

Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ?

Fabien Dell, Pierre Douillard, Lionel Janin et Nicolas Lorach*

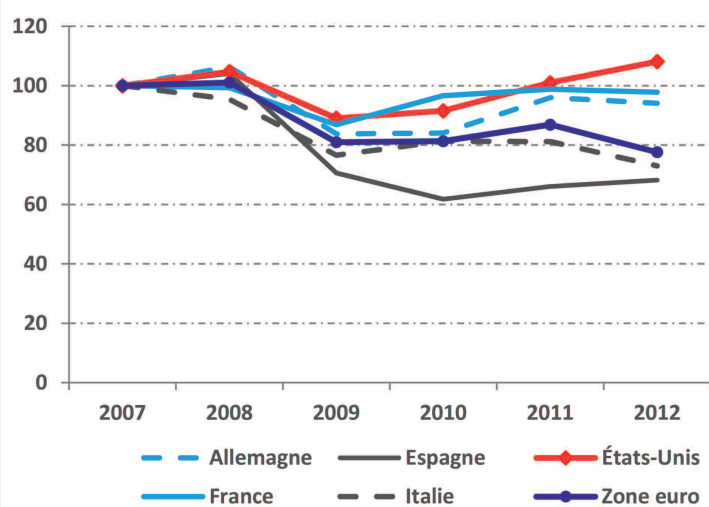
L'essoufflement de la reprise de l'activité en zone euro à partir du printemps 2014 a conduit, dans le sillage des élections européennes de mai 2014, à faire éclore un débat sur l'investissement en Europe. L'investissement est une notion économique qui permet la jonction des problématiques de l'offre et de croissance potentielle à moyen-long terme d'une part, et de demande à plus court terme d'autre part.

Alors que la zone euro fait face à un déficit conjoncturel de demande agrégée et à d'importants défis structurels de compétitivité, la résorption d'un retard d'investissement apparaît comme une préconisation équilibrée.

Entre 2007 et 2013, malgré une première phase où l'investissement a relativement bien résisté, la zone euro a accumulé un retard important vis-à-vis des États-Unis. L'Espagne et l'Italie notamment connaissent un reflux très marqué de l'investissement dans toutes ses composantes.

Le diagnostic concernant la France et l'Allemagne est plus difficile. L'Allemagne connaît un sous-investissement public chronique depuis de nombreuses années que la crise n'a pas ralenti, bien au contraire. La France est plutôt confrontée à un mal-investissement : insuffisance de la formation de capital productif de haute qualité (en particulier R & D), et orientation des ressources vers des secteurs qui ne préparent pas l'avenir (immobilier notamment).

Formation brute de capital fixe dans le secteur manufacturier* (en volume)



* Investissement au sens de la comptabilité nationale. Toutes les données de FBCF sont en base 2005 et ne prennent donc pas en compte la récente révision en base 2010.

Source : Eurostat.

* Départements Développement durable et Économie Finances.

INTRODUCTION

L'annonce, le 15 juillet 2014, par le nouveau président-élu de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, d'un programme de 300 milliards d'euros d'investissements pour la période 2015-2017 symbolise l'importance politique du débat. Pour autant, les éléments de diagnostic comme de préconisations en matière d'investissement au sein de la seule zone euro, et même en France, sont à ce stade largement incomplets.

Alors que la discussion sur l'orientation du *policy-mix* au sein de l'UEM peine à se préciser en dépit de l'appel lancé par Mario Draghi dans son discours prononcé le 22 août 2014 à Jackson Hole¹, l'accent mis sur l'investissement, s'il est une option séduisante d'un point de vue politique, reste source de certaines confusions sous l'angle économique.

À cet égard, l'identification précise d'un *investment gap* qui serait à combler recèle un certain nombre d'ambiguïtés : s'agit-il d'un retard de l'investissement public, en infrastructures par exemple, ou de l'investissement des entreprises dont le capital productif serait trop faible, trop ancien ou simplement inadapté à l'économie du XXI^e siècle ? Ce retard serait-il lié aux difficultés que rencontreraient en particulier les PME à se financer, ou concernerait-il également les grands groupes ? Y aurait-il aussi un retard de l'investissement des ménages, en particulier en matière de logement ?

Dans les pays du sud de la zone euro (Italie, Espagne), la crise des dettes souveraines a conduit à des ajustements qui, au-delà de leurs spécificités, ont eu en commun un impact très négatif sur le potentiel de croissance notamment parce que le stock de capital productif, mais aussi humain, a été endommagé par plusieurs années d'investissement ralenti et par une augmentation massive du chômage.

En Allemagne, la politique budgétaire très rigoureuse menée de longue date a pesé fortement sur l'investissement public. Il est désormais acquis que l'état des infrastructures publiques est un frein potentiel à l'activité et un débat est lancé, tant dans le monde académique que dans la sphère politique, sur la nécessité d'un plan d'investissement public².

Concernant l'investissement privé, le principal déterminant de court terme est la demande anticipée : comme la mesure d'un écart à cette tendance est difficile à évaluer,

la priorité consiste à mener la bonne combinaison de politiques budgétaires et monétaires (*policy-mix*). Certes, les contraintes financières peuvent jouer un rôle contraignant, notamment pour les pays dans lesquels le secteur bancaire doit encore être assaini. En France, rien n'indique que les entreprises soient contraintes par un rationnement du crédit et la mise en place de la BPI³ améliore le financement de celles des activités (innovation notamment) qui font face à des contraintes de financement. L'achèvement de l'union bancaire, et notamment la conduite des *stress tests* prévus à l'automne 2014 et les recapitalisations qui suivront, permettront de rétablir progressivement le fonctionnement des canaux de financement de l'économie. Le programme annoncé en septembre 2014 par la BCE d'achat d'ABS et de *covered bonds* devrait également concourir à ce rétablissement.

À plus long terme, l'attractivité globale du site « Europe » est le déterminant des flux d'investissements et de la localisation de nouvelles activités créatrices d'activité et d'emploi. Ceci justifie d'évaluer les investissements nécessaires à cette attractivité. Il s'agit là d'infrastructures au sens large (transports, télécommunications, énergie, mais aussi l'ensemble des « infrastructures » contribuant à la qualité du capital humain) qui traditionnellement sont largement, mais pas exclusivement, financées sur fonds publics. Si la réflexion sur le besoin d'investissements favorables à l'attractivité et à la compétitivité est parfaitement justifiée d'un point de vue économique, la quantification se heurte néanmoins à d'importants obstacles méthodologiques.

Dans ce contexte, les politiques publiques peuvent intervenir à plusieurs niveaux pour résorber un éventuel retard d'investissement. D'une part, en levant les obstacles à l'investissement privé lorsqu'ils existent, obstacles réglementaires, mais également ceux liés au manque de prévisibilité concernant les prix relatifs, la fiscalité, etc. Créer les conditions d'une plus grande prévisibilité relève de la puissance publique qui, ainsi, facilite l'investissement privé et définit un environnement favorable à l'investissement à long terme. D'autre part, de manière plus directe, la puissance publique peut remédier au retard de l'investissement public lorsqu'il existe, et même, dans un contexte macroéconomique d'atonie de la demande et face au risque de stagnation structurelle, accélérer des investissements qui auraient été nécessaires à moyen terme et qui peuvent, sans inconvénient majeur, être anticipés.

1. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>

2. Les travaux réalisés au DIW (Berlin) depuis 2013 et la parution en septembre 2014 de l'ouvrage de Marcel Fratzscher, *Die Deutschland Illusion*, sont la contribution la plus récente à ce débat.

3. Banque publique d'investissement.



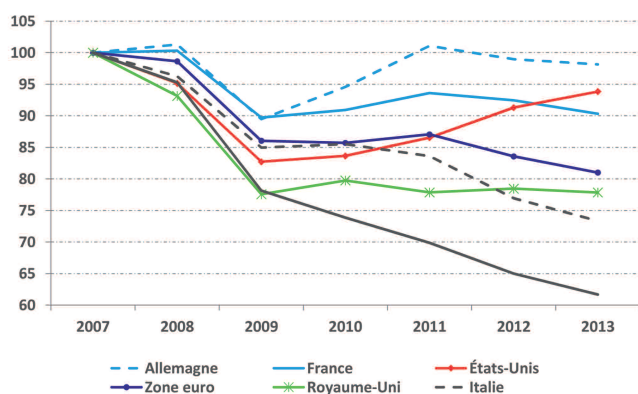
LE DÉCROCHAGE DE L'INVESTISSEMENT EN ZONE EURO DEPUIS 2007

Depuis le début de la crise financière, la part de l'investissement (au sens de la comptabilité nationale - formation brute de capital fixe - FBCF) dans le PIB a reculé dans l'ensemble des économies développées. Si la zone euro a, dans un premier temps, mieux résisté que les États-Unis, elle a décroché fin 2011 alors que la FBCF aux États-Unis amorçait un redressement (graphique 1).

