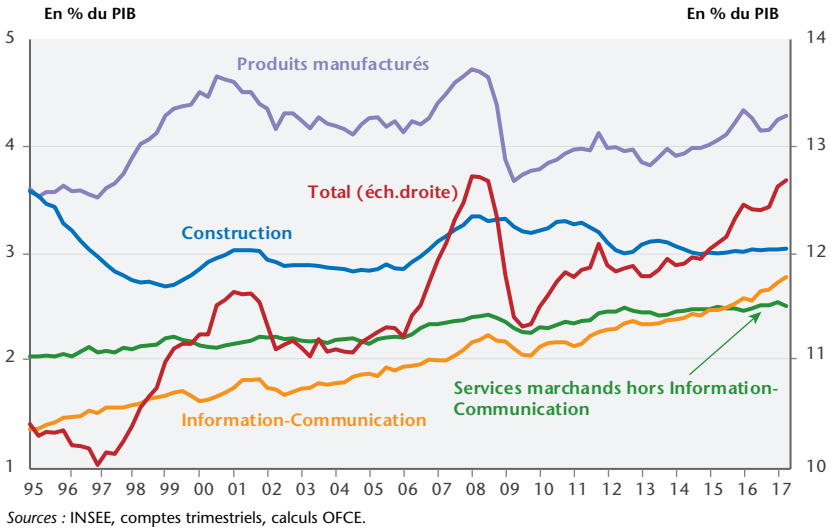


3. Des marges de rebond pour les entreprises ?

Alors qu'il était sur un plateau sur la période 2011-14, à un niveau largement en dessous de celui d'avant-crise, le taux d'investissement des entreprises non financières (ENF) a entamé son redressement à partir de début 2015. Il s'est accru de 0,7 point de PIB entre le premier trimestre 2015 et la mi-2017, signe d'un cycle de reprise de l'investissement. Il atteint 12,7 % du PIB, soit un niveau voisin de celui d'avant la grande crise financière de 2008 (graphique 13). La reprise de l'investissement des entreprises depuis 2015 a été tirée à hauteur de 42 % par l'investissement en produits manufacturés, soutenu par le dispositif de suramortissement qui cible les investissements industriels, et 47 % par les investissements en information-communication alors que ces deux composantes ne représentent qu'à peine plus de la moitié de l'investissement. Ainsi, l'investissement des entreprises a cru de près de 10 % au cours des deux dernières années et demi, et de 20 % pour les seuls matériels de transport, de près de 19 % pour l'information-communication et de plus de 11 % pour les biens d'équipement. En revanche, l'investissement en construction ou en services aux entreprises est resté relativement atone sur cette période. Avec la fin du suramortissement fiscal en avril 2017, l'investissement des entreprises serait moins dynamique au troisième trimestre 2017 (+0,4 %) que le rythme observé au cours du premier semestre 2017 (+1,5 % en moyenne par trimestre).

Au-delà, l'investissement des entreprises continuerait de se redresser sous l'effet principalement de l'amélioration passée du taux de marge, d'un coût réel du capital très bas et d'une accélération de la croissance. Il croîtrait à un rythme annuel proche de 3 % sur les deux prochaines années.

Graphique 13. Taux d'investissement des entreprises non financières par produit



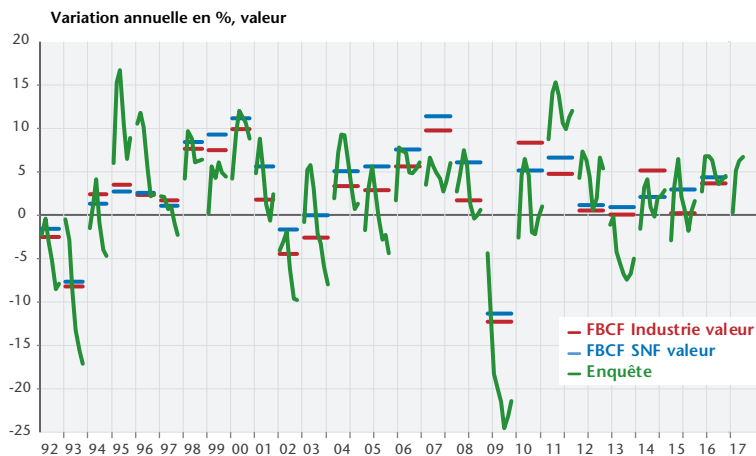
Encadré 2. L'enquête sur les investissements dans l'industrie

