

## Comment expliquer la bonne tenue de l'investissement des entreprises en 2020 ?

L'investissement, ou formation brute de capital fixe (FBCF), est généralement la composante la plus volatile du PIB. Il suit des cycles beaucoup plus marqués que la consommation privée et amplifie les évolutions du PIB. Ainsi, en 2009, alors que le PIB avait diminué de 2,9 %, la FBCF totale avait de son côté baissé de 9,1 %. En 2020 en revanche, le PIB et la FBCF ont diminué dans des proportions similaires : -7,9 % pour le PIB et -8,6 % pour la FBCF totale. Nous nous intéressons ici au comportement d'investissement des sociétés non financières.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette surprenante et relative « bonne tenue » de la FBCF des entreprises en 2020. Un effet de composition d'abord, comme la crise sanitaire a frappé les branches d'activité à divers degrés, affectant davantage celles qui d'habitude investissaient le moins. L'adaptation des entreprises au contexte sanitaire, ensuite, a pu favoriser l'investissement dans des équipements nécessaires au télétravail (informatique, télécommunications...). Le sentiment initial que la crise serait de courte durée a aussi pu conduire les entreprises à maintenir certains de leurs projets d'investissement. Enfin, le soutien massif aux entreprises, à travers notamment le chômage partiel ou les subventions du Fonds de Solidarité, a considérablement limité l'érosion de leur revenu et la hausse du besoin de financement des entreprises a par conséquent été relativement limitée.

### Au cours de l'année 2020, le taux d'investissement des sociétés non financières a augmenté malgré le fléchissement de leur taux d'épargne

La résistance de la FBCF en 2020 peut s'illustrer à travers l'évolution du taux d'investissement des sociétés non financières (SNF), c'est-à-dire l'investissement rapporté à la valeur ajoutée en valeur. En 2020, le taux d'investissement des SNF a légèrement diminué au premier trimestre puis a augmenté de façon continue les trimestres suivants, dépassant dès le troisième trimestre son niveau de fin 2019. Cette progression du taux d'investissement traduit la moindre baisse de l'investissement des SNF en 2020 (-7,2 % en valeur, ► **figure 1a**) que de leur valeur ajoutée (-8,5 % en valeur). En revanche l'excédent brut d'exploitation des SNF, et plus encore leur épargne brute, ont fléchi sur les trois premiers trimestres de 2020.

Lors de la crise financière de 2008-2009, au contraire, l'investissement des SNF avait suivi un profil similaire à celui de leur excédent brut d'exploitation : il avait notamment amorcé une baisse marquée à partir du troisième trimestre 2008 (► **figure 1b**).

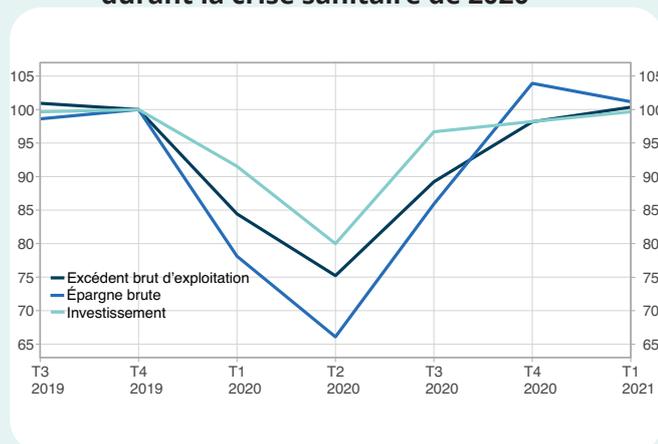
### Cette résilience peut en partie s'expliquer par un effet de composition

Le premier facteur permettant d'expliquer la résilience de l'investissement des SNF en 2020 est la nature sectorielle du choc subi par les entreprises. Ainsi, les branches d'activité qui ont connu les plus fortes pertes d'activité en 2020 – notamment l'hébergement, la restauration ou les services de transport – ne sont pas celles qui investissent le plus fortement en temps « normal ». Au niveau des 17 branches d'activité, près de 85 % de la perte d'activité totale de 2020 est concentrée dans 8 branches, qui

### ► 1a. et 1b. Évolution de l'excédent brut d'exploitation, de l'épargne brute et de l'investissement des SNF en euros courants,

