

Jean-Stéphane MÉSONNIER

Banque de France¹

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

Le rapport de l'OFCE propose une évaluation de l'impact du Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) sur la contrainte financière pesant potentiellement sur l'investissement en capital fixe corporel des entreprises bénéficiaires pour la période 2013-2015. Cette note prend acte des modifications apportées par l'auteure par rapport à la première version du rapport (datée du 30 mars 2018). Mon examen de la nouvelle version m'amène toutefois à faire quelques remarques supplémentaires.

Ma première évaluation de ce travail soulevait deux types de questions : des questions relatives au choix de la méthode retenue, tout d'abord, des questions relatives à la mise en œuvre et aux résultats, ensuite. En ce qui concerne mes interrogations quant à la méthode retenue (i.e., une estimation *indirecte* de l'effet du CICE sur l'investissement au niveau firmes via la régression *hors modèle* en panel entreprises d'une mesure de contrainte financière dérivée d'un modèle structurel sur le montant de reçu de CICE), l'auteure a globalement pris en considération mes remarques au sens où elle a davantage explicité ses arguments et substantiellement enrichi le texte, sans pour autant apporter de modification notable à leur approche. La question de la pertinence de l'indicateur de Whited-Wu (WW) pour mesurer la contrainte financière pesant sur l'investissement des PME reste posée de mon point de vue.

Du point de vue des résultats, l'auteure a apporté de nouveaux éléments (par ex. des régressions préliminaires des déterminants observables de la contrainte financière – levier, cash flows, marge opérationnelle etc. – sur le CICE perçu ou notionnel, tableaux 6 et 7) et fiabilisé les estimations de la partie 2. Toutefois, elle n'a pas souhaité tester ma suggestion d'instrumenter le CICE reçu par le CICE notionnel dans la partie 6 présentant les estimations centrales, alors que l'exercice présenté dans le tableau 7 suggère que cette variable est désormais à leur disposition. Je demeure en conséquence circonspect quant à l'interprétation qui est faite des résultats principaux en termes de causalité du CICE vers la contrainte financière et *in fine* l'investissement. Ainsi, la conclusion principale affichée p. 3 : « cette étude montre que le CICE a permis aux entreprises *de se désendetter* et a diminué la contrainte financière qui s'oppose à elles pour investir » me paraît devoir être nuancée, notamment parce que l'effet négatif sur l'endettement n'est pas clairement démontré (cf. infra).

¹ Les opinions exprimées dans cette note sont celles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de la Banque de France ni celle de l'Eurosystème.

Au-delà de ces remarques générales, la lecture de cette deuxième version du rapport appelle quelques questions et suggestions nouvelles.

- Sur l'organisation du rapport : la partie 2, élaborée à partir d'une large population d'entreprises qui comprend un très grand nombre de TPE investissant peu et rarement et pour cette raison éliminées de l'analyse économétrique, me paraît relativement déconnectée de la partie 3 qui constitue l'apport principal du rapport. En outre, certains faits stylisés sur la granularité de l'investissement en France sont déjà bien connus (cf. sections 221-222), notamment grâce à des études antérieures de l'auteur. Je lui conseillerais donc de raccourcir substantiellement cette première partie et de concentrer l'analyse descriptive sur l'échantillon effectivement utilisé dans l'analyse économétrique.
- Section 2.3, l'auteure observe à partir des régressions préliminaires sur le panel large que le CICE est négativement corrélé à l'endettement et aux charges d'intérêt (tableau 6, panel inférieur avec effets fixes entreprises). Le commentaire page 16 valide l'hypothèse d'un effet négatif du CICE sur le levier² alors même que, dans le tableau 7 qui cette fois instrumente implicitement le CICE effectif par le CICE notionnel (il s'agit d'une régression IV en forme réduite), l'effet du CICE sur la dette (levier) et la charge d'intérêt ressort *positivement*. On serait donc tenté sur cette base de conclure que le CICE *accroît l'endettement* et non l'inverse.
- L'auteure présente des résultats économétriques pour deux sous-échantillons : les entreprises investissant à chaque période (parmi les PME-ETI), type A, et celles, plus nombreuses, investissant au moins trois fois sur 2009-2015, type B. Pour ces dernières, le problème économétrique posé par la troncature du ratio d'investissement ne peut être ignoré lors de l'estimation par GMM, comme le reconnaît l'auteure en section 5.2. Pour autant, ce problème est ignoré en pratique. Je suggèrerais donc de se concentrer sur la sous-population A des entreprises investissant continûment (quitte à afficher le reste à titre de robustesse en annexe). Ce choix pourrait être appuyé par la présentation d'éléments de validation externe de l'échantillon, par exemple la comparaison du profil agrégé de taux d'investissement des entreprises retenues et de la série macro correspondante. Par ailleurs, les résultats de tests usuels d'instruments faibles pourraient être utiles pour mieux évaluer la qualité de l'estimation par GMM (test de Kleibergen-Paap), au-delà du test de validité des restrictions suridentifiantes (Hansen J.).
- L'auteure complète désormais le diagnostic sur la contrainte financière des entreprises en mobilisant dans certaines analyses l'indicateur de santé financière de Musso et Schiavo (supposé inversement corrélé à la contrainte financière). Cet indicateur est moins connu à mon sens que d'autres alternatives à l'indicateur WW que sont le score de Kaplan-Zingales, celui de Hadlock-Pierce ou le versement de dividendes, que l'auteure pourrait également facilement mobiliser sur leurs données. Ainsi, l'indicateur WW estimé est-il corrélé aux autres mesures ? Quoi qu'il en soit, il est un peu perturbant de constater tableaux 6-7 que les firmes qui perçoivent plus de CICE affichent une meilleure santé financière au sens de MS. Ceci suggère-t-il un effet d'aubaine du CICE ?

² « Finalement, il semble que le CICE ait conduit à une diminution de la contrainte financière puisque les entreprises se sont désendettées (...) »

- Lors de l'estimation du modèle structurel, l'auteure fait en pratique l'hypothèse d'un facteur d'actualisation unique et constant égal à 0,95, soit un taux actuariel de 5,3 % pour toute la période. Ce choix d'un facteur constant et unique à travers les firmes pose question dans la mesure où le taux d'actualisation pertinent correspond en pratique au WACC, qui semble assez fluctuant sur la période 2009-2015³ et présente a priori une forte dispersion entre firmes. Quelle est la sensibilité des résultats à cette hypothèse ?

³ Voir pour une estimation agrégée pour les grands groupes non-financiers français : Mésonnier J.-S. et Mazet-Sonilhac C. (2016), « [Le coût des capitaux propres des grandes entreprises non-financières en zone euro : une évaluation](#) », Bulletin de la Banque de France, n° 207, septembre-octobre 2016.