L'information fournie par cette enquête auprès des entreprises est une prévision périodique du taux de croissance en valeur de l'investissement dans l'industrie. Pour une même année, on dispose de 8 évaluations : une première en octobre de l'année précédente, puis en janvier, en avril, en juillet et en octobre de l'année en cours, puis enfin des réalisations constatées en janvier, en avril et en juillet de l'année suivante. Les entreprises ne sont questionnées en juillet que depuis 2003. Le graphique 14 présente la chronologie depuis 1992 de ces évaluations périodiques pour une même année, avec en parallèle les données de comptabilité nationale sur le champ spécifique « industrie » et sur le champ « sociétés non financières » (SNF).

D'une manière générale, ces évaluations sont assez instables, avec presque toujours des révisions en hausse entre octobre de l'année précédente et janvier de l'année en cours (24 années sur 26) : les seules années de révision en baisse sont les années de récession, 1993 (-2,3 points), et 2009 (-7,1 points), ce qui pouvait déjà révéler la sévérité de la dégradation des projets d'investissement. Par la suite, les révisions sont toujours à la baisse entre l'enquête de janvier de l'année en cours et la réalisation constatée en avril de l'année suivante (25 années sur 25). On peut déduire de ces observations que les industriels sous-estiment leur investissement en octobre de l'année précédente, le surestiment en janvier de l'année en cours et corrigent par la suite ce biais de surestimation

jusqu'à la réalisation constatée en avril de l'année suivante (et en juillet depuis 2003).

Graphique 14. L'enquête sur les investissements dans l'industrie



Derrière ces comportements de réponse instables se pose la question de savoir à quel stade des évaluations est atteint un niveau d'information satisfaisant sur l'évolution de l'investissement. Le calcul des corrélations entre les évaluations issues de l'enquête selon le degré d'avancement dans l'année et les estimations faites par la comptabilité nationale montre que la première évaluation faite en octobre de l'année précédente est pauvre en information (corrélation de 0,47), que l'enquête de janvier fait faire un saut qualitatif important (corrélation de 0,73), l'enquête d'avril un saut marginal et que l'information maximale est obtenue à l'enquête de juillet (corrélation de 0,85) et n'évolue plus par la suite (tableau 3). Ce calcul montre aussi qu'il n'y a pas de différences notables liées à la différence des champs, champ industrie sur lequel porte spécifiquement l'enquête, et champ SNF.

Les prévisions pour l'année 2017 n'ont pas dérogé au schéma général, avec une révision en hausse de 4,8 points entre la première évaluation faite en octobre 2016 et la deuxième faite en janvier. Par contre, le processus de révision en hausse s'est poursuivi entre janvier 2017 et juillet 2017 (+1,6 point), ce qui est plutôt encourageant car habituellement, le mouvement de révision en baisse a déjà démarré à cette époque de l'année (11 années sur 14 entre 2003 et 2016 affichent un recul des prévisions entre janvier et juillet). En s'écartant du schéma saisonnier habituel, ce constat est de bon augure car il montre que les industriels répondent en même temps qu'ils y participent à l'amélioration notable du climat conjoncturel depuis la seconde moitié de 2016.