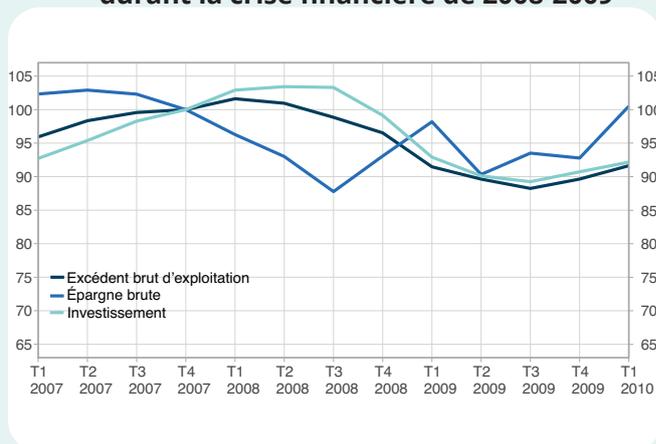
indice 100 au T4 2019

#### durant la crise sanitaire de 2020



indice 100 au T4 2007

#### durant la crise financière de 2008-2009



Source : Comptes trimestriels, base 2014, Insee

représentaient en 2019 seulement 44 % de la formation brute de capital fixe (► **figure 2**). Au contraire, certaines branches comme les services immobiliers et l'information-communication, qui réalisaient une part significative de l'investissement en 2019, n'ont pas connu de forte baisse d'activité. Cet effet de composition pourra être estimé à la publication des séries d'investissement par branches par les Comptes Nationaux annuels, à la fin de l'été 2021.

## L'adaptation au télétravail a nécessité des investissements particuliers

Les contraintes sanitaires appliquées dès mars 2020 ont pu également pousser les entreprises à effectuer des acquisitions non planifiées de certains produits, notamment pour généraliser le télétravail : ordinateurs, logiciels, modernisation et montée en puissance du système informatique... Ces acquisitions, qui relèvent de la

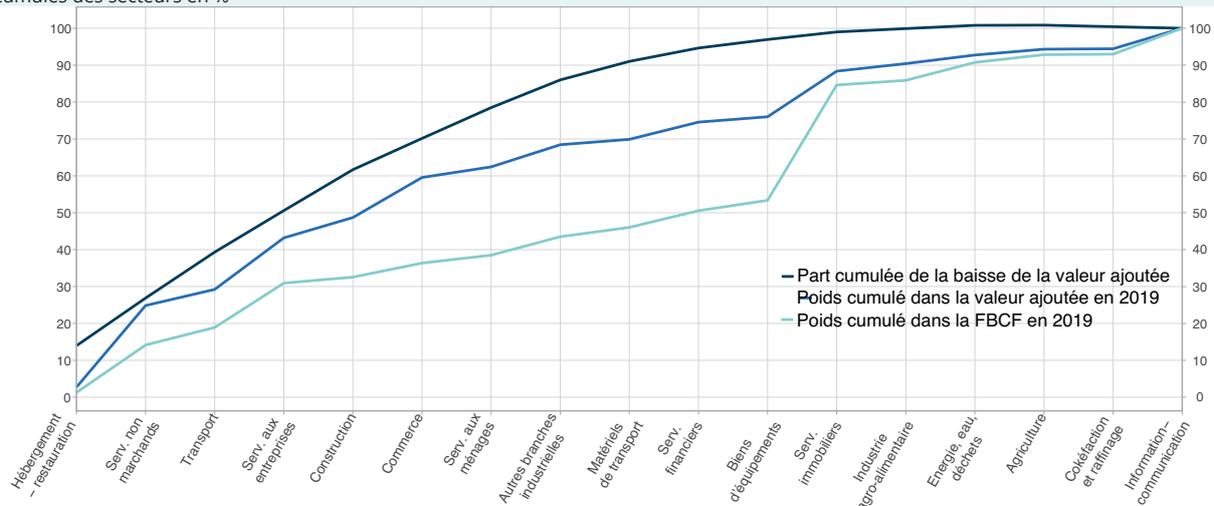
formation brute de capital fixe<sup>1</sup>, auraient ainsi contribué à atténuer la baisse de l'investissement en 2020.

