

INSTITUT
MONTAIGNE



Rebondir face au Covid-19 : relançons l'investissement



NOTE MAI 2020

INSTITUT
MONTAIGNE



Think tank indépendant créé en 2000, l'Institut Montaigne est une plateforme de réflexion, de propositions et d'expérimentations consacrée aux politiques publiques en France et en Europe. À travers ses publications et les événements qu'il organise, il souhaite jouer pleinement son rôle d'acteur du débat démocratique avec une approche transpartisane. Ses travaux sont le fruit d'une méthode d'analyse et de recherche rigoureuse et critique, ouverte sur les comparaisons internationales. Association à but non lucratif, l'Institut Montaigne réunit des chefs d'entreprise, des hauts fonctionnaires, des universitaires et des personnalités issues d'horizons divers. Ses financements sont exclusivement privés, aucune contribution n'excédant 1,5% d'un budget annuel de 6,5 millions d'euros.

Rebondir face au Covid-19 : relançons l'investissement

NOTE – MAI 2020

*Il n'est désir plus naturel
que le désir de connaissance*

À PROPOS DE L'AUTEUR

- **Éric Chaney** est conseiller économique de l'Institut Montaigne depuis janvier 2017.

De 2008 à 2016, il est le chef économiste d'AXA pour ses activités mondiales. Il conseille également diverses entreprises, financières et non-financières, sur les questions économiques et géopolitiques, par l'intermédiaire de sa société, EChO. Au sein d'AXA Investment Managers, Éric dirige l'équipe Recherche et Stratégie d'Investissement et conseille la direction sur les potentialités de l'intelligence artificielle. Au sein d'AXA, il conseille la direction sur les sujets économiques et financiers mondiaux; il était par ailleurs membre du Comité d'Investissement du Groupe, ainsi que du Comité de surveillance de la gestion actif-passif. De 2000 à 2008, il était le chef économiste Europe de Morgan Stanley, qu'il avait rejoint en 1995, après avoir dirigé la Division Synthèse Conjoncturelle de l'Insee, où il animait en particulier la publication trimestrielle «Note de Conjoncture». Il a été Maître de Conférences à l'ENA (1993-1996), a siégé au Conseil des Prélèvements Obligatoires auprès de la Cour des Comptes (2010-2014), au Conseil Économique de la Nation (1997-2014) et au Conseil scientifique du Fonds AXA pour la Recherche. Il est membre du Conseil scientifique de l'Autorité des Marchés Financiers et, depuis 2014, est vice-Président du Conseil d'administration de l'Institut des hautes Études Scientifiques de Bures-sur-Yvette.

Ancien professeur de mathématiques et éditeur d'une publication mathématique de l'Université Louis Pasteur de Strasbourg, Éric est aussi ancien élève de l'ENSAE-Paris-Tech.

SOMMAIRE

Résumé	7
Introduction	8
I. Trois grands traits macro-économiques à venir	9
1. La chute de la valeur ajoutée produite par l'économie	9
2. L'explosion du taux d'épargne des ménages	10
3. Une baisse vertigineuse de l'investissement des entreprises	11
II. Les plans de soutien économique européens et nationaux doivent faire la part belle à l'investissement productif, quel qu'il soit	15
Annexe	18

RÉSUMÉ

La profonde récession qui a frappé l'économie française laissera des traces sur le niveau de vie des Français et sur les inégalités sociales, si les politiques économiques d'accompagnement de la reprise sont mal calibrées. Dans cette note, nous examinons de plus près le cas de l'investissement des entreprises, dont la contraction pourrait atteindre entre 35 % et 50 % selon nos estimations. Faisant face à une forte chute de la demande et à une grande incertitude, les entreprises ont de bonnes raisons d'être prudentes et de retarder leurs projets en attendant d'y voir plus clair.

Ce faisant, elles risquent non seulement d'affaiblir la reprise, mais aussi de perdre de la compétitivité à plus long terme. Dans la mesure où la nature de l'incertitude est pour partie d'ordre systémique – personne ne connaît l'évolution future de la pandémie, qui dépend fortement des politiques sanitaires – il nous paraît justifié que les pouvoirs publics apportent temporairement une aide à l'investissement de façon à corriger l'impact de l'incertitude systémique, qu'on peut assimiler à un coût de l'ordre de 10 %, sur l'investissement des entreprises.

D'autres mesures de soutien à l'offre – recapitalisation des entreprises par exemple – ou à la consommation, comme des incitations à dépenser l'épargne accumulée par les ménages durant les semaines chômées, devraient compléter ce dispositif, qui n'est qu'une condition nécessaire à une reprise vigoureuse. Néanmoins, sans stimulation de l'investissement, la reprise sera anémique, le chômage restera à un niveau élevé et la compétitivité des entreprises françaises se dégradera par rapport à celles qui auront agi plus rapidement. En particulier, l'écart de compétitivité avec l'Allemagne s'en trouverait encore creusé.

INTRODUCTION

Le choix de société fait par la plupart des pays développés touchés par la pandémie a été de payer le prix fort pour sauver les vies humaines que le Covid-19 aurait prises, directement ou indirectement, si l'activité économique s'était poursuivie comme à l'accoutumée. Les victimes, qu'on aurait comptées par dizaines de millions, n'auraient pas succombé au seul coronavirus, mais à l'ensemble des pathologies que des systèmes hospitaliers débordés n'auraient pas pu traiter.

Si les stratégies de confinement ont pu varier en intensité, elles ont plus ou moins suivi le même principe : réduire les contacts entre personnes, pour « aplatis » la courbe des infections. Les stratégies économiques ont également présenté des points communs : les autorités ont compris qu'il s'agissait d'un choc d'offre et ont donné la priorité à la préservation du financement des entreprises par la fourniture de liquidités via les banques centrales et par des garanties de crédit aux entreprises par les États. Elles ont divergé à propos des ménages et des salariés.

En Europe, la stratégie allemande de 2009 – l'indemnisation du chômage partiel – a été assez universellement adoptée, y compris au Royaume-Uni, par la subvention au *furlough*, ou congé, forcé en ce cas d'espèce. Aux États-Unis en revanche, malgré une certaine pratique du *furlough*, les entreprises licencient massivement, comme en témoigne l'extraordinaire perte de 20,5 millions d'emplois au cours du seul mois d'avril, poussant ainsi l'État fédéral à intervenir pour soutenir directement le revenu des ménages.

Les autorités françaises se sont résolument rangées dans le camp du soutien à l'emploi, ce qui fait que, pour la grande majorité des salariés, les pertes de revenu seront minimales. Les travailleurs vivant de l'économie informelle et, dans une certaine mesure, les indépendants, n'ont pas bénéficié de cette assurance. Mais au niveau agrégé, la perte de revenu sera relativement limitée, tant est élevée la part du salariat dans notre économie – 89,7 % de l'emploi officiel en 2019¹.

1 Source Insee Comptes nationaux 2018. Emploi intérieur total : 28,1 millions, emploi salarié : 25,2 millions.

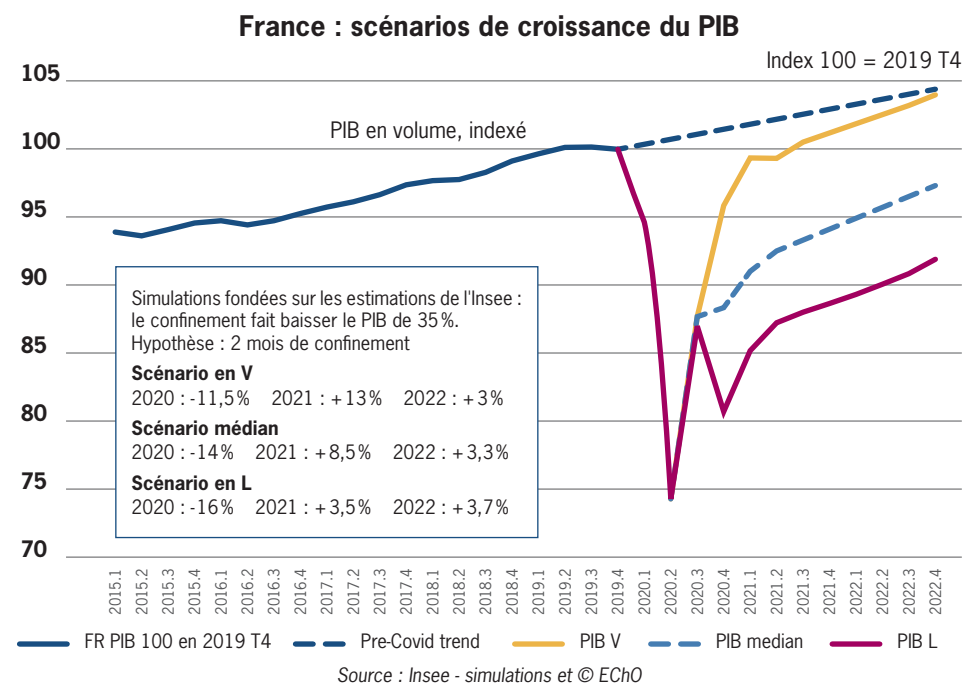
TROIS GRANDS TRAITS MACRO-ÉCONOMIQUES À VENIR

Lorsque l'économie française commencera à sortir de son immobilisation forcée, trois grands traits macro-économiques apparaîtront :

1. La chute de la valeur ajoutée produite par l'économie

Une extrapolation des comptes nationaux du 1^{er} trimestre fondée sur une activité économique redémarrant progressivement à partir de la mi-mai, pour atteindre 85 % de sa valeur d'avant-crise à la fin juin, suggère une baisse du PIB de 21 % au T2, après une baisse de 5,8 % au T1, soit **une baisse cumulée du PIB de 24,5 % au premier semestre**.

La contraction du PIB pourrait excéder 10 % cette année



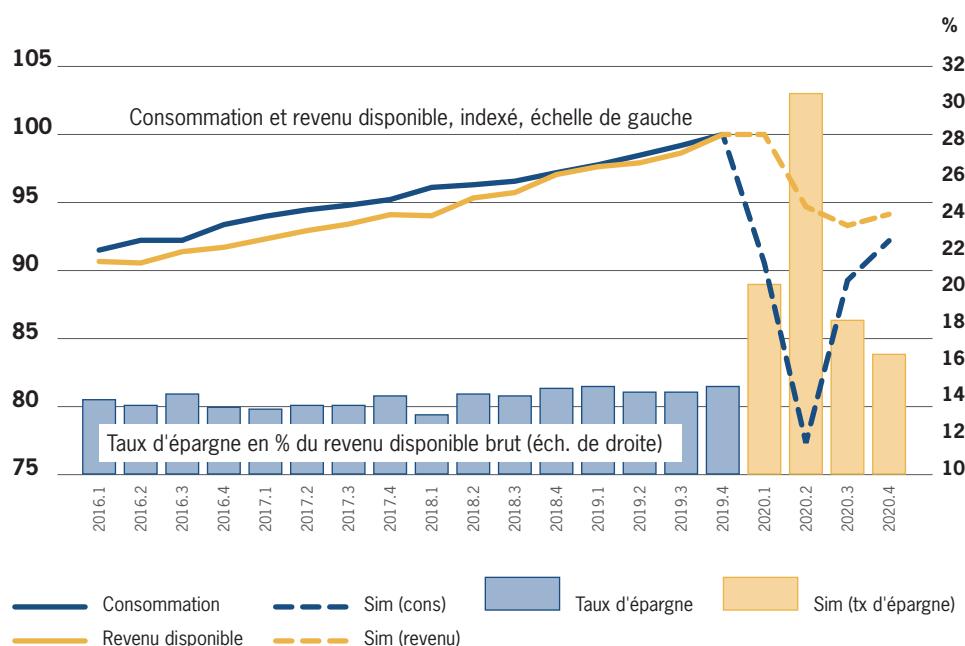
2. L'explosion du taux d'épargne des ménages

En extrapolant à nouveau les données des comptes du 1^{er} trimestre, le taux d'épargne pourrait avoir augmenté de 15 à 20 points², soit **un taux d'épargne de l'ordre de 30% du revenu disponible brut à la fin juin**. Il serait tout à fait erroné de qualifier ce gonflement des bas de laine « d'épargne de précaution », car il s'agit en réalité d'épargne forcée, les ménages continuant pour l'essentiel à percevoir leur revenu, mais ne pouvant le dépenser.

Très forte hausse du taux d'épargne en vue

France : revenu, consommation et épargne

Index 100 = 2019 T4



Source : Insee - simulations et © EChO

² Le taux d'épargne est le complément du ratio consommation/revenu. Sa variation vaut : $c/r \cdot (\delta r/r - \delta c/c)$, où c est la consommation et r le revenu disponible brut. Au T4 2019, le taux d'épargne était de 15,1%. Si la consommation baissait de 20 à 25% au premier semestre, et que le revenu ne baissait que de 5%. L'augmentation du taux d'épargne serait alors de 14 à 17 points de pourcentage.

