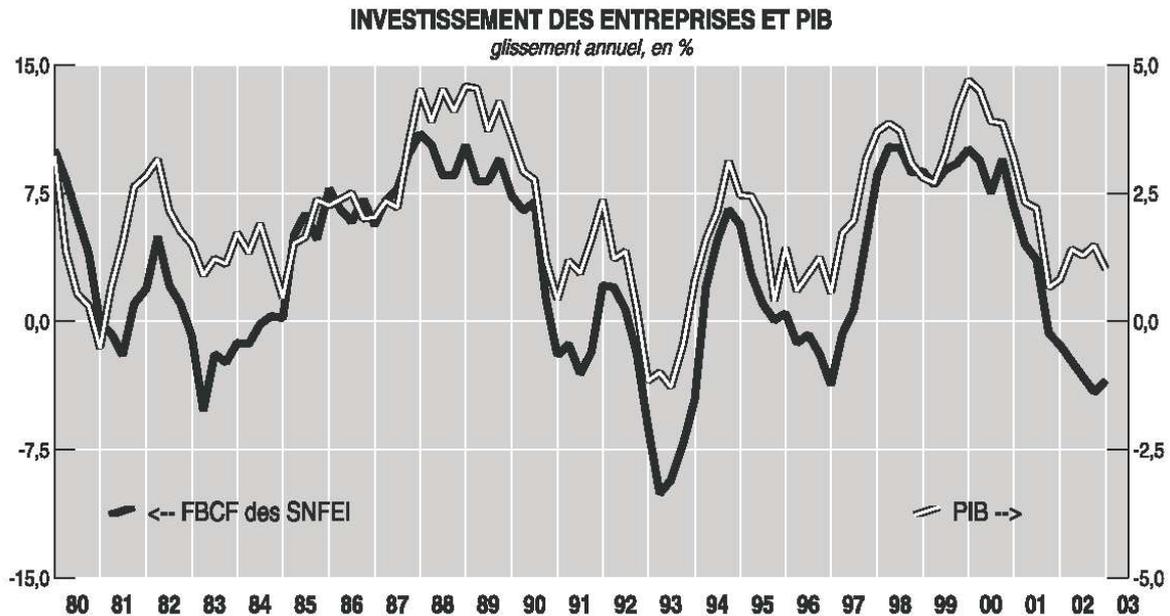


Investissement des entreprises : le creux est-il passé ?

(E. Chion, P. Corbel, V. Passeron, Note de conjoncture, INSEE 2003)

Après une croissance forte, de l'ordre de 9% par an entre 1998 et 2000, l'investissement des entreprises a brutalement ralenti en 2001 avant de reculer en 2002. Début 2003, l'investissement a augmenté pour la première fois depuis deux ans. Ainsi, l'arrêt de la détérioration des anticipations de demande, la réduction des incertitudes et l'assouplissement des conditions financières permettraient une reprise modeste de l'investissement au cours du second semestre de 2003.



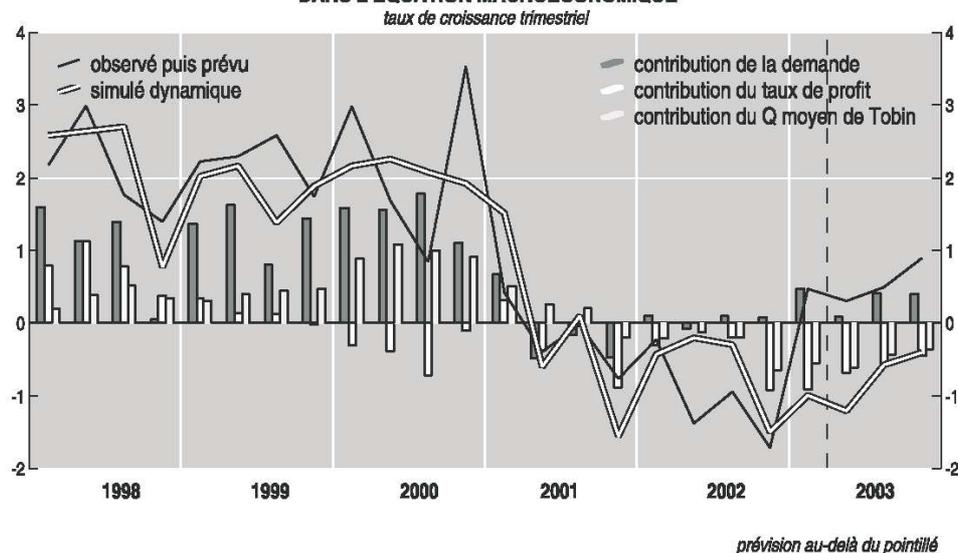
Le retournement des anticipations est un premier facteur du récent déclin de l'investissement

Alors que la demande des ménages est restée relativement dynamique, le brusque gel des dépenses des entreprises depuis le début de 2001 s'explique d'abord par le

retournement de la confiance des entrepreneurs, lié au ralentissement économique mondial. Les perspectives de débouchés à court terme, notamment au sein de la zone euro, se sont ensuite fortement dégradées tout au long de l'année 2001.[...] Dans cette période de ralentissement de l'activité économique, conséquence

des nombreux chocs (éclatement de la bulle technologique fin 2000, attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis ...) qui ont entretenu la montée de l'incertitude, les entreprises ont sans doute limité leurs dépenses aux seules nécessaires. Elles ont donc contribué à amplifier le ralentissement [= principe de l'accélérateur].[...]

INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES ET CONTRIBUTIONS DANS L'EQUATION MACROECONOMIQUE



La dégradation du taux de profit a également contribué au recul en 2002

L'ampleur du ralentissement de l'investissement en 2001 et 2002 peut également s'expliquer par des contraintes de financement auxquelles un certain nombre d'entreprises ont dû faire face. Les ratios d'exploitation se sont dégradés et les capacités d'autofinancement se sont restreintes en 2002. Dans l'équation macro-économétrique utilisée, le taux de profit joue directement sur l'évolution de l'investissement, traduisant l'idée qu'une partie des entreprises est contrainte par les conditions de financement. Cet « effet profit » aurait contribué au glissement annuel de l'investissement à hauteur de -1,4 point en 2002, après -0,9 point en 2001 (cf. tableau 1).

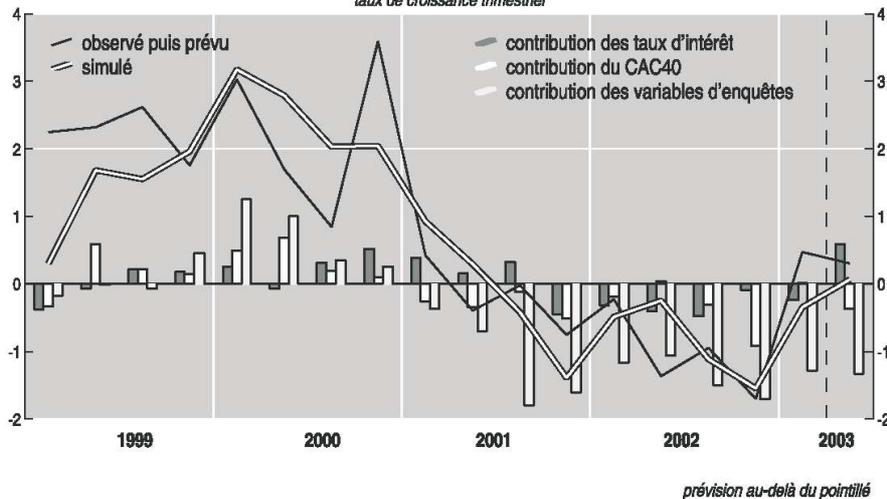
Les effets cumulés « accélérateur » et « profit » dans un modèle habituel « accélérateur-profit » ne suffisent cependant pas à expliquer l'ampleur du ralentissement en 2001 et le recul en 2002. Les différents chocs qui ont affecté la dégradation des anticipations de demande et des ratios d'exploitation en 2001 et 2002 ont contribué au recul de l'investissement par d'autres canaux. Le choc financier des années 2001 et 2002 notamment, caractérisé par le fort recul des indices boursiers, a pu contribuer au gel des dépenses des entreprises observé depuis 2001.

La chute des cours boursiers est une spécificité du ralentissement à l'œuvre depuis 2001

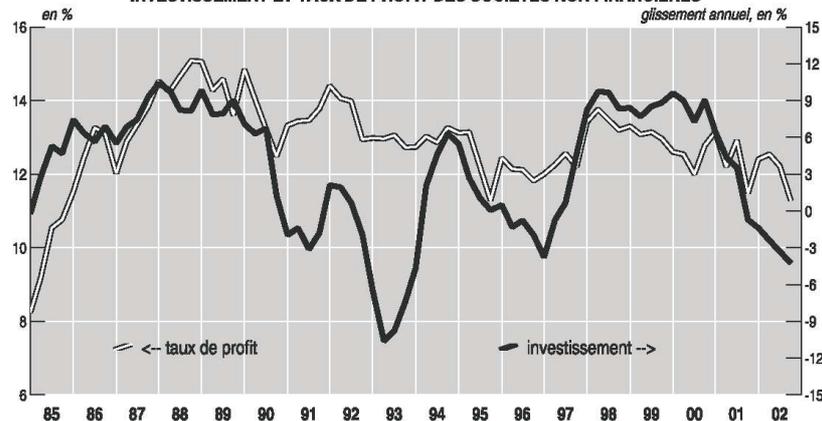
La dégradation des anticipations de demande des entreprises fin 2000, puis une nouvelle fois au printemps 2002, a en effet coïncidé avec un déclin