Ce décrochage est lié à la conjonction d'un repli marqué en Italie et en Espagne, alors que l'Allemagne et la France ont rapidement connu une stabilisation mais pas de reprise.

Ces évolutions confortent le constat d'un sous-investissement dans le sud de la zone euro (et au Royaume-Uni) ; en revanche pour ce qui concerne la France et l'Allemagne, la question reste ouverte et exige une analyse plus approfondie des composantes de l'investissement.

GRAPHIQUE 1 - FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE (EN VOLUME)



Source : Eurostat.

L'investissement en logement n'a contribué que partiellement à ce recul

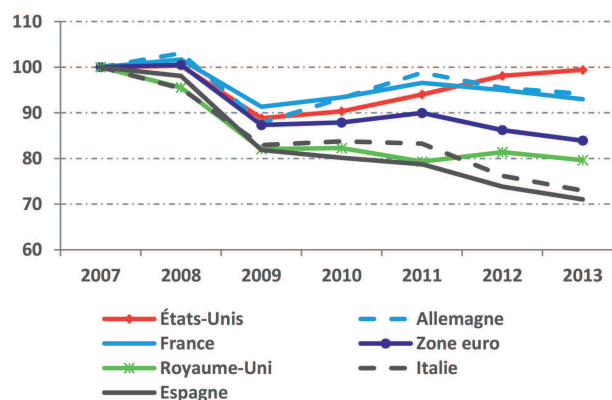
L'investissement en logement constitue une composante très importante de la FBCF en particulier en France où il représente 30 % de la FBCF totale.

L'évolution de cet investissement (par les ménages mais également par le secteur privé et les administrations publiques) traduit une tendance à un recul marqué, en par-

ticulier dans les pays qui ont connu une bulle immobilière avant la crise (baisse aux États-Unis, en Espagne et au Royaume-Uni de 30 à 50 % de l'investissement en logement sur la période), accompagnée (sauf au Royaume-Uni) d'une hypertrophie du secteur de la construction, en particulier résidentielle. La France ou l'Italie enregistre une baisse plus modérée. L'Allemagne fait exception avec une croissance substantielle de l'investissement en logement après 2010.

Au total, les évolutions de l'investissement en logement ont fondamentalement accentué les variations de la FBCF au cours de la crise. Mais la FBCF hors logement s'est, elle aussi, repliée sur la période (graphique 2). Cependant, en France et en Allemagne le recul (5 points) est beaucoup moins marqué que pour la zone euro en moyenne (15 points).

GRAPHIQUE 2 - FBCF HORS LOGEMENT (EN VOLUME)



Sources : OCDE, Eurostat et Bureau of Economic Analysis.

La réflexion sur l'existence et les conséquences économiques d'un retard de l'investissement renvoie principalement à l'investissement « productif » : infrastructures, équipement dans le secteur manufacturier et les services. La composante construction, en particulier de logements (mais aussi d'immobilier d'entreprise), n'est pas prioritaire dans cette analyse⁴.

C'est l'éventuelle accumulation d'un retard pris dans l'investissement productif privé qui risque au premier chef d'obérer la croissance future.

4. Rappelons toutefois que la dynamique de l'investissement dans le logement rejoint la problématique de la compétitivité à deux titres au moins. D'une part, un éventuel sous-investissement en logement, lorsqu'il participe à la pénurie de logements et renchérit les prix de l'immobilier, nuit à la compétitivité de l'économie notamment par la pression à la hausse qu'il exerce tendanciellement sur les salaires. D'autre part, le secteur du logement recèle, avec l'amélioration thermique de l'habitat, un fort potentiel d'investissement, voire d'innovation.

Une évolution contrastée de l'investissement productif en zone euro

Lorsque l'on observe le taux d'investissement des sociétés non financières (valeur ajoutée / FBCF), le constat d'un recul marqué en zone euro s'impose, avec une tendance à la baisse continue, alors que ce taux a amorcé un redressement aux États-Unis depuis 2010.