3. Une baisse vertigineuse de l'investissement des entreprises

Plusieurs facteurs vont y contribuer. En premier lieu, les entreprises anticiperont que leur niveau d'activité ne reviendra pas à la normale avant longtemps, même dans le cas d'une reprise soutenue dans les prochains trimestres. Elles ajusteront donc à la baisse leur capacité de production, ce qui provoquera une baisse de l'investissement plus forte que celle de la production, selon le schéma de l'accélérateur mis à jour par Paul Samuelson³. En second lieu, la forte incertitude créée par la pandémie, son évolution future ainsi que celle des politiques sanitaires incitera les entreprises néanmoins désireuses d'investir à attendre d'y voir plus clair. En langage de la théorie des options, la valeur de l'option d'attente augmente avec le degré d'incertitude sur la demande future⁴, sachant qu'une fois la décision d'investir prise, elle est irréversible. Il est même probable que la valeur de l'option d'attente augmente fortement de façon non-linéaire avec le degré d'incertitude, et devienne très élevée en cas de crise exceptionnelle, ce que l'économiste Robert Barro appelle les « désastres rares⁵ ».

C'est sur ce dernier point que nous souhaitons attirer l'attention pour éclairer le débat sur le choix des formes de soutien à la reprise, une fois que celle-ci sera avérée. Ce débat est crucial, car de la pertinence des choix faits aussi bien au niveau national qu'euro-péen dépendra la vitesse de rattrapage de l'économie, et donc la stabilité sociale et politique du pays. Dans le meilleur des cas, la perte de richesse, et donc de revenu pour les Français, sera importante, sans nécessairement remettre en cause la stabilité économique et sociale. En revanche, une reprise avortée ou faisant long feu, que ce soit en raison d'une politique sanitaire ou d'un soutien économique mal conçu, se traduirait *in fine* par une baisse de revenu qu'une grande partie de la population jugerait intolérable.

³ La variation du stock de capital est le résultat combiné du flux d'investissement (I) et de la dépréciation du stock de capital (δ). Lorsque les entreprises ajustent le niveau de leur capital productif (K), par exemple à la hausse, elles doivent investir de façon à ce que le taux d'investissement (I/K) soit supérieur à δ , alors qu'en régime stationnaire il lui serait égal. De ce fait, I doit fortement augmenter pour que I/K atteigne la nouvelle valeur désirée. Paul Samuelson fut le premier à faire cette analyse dans une représentation simplifiée du cycle économique, en 1939, alors qu'il était encore étudiant. En 2018, selon les comptes de patrimoine des sociétés de l'Insee, I/K valait 10,3% (le stock de capital, ici le patrimoine d'actifs non financiers produits, s'élevait à 3 035 Mds €) alors que le taux de dépréciation, mesuré par la consommation de capital fixe, était de 6,4%.

⁴ Edmond Malinvaud avait théorisé l'impact de l'incertitude sur la décision d'investissement dans le cadre de ce qu'il appelait la profitabilité (espérance de profit généré par l'investissement corrigée du risque associé à la prévision). Voir « Capital productif, incertitudes et profitabilité », document de travail de l'IME, 1986. Pyndick et Dixit ont théorisé ce concept dans le cadre de la théorie financière des options. Voir par exemple 'Irreversibility, uncertainty and investment', Robert Pyndick, NBER working paper 1990.

⁵ Voir 'Rare disasters, asset prices and welfare costs' Robert J. Barro, American Economic Review, 2009.

Pour tenter d'évaluer la chute de l'investissement des entreprises en 2020, qualifié dans la suite d'investissement productif, par opposition, par exemple à l'investissement logement, et ses possibles trajectoires les années suivantes, nous sommes partis de nos scénarios de croissance, ajustés après la première estimation de la croissance du 1^{er} trimestre par l'Insee et les détails publiés à cette occasion, et avons utilisé une modélisation sommaire reliant l'investissement au PIB en volume (voir encadré « *Quelle élasticité pour l'investissement ?* »).

Dans le scénario optimiste, le déficit d'investissement monterait à 200 Mds€ fin 2022

Le cas le plus optimiste est le scénario en V (voir l'article publié sur le blog de l'Institut Montaigne le 30 mars dernier, « *Quand l'Insee remet les pendules à l'heure, on s'aligne* »). Dans ce scénario, dès le 11 mai, l'activité économique reprend progressivement, certains secteurs comme l'hôtellerie et les restaurants plus tard que d'autres. La mise en œuvre de tests à grande échelle, à commencer par un test à intervalle régulier sur un échantillon représentatif de la population pour estimer le taux d'immunisation national, sont mis en œuvre. Des mesures d'accompagnement temporaires facilitent la réorganisation des entreprises tant que la distanciation physique est imposée, comme celles proposées par Bertrand Martinot (voir « *Rebondir face au Covid-19 : l'enjeu du temps de travail* », note de l'Institut Montaigne, mai 2020). Enfin, condition en partie exogène, les éventuelles futures vagues de contamination sont limitées.

Dans ces conditions, le PIB français baisserait de 11,5% en 2020, avant de rebondir de 13% en 2021. L'investissement des entreprises, y compris financières, baisserait de 35% en 2020 avant de rebondir de 37% en 2021 et de 10% en 2022. En comparaison d'une situation normale, le déficit d'investissement à la fin de 2022 serait de 200 Mds€. Le taux d'accumulation du capital productif (le ratio I/K, voir note 3) serait tombé à 7%, à peine au-dessus du taux de dépréciation, ce qui impliquerait une stagnation du capital productif des entreprises.

Dans le scénario pessimiste, le déficit d'investissement approcherait 500 Mds€ fin 2022

Une mauvaise gestion de sortie de confinement, des entraves réglementaires ou des mouvements sociaux lors de la reprise, une deuxième vague mal maîtrisée auraient rapidement raison du début de reprise enclenché au mois de juin. C'est le scénario en W/L, dont nous indiquons dans l'article publié pour le blog de l'Institut Montaigne le 30 mars dernier qu'il fallait l'éviter à tout prix, en raison de ses conséquences structurelles dévastatrices. Le PIB baisserait de 15% en 2020, et la reprise en 2021 et 2022 serait faible, à 3 puis 4% par an. Pour l'investissement productif, ce serait catastrophique, avec une baisse de moitié cette année, et une reprise reportée à 2022. La perte cumulée à la fin de 2022 serait d'environ 520 Mds€, soit 16% du stock de capital productif des entreprises, et le taux d'accumulation tomberait à 5,9%, en-dessous du taux de dépréciation, signant une baisse de la production potentielle du pays.