d'ampleur historique des cours boursiers. L'indice Cac 40 a baissé de 23% de décembre 2000 à décembre 2001, puis de 31% durant 2002. Le retournement des cours boursiers fin 2000 est en général attribué à l'éclatement de la « bulle » technologique. L'éclatement de scandales comptables de type « Enron », la prise de conscience de la dégradation des comptes financiers des entreprises, et aussi la montée des incertitudes d'ordre géopolitique sont des éléments explicatifs de la nouvelle dégradation en 2002. La forte baisse des indices boursiers a pu peser sur l'investissement via plusieurs autres canaux que celui des anticipations. Elle a d'abord fragilisé les conditions de financement externe des grandes entreprises. Nombre d'entre elles avaient pu financer leur croissance au cours de la période 1998-2000 par émissions ou échanges d'actions ; la chute des valeurs boursières a rendu plus difficile ce mode de financement. [...]

INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES EN BIENS ET SERVICES ET CONTRIBUTIONS DANS L'ETALONNAGE
taux de croissance trimestriel



INVESTISSEMENT ET TAUX DE PROFIT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



D'autres phénomènes ont pu jouer spécifiquement en 2001 et 2002

En 2001 et en 2002, le modèle « accélérateur - profit -Q de Tobin » qui sert à analyser les évolutions passées de l'investissement ne semble toutefois pas encore suffisant pour comprendre l'ampleur de la dégradation (contribution des résidus de l'équation macroéconomique de -0,2% puis de -1,8% au glissement annuel de l'investissement). Il se peut cependant que l'effet de la chute des marchés boursiers soit sous-estimé. En effet le phénomène de recul des cours boursiers est relativement nouveau, ne serait-ce que par l'ampleur de la correction à la baisse de la capitalisation boursière ; l'estimation sur la base du comportement de dépenses passé ne permet probablement pas de capter l'ampleur de ses effets. Par ailleurs, des facteurs spécifiques à cette période, qui ne sont pas retenus dans l'équation macroéconomique comme déterminants des évolutions de l'investissement dans le passé, peuvent avoir contribué au recul de l'investissement en 2001 et 2002.

La prise de conscience de la dégradation des comptes financiers début 2002 a non seulement joué sur la chute des cours boursiers mais a également déclenché la dégradation des conditions de crédit dans leur ensemble. D'une part les taux d'intérêts réels à long terme ont contribué dans l'étalonnage pour 1,7

point environ à la baisse du glissement de l'investissement en 2002 par rapport à 2001 (cf. tableau 2) ; d'autre part de fortes primes de risque, notamment à l'encontre de grandes entreprises, ont accru les difficultés de trésorerie des entreprises. Le haut niveau d'endettement des grandes entreprises, résultant en partie de l'internationalisation au cours des années 1998 à 2000 (cf. Picart [2003] et Lagarde et alii [2003]), a amplifié la hausse des primes exigées par les prêteurs. De leur côté les petites entreprises ont pu rencontrer des conditions de financement plus restrictives de la part des intermédiaires financiers comme ce fut le cas lors des périodes de ralentissement passées.[...]

En outre, de même que les dépenses en technologies de l'information et de la communication (TIC) entre 1998 et 2000 ont amplifié le haut du cycle d'investissement, leur ralentissement a accentué le recul d'ensemble depuis 2001. [...] Enfin il est possible que le comportement de demande des entreprises ait été bien plus sensible à la dégradation de l'environnement extérieur depuis 2001 qu'il ne l'avait été dans le passé. Une sensibilité devenue plus grande à la demande externe expliquerait ainsi la dichotomie persistante entre demande des ménages relativement robuste et demande des entreprises atone pendant

près de deux ans. En particulier l'atonie de la demande chez nos principaux partenaires commerciaux européens peut expliquer une partie du recul de l'investissement en 2002, non pris en compte par les déterminants retenus. [...] [2003]), a amplifié la hausse des primes exigées par les prêteurs. De leur côté les petites entreprises ont pu rencontrer des conditions de financement plus restrictives de la part des intermédiaires financiers comme ce fut le cas lors des périodes de ralentissement passées (cf. Duhautois [2001]). Pour pallier les difficultés de financement à court terme, les entreprises ont dû limiter leurs dépenses d'équipement. L'effet de l'endettement sur le ralentissement de l'investissement n'a pas été retenu dans nos outils économétriques ; il n'est pas significatif européens peut expliquer une partie du recul de l'investissement en 2002, non pris en compte par les déterminants retenus.[...]

Néanmoins, l'atonie des perspectives de demande ne laisse pas augurer d'une franche reprise de l'investissement par un effet « accélérateur », à l'œuvre par exemple en 1995 ou en 1998. Dans un contexte de baisse des taux d'intérêt à court et long terme et d'atténuation de l'aversion au risque, les conditions financières pour les entreprises continueraient de s'assouplir. Les principaux déterminants de l'investissement étant légèrement mieux orientés en seconde partie d'année, on assisterait ainsi à une reprise modeste de l'investissement au cours du second semestre de 2003 sur un rythme annuel de l'ordre de +2 à +3%.