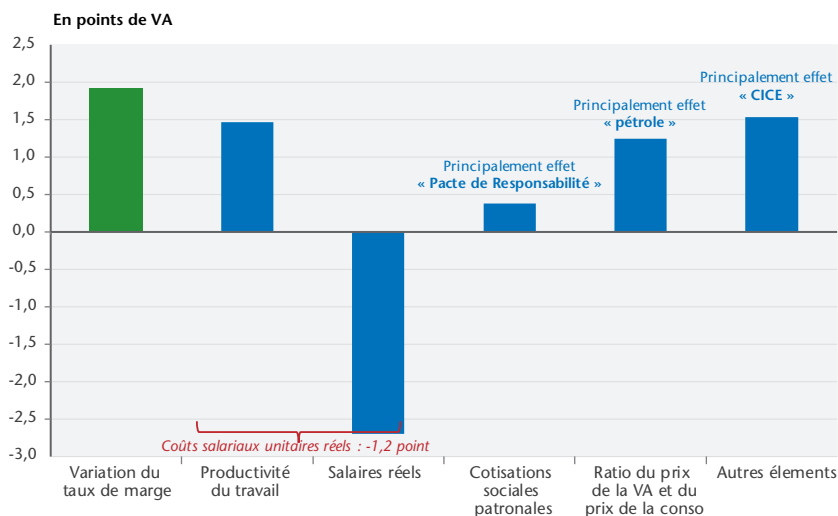
Tableau 3. Corrélations entre l'enquête investissement et les données de comptabilité nationale

En %	SNF	Industrie
Prévision en octobre de l'année précédente	0,47	0,44
Prévision en janvier de l'année en cours	0,73	0,72
Prévision en avril de l'année en cours	0,78	0,77
Prévision en juillet de l'année en cours*	0,85	0,77
Prévision en octobre de l'année en cours	0,86	0,84
Estimation en janvier de l'année suivante	0,87	0,88
Réalisation constatée en avril de l'année suivante	0,85	0,86
Réalisation constatée en juillet de l'année suivante*	0,84	0,84

* depuis 2003

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Parmi les éléments favorables à l'investissement, il y a tout d'abord le redressement du taux de marge des SNF. Après avoir perdu 3,8 points de valeur ajoutée (VA) entre début 2008 et le troisième trimestre 2013, le taux de marge des SNF s'est redressé de 1,9 point de VA sur la période 2013 t3 – 2017 t2 (graphique 15) sous les effets conjoints de la baisse des prix du pétrole, de la montée en charge du CICE et de la mise en place du Pacte de responsabilité. Le CICE et le Pacte de responsabilité ont contribué, comptablement, à redresser le taux de marge des SNF de 2,5 points de VA sur cette période. Mais si l'on intègre à l'inverse des éléments fiscaux ayant pesé sur le coût du travail depuis 2013, comme par exemple la hausse des cotisations retraite, la totalité des mesures fiscales a conduit à améliorer le taux de marge des SNF de 1,9 point de VA entre 2013 et la mi-2017. À cela s'ajoute la baisse des prix de l'énergie qui a réduit les prix des consommations intermédiaires énergétiques et qui n'ont pas été intégralement répercutés dans les prix de production. Cela a entraîné une hausse du prix de valeur ajoutée des entreprises par rapport à celui des prix de consommation (qui est le déflateur utilisé pour mesurer les salaires réels) conduisant à une hausse de 1,2 point de VA du taux de marge des SNF depuis le troisième trimestre 2013. A contrario, la hausse des salaires réels (déflatés des prix de consommation) supérieure à celle de la productivité a amputé les taux de marge de 1,2 point de VA sur cette même période. Ainsi, sur les 3,1 points de VA liés à la baisse des prix du pétrole et à la réduction du coût du travail, un peu plus d'un tiers a été récupéré par les salariés sous forme de rémunérations plus dynamique que la productivité du travail.

Graphique 15. Décomposition comptable du taux de marge des sociétés non financières – 2013 t3-2017 t2

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Ainsi, après être passé de 29,7 points de VA au troisième trimestre 2013 à 31,7 points à mi-2017, le taux de marge devrait se stabiliser autour de ce niveau dans les trimestres à venir, soutenu d'un côté encore par la hausse d'un point du taux de CICE en 2018, avant sa transformation en allègement de cotisations patronales en 2019, mais pressé de l'autre par la légère remontée des prix du pétrole.