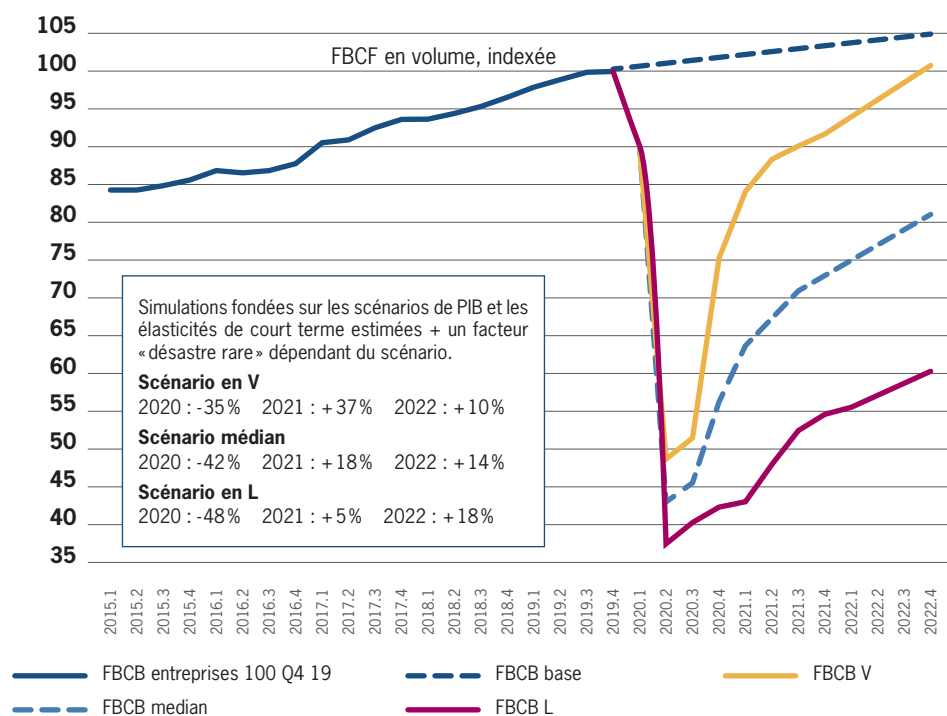
La trajectoire de l'économie française sera probablement tracée entre ces deux extrêmes, la reprise connaissant des accélérations et des ralentissements, les vagues futures du Covid-19 entravant plus ou moins l'activité économique, et les mesures nationales et européennes de soutien n'étant appliquées qu'imparfaitement.

Dans le scénario médian ainsi esquissé, l'investissement baisserait de plus de 40% cette année, et le déficit d'investissement à la fin 2022 s'élèverait à 360 Mds€, soit 11% du capital productif. Cependant, le capital productif ne régresserait pas.

Contraction de l'investissement de 35% à 50% en 2020

Trois scénarios pour l'investissement des entreprises

Index 100 = 2019 Q4



Source : Insee - simulations et © EChO

LES PLANS DE SOUTIEN ÉCONOMIQUE EUROPÉENS ET NATIONAUX DOIVENT FAIRE LA PART BELLE À L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF, QUEL QU'IL SOIT

L'analyse qui précède souligne à quel point l'investissement productif va baisser au cours des trimestres à venir. Moins d'investissement veut dire moins de capacité productive, donc moins de création de valeur à long terme et par conséquent moins de revenu susceptible d'être distribué aux ménages. À moins d'une forte reprise de l'investissement, il faudrait une baisse des salaires réels pour déclencher une substitution du travail au capital suffisante pour ramener le taux de chômage à un niveau socialement acceptable, mais cela ne changerait rien à la baisse du revenu national par tête. Ce n'est évidemment pas envisageable.

Il est donc légitime de poser la question : comment favoriser au mieux la reprise économique ? Faut-il envisager des mesures financières de soutien à la demande agrégée des ménages ? Avec une capacité de production réduite, tout d'abord par les conditions sanitaires, puis par le lourd déficit d'investissement, cela ne pourrait qu'augmenter les importations (venant de pays moins contraints) ou faire monter les prix, de sorte que l'équilibre offre-demande se rétablisse. **Dans une situation où le revenu des salariés est temporairement mais fortement subventionné par l'État et où le taux d'épargne est très élevé, ce n'est pas la consommation qu'il faut soutenir avant tout, c'est l'investissement, qui, à la fois, conditionne le rebond de l'offre et fait partie de la demande.**

Ajoutons que le choc d'incertitude qui va aggraver la contraction de l'investissement est clairement de nature systémique, ce qui justifie l'utilisation des deniers publics pour l'amortir.

La parade : subventionner toutes les dépenses d'investissement de toutes les entreprises durant la reprise

À titre d'illustration, considérons que l'incertitude créée par l'épidémie Covid-19 soit équivalente à un surcoût de 10 % pour les décisions d'investissement productif, soit 35 Mds€ en prenant pour base les chiffres du T4 2019, ce qui est un peu inférieur à l'écart d'investissement entre notre scénario noir et le scénario optimiste (45 Mds€) qu'on pourrait caractériser comme débarrassé de l'incertitude systémique. Une subvention à l'investissement correspondant à 10 % de la dépense d'investissement des entreprises pour une durée limitée, par exemple jusqu'à la fin 2021, aurait un coût fiscal plus limité, de l'ordre de 25 Mds€ en année pleine, puisqu'on partirait d'un niveau 30 % à 40 % plus bas que fin 2019. Elle effacerait le coût d'une incertitude systémique étrangère au cycle économique et financier. À condition qu'elle touche toutes les entreprises et toutes les formes d'investissement, matériel et immatériel, en machines et équipements comme en BTP, elle aurait une efficacité maximale pour aider à la reprise de façon vertueuse, en reconstituant et rajeunissant le capital productif.

Ne pas flécher l'investissement : il faut avant tout sortir du marasme

Serait-il opportun à cette occasion de « flécher » les aides, de façon à viser d'autres objectifs de politique économique ? Les candidats ne manquent pas : transition énergétique et/ou écologique, réindustrialisation, relocalisation de certaines filières, numérisation de l'économie, etc. Même si les intentions de ces fléchages sont compréhensibles, elles sont entachées d'une erreur de perspective. L'économie française – en réalité toutes les économies développées à démographie vieillissante – s'est si fortement contractée que la condition *sine qua non* de toute politique structurelle future est le retour le plus rapide et le plus équilibré possible au niveau d'activité d'avant pandémie. Qu'il s'agisse de l'utilisation du fonds européen de reconstruction en cours de discussion, ou d'initiatives nationales, chaque euro doit être affecté à la reprise, avec le potentiel multiplicateur le plus élevé possible. Or, de ce point de vue de relativement court terme, les décisions individuelles des entreprises, prises au vu de l'information granulaire dont elles disposent, une fois corrigées du coût de l'incertitude systémique, sont les plus à même de maximiser le rythme de reprise.

Il n'y aura pas d'effet d'aubaine, à condition d'exclure les investissements déjà subventionnés

Comme toutes les entreprises sont soumises au même facteur d'incertitude systémique, et que toute dépense d'investissement contribue à la reprise, le concept même d'effet d'aubaine (un investissement qui se serait fait de toute façon) ne s'applique pas à la situation présente d'une relance par l'investissement. Il y a néanmoins des exceptions : les entreprises qui bénéficient déjà de subventions pour des objectifs de politique structurelle, ne font pas face au même facteur d'incertitude que les autres, puisqu'elles ont l'assurance du retour sur leurs investissements. C'est le cas par exemple des filières de production d'électricité solaire ou éolienne qui bénéficient d'une garantie que leur production sera achetée au-dessus d'un prix déjà convenu, quelles que soient les circonstances. Elles devraient donc être exclues du programme de soutien.

