

Investissement en Europe : les conditions sont-elles réunies ?

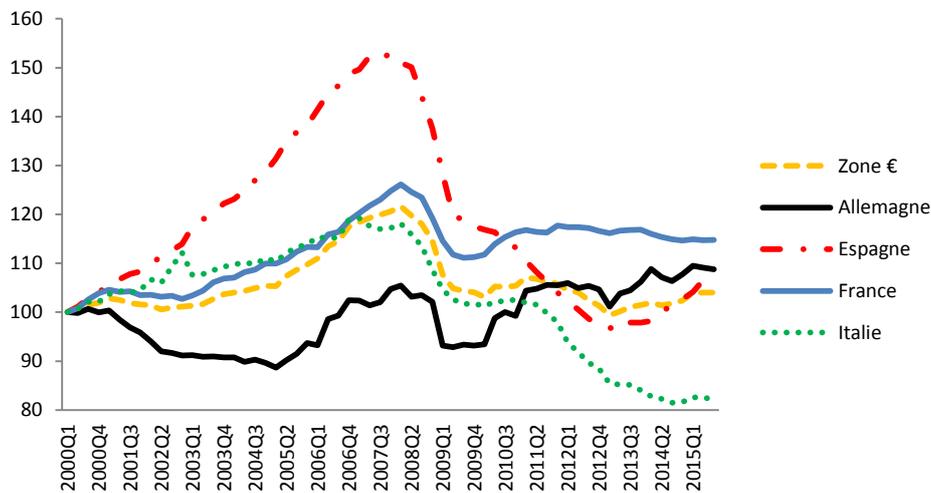
Vendredi 22 janvier 2016

Le présent flash étudie l'évolution récente de l'investissement en Europe et s'interroge sur les déterminants de celui-ci afin d'établir si les conditions d'une reprise sont réunies.

1. Une très faible reprise générale, des trajectoires nationales hétérogènes

Depuis le début du 21^e siècle, la **formation brute de capital fixe** (FBCF) en Europe a d'abord connu une phase de croissance jusqu'à la veille de la Grande récession grâce au dynamisme de l'investissement italien, français et, surtout, espagnol (boom immobilier) tandis que l'investissement allemand a d'abord décliné assez nettement, avant de redémarrer à partir de 2005. Avec la Grande récession, la FBCF a reculé partout mais selon des **modalités différentes** en fonction des pays : une contraction relativement brève en Allemagne et, à un degré moindre, en France ; un recul plus prononcé en Italie et une contraction sévère en Espagne du fait de l'éclatement de la bulle immobilière. Les trajectoires post-crise reflètent ces divergences : tandis que l'investissement en Allemagne progresse par à-coups, il s'est stabilisé assez tôt en France¹, a clairement rebondi à compter de la mi-2013 en Espagne et vient à peine de freiner sa contraction en Italie. Dans une note de décembre 2015², l'INSEE explique la divergence entre les deux grandes économies du Sud par, d'un côté, le **redressement de la demande** (extérieure et intérieure) en Espagne et, de l'autre, le **rétablissement de l'épargne et le désendettement des entreprises espagnoles**, ce qui leur a permis d'autofinancer une partie importante de leurs investissements lors des périodes de resserrement du crédit ; en comparaison, les entreprises italiennes ont pâti d'une conjoncture atone et d'une plus grande dépendance au financement externe.

Investissement total, base 100 au T1 2000



Source : Afep à partir d'Eurostat.

2. Grandes entreprises : hausse de l'investissement mondial depuis 2 ans

Dans le cadre de son suivi conjoncturel, la Banque de France (BdF) a récemment noté³ une **hausse du flux d'investissement** dans les **grandes entreprises françaises** : ainsi, au premier semestre (S1) 2015, celui-ci s'élevait à **54Md€**, contre 51Md€ un an plus tôt et 47Md€ au S1 2013. Cette progression a été obtenue grâce à la hausse de l'investissement dans la plupart des secteurs d'activité, notamment ceux du **commerce**, des **transports**, de **l'hébergement** et de la **restauration** ainsi que de **l'industrie manufacturière** et de la **construction**. Plus cyclique, la contribution du secteur « énergie et

¹ Cette stabilité masque toutefois des mouvements de sens contraire, avec, d'un côté, une hausse de l'investissement des entreprises et, de l'autre, une baisse de l'investissement des ménages (logement) et des administrations publiques.

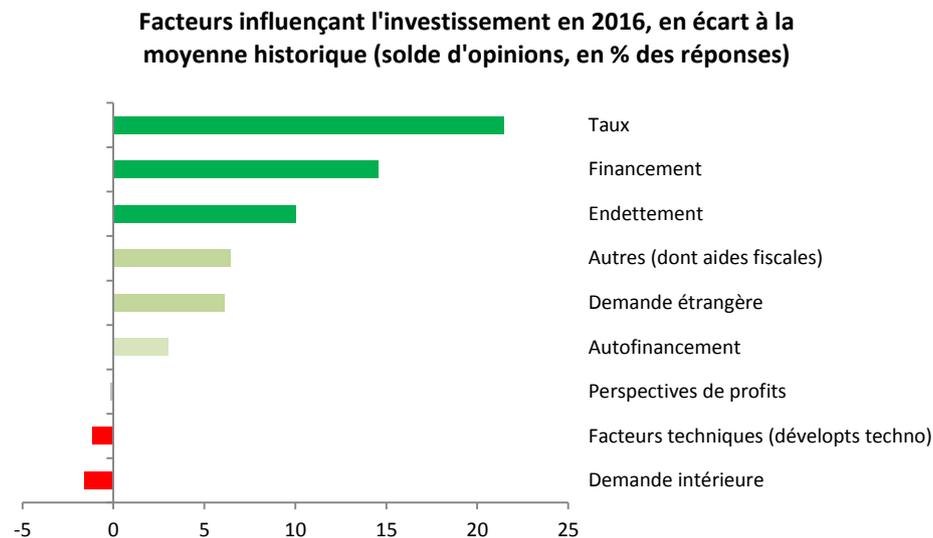
² « Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne », Fortin, Giraