

Alejandro FACI

Direction générale du Trésor

Rapporteur référent sur l'étude de l'OFCE (Sarah Guillou) :

« Étude de l'effet du CICE sur l'investissement corporel des entreprises à travers son impact sur la contrainte financière », rapport remis le 21 septembre 2018

Dans le cadre des travaux du Comité du suivi du CICE, l'OFCE publie une étude sur l'impact du CICE sur la contrainte financière des entreprises, qui est un déterminant de l'investissement.

L'objet de cette étude menée par l'OFCE est d'évaluer l'effet du Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) sur l'investissement des entreprises. Pour ce faire, l'étude s'appuie sur des données d'enquête, issues de l'enquête de conjoncture « Investissement dans l'industrie » qui inclut notamment des questions relatives à l'usage du CICE. L'approche économétrique proprement dite s'appuie sur des données individuelles d'entreprise (FARE).

Puisque l'objectif premier du CICE n'est pas d'améliorer directement l'investissement, l'étude a choisi d'estimer les effets du CICE qui transitent non par les effets attendus en termes de coût des facteurs, mais *via* les contraintes financières des entreprises. En effet, le CICE pourrait, en allégeant les contraintes financières, avoir des effets indirects sur l'investissement en raison d'une amélioration des marges ou d'une diminution de l'endettement.

L'étude privilégie par ailleurs une approche d'identification qui ne repose pas sur une méthode en différences de différences, mais sur une modélisation structurelle de la contrainte financière en fonction de ses déterminants. Cette approche, moins directe mais davantage structurelle, semble particulièrement appropriée s'agissant d'identifier un effet sur les décisions d'investissement car ces décisions ont un caractère non récurrent, voire ponctuel ou rare, comme noté par l'étude.

Pour estimer la contrainte financière et le lien existant avec le CICE, l'étude part d'un modèle structurel d'équation d'Euler de l'investissement et procède en deux étapes. En premier lieu, la contrainte financière, qui est le coefficient associé à la contrainte de dividendes dans le programme de maximisation inter temporelle des firmes, est supposée dépendre linéairement de ses déterminants usuels : marges, flux de trésorerie, dividendes, taux de croissance du chiffre d'affaires, etc. Avec cette spécification paramétrique, l'estimation est réalisée sur le panel d'entreprises de l'échantillon par la méthode des moments généralisés. En seconde étape, l'étude réalise une régression pour estimer l'effet du CICE sur cette contrainte financière ainsi mesurée. À noter, afin d'éviter des problèmes d'endogénéité et de colinéarité entre les variables explicatives, le CICE n'est pas inclus dans la spécification pour la première étape.

L'étude parvient à la conclusion que la contrainte financière serait d'autant plus forte que les entreprises sont traitées, c'est-à-dire que la créance de CICE est élevée en proportion de leur masse salariale, et que le CICE aurait un effet négatif sur la contrainte financière. Et par suite, positif sur l'investissement. Cet effet aurait été plus fort pour les petites entreprises.

Cette étude utilise une approche originale pour tenter d'appréhender les effets du CICE sur l'investissement, mais les résultats sont entourés d'incertitude, restent sensibles aux spécifications retenues et ne sont pas directement interprétables d'un point de vue quantitatif sur l'investissement.

En particulier, s'agissant du sens des effets attendus de certaines variables sur la contrainte financière, on pourra noter, comme relevé par l'étude, que le signe de la variable de cash flow est parfois contre-intuitif, avec un impact haussier sur la contrainte financière dans la spécification B (entreprises qui investissent occasionnellement, *cf.* tableau 10). De la même manière, les dividendes versés joueraient négativement sur la contrainte financière dans la spécification B, et positivement dans la spécification A. Cela pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises qui investissent plus occasionnellement versent des dividendes quand elles ont moins de contrainte financière, alors que celles qui investissent souvent versent des dividendes plus souvent aussi, ce qui fait que la contrainte financière augmente de manière automatique.

Cette approche ne permet pas d'identifier précisément par quel canal le CICE a impacté la contrainte financière puisque la régression menée en seconde étape est directement une forme réduite évaluant la corrélation entre la contrainte financière et l'exposition au CICE. On ne peut pas non plus exclure que cette corrélation ne traduise pas seulement un lien causal.

Enfin, de manière inhérente à cette approche, il n'est pas possible de quantifier le lien existant entre le CICE et le niveau de l'investissement. De même, l'approche privilégie le canal de la contrainte financière, et le CICE est susceptible d'avoir une incidence sur les décisions d'investissement par d'autres canaux (du simple fait de l'accroissement de l'activité induite notamment, et, en sens opposé, par un effet de substitution capital / travail).