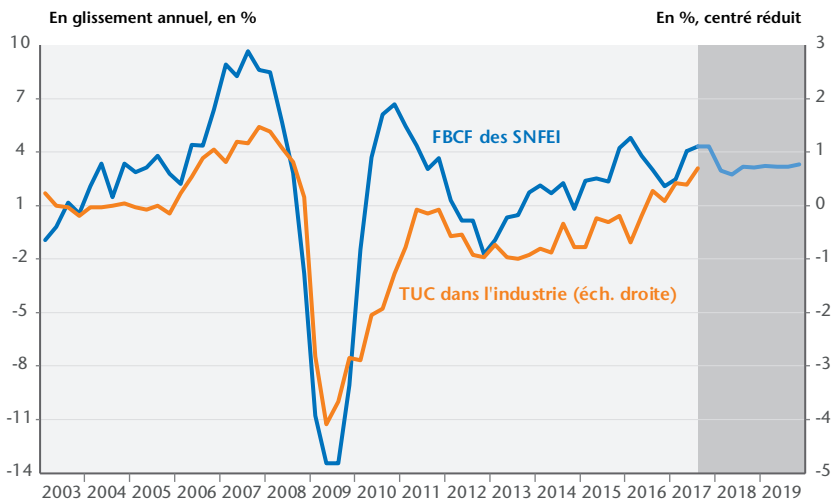
En revanche, la baisse programmée du taux de l'impôt sur les sociétés sur le quinquennat (de 33,3 % en 2017 à 25 % en 2022 pour un coût budgétaire de plus de 10 milliards d'euros) abaisserait le coût du capital mais les effets attendus sur l'investissement resteraient modestes à l'horizon de notre prévision. En effet, en réduisant l'impôt sur les sociétés, le coût du capital des entreprises va diminuer. Selon nos simulations, cela devrait représenter une réduction du coût du capital de 0,4 % en 2018 et de 1,1 % en 2019 (par rapport à 2017). Avec une élasticité à long terme du coût du capital à l'investissement des entreprises de 0,3⁴ (de 0,03 la première année et 0,12 la seconde), l'effet à attendre sur l'investissement est quasi-nul en 2018 et de 0,1 point en 2019. Les effets

4. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré et M. Plane (2015), « Les demandes de facteurs de production en France. Estimation et analyse des effets de la crise », *Revue de l'OFCE*, 142.

monteraient en charge les années suivantes et seraient trois fois plus forts à l'horizon du quinquennat.

Enfin, l'amélioration des perspectives d'activité en France, tirée par la hausse de la demande interne mais aussi par la demande adressée à la France, participera à la reprise de l'investissement. Cela est confirmé par la hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, qui s'est amélioré de 3,2 points depuis début 2016, atteignant son plus haut niveau depuis juillet 2008 et étant désormais au-dessus de sa moyenne de long terme (graphique 16).

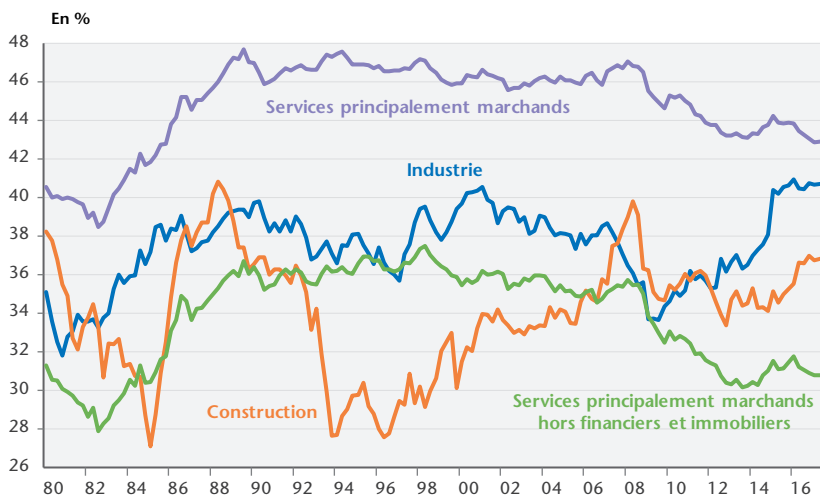
Graphique 16. Investissement des SNFEI et TUC