Les données des Comptes Nationaux sur 2020 fournissent pour le moment l'investissement de l'ensemble de l'économie par type de produits au niveau A38 de la nomenclature d'activité française. Ces données mettent en évidence une forte hétérogénéité de la baisse d'investissement selon les produits (► **figure 3**). En particulier, l'investissement en activités informatiques et services d'informations, très dynamique les années précédentes, a ralenti en 2020 mais présente tout de même une variation positive (+3,5 % après +6,2 % en 2019), sans doute en lien avec l'essor du télétravail et la numérisation d'un certain nombre d'activités. Par ailleurs, d'autres indicateurs conjoncturels permettent d'approcher, de façon indirecte mais à un niveau un peu plus fin, l'investissement par produits, qui plus est à un niveau infra-annuel.

<sup>1</sup> En effet, ces actifs sont issus de processus de production – et non des actifs naturels – et utilisés de façon répétée ou continue dans d'autres processus de production pendant au moins un an.

## ► 2. Contributions sectorielles à la perte de valeur ajoutée en 2020 et poids cumulés des secteurs dans la valeur ajoutée et la formation brute de capital fixe en 2019

poids cumulés des secteurs en %



Lecture : les branches d'activité sont classées de gauche à droite selon leur contribution à la perte d'activité de 2020. Ces contributions permettent de construire la part cumulée des branches dans la baisse de valeur ajoutée : l'hébergement-restauration, les services non marchands et les transports représentaient ainsi 39 % de la perte de valeur ajoutée en 2020. Cependant, en 2019 ces trois branches ne représentaient que 19 % de la formation brute de capital fixe réalisée, contre 29 % de la valeur ajoutée : ce ne sont donc pas elles qui traditionnellement investissent le plus leurs revenus.

Note : les chiffres de ce tableau portent sur l'ensemble des secteurs institutionnels (ménages, administrations publiques...). Cependant, la plupart des branches ne sont composées que d'entreprises non financières (ou ENF, qui comprennent les SNF et les entrepreneurs individuels). Seuls les services financiers et les services non marchands ne comprennent pratiquement pas d'ENF. Dans les services immobiliers, l'investissement est réalisé par les ménages « purs » (hors entrepreneurs individuels), les ENF et les administrations publiques.

Source : Comptes Nationaux trimestriels, Insee

# Conjoncture française

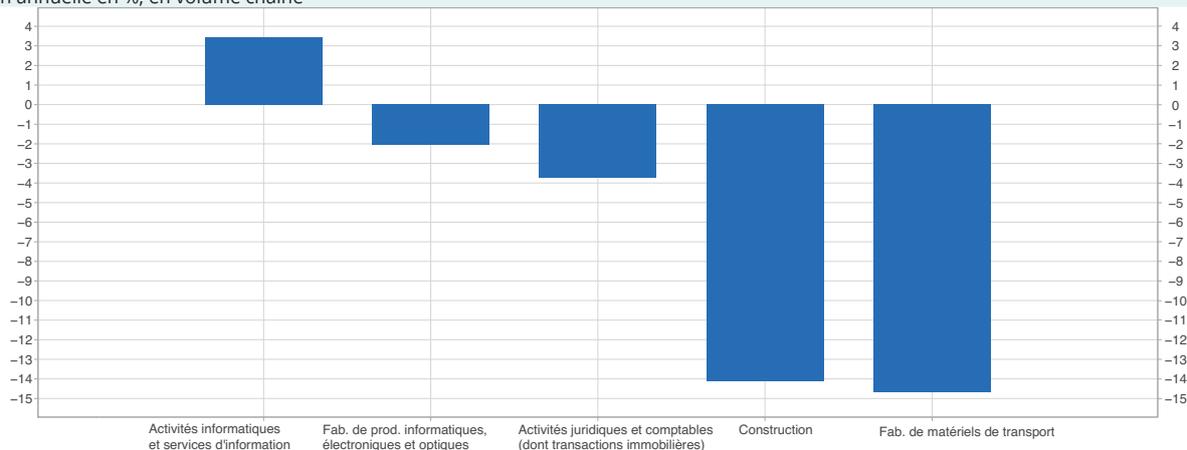
L'enquête de conjoncture dans le commerce de gros (► **figure 4**) permet ainsi de jauger la hausse de la demande pour certains biens indispensables au télétravail, comme les « ordinateurs, équipements informatiques périphériques et logiciels ». En effet, le solde d'opinion des entreprises quant aux ventes réalisées sur ces produits progresse de façon notable à partir de juillet 2020 et se maintient depuis à un niveau nettement plus élevé que celui de 2019. À l'inverse, la baisse prolongée des soldes d'opinion sur les ventes en gros de « mobilier de bureau » témoigne, quant à elle, de la moindre demande en locaux physiques.

