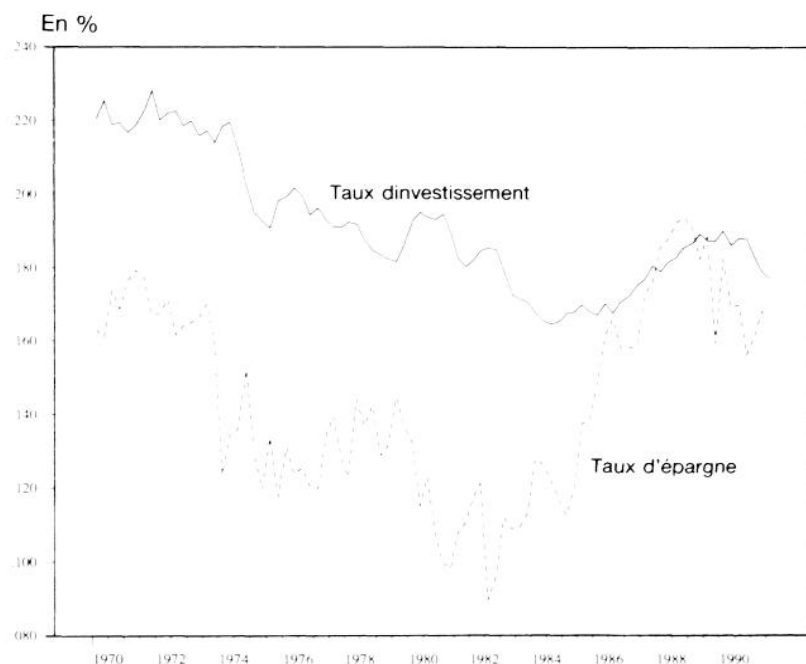
$a = 1,57$ $b = 0,05 \cdot 10^{-3}$ $e = 0,49$ $\rho = 10$
 (0,24) (0,03 $\cdot 10^{-3}$) (0,09)

MCO (1967.2-1990.4)
 $R^2 = 0,86$; DW = 0,27

$$Acc = \sum_{i=0}^{16} a_i \cdot Q_{-i} \quad \text{avec} \quad \sum_{i=0}^{16} a_i = 1$$

$$Pro = \sum_{i=0}^4 e_i \cdot \Pi_{-i} \quad \text{avec} \quad \sum_{i=0}^4 e_i = 1$$

I Investissement total de l'industrie manufacturière en volume



22. Taux
d'investissement
et taux d'épargne
des sociétés (en
valeur et en % de
la valeur ajoutée)

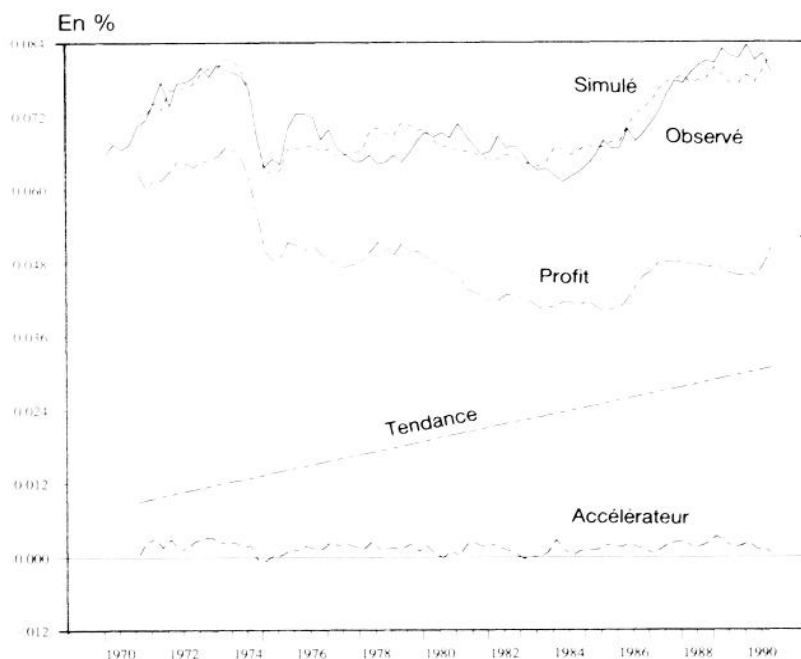
Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels, calculs OFCE.

L'investissement du secteur abrité

Pour l'investissement en bâtiment, qui représente les deux-tiers de l'investissement du secteur abrité, la demande ou les profits suffisent seuls à expliquer les fluctuations longues du taux d'investissement. L'ajustement des deux modèles est en revanche médiocre pour l'investissement en équipement.

Le graphique 23 présente les simulations du modèle accélérateur-profit pour l'investissement en équipement : la contribution des profits aux fluctuations de l'investissement est plus forte que celle de l'accélérateur, et le maintien d'un taux d'investissement élevé, notamment à la fin des années quatre-vingt, résulte essentiellement de la hausse de l'intensité capitaliste du secteur tertiaire (terme tendanciel).

