

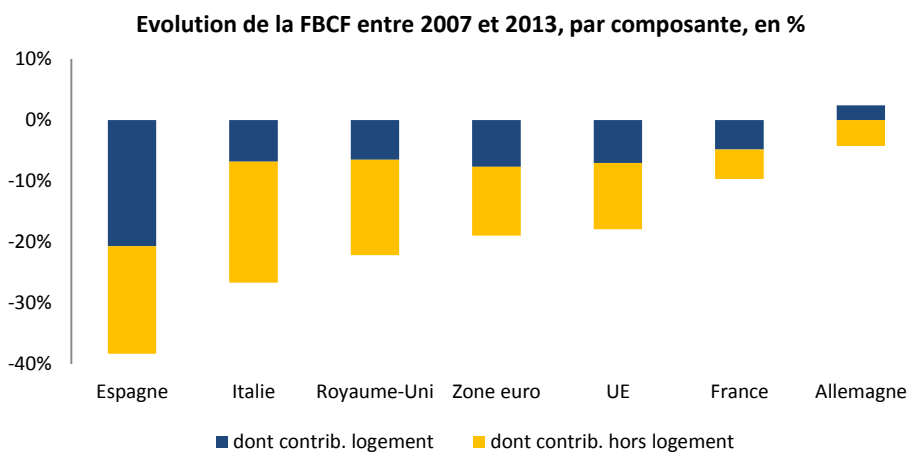
L'investissement, clé de voûte de la reprise ?

Jeudi 23 avril 2015

Le présent flash dresse un constat sur l'investissement en France et en Europe dans le cadre des débats actuels sur son rôle dans la reprise économique.

1. Le constat : déficit d'investissement et vieillissement de l'appareil productif

Depuis la Grande récession, le débat de politique économique en Europe met régulièrement l'accent sur un « **déficit d'investissement** » au sein de l'UE : de fait, selon les données d'Eurostat, le niveau global d'investissement (formation brute de capital fixe, FBCF) dans l'UE a chuté d'environ 20 % entre 2007 et 2013, effaçant la croissance observée depuis le début du 21^e siècle. Ceci est particulièrement frappant dans le Sud de l'Europe (Espagne, Italie) ainsi qu'au Royaume-Uni, alors que l'investissement a nettement moins reculé en France et retrouvé son niveau d'avant la récession en Allemagne.



Source : calculs Afep à partir d'Eurostat.

Dans ce débat, il est fondamental de distinguer les pays : un « surinvestissement » non soutenable a sans doute été à l'œuvre dans certains pays du Sud (bulle immobilière en Espagne...) avant 2007, alors qu'un « sous-investissement » aurait caractérisé certains pays du Nord (dont l'Allemagne). Hors investissement en logement¹, la FBCF s'est repliée dans l'ensemble des pays : selon France Stratégie², ceci a conduit à un **vieillissement de l'appareil productif**, l'âge moyen du capital en machines et équipements augmentant de façon significative depuis 2008. Ainsi, ce dernier aurait connu une **hausse d'une demi-année en France et en Allemagne** (passant, respectivement, de plus de 28 à près de 31 trimestres et de 30 à 32 trimestres) ; l'impact aurait été encore plus important dans les deux grands pays du Sud, avec une année de vieillissement en seulement une demi-décennie (de 27 à 31 trimestres en Espagne, de 31 à 35 trimestres en Italie).

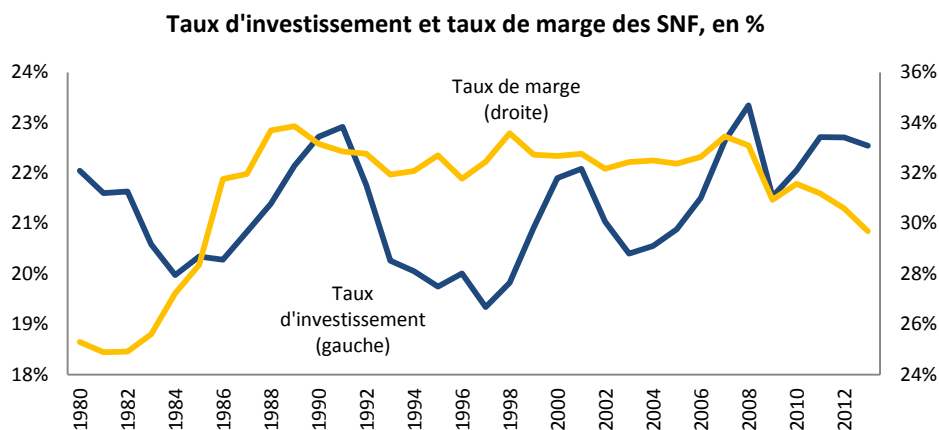
2. Une spécificité française en matière d'investissement ?