On peut aussi mobiliser l'indice de production dans les services (IPS, ► **figure 5**), produit chaque mois et qui sert d'étalon à la mesure de la production pour compte d'autrui dans les services au sens de

la comptabilité nationale. La FBCF est un débouché important de la production de services d'« Information et communication ». Ainsi, l'examen de l'IPS permet de suivre au niveau mensuel l'investissement dans des services potentiellement utiles au télétravail, et ce à un niveau très désagrégé. Il en ressort que des produits tels que le « traitement de données, hébergement et activités connexes, portails internet » ou les « télécommunications », ont connu une forte croissance de leur production en 2020, amorcée dès le premier confinement (traitement des données) ou à partir de l'été (télécommunications). À l'inverse, la production d'« activités juridiques », dont les services juridiques des notaires lors de transactions immobilières, qui sont considérés comme de l'investissement, a fortement diminué au printemps puis à l'automne 2020.

## ► 3. La perte de FBCF en 2020 est très hétérogène selon les produits

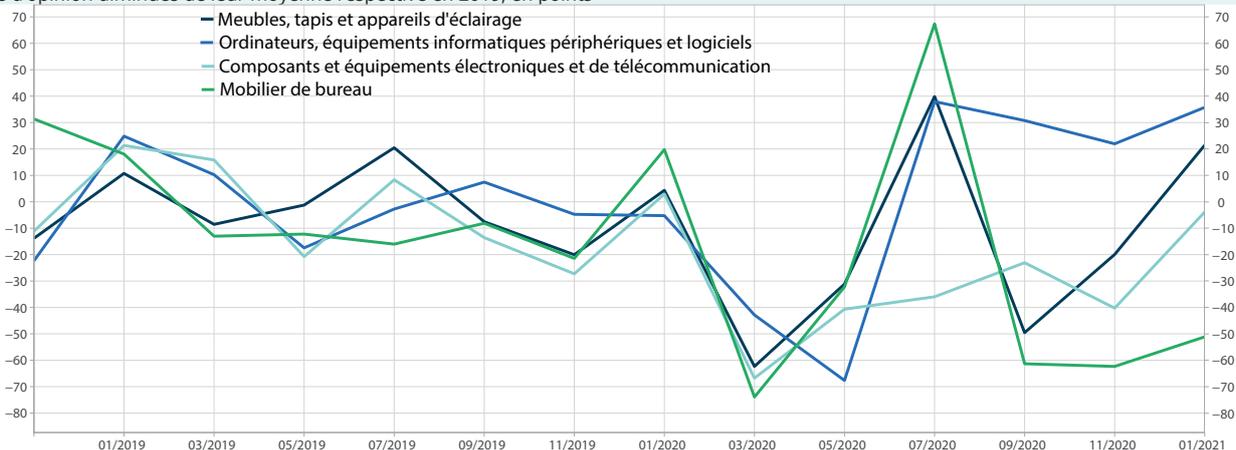
évolution annuelle en %, en volume chaîné



Source : Comptes Nationaux annuels, Insee

## ► 4. Opinion des grossistes sur leurs ventes réalisées au cours des deux derniers mois

soldes d'opinion diminués de leur moyenne respective en 2019, en points



Note : les séries sont corrigées des variations saisonnières.