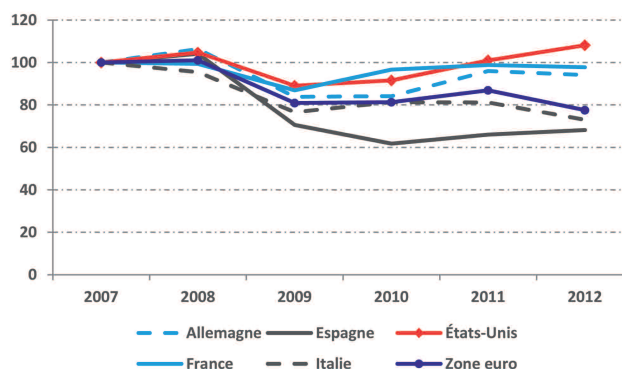
La zone euro témoigne d'une forte hétérogénéité, la France faisant figure, depuis 2009-2010, de précurseur dans le rebond, même si 2012 a marqué l'amorce d'un tassement. Des travaux de l'Insee qui s'appuient sur une équation d'investissement aboutissent à une conclusion proche : on observerait à partir de 2010 un niveau d'investissement, hors construction, des entreprises non financières françaises conforme, voire même supérieur, à celui qu'impliquent ses déterminants⁵. À l'inverse, cette étude de l'Insee avance un possible sous-investissement des entreprises allemandes⁶.

En restreignant le champ au secteur manufacturier, le constat peut être affiné (graphique 3). Pour les pays de la zone euro, une bonne tenue de la formation de capital fixe productif en France et en Allemagne, dans une légèrement moindre mesure, se confirme, Espagne et Italie accusant un retard toujours très important. Les États-Unis présentent un profil de redressement plus marqué dès 2010 et ont dépassé, dès 2012, de 10 % le niveau antérieur à 2007.

Là encore, si le constat d'années perdues pour le sud de la zone euro ne fait aucun doute, le bilan est plus nuancé pour la France et l'Allemagne.

Le comportement des flux d'investissement ne constitue qu'un déterminant particulier de l'évolution du stock de capital dont dispose le secteur privé. En particulier l'âge moyen et la vitesse d'obsolescence du stock de capital, ainsi que la qualité des nouveaux investissements (bâti-ments ou machines, TIC, modernité des équipements) doivent être pris en compte pour mesurer l'effet total des évolutions observées sur la croissance potentielle de l'économie.

GRAPHIQUE 3 - FBCF DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER (EN VOLUME)



Source : Eurostat et Bureau of Economic Analysis.

UNE CROISSANCE RALENTIE DE L'INVESTISSEMENT DANS LES TIC ET LA R & D

Comment se sont comportés les investissements en technologie de l'information et de la communication (TIC), approchés ici par les dépenses d'investissement en matériel informatique, équipement télécoms, logiciels et bases de données ? Compte tenu de leur poids dans l'investissement total (environ 15 % en Europe, 18 % aux États-Unis), les TIC ne sont pas en mesure, à elles seules, de modifier la tendance. En revanche, s'agissant des technologies à la base de la troisième révolution industrielle, le maintien d'un niveau suffisant d'investissement est essentiel pour réaliser des gains d'efficacité qui sont au cœur de la croissance de demain.

L'évolution de la FBCF en TIC montre un moindre impact de la crise et un redressement plus rapide que pour l'investissement en général. Pour autant, comme pour la FBCF totale, la tendance récente est à une faible croissance en zone euro, alors qu'un retour à une forte croissance semble s'installer aux États-Unis.

Les investissements réalisés dans le secteur des télécommunications témoignent aussi d'un redressement plus rapide que celui de l'investissement en général, mais ils ne retrouvent pas le rythme de croissance antérieur à la crise.

5. Insee (2013), « L'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? », *Note de conjoncture*, décembre.

6. Les travaux de l'Insee cités ci-dessus peuvent être rapprochés de ceux de Baldi *et al.* effectués sur données de panel : les auteurs trouvent que le taux d'investissement français entre 2010 et 2012 est en ligne avec sa valeur estimée. Sur la même période, l'Allemagne et la zone euro auraient en revanche sous-investi. Voir Baldi G. *et al.* (2014), « Weak investment dampens Europe's growth », DIW, Berlin.