23. Modèle accélérateur-profit (taux d'investissement en équipements du secteur abrité en volume)



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{V} = \sum_{i=0}^1 a_i \overset{o}{V}_{-i} + \sum_{i=0}^4 b_i \Pi_{-i} + c.T + d$$

$$\sum_{i=0}^1 a_i = 0,21 \quad \sum_{i=0}^4 b_i = 0,31 \quad c = 0,28 \cdot 10^{-3}$$

(0,10) (0,02) (0,02 · 10⁻³)

MCO (1971.1-1990.4)
R² = 0,80 ; DW = 0,50

- I Investissement en équipements du secteur abrité en volume
- V Valeur ajoutée du secteur abrité en volume
- $\overset{o}{V}$ Taux de croissance trimestriel de la valeur ajoutée du secteur abrité en volume
- Π Rapport du pouvoir d'achat de l'autofinancement au volume de la valeur ajoutée (secteur abrité)



24. L'effet d'accélération (taux d'investissement en bâtiments du secteur abrité en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{V} = \sum_{i=0}^{28} a_i \overset{\circ}{V}_{-i} + d \quad \sum_{i=0}^{28} a_i = 4,5 \quad (0,11)$$

MCO (1970.2-1990.4)

$R^2 = 0,97$; $DW = 0,24$

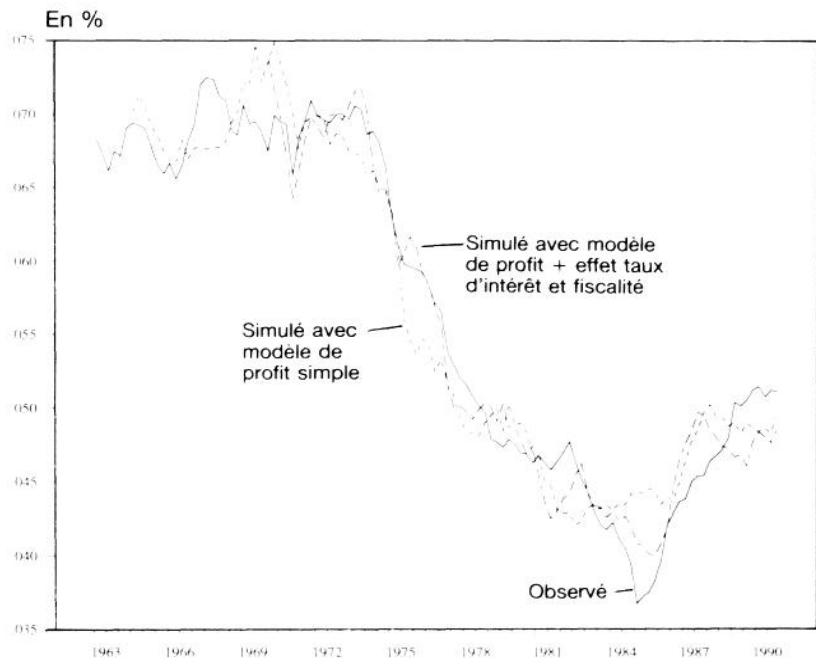
I Investissement en bâtiments du secteur abrité en volume

Les délais d'ajustement de l'investissement en bâtiment aux variations de la demande sont très longs (28 trimestres). L'ajustement retardé à la croissance de la demande (graphique 24) décrit bien la forte baisse du taux d'investissement de 1974 à 1980, la courte reprise de 1981-1982 puis la rechute qui suivit, enfin le redémarrage de la seconde moitié des années quatre-vingt. L'ajustement du modèle de profit est moins satisfaisant (graphique 25) : les petites fluctuations du taux d'investissement ne sont pas expliquées et la chute de l'investissement au milieu des années quatre-vingt, ainsi que la reprise de la fin de période, sont sous-estimées.

Le taux d'intérêt réel a un impact négatif et significatif, aussi bien dans le modèle d'accélération que dans le modèle de profit, mais il ne modifie pas de façon substantielle l'ajustement de chacun des modèles. Enfin la combinaison des deux effets dans le modèle accélérateur-profit conduit aux mêmes conclusions que pour le secteur industriel : l'effet d'accélération est déterminant pour expliquer l'évolution du taux d'investissement du secteur abrité, qu'il s'agisse de l'investissement

total (présenté dans le graphique 26) ou de l'investissement en bâtiment. Quant au modèle de déséquilibre, il s'ajuste essentiellement sur l'effet d'accélération et ne permet pas d'estimer correctement l'influence des profits.