Source : Enquête de conjoncture dans le commerce de gros, Insee

## La conviction que la crise serait courte a pu motiver les entreprises à conserver leurs programmes d'investissement

En sortie du premier confinement, une part importante des entreprises était relativement optimiste quant au rythme de retour à la situation d'avant-crise. Dans leurs réponses à l'enquête Acemo-Covid de juillet 2020, réalisée par la Dares en lien avec l'Insee, elles étaient

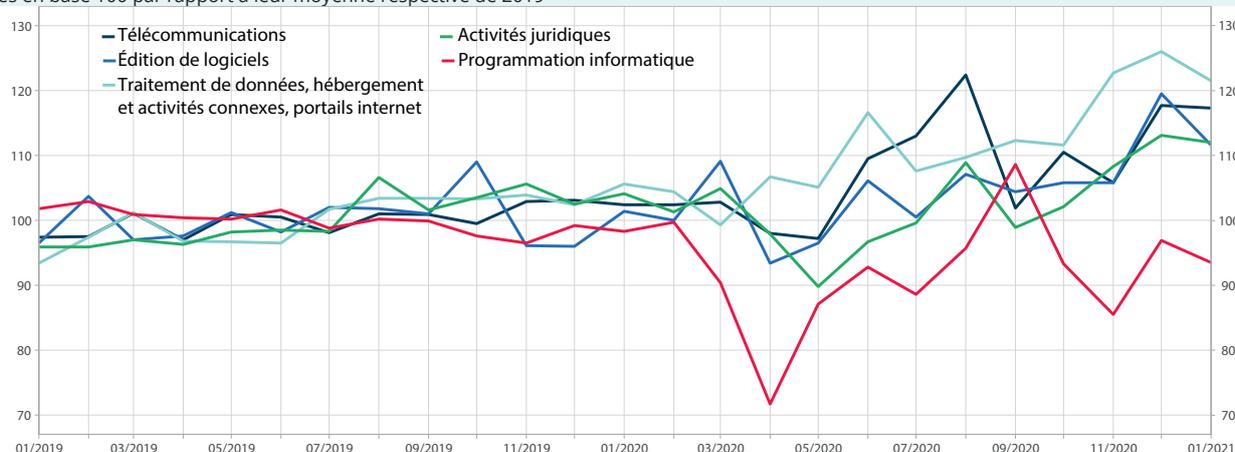
43,2 %, tous secteurs confondus, à indiquer que leur activité était d'ores et déjà revenue à la normale ou qu'elle le serait dans moins de 3 mois, alors que seules 26,5 % d'entre elles déclaraient le contraire<sup>2</sup>.

Au sein de l'industrie manufacturière notamment, les branches les plus optimistes quant au rythme de reprise indiquaient les prévisions d'investissement les moins dégradées dans l'enquête sur les investissements dans

<sup>2</sup> Les entreprises restantes ont répondu « Ne sait pas ». Cette modalité peut difficilement s'interpréter. En effet, la proportion de « Ne sait pas » n'a que très peu évolué entre juillet et novembre 2020 malgré l'évolution de la situation sanitaire.

## ► 5. Indice de production des services

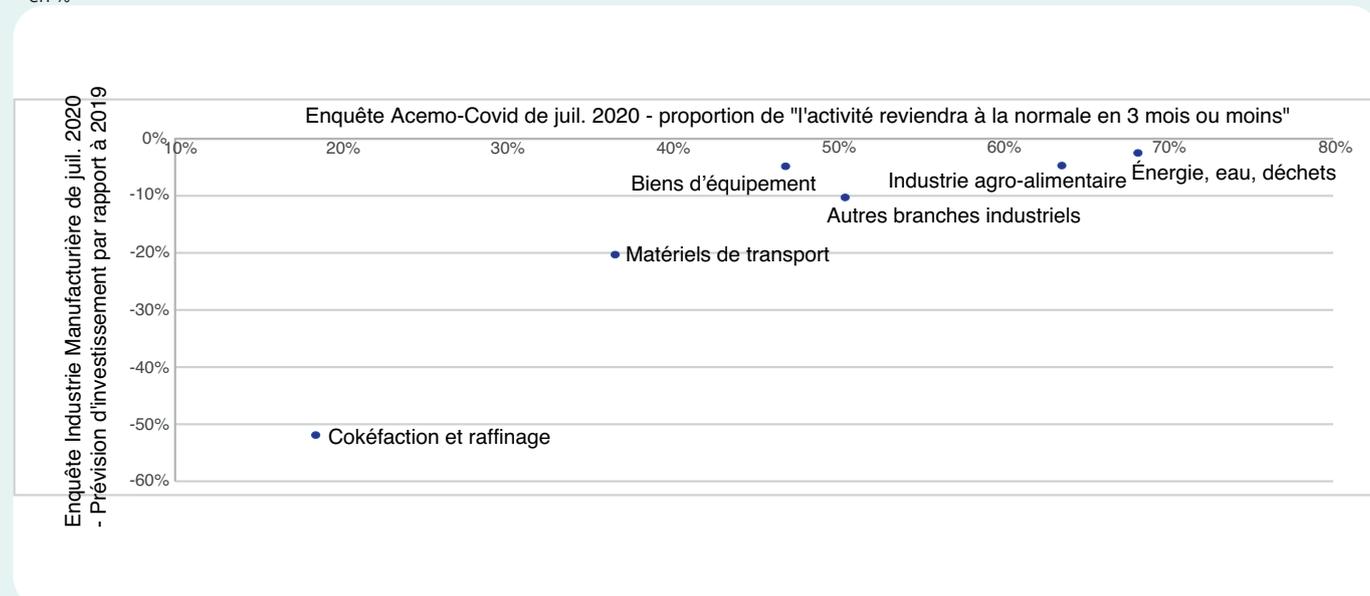
indices en base 100 par rapport à leur moyenne respective de 2019



Note : séries corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrables.  
Source : *Indice de Production dans les Services, Insee*

## ► 6. Réponses des entreprises manufacturières, en juillet 2020, quant à leurs perspectives de retour à une activité normale et à leurs prévisions d'investissement sur l'année

en %



Source : *Enquête de conjoncture de juillet 2020 sur les investissements dans l'industrie manufacturière, Insee. Enquête Acemo-Covid, Insee-DARES.*

# Conjoncture française

l'industrie manufacturière de juillet 2020<sup>3</sup> (► **figure 6**). Il est donc possible que les entreprises de ces secteurs d'activité aient maintenu en grande partie leurs investissements initialement prévus, ce qui a contribué à la résilience de la FBCF.

## Le soutien budgétaire a contrebalancé une grande partie du recul de la valeur ajoutée des SNF

L'analyse du compte des SNF suggère que la baisse de la FBCF en 2020 a aussi été limitée par les dispositifs de soutien aux entreprises, qui ont en effet atténué les répercussions de la chute de la valeur ajoutée. Ces derniers ont largement soulagé les ménages et les entreprises : l'État a supporté entre 70 % et 80 % de la perte de revenu national en 2020 et laissé les entreprises soutenir le reste de cette perte<sup>4</sup>.

Ces dispositifs ont été de multiples natures, si bien que leurs effets sont visibles à différentes étapes du compte des SNF. En premier lieu, si la valeur

ajoutée des SNF s'est réduite de plus de 100 milliards d'euros en 2020, leur excédent brut d'exploitation (EBE) a été soutenu par le dispositif d'activité partielle (moindres rémunérations versées aux salariés) et par les subventions reçues dans le cadre du Fonds de Solidarité<sup>5</sup> (► **figure 7**). Au total, l'EBE des SNF a diminué près de moitié moins que la valeur ajoutée. Puis la baisse de l'épargne brute des SNF a été plus réduite encore grâce à la diminution des revenus distribués de la propriété (au titre de dividendes, d'intérêts versés, etc.) et à la baisse des impôts courants.

Ensuite, les SNF ont moins stocké en 2020 qu'en 2019, ce qui a amélioré leur capacité de financement, et ont reçu davantage de transferts en capital<sup>6</sup>. Compte tenu de la baisse limitée de la FBCF, le besoin de financement des SNF ne s'est que peu creusé en 2020. Il atteint ainsi une fois et demie sa valeur moyenne des 3 années antérieures (2017-2019). Cette dégradation du besoin de financement est en fait relativement limitée si on la

<sup>3</sup> Informations Rapides de 2020 n°210, « Les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière revoient de nouveau à la baisse leurs prévisions d'investissement pour 2020 », 27/08/2020