Il existe donc un déficit d'investissement dans le secteur des TIC par rapport à la trajectoire antérieure.

Les dépenses en recherche et développement qui constituent également une forme d'investissement déterminante pour la croissance future⁷, croissent à un rythme ralenti. Dans le cas de la France, après une forte augmentation en 2011, de 2,3 % en volume, la dépense intérieure de recherche et développement (DIRD) augmenterait moins vite en 2012⁸.

Avec un niveau de l'ordre de 2,25 % du PIB, l'objectif régulièrement rappelé de consacrer 3 % du PIB à la R & D est encore loin, ce qui traduit également une forme de retard d'investissement.

Ce ralentissement de l'investissement observé en zone euro depuis le déclenchement de la crise conduit à un vieillissement de l'appareil productif. D'après les données de la Banque de France, l'âge moyen du capital en machines et équipements⁹ a significativement augmenté depuis 2008 (graphique 4).

Cette augmentation est particulièrement marquée pour l'Italie et l'Espagne (augmentation d'un an environ). En France ou en Allemagne, le retour de l'investissement à son niveau d'avant-crise n'est pas suffisant pour empêcher un vieillissement significatif (environ six mois). Ce vieillissement de l'appareil productif a un impact non négligeable sur la croissance potentielle¹⁰.

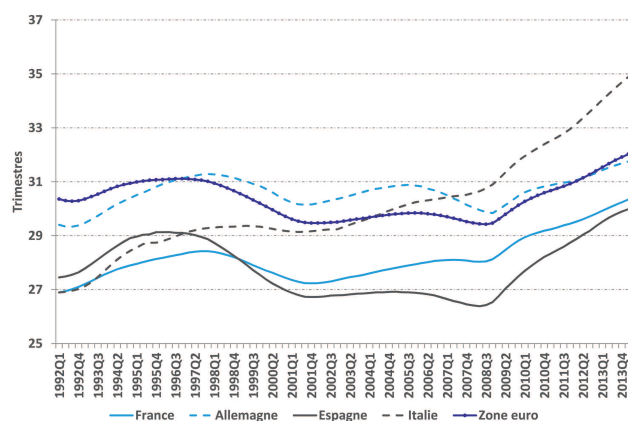
ÉVOLUTIONS DE L'INVESTISSEMENT ET EFFETS DE LA COMPOSITION SECTORIELLE DE L'ÉCONOMIE

Les différences de niveau d'investissement entre pays dépendent dans une large mesure de la part de chaque secteur dans l'économie nationale. On peut aussi supposer que l'investissement dans chaque secteur a réagi de manière différenciée pendant la crise. Les évolutions récentes des taux d'investissement agrégés, où des pays semblent sous-investir et d'autres où l'investissement s'est maintenu, seraient-elles dues à des effets de composition sectorielle ?

Des travaux préliminaires¹¹ sur sept pays européens¹² semblent indiquer que le maintien du taux d'investissement des sociétés non financières françaises dans les années d'après-crise n'est pas lié à la structure de l'économie française (qui serait relativement bien dotée en secteurs à l'investissement résilient) mais qu'à structure productive équivalente, la France a un taux d'investissement supérieur aux six autres pays. Ces travaux doivent être approfondis notamment pour tenir compte de l'effet des évolutions heurtées de la valeur ajoutée sur le taux d'investissement.

Pour les pays du Sud (Italie, Espagne), qui n'ont toujours pas retrouvé leur niveau de production d'avant crise, un fort ralentissement, voire un arrêt de l'investissement, peut être mis en évidence. Si des effets de composition sectoriels sont avérés (par exemple quasi-disparition en Espagne du secteur de la construction, activité à fort taux d'investissement), ils n'expliquent probablement pas l'intégralité des évolutions observées. Par conséquent, il faut s'attendre, dans cette partie de la zone euro, à un vieillissement du stock de capital. Ce phénomène implique à la fois une capacité réduite de l'économie à se rapprocher de la frontière technologique en sortie de crise, mais également, et c'est plus grave à court terme, à retrouver son potentiel d'avant-crise : une partie des capacités non utilisées pourrait être en train de disparaître.

GRAPHIQUE 4 - ÂGE MOYEN DU CAPITAL EN MACHINES ET ÉQUIPEMENTS



Source : Banque de France.