Il sera temps de revenir aux politiques structurelles une fois l'économie sortie du marasme dans lequel elle s'est enfoncée. Ce pourrait même être l'occasion de les repenser en profondeur.

Proposition : subventionner à hauteur de 10 % l'investissement domestique de toutes les entreprises pour une durée limitée, par exemple pour 18 mois à compter du 1^{er} juillet 2020, quel que soit le type d'investissement.

La forme de cette subvention, crédit d'impôt, amortissement accéléré ou subvention directe est d'importance secondaire, pourvu que l'objectif d'une réduction du coût généré par l'incertitude soit atteint.

Quelle élasticité pour l'investissement ?

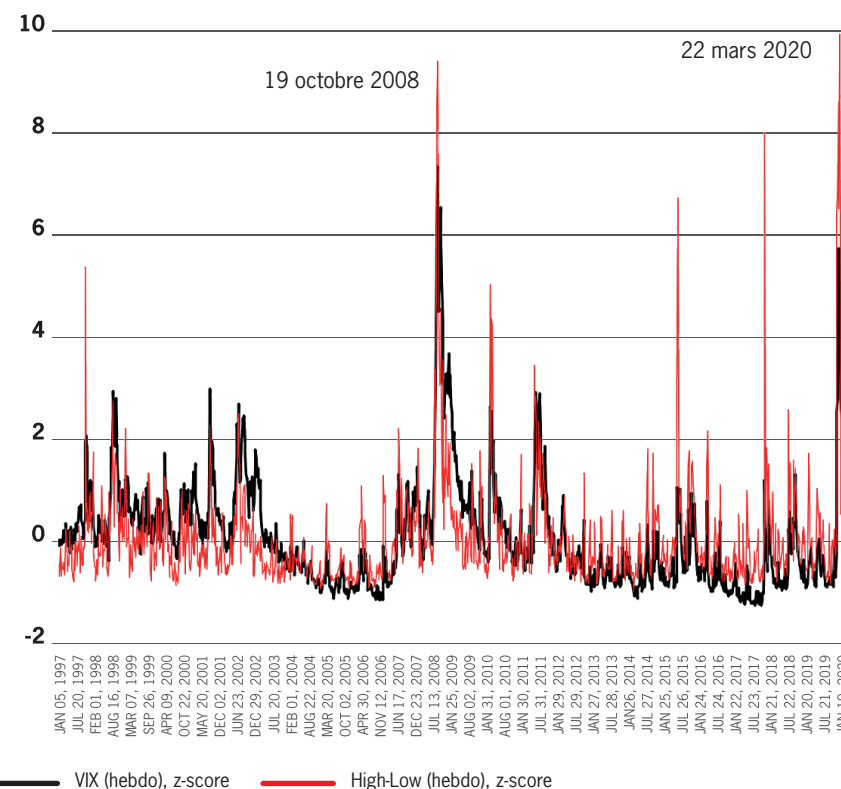
L'élasticité de l'investissement en volume relativement au PIB en volume, estimé sur données trimestrielles depuis 1972, est de 1,6. Mais lors de chocs exceptionnels, l'élasticité instantanée fut bien plus élevée : 7,8 en 1975 (choc pétrolier), 10,6 en 1993 (crise de change du Système monétaire européen) et 4,1 en 2009 (crise financière), ce qui donne crédit aux analyses de Robert Barro sur l'importance de l'incertitude extraordinaire qui affecte les comportements d'investissements, financiers ou réels, lors des « désastres rares ».

Une mesure standard de l'incertitude macroéconomique traditionnelle est fournie par l'indice financier de volatilité VIX⁶, relié à la volatilité escomptée de l'indice boursier de référence Standards & Poor 500. Il a atteint 66 la semaine du 15 mars dernier, alors que l'épidémie se développait rapidement en Europe et s'amorçait aux États-Unis, contre une moyenne de long terme de 20, ce qui représente un excès de 5,7 écarts-types. On est encore en-dessous du pic historique, 79 la semaine du 19 octobre 2008 (7,3 écarts-types) mais la fluctuation intra-hebdomadaire, mesurée par l'écart entre les plus hauts et les plus bas, a battu tous les records, à 10 écarts-types au-dessus de la moyenne historique, dans la semaine du 22 mars. Ce n'est pas une surprise : pour les marchés également, nous vivons des circonstances de « désastres rares » à la Barro.

.../...

Le VIX, indicateur financier de l'incertitude

VIX hebdomadaire normalisé (moyenne = 0 ; unité = écart-type)



Source : CBOE - traitement données et © EChO

Pour les besoins de la simulation, nous avons donc appliqué un coefficient multiplicateur aux élasticités usuelles de l'investissement productif, valant 1 pour le scénario de base (pas de crise coronavirus), 2 pour le scénario optimiste, 2,5 pour le scénario pessimiste et 2,25 pour le scénario médian. Ces coefficients sont prudents puisque, même dans le cas du scénario pessimiste, l'élasticité de l'investissement relative au PIB n'est que de 4, ce qui correspond à celle observée en 2009, mais reste bien en-deçà des élasticités de 8 à 10 observées lors des crises de 1975 et 1993.

.../...

⁶ Coté à la bourse des options de Chicago (CBOE), le VIX est une mesure du risque de marché créé par la volatilité des prix des actions de l'indice S&P500 (SPX) à un horizon de 30 jours. Comme un marché à terme (futures) existe également pour cet indicateur, il est possible d'observer les anticipations de marché sur la volatilité elle-même.

La dynamique trimestrielle sous-jacente du scénario de base est décrite par une équation d'accélérateur où le PIB est considéré comme exogène, estimée sur la période 1972-2019 :

$$Fbcf\% = -0,18 + 0,93 \times PIB\% + 0,63 \times PIB(-1)\% + 0,06 \times PIB(-2)\%$$

Où Fbcf est la formation brute de capital fixe des entreprises (non financières et financières), PIB est le PIB sans l'investissement, les variables étant mesurées en taux de croissance trimestriel. Les coefficients de PIB et PIB(-1) sont significatifs, les autres conservés pour la stabilité de l'équation. L'élasticité au PIB de l'investissement (somme des coefficients) ressort à 1,6. Une estimation directe de l'élasticité de long terme par une régression du log de la Fbcf sur celui du PIB donne un résultat similaire (1,5).

Principales hypothèses macroéconomiques pour la France

France	Référence	Scénario en V	Scénario median	Scénario en L
PIB en volume, %				
2020	1,1 %	-11,5 %	-13,7 %	-15,8 %
2021	1,5 %	13,2 %	8,5 %	3,6 %
2022	1,5 %	3,0 %	3,3 %	3,7 %
Perte cumulée d'ici 2022, comparé au scénario de référence (sans crise)				
% du PIB 2019	0 %	16 %	31 %	46 %
Mds € 2019	0	384	752	1119
Investissement des entreprises en volume, %				
2020	0,9 %	-35,5 %	-42,0 %	-48,4 %
2021	1,7 %	37,3 %	18,1 %	-5,2 %
2022	1,7 %	10,1 %	13,5 %	17,7 %
Perte cumulée d'ici 2022, comparé au scénario de référence (sans crise)				
Mds € 2019	0	201	362	525

REMERCIEMENTS

L'Institut Montaigne remercie particulièrement la personne suivante pour sa contribution à ce travail :

- **Bertrand Martinot**, *Senior Fellow* - Apprentissage, Emploi, Formation professionnelle à l'Institut Montaigne.

Les opinions exprimées dans cette note n'engagent ni les personnes précédemment citées ni les institutions qu'elles représentent.

LES PUBLICATIONS DE L'INSTITUT MONTAIGNE

- Rebondir face au Covid-19 : l'enjeu du temps de travail (mai 2020)
- Internet : le péril jeune? (avril 2020)
- Covid-19 : l'Asie orientale face à la pandémie (avril 2020)
- Algorithmes : contrôle des biais S.V.P. (mars 2020)
- Retraites : pour un régime équilibré (mars 2020)
- Espace : le réveil de l'Europe? (février 2020)
- Données personnelles : comment gagner la bataille? (décembre 2019)
- Transition énergétique : faisons jouer nos réseaux (décembre 2019)
- Religion au travail : croire au dialogue - Baromètre du Fait Religieux Entreprise 2019 (novembre 2019)
- Taxes de production : préservons les entreprises dans les territoires (octobre 2019)
- Médicaments innovants : prévenir pour mieux guérir (septembre 2019)
- Rénovation énergétique : chantier accessible à tous (juillet 2019)
- Agir pour la parité : performance à la clé (juillet 2019)
- Pour réussir la transition énergétique (juin 2019)
- Europe-Afrique : partenaires particuliers (juin 2019)
- Media polarization «à la française»? Comparing the French and American ecosystems (mai 2019)
- L'Europe et la 5G : le cas Huawei (partie 2, mai 2019)
- L'Europe et la 5G : passons la cinquième! (partie 1, mai 2019)
- Système de santé : soyez consultés! (avril 2019)
- Travailleurs des plateformes : liberté oui, protection aussi (avril 2019)
- Action publique : pourquoi faire compliqué quand on peut faire simple (mars 2019)
- La France en morceaux : baromètre des Territoires 2019 (février 2019)
- Énergie solaire en Afrique : un avenir rayonnant? (février 2019)
- IA et emploi en santé : quoi de neuf docteur? (janvier 2019)
- Cybermenace : avis de tempête (novembre 2018)
- Partenariat franco-britannique de défense et de sécurité : améliorer notre coopération (novembre 2018)
- Sauver le droit d'asile (octobre 2018)
- Industrie du futur, prêts, partez! (septembre 2018)
- La fabrique de l'islamisme (septembre 2018)
- Protection sociale : une mise à jour vitale (mars 2018)
- Innovation en santé : soignons nos talents (mars 2018)
- Travail en prison : préparer (vraiment) l'après (février 2018)

- ETI : taille intermédiaire, gros potentiel (janvier 2018)
- Réforme de la formation professionnelle : allons jusqu'au bout! (janvier 2018)
- Espace : l'Europe contre-attaque? (décembre 2017)
- Justice : faites entrer le numérique (novembre 2017)
- Apprentissage : les trois clés d'une véritable transformation (octobre 2017)
- Prêts pour l'Afrique d'aujourd'hui? (septembre 2017)
- Nouveau monde arabe, nouvelle « politique arabe » pour la France (août 2017)
- Enseignement supérieur et numérique : connectez-vous! (juin 2017)
- Syrie : en finir avec une guerre sans fin (juin 2017)
- Énergie : priorité au climat! (juin 2017)
- Quelle place pour la voiture demain? (mai 2017)
- Sécurité nationale : quels moyens pour quelles priorités? (avril 2017)
- Tourisme en France : cliquez ici pour rafraîchir (mars 2017)
- L'Europe dont nous avons besoin (mars 2017)
- Dernière chance pour le paritarisme de gestion (mars 2017)
- L'impossible État actionnaire? (janvier 2017)
- Un capital emploi formation pour tous (janvier 2017)
- Économie circulaire, réconcilier croissance et environnement (novembre 2016)
- Traité transatlantique : pourquoi persévérer (octobre 2016)
- Un islam français est possible (septembre 2016)
- Refonder la sécurité nationale (septembre 2016)
- Brexain ou Brexit : Europe, prépare ton avenir! (juin 2016)
- Réanimer le système de santé - Propositions pour 2017 (juin 2016)
- Nucléaire : l'heure des choix (juin 2016)
- Un autre droit du travail est possible (mai 2016)
- Les primaires pour les Nuls (avril 2016)
- Le numérique pour réussir dès l'école primaire (mars 2016)
- Retraites : pour une réforme durable (février 2016)
- Décentralisation : sortons de la confusion / Repenser l'action publique dans les territoires (janvier 2016)
- Terreur dans l'Hexagone (décembre 2015)
- Climat et entreprises : de la mobilisation à l'action / Sept propositions pour préparer l'après-COP21 (novembre 2015)
- Discriminations religieuses à l'embauche : une réalité (octobre 2015)
- Pour en finir avec le chômage (septembre 2015)
- Sauver le dialogue social (septembre 2015)
- Politique du logement : faire sauter les verrous (juillet 2015)
- Faire du bien vieillir un projet de société (juin 2015)
- Dépense publique : le temps de l'action (mai 2015)
- Apprentissage : un vaccin contre le chômage des jeunes (mai 2015)