En comptabilité nationale, le **taux d'investissement** rapporte la FBCF à la valeur ajoutée. Pour les sociétés non financières (SNF), ce taux est, par-delà les fluctuations conjoncturelles, sur une **tendance croissante** en France depuis la fin des années 90. Dans une note récente³, l'INSEE se penche sur cette évolution, qui aboutit au résultat peu intuitif d'un niveau d'investissement actuel en ligne avec ses déterminants et tend à distinguer le pays en comparaison européenne. En premier lieu, l'accent est mis sur la **forte baisse du coût du financement des entreprises** depuis une vingtaine d'années, qui a largement porté l'investissement dans les services marchands et, dans une moindre mesure, dans l'industrie manufacturière, d'où une hausse de « l'intensité capitalistique » (immobilisations/effectifs).

¹ Investissement dit « productif » : infrastructures, équipements, services, technologies de l'information (TIC)...

² « Y-a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ? », France Stratégie, note d'analyse n° 16, sept. 2014.

³ « En France, l'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? », note de conjoncture, décembre 2013.



Source : Afep à partir d'INSEE.

Sur le type d'investissement dans l'industrie, l'INSEE met en évidence i) une nette hausse des **investissements de renouvellement**, ii) une baisse de 2000 à 2008 puis une stabilisation des investissements liés à l'introduction de **nouveaux produits** et iii) un profil cyclique des investissements de **modernisation**. Ensuite, alors que le taux de marge se dégrade nettement depuis 2007⁴, « *tout se passe comme si l'investissement avait réagi aux seules évolutions de la demande* » soutenue par la faiblesse des coûts de financement, l'absence d'un « *credit crunch* » (les contraintes de crédit n'auraient pas eu d'impact significatif sur l'investissement) et les dispositifs publics (suppression de la taxe professionnelle, extension du CIR...). A l'heure des discussions sur le rôle de l'investissement dans la reprise économique, l'étude livre deux conclusions intéressantes : d'une part, **l'investissement en France** serait plutôt « *suiveur* » que « *moteur* »⁵ et, d'autre part, un **faible niveau du taux d'utilisation des capacités de production** (TUC) dans l'industrie - même s'il a augmenté au T2 2015 - n'empêcherait pas forcément le redémarrage de l'investissement pour au moins deux raisons : d'une part, le TUC n'est qu'une moyenne (portant sur 20 à 25 % de l'investissement productif) qui cache des sous-capacités par endroits ; d'autre part, une demande anticipée très supérieure à la demande courante peut nécessiter des investissements supplémentaires en dépit d'un TUC inférieur à la normale.

3. Quelles sont les conséquences du vieillissement de l'appareil productif ?

Le vieillissement de l'appareil productif interroge sur une éventuelle dégradation de sa qualité et présente à la fois des risques à court (**pertes définitives de capacités de production**) et à moyen-long termes (**affaiblissement de la croissance potentielle**). A la suite des travaux de Solow et de Denison dans les années 50 et 60, les économistes utilisent une méthode dite de « *comptabilité de la croissance* » afin de décomposer les évolutions du PIB imputables aux facteurs de production traditionnels (capital-K, travail-L) ainsi qu'à un indicateur d'avancement technologique (la « *productivité globale des facteurs* », PGF)⁶. Selon une étude de la Banque de France⁷, **la perte de PGF potentielle liée à la crise** aurait été, en France, de **6,2 points**, dont **près de la moitié** (2,9 points) en raison **du vieillissement du stock de capital**, le complément (3,3 points) provenant de pertes permanentes. Il s'agirait de la perte la plus importante de l'échantillon, la moyenne de la zone euro se situant à 4 points (dont 1,4 point lié à l'âge).

La Grande récession a eu un impact réel sur l'investissement en Europe, même s'il a pris des formes différenciées en fonction des pays. Pour la France, il s'agit avant tout d'une dégradation qualitative, avec le vieillissement de l'appareil productif et la mise en évidence d'un « mal-investissement » (selon la formule de France Stratégie) qui s'opère au détriment des activités à plus forte valeur ajoutée (R&D, capital humain). Les conditions financières semblent propices à une reprise de l'investissement, mais le déterminant principal reste la confiance des acteurs économiques quant à sa rentabilité future sur le territoire national. Si tout le monde attend actuellement l'investissement, il se pourrait bien que ce soit l'investissement qui décide d'adopter un « wait and see » sur les autres composantes de la demande.

⁴ La corrélation entre le taux de marge et le taux d'investissement est toutefois très faible d'un point de vue statistique.

⁵ « *L'idée selon laquelle le rebond de l'investissement est (...) le moteur des reprises économiques n'est pas vérifiée en France* ».

⁶ Aussi appelé « *résidu de Solow* » qui « *explique par résidu* » ce que les facteurs K et L ne peuvent expliquer.

⁷ « *Assessing the losses in Euro area potential productivity due to the financial crisis* », Doc. de travail n° 468, décembre 2013.