7. Ce point a récemment conduit à une modification de leur prise en compte dans la comptabilité nationale, elles figurent dans la formation brute de capital fixe depuis 2014 (passage en base 2010) et non plus en consommation intermédiaire.

8. <http://www.insee.fr/fr/ffc/tef/tef2014/T14F161/T14F161.pdf>

9. Estimé à partir des flux d'investissement en volume actualisés au taux unique constant de 4 %.

10. D'après une étude de la Banque de France, la crise financière s'est traduite par une baisse de la productivité totale des facteurs en zone euro de 4 points, dont 2,8 points sont liés à l'âge du capital. Pour la France, l'impact de la crise est 6,2 points, dont 2,9 points pour l'âge du capital. Voir Chouard V., Fuentes Castro D., Irac D. et Lemoine M. (2014) : "Assessing the losses in euro area potential productivity due to the financial crisis", *Applied Economics*, vol. 46(23), p. 2711-2720.

11. Penanhoat-Aubry P. et Nicolaï J.-P., « L'hétérogénéité des comportements d'investissement post-crise en Europe », note France stratégie non publiée.

12. Allemagne, Danemark, Espagne, France, Italie, Royaume-Uni, Suède.

Pour les pays du cœur de la zone euro, France et Allemagne, le diagnostic est plus difficile à établir finement. Au vu du déficit de demande agrégée dont a souffert la zone euro depuis plusieurs années, la chronique de flux d'investissement ne semble pas de nature à avoir impliqué une dégradation marquée de l'état du stock de capital. La question de la qualité de ce stock (âge, intensité technologique etc.) est cependant posée en particulier pour la France.

Le bilan de l'évolution de l'investissement depuis le début de la crise exige de compléter l'analyse de l'investissement productif, largement aux mains des entreprises, par celui des infrastructures pour le financement desquelles le secteur des administrations publiques joue un rôle central.

L'INVESTISSEMENT DANS LES INFRASTRUCTURES PUBLIQUES EN RECUL DANS LE SUD DE LA ZONE EURO

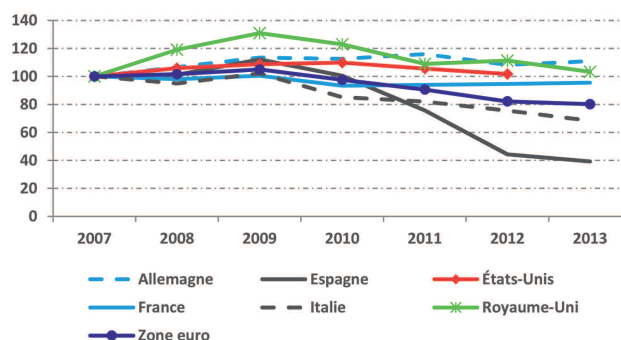
En France, la part de l'investissement public dans le PIB est particulièrement élevée comparée à la moyenne européenne et aux grands pays européens, mais est inférieure à la part des dépenses publiques d'investissement aux États-Unis¹³. Contrairement à la plupart des autres pays européens qui, après avoir mis en place des plans de relance suite à la crise de 2008-2009, ont vu leurs dépenses publiques d'investissement baisser (graphique 5), la France a conservé un niveau d'investissement public relativement stable.

Quels que soient les périmètres choisis, la FBCF publique accuse en zone euro un repli marqué entre 2007 et 2013. Elle est tirée vers le bas par les pays du sud (Espagne en particulier), évolution que la relative stabilité en France et en Allemagne ne compense pas complètement.

Ces dépenses publiques ne couvrent cependant pas la totalité des investissements dans les infrastructures d'intérêt général puisque, suivant les pays, certaines infrastructures sont la propriété d'opérateurs privés ou semi-publics qui couvrent leurs frais par un paiement des usagers, voire par des redevances publiques, et qui ne

sont pas recensées dans les comptabilités nationales. C'est le cas ainsi de la quasi totalité des investissements dans l'énergie.

GRAPHIQUE 5 - FBCF DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN VOLUME)



Sources : OCDE et Eurostat.

L'investissement dans les transports, qu'il soit public ou privé, fait l'objet d'une comptabilisation séparée qui montre une baisse d'environ 20 % au niveau européen depuis 2008. En France, le niveau d'investissement dans les infrastructures de transport se situe dans la moyenne européenne, à plus de 4 % de la FBCF totale. Ces dépenses ont continué à augmenter en 2012 et 2013, grâce au dynamisme des investissements ferroviaires et collectifs urbains, alors que les investissements routiers, portuaires et dans les voies navigables se sont maintenus.