Sources : INSEE, calculs OFCE.

L'amélioration des marges des entreprises au niveau macroéconomique masque des contrastes importants au niveau des branches. En effet, depuis la fin 2013, le taux de marge s'est fortement redressé dans l'industrie manufacturière (+4,7 points de VA) alors que celui-ci a connu une plus faible amélioration dans la construction (+2,4 points de VA) et ne s'est pas amélioré dans les services principalement marchands hors activités financières et immobilières (graphique 17). Ainsi, le taux de marge dans l'industrie atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant-crise (en 2007) et comparables aux plus hauts historiques de 2000.

Graphique 17. Taux de marge (EBE / VA) par branche



Sources : INSEE, calcul OFCE.

À partir de la répartition des branches exportatrices détaillées dans le Tableau Économique d'Ensemble (TEE), nous avons reconstitué un secteur exportateur « fictif » en maintenant les pondérations sur l'ensemble de la période analysée (1980-2017). Il en ressort que les secteurs exportateurs sont ceux qui ont vu une forte embellie de leur situation opérationnelle. Ainsi, les biens d'équipement qui représentent 15 % des exportations françaises ou les matériels de transport (18 % des exportations) ont vu leurs marges s'améliorer respectivement de 8,9 et 12,8 points de VA entre le troisième trimestre 2013 et la mi-2017. Et le secteur des « autres biens industriels » (chimie, pharmacie, métallurgie, etc.) qui représente 33 % des exportations affiche une hausse de ses marges de 5,5 points de VA et, celui des transports une amélioration de 7,3 points (5 % des exportations). Entre le troisième trimestre 2013 et la mi-2017, le taux de marge du secteur exportateur français est lui passé de 33,5 % de la VA, soit un point bas depuis ces trente dernières années, à 38,9 %, qui correspond à un plus haut historique, supérieur même à celui atteint au début des années 1990 et au tournant de 2000-2001. Si cette hausse du taux de marge du secteur exportateur n'est pas encore visible dans l'évolution des parts de marché, notamment sur la période récente, ce redressement financier des exportateurs est un élément positif

pour l'avenir, car les exportateurs ont des marges désormais pour baisser leurs prix et améliorer leur compétitivité-prix ou maintenir ces hauts niveaux de marge pour investir dans la compétitivité hors-coût, à l'instar du modèle industriel allemand.

Paradoxalement, la très nette amélioration des marges des exportateurs depuis la mi-2013 n'a pas eu d'effet positif visible sur l'évolution de la balance courante de la France, et plus particulièrement sur celle des biens hors énergie. En effet, la balance des biens hors énergie, après s'être améliorée entre la mi-2014 et la mi-2015, s'est fortement dégradée depuis, affichant une dégradation de 20 milliards (en cumul sur douze mois) en l'espace de deux ans. De plus, la balance des services hors voyages, qui présentait un excédent de 16 milliards d'euros en 2012, est passée déficitaire à la fin de l'année 2016. À cela s'ajoute la balance des voyages, particulièrement affectée par les attaques terroristes, qui est passée d'un excédent de près de 11 milliards en 2013 à 1,8 en 2016. Au total, malgré la forte baisse des prix de l'énergie depuis 2014 qui a permis de réduire le déficit extérieur liée à la production d'hydrocarbures, minière et d'électricité de plus de 20 milliards d'euros, la balance courante était largement déficitaire à la mi-2017, de l'ordre de 25 milliards (en cumul sur douze mois).