25. Impact des profits (taux d'investissement en bâtiments du secteur abrité en volume)



Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

Modèle de profit simple

$$\frac{I}{V} = \sum_{i=1}^6 a_i \Pi_{-i} + d$$

$$\sum_{i=1}^6 a_i = 0,20 \quad (0,6 \cdot 10^{-2})$$

MCO (1964.3-1990.4)

$$R^2 = 0,93 \quad ; \quad DW = 0,20$$

r Taux d'intérêt réel

I Investissement en bâtiments du secteur abrité en volume

Modèle de profit + effet du taux d'intérêt et de la fiscalité

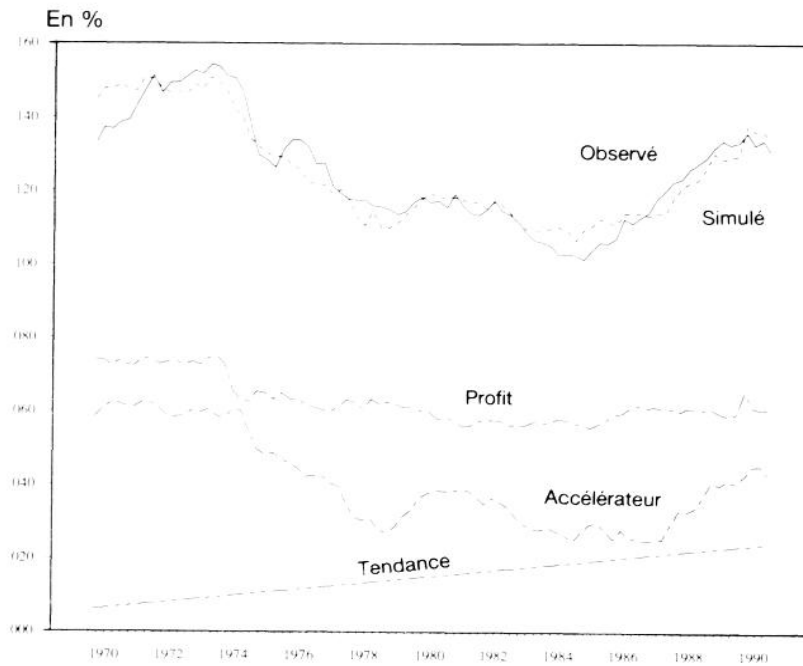
$$\frac{I}{V} = \sum_{i=0}^5 a_i \Pi_{-i} + \sum_{i=0}^5 b_i F_{-i} + c \cdot r + d \cdot T + e$$

$$\sum_{i=0}^5 a_i = 0,46 \quad (0,04) \quad \sum_{i=0}^5 b_i = -0,14 \quad (0,03)$$

$$c = -0,03 \quad (0,04 \cdot 10^{-1}) \quad d = 0,27 \cdot 10^{-3} \quad (0,05 \cdot 10^{-3})$$

MCO (1970.1-1990.4)

$$R^2 = 0,95 \quad ; \quad DW = 0,34$$



26. Modèle accélérateur-profit (taux d'investissement total du secteur abrité en volume)

Sources : INSEE, comptes nationaux trimestriels et annuels, calculs OFCE.

$$\frac{I}{V} = \sum_{i=0}^{20} a_i V_{-i}^0 + b \Pi_{-1} + c.T + d$$

$$\sum_{i=0}^{20} a_i = 5,1 \quad b = 0,18 \quad c = 0,2 \cdot 10^{-3}$$

(0,68) (0,06) (0,05 · 10⁻³)

MCO (1970.1-1990.4)
R² = 0,90 ; DW = 0,27

I Investissement total du secteur abrité en volume

Conclusion

Trois conclusions peuvent être tirées de cette étude. Tout d'abord les fluctuations de la croissance (ralentissement de 1974 à 1985, puis reprise dans la seconde moitié des années quatre-vingt) suffisent à expliquer les fluctuations de l'investissement. La baisse du taux d'investissement en France dans la première moitié des années quatre-vingt, n'est donc pas exceptionnelle au regard de l'effet d'accélération habituel. Toutefois, la forte dégradation des conditions financières des entreprises n'aurait pas permis une croissance plus forte de l'investissement au milieu des années quatre-vingt. Si la reprise de l'investissement a été rapide dans la seconde moitié des années quatre-vingt, c'est parce que les deux conditions — croissance des débouchés et rétablissement de la situation financière des entreprises — étaient réunies.

Le niveau élevé des taux d'intérêt réels semble, au vu des résultats économétriques, ne pas avoir contraint fortement l'investissement total dans les années quatre-vingt. Cette contrainte a toutefois joué à travers l'influence de l'autofinancement sur l'investissement et, indépendamment de cet aspect, par son impact sur les dépenses d'investissement en bâtiment. En réalité, dans le contexte de croissance faible de la première moitié des années quatre-vingt, les taux d'intérêt réels élevés conjugués à la forte dégradation des profits des entreprises les ont conduit à privilégier, d'une part les investissements de productivité pour améliorer leur rentabilité, d'autre part le désendettement. C'est donc surtout l'investissement d'extension, et sans doute plus généralement les choix stratégiques à long terme des entreprises, qui ont subi la contrainte des taux élevés. La hausse de l'intensité capitaliste, inhabituelle dans une situation de coût du capital élevé, pourrait ainsi s'expliquer par la configuration particulière des années quatre-vingt. De ce fait, la hausse du coefficient de capital n'est peut être pas une contrainte inéluctable pour la décennie quatre-vingt-dix.