Au sein de la zone euro, et malgré une tendance au repli très marquée en Italie et en Espagne, l'investissement en infrastructures se confirme, notamment grâce au dynamisme de la France.

13. Cela est dû notamment à la part de la FBCF militaire dans le PIB, supérieure d'un point aux États-Unis à la part française.

CONCLUSION

Au moment où se développe en Europe un débat sur l'investissement à la fois comme outil de relance économique à court terme et comme facteur de productivité, de compétitivité et d'attractivité du site Europe à moyen-long terme, cette étude dresse un bilan raisonné de l'évolution de l'investissement en France et en zone euro depuis la Grande Récession et met en relief des évolutions contrastées par rapport aux États-Unis.

Ce panorama est nuancé en fonction des pays concernés et des périmètres retenus. Plusieurs faits stylisés importants doivent cependant être retenus : après une première phase de relativement bonne résistance, la zone euro accuse un retard important vis-à-vis des États-Unis. Les éléments de diagnostic partiel disponibles concernant les évolutions très récentes (2014) soulignent plus une accélération du phénomène qu'une réduction des écarts. Au sein de la zone euro, l'Espagne et l'Italie montrent un reflux très marqué de l'investissement dans toutes ses composantes.

Le diagnostic concernant la France et l'Allemagne est plus difficile. L'Allemagne connaît un sous-investissement public chronique depuis de nombreuses années que la crise n'a pas ralenti, au contraire. La France, elle, connaît plutôt un mal-investissement : insuffisance de la formation de capital productif de haute qualité (en particulier R & D) au profit d'une diversion de ressources dans des domaines qui ne préparent pas l'avenir (immobilier notamment). Dans une moindre mesure, le même diagnostic peut être fait à propos de l'investissement public qui résiste bien en France mais qui délaisse la formation de capital humain au profit de l'équipement en infrastructures (notamment, mais pas uniquement, dans les transports, l'équipement des collectivités représente lui aussi une part importante de l'investissement public).

Cette situation va peser sur le potentiel de croissance à deux titres :

- à court terme, le sous-investissement (mal-investissement) au sein des firmes du site zone euro est susceptible de dégrader à la fois leur capacité de rebond immédiat (perte permanente de potentiel) et leur capacité à atteindre la frontière technologique - hissant ce faisant les économies européennes vers le haut de la chaîne de valeur mondiale ;
- à moyen terme, le sous-investissement public est néfaste à l'attractivité du site zone euro et donc à sa capacité à attirer les investissements.

Mots clés :
investissement, formation brute de capital fixe, zone euro, capital.

DERNIÈRES PUBLICATIONS À CONSULTER

www.strategie.gouv.fr (rubrique publications)

RETROUVEZ LES DERNIÈRES ACTUALITÉS DE FRANCE STRATÉGIE SUR :



www.strategie.gouv.fr



CommissariatStrategieProspective



@Strategie_Gouv

La *Note d'analyse* est publiée sous la responsabilité éditoriale du commissaire général à la stratégie et à la prospective. Les opinions exprimées engagent leurs auteurs.

Directeur de la publication :
Jean Pisani-Ferry,
commissaire général

Directrice de la rédaction :
Selma Mahfouz,
commissaire générale adjointe

Impression :
Commissariat général
à la stratégie et à la prospective

Dépôt légal :
septembre 2014 - N° ISSN 1760-5733

Contact presse :
Jean-Michel Roullé,
responsable du service
Édition-Communication
01 42 75 61 37
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr



FRANCE STRATÉGIE



France Stratégie est une institution rattachée au Premier ministre. Organisme de concertation et de réflexion, son rôle est de proposer une vision stratégique pour la France, en expertisant les grands choix qui s'offrent au pays. Son action repose sur quatre métiers : évaluer les politiques publiques ; anticiper les mutations à venir dans les domaines économiques, sociétaux ou techniques ; débattre avec tous les acteurs pour enrichir l'analyse ; proposer des recommandations au gouvernement. France Stratégie joue la carte de la transversalité, en animant un réseau de huit organismes aux compétences spécialisées.