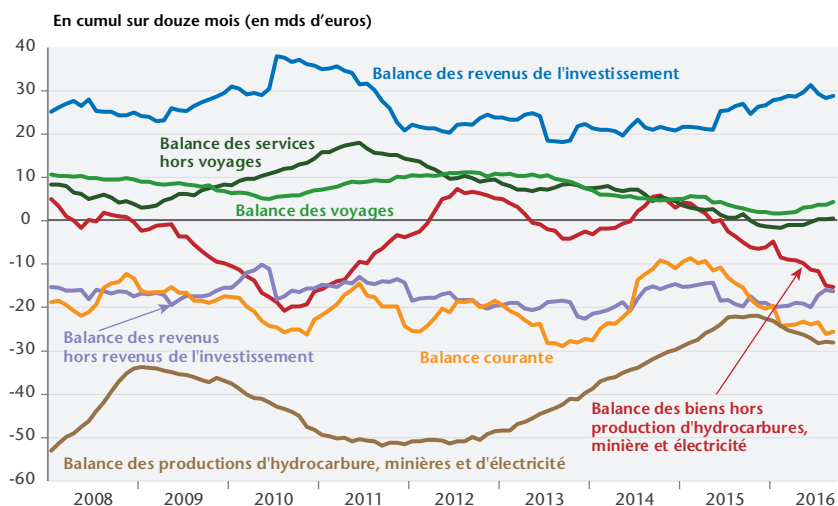
À noter cependant que la balance des revenus issus des investissements s'est nettement améliorée depuis début 2015, de l'ordre de 8 milliards d'euros et atteignait environ 30 milliards d'euros à la mi-2017. Si au regard de la balance courante en biens hors énergie, la compétitivité de l'industrie tricolore s'est nettement dégradée, le diagnostic semble quelque peu différent si l'on intègre les revenus versés aux résidents français afin de rémunérer leurs capitaux investis à l'étranger. La stratégie d'implantation à l'internationale des grands groupes, qui semble efficace au regard des rapatriements de dividendes sur le territoire et de l'évolution de la balance des revenus d'investissement, contraste en effet avec l'évolution de la balance des biens manufacturés. Ainsi, le cumul des deux balances, bien qu'en baisse depuis la mi-2015, reste largement positif à près de 14 milliards d'euros (en cumul sur douze mois) en août 2017.

Par ailleurs, avec la hausse de la fréquentation en 2017, la balance du tourisme s'améliore à nouveau, atteignant près de 5 milliards d'euros en août 2017 (en cumul sur douze mois). La balance des services hors voyages est également sur une pente

ascendante depuis 2017. Au final, la balance courante de la France cesse de se dégrader en 2017 malgré la hausse des prix de l'énergie.

Cette évolution moins négative de la balance courante en 2017 se retrouve également du côté des chiffres récents du commerce extérieur. D'une part, le commerce extérieur a contribué légèrement positivement à la croissance française sur les trois derniers trimestres cumulés (+0,1 point de PIB), ce qui n'était pas arrivé depuis fin 2014-mi 2015, période au cours de laquelle la France regagnait des parts de marché. De plus, le rythme de croissance des exportations accélère à nouveau, passant de 1 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2016 à 3,8 % au deuxième trimestre 2017. Ainsi, le redressement de la situation financière des entreprises exportatrices et la hausse passée de l'investissement productif, couplés à une augmentation de la fréquentation touristique et une production agricole revenue à la normale après une année 2016 chaotique (près de 10 % de baisse de la valeur ajoutée agricole) devraient être bénéfiques au commerce extérieur français qui ne devrait plus être une résistance à l'accélération de la croissance française, comme cela a pu être le cas en 2015-2016.

Graphique 18. Décomposition de la balance courante



Sources : Banque de France, calculs OFCE.