- Big Data et objets connectés. Faire de la France un champion de la révolution numérique (avril 2015)
- Université : pour une nouvelle ambition (avril 2015)
- Rallumer la télévision : 10 propositions pour faire rayonner l'audiovisuel français (février 2015)
- Marché du travail : la grande fracture (février 2015)
- Concilier efficacité économique et démocratie : l'exemple mutualiste (décembre 2014)
- Résidences Seniors : une alternative à développer (décembre 2014)
- Business schools : rester des champions dans la compétition internationale (novembre 2014)
- Prévention des maladies psychiatriques : pour en finir avec le retard français (octobre 2014)
- Temps de travail : mettre fin aux blocages (octobre 2014)
- Réforme de la formation professionnelle : entre avancées, occasions manquées et pari financier (septembre 2014)
- Dix ans de politiques de diversité : quel bilan? (septembre 2014)
- Et la confiance, bordel? (août 2014)
- Gaz de schiste : comment avancer (juillet 2014)
- Pour une véritable politique publique du renseignement (juillet 2014)
- Rester le leader mondial du tourisme, un enjeu vital pour la France (juin 2014)
- 1 151 milliards d'euros de dépenses publiques : quels résultats? (février 2014)
- Comment renforcer l'Europe politique (janvier 2014)
- Améliorer l'équité et l'efficacité de l'assurance-chômage (décembre 2013)
- Santé : faire le pari de l'innovation (décembre 2013)
- Afrique-France : mettre en œuvre le co-développement Contribution au XXVI^e sommet Afrique-France (décembre 2013)
- Chômage : inverser la courbe (octobre 2013)
- Mettre la fiscalité au service de la croissance (septembre 2013)
- Vive le long terme! Les entreprises familiales au service de la croissance et de l'emploi (septembre 2013)
- Habitat : pour une transition énergétique ambitieuse (septembre 2013)
- Commerce extérieur : refuser le déclin
Propositions pour renforcer notre présence dans les échanges internationaux (juillet 2013)
- Pour des logements sobres en consommation d'énergie (juillet 2013)
- 10 propositions pour refonder le patronat (juin 2013)
- Accès aux soins : en finir avec la fracture territoriale (mai 2013)
- Nouvelle réglementation européenne des agences de notation : quels bénéfices attendre? (avril 2013)

- Remettre la formation professionnelle au service de l'emploi et de la compétitivité (mars 2013)
- Faire vivre la promesse laïque (mars 2013)
- Pour un « New Deal » numérique (février 2013)
- Intérêt général : que peut l'entreprise? (janvier 2013)
- Redonner sens et efficacité à la dépense publique 15 propositions pour 60 milliards d'économies (décembre 2012)
- Les juges et l'économie : une défiance française? (décembre 2012)
- Restaurer la compétitivité de l'économie française (novembre 2012)
- Faire de la transition énergétique un levier de compétitivité (novembre 2012)
- Réformer la mise en examen Un impératif pour renforcer l'État de droit (novembre 2012)
- Transport de voyageurs : comment réformer un modèle à bout de souffle? (novembre 2012)
- Comment concilier régulation financière et croissance : 20 propositions (novembre 2012)
- Taxe professionnelle et finances locales : premier pas vers une réforme globale? (septembre 2012)
- Remettre la notation financière à sa juste place (juillet 2012)
- Réformer par temps de crise (mai 2012)
- Insatisfaction au travail : sortir de l'exception française (avril 2012)
- Vademecum 2007 – 2012 : Objectif Croissance (mars 2012)
- Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle (mars 2012)
- Une fiscalité au service de la « social compétitivité » (mars 2012)
- La France au miroir de l'Italie (février 2012)
- Pour des réseaux électriques intelligents (février 2012)
- Un CDI pour tous (novembre 2011)
- Repenser la politique familiale (octobre 2011)
- Formation professionnelle : pour en finir avec les réformes inabouties (octobre 2011)
- Banlieue de la République (septembre 2011)
- De la naissance à la croissance : comment développer nos PME (juin 2011)
- Reconstruire le dialogue social (juin 2011)
- Adapter la formation des ingénieurs à la mondialisation (février 2011)
- « Vous avez le droit de garder le silence... » Comment réformer la garde à vue (décembre 2010)
- Gone for Good? Partis pour de bon?
Les expatriés de l'enseignement supérieur français aux États-Unis (novembre 2010)
- 15 propositions pour l'emploi des jeunes et des seniors (septembre 2010)

- Afrique - France. Réinventer le co-développement (juin 2010)
- Vaincre l'échec à l'école primaire (avril 2010)
- Pour un Eurobond. Une stratégie coordonnée pour sortir de la crise (février 2010)
- Réforme des retraites : vers un big-bang ? (mai 2009)
- Mesurer la qualité des soins (février 2009)
- Ouvrir la politique à la diversité (janvier 2009)
- Engager le citoyen dans la vie associative (novembre 2008)
- Comment rendre la prison (enfin) utile (septembre 2008)
- Infrastructures de transport : lesquelles bâtir, comment les choisir ? (juillet 2008)
- HLM, parc privé
Deux pistes pour que tous aient un toit (juin 2008)
- Comment communiquer la réforme (mai 2008)
- Après le Japon, la France...
Faire du vieillissement un moteur de croissance (décembre 2007)
- Au nom de l'Islam... Quel dialogue avec les minorités musulmanes en Europe ? (septembre 2007)
- L'exemple inattendu des Vets
Comment ressusciter un système public de santé (juin 2007)
- Vademecum 2007-2012
Moderniser la France (mai 2007)
- Après Erasmus, Amicus. Pour un service civique universel européen (avril 2007)
- Quelle politique de l'énergie pour l'Union européenne ? (mars 2007)
- Sortir de l'immobilité sociale à la française (novembre 2006)
- Avoir des leaders dans la compétition universitaire mondiale (octobre 2006)
- Comment sauver la presse quotidienne d'information (août 2006)
- Pourquoi nos PME ne grandissent pas (juillet 2006)
- Mondialisation : réconcilier la France avec la compétitivité (juin 2006)
- TVA, CSG, IR, cotisations...
Comment financer la protection sociale (mai 2006)
- Pauvreté, exclusion : ce que peut faire l'entreprise (février 2006)
- Ouvrir les grandes écoles à la diversité (janvier 2006)
- Immobilier de l'État : quoi vendre, pourquoi, comment (décembre 2005)
- 15 pistes (parmi d'autres...) pour moderniser la sphère publique (novembre 2005)
- Ambition pour l'agriculture, libertés pour les agriculteurs (juillet 2005)
- Hôpital : le modèle invisible (juin 2005)
- Un Contrôleur général pour les Finances publiques (février 2005)
- Les oubliés de l'égalité des chances (janvier 2004 - Réédition septembre 2005)

Pour les publications antérieures se référer à notre site internet :

www.institutmontaigne.org



ABB FRANCE
ABBVIE
ACCURACY
ACTIVEO
ADIT
ADVANCY
AIR FRANCE - KLM
AIR LIQUIDE
AIRBUS
ALLEN & OVERY
ALLIANZ
ALVAREZ & MARSAL FRANCE
AMAZON WEB SERVICES
AMBER CAPITAL
AMUNDI
ARCHERY STRATEGY CONSULTING
ARCHIMED
ARDIAN
ASTORG
ASTRAZENECA
AUGUST DEBOUZY
AVRIL
AXA
BAKER & MCKENZIE
BANK OF AMERICA MERRILL LYNCH
BEARINGPOINT
BESSÉ
BNP PARIBAS
BOLLORE
BOUGARTCHEV MOYNE ASSOCIÉS
BOUYGUES
BROUSSE VERGEZ
BRUNSWICK
CAISSE DES DÉPÔTS
CANDRIAM
CAPGEMINI
CAPITAL GROUP
CAREIT
CARREFOUR
CASINO
CHAÎNE THERMALE DU SOLEIL
CHUBB
CIS
CISCO SYSTEMS FRANCE
CMA CGM
CNP ASSURANCES
COHEN AMIR-ASLANI
COMPAGNIE PLASTIC OMNIUM