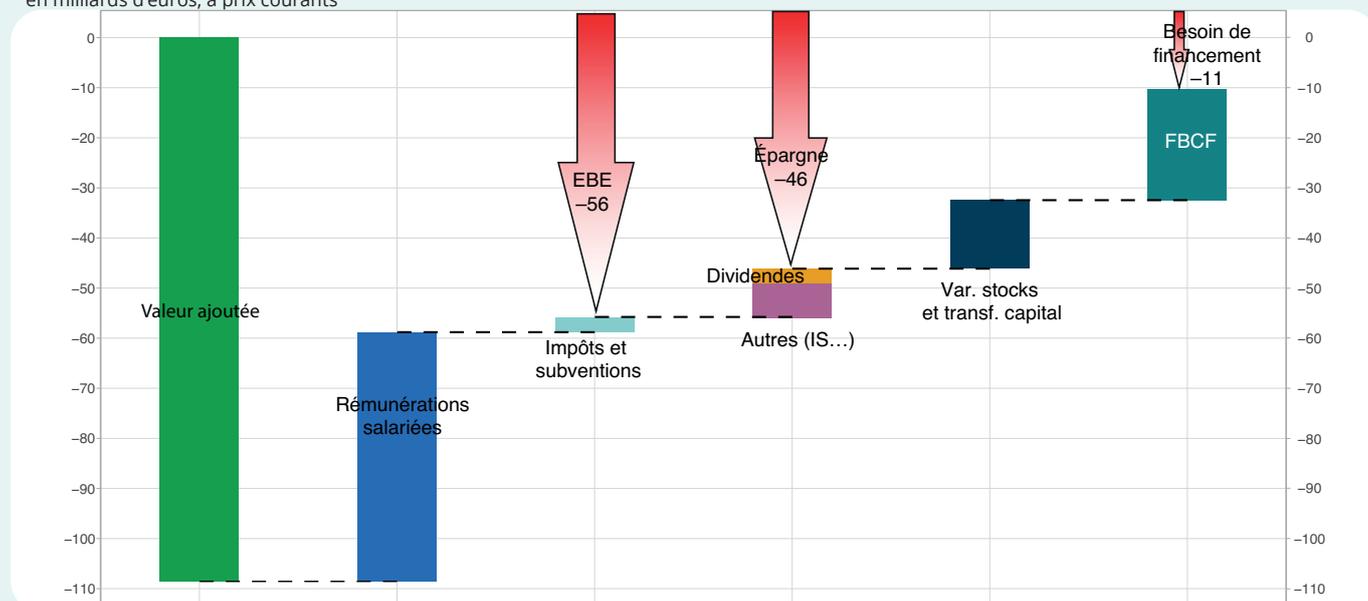
<sup>4</sup> « Comment s'est réparti le coût macroéconomique de la crise sanitaire ? », blog de l'INSEE, Nicolas Carnot, 28/05/2021.

<sup>5</sup> Les subventions n'ont augmenté que de 2 milliards entre 2019 et 2020, ce qui peut sembler paradoxal compte tenu des fortes sommes versées en 2020 au titre des mesures d'urgence. Ces dernières compensent en fait la conversion du CICE en baisses de cotisations salariales (INSEE Première, Les comptes de la Nation en 2020, 28/05/2021).

<sup>6</sup> La hausse des transferts en capital résulte aux deux tiers du traitement de comptabilité nationale suivant. Les SNF ont bénéficié du report sur 2021 du paiement de montants importants d'impôts et cotisations sociales calculés en 2020. Néanmoins, en comptabilité nationale, ces versements sont enregistrés en 2020. Mais comme certaines sommes dues par les SNF aux administrations ne seront pas recouvrées, les futurs impayés sont estimés et comptabilisés dès 2020 comme transfert en capital des administrations publiques vers les SNF (encadré 1 du Complément à l'Informations Rapides n°082 « Comptes Nationaux des administrations publiques – premiers résultats – année 2020 », 26 mars 2021).

## ► 7. Synthèse du compte des sociétés non financières en 2020 en comparaison à 2019

en milliards d'euros, à prix courants



Lecture : la valeur ajoutée des SNF a baissé de 109 milliards d'euros entre 2019 et 2020. La baisse des rémunérations des salariés et des impôts nets des subventions a conduit à une réduction de l'excédent brut d'exploitation de 56 milliards d'euros.

Source : Comptes annuels semi-définitifs de 2019 et comptes provisoires de 2020, en base 2014, Insee

compare à celle survenue lors de la crise financière de 2008-2009 : en 2009 le besoin de financement des SNF avait triplé par rapport à sa moyenne de 2005 à 2007.

En l'absence de telles mesures de soutien, les SNF auraient été probablement amenées à réduire davantage leurs dépenses d'investissement ou encore leurs revenus distribués de la propriété, ou à tolérer un plus grand besoin de financement. À titre illustratif, si la baisse de la valeur ajoutée des SNF s'était intégralement répercutée sur leur FBCF, celle-ci aurait diminué de 35 % au lieu de 7,2 %.

## Les sociétés non financières ont recouru au crédit bancaire, dont le PGE, pour combler leur besoin de financement et de liquidités, ce qui pourrait peser sur leurs investissements futurs

Pour assurer leur besoin de financement, les SNF ont émis en 2020 un volume important de titres de créances et souscrit beaucoup de crédits bancaires (2,4 fois plus de titres de créances et de crédits bancaires qu'en 2019). En particulier, les prêts garantis par l'État (PGE) ont couvert la majeure partie des souscriptions de crédits bancaires des SNF : 130 milliards d'euros ont été accordés aux SNF et aux entrepreneurs individuels en 2020 dans le cadre de ce programme.

En 2020, la dette brute des SNF a ainsi gagné 217 milliards d'euros, soit une hausse de 12 %. Cependant, la dette nette (dette brute amputée des

encours d'actifs financiers, dont la trésorerie) rend mieux compte de l'endettement réel des entreprises : en 2020, elle n'a augmenté « que » de 17 milliards d'euros. Mais cette augmentation s'ajoute à un niveau d'endettement déjà élevé dès avant la crise sanitaire.

En 2009 et 2010, les SNF avaient maintenu leur investissement à un niveau déprimé alors que la charge de leur dette baissait, ce qui leur avait permis de se désendetter. De façon plus générale, le niveau d'endettement d'une entreprise peut avoir un effet négatif sur son investissement et l'accroissement de l'endettement des entreprises en 2020 serait susceptible de réduire l'investissement d'environ 2 % par rapport à sa tendance de long terme (Hadjibeyli et al. 2021).

Cet effet ne serait pas immédiat, ou serait concentré sur une minorité d'entreprises : selon l'enquête d'octobre 2020 sur les investissements dans l'industrie manufacturière, une petite majorité d'industriels estimaient que leur niveau d'endettement serait favorable plutôt que défavorable à leur investissement en 2021. En effet, le solde d'opinion sur l'influence prévue du niveau d'endettement sur les décisions d'investissement est estimé en octobre 2020 à +3 pour l'année 2021 (les entreprises étaient donc plus nombreuses à déclarer que leur niveau actuel d'endettement aurait un effet positif, plutôt que négatif, sur leurs décisions d'investissement en 2021). C'est bien plus que ses valeurs estimées en octobre 2008 pour 2009 (-5) et en octobre 2009 pour 2010 (-11). ●

*Jérémy Marquis, Pierre Poulon*

## Bibliographie

**Insee Première** (2021), Les comptes de la Nation en 2020, 28/05/2021

« **Comment s'est réparti le coût macroéconomique de la crise sanitaire ?** » (2021), blog de l'Insee, Nicolas Carnot, 28/05/2021.

**Informations Rapides** (2020), n°210 « Les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière revoient de nouveau à la baisse leurs prévisions d'investissement pour 2020 », 27/08/2020.

« **L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des entreprises et des ménages en 2020** » (2021), Banque de France, 15 février 2021.

**Informations Rapides** (2021), n°136 « Comptes Nationaux trimestriels au premier trimestre 2021, résultats détaillés », 28/05/2021.

**Informations Rapides** (2020), n°285 « Les industriels prévoient un rebond relativement faible de l'investissement en 2021, après une forte chute en 2020 », 05/11/2020

**Complément à l'Informations Rapides** (2021) n°082, « Comptes Nationaux des administrations publiques – premiers résultats – année 2020 », 26 mars 2021.

**Trésor-Éco** (2021), Hadjibeyli, B., Roulleau, G. et Bauer, A. N°282 « L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les entreprises françaises » . ●