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

INSTITUT MONTAIGNE



CONSEIL SUPÉRIEUR DU NOTARIAT
CORREZE & ZAMBEZE
CRÉDIT AGRICOLE
CRÉDIT FONCIER DE FRANCE
D'ANGELIN & CO, LTD
DASSAULT SYSTÈMES
DE PARDIEU BROCAS MAFFEI
DENTSU AEGIS NETWORK
DRIVE INNOVATION INSIGHT - DII
EDF
EDHEC BUSINESS SCHOOL
EDWARDS LIFESCIENCES
ELSAN
ENEDIS
ENGIE
EQUANCY
ESL & NETWORK
ETHIQUE & DÉVELOPPEMENT
EURAZEO
EUROGROUP CONSULTING
EUROSTAR
FIVES
FONCIA GROUPE
FONCIÈRE INEA
GALILEO GLOBAL EDUCATION
GETLINK
GIDE LOYRETTE NOUEL
GOOGLE
GRAS SAVOYE
GROUPAMA
GROUPE EDMOND DE ROTHSCHILD
GROUPE M6
HAMEUR ET CIE
HENNER
HSBC FRANCE
IBM FRANCE
IFPASS
ING BANK FRANCE
INKARN
INSEEC
INTERNATIONAL SOS
INTERPARFUMS
IONIS EDUCATION GROUP
ISRP
JEANTET ASSOCIÉS
KANTAR
KATALYSE
KEARNEY

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

INSTITUT MONTAIGNE



KEDGE BUSINESS SCHOOL
KKR
KPMG S.A.
LA BANQUE POSTALE
LA PARISIENNE ASSURANCES
LAZARD FRÈRES
LINEDATA SERVICES
LIR
LIVANOVA
L'ORÉAL
LOXAM
LVMH
M.CHARRAIRE
MACSF
MALAKOFF MÉDÉRIC
MAREMMA
MAZARS
MCKINSEY & COMPANY FRANCE
MÉDIA-PARTICIPATIONS
MEDIOBANCA
MERCER
MERIDIAM
MICHELIN
MICROSOFT FRANCE
MITSUBISHI FRANCE S.A.S
MOELIS & COMPANY
NATIXIS
NEHS
NESTLÉ
NEXITY
OBEA
ODDO BHF
ONDRA PARTNERS
ONEPOINT
ONET
OPTIGESTION
ORANGE
ORANO
ORTEC GROUPE
OWKIN
PAI PARTNERS
PERGAMON
PRICEWATERHOUSECOOPERS
PRUDENTIA CAPITAL
RADIAL
RAISE
RAMSAY GÉNÉRALE DE SANTÉ
RANDSTAD

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

INSTITUT MONTAIGNE



RATP
RELX GROUP
RENAULT
REXEL
RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE
RIVOLIER
ROCHE
ROLAND BERGER
ROTHSCHILD MARTIN MAUREL
SAFRAN
SANOFI
SAP FRANCE
SCHNEIDER ELECTRIC
SERVIER
SGS
SIA PARTNERS
SIACI SAINT HONORÉ
SIEMENS FRANCE
SIER CONSTRUCTEUR
SNCF
SNCF RÉSEAU
SODEXO
SOFINORD - ARMONIA
SOLVAY
SPRINKLR
SPVIE
STAN
SUEZ
TALAN
TECNET PARTICIPATIONS SARL
TEREGA
THE BOSTON CONSULTING GROUP
TILDER
TOTAL
TRANSDEV
UBER
UBS FRANCE
UIPATH
VEOLIA
VINCI
VIVENDI
VOYAGEURS DU MONDE
WAVESTONE
WAZE
WENDEL
WILLIS TOWERS

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

INSTITUT MONTAIGNE



COMITÉ DIRECTEUR

PRÉSIDENT

Henri de Castries

VICE-PRÉSIDENT

David Azéma Associé, Perella Weinberg Partners

Jean-Dominique Senard Président, Renault

Emmanuelle Barbara Senior Partner, August Debouzy

Marguerite Bérard Directeur du pôle banque de détail en France, BNP Paribas

Jean-Pierre Clamadieu Chairman, Executive Committee, Solvay

Olivier Duhamel Président, FNSP (Sciences Po)

Marwan Lahoud Associé, Tikehau Capital

Fleur Pellerin Fondatrice et CEO, Korelya Capital

Natalie Rastoin Directrice générale, Ogilvy France

René Ricol Associé fondateur, Ricol Lasteyrie Corporate Finance

Arnaud Vaissié Co-fondateur et Président-directeur général, International SOS

Florence Verzellen Directrice générale adjointe, Dassault Systèmes

Philippe Wahl Président-directeur général, Groupe La Poste

PRÉSIDENT D'HONNEUR

Claude Bébéar Fondateur et Président d'honneur, AXA



Rebondir face au Covid-19 : relançons l'investissement

La profonde récession qui a frappé l'économie française laissera des traces sur le niveau de vie des Français et sur les inégalités sociales, si les politiques économiques d'accompagnement de la reprise sont mal calibrées. Dans cette note, l'Institut Montaigne examine de plus près le cas de la contraction significative de l'investissement des entreprises. Faisant face à une forte chute de la demande et à une grande incertitude, les entreprises ont de bonnes raisons d'être prudentes et de retarder leurs projets en attendant d'y voir plus clair. Ce faisant, elles risquent non seulement d'affaiblir la reprise, mais aussi de perdre de la compétitivité à plus long terme. Dans la mesure où la nature de l'incertitude est pour partie systémique, il paraît justifié que les pouvoirs publics apportent temporairement une aide à l'investissement de façon à corriger l'impact de cette incertitude sur les entreprises.

D'autres mesures de soutien à l'offre ou à la consommation, comme des incitations à dépenser l'épargne accumulée par les ménages durant les semaines chômées, devraient compléter ce dispositif, qui n'est qu'une condition nécessaire à une reprise vigoureuse. Néanmoins, sans stimulation de l'investissement, la reprise sera anémique, le chômage restera à un niveau élevé et la compétitivité des entreprises françaises se dégradera par rapport à celles qui auront agi plus rapidement.

Rejoignez-nous sur :



Suivez chaque semaine notre actualité
en vous abonnant à notre newsletter sur :
www.institutmontaigne.org

Institut Montaigne

59, rue La Boétie - 75008 Paris
Tél. +33 (0)1 53 89 05 60
www.institutmontaigne.org

ISSN 1771-6756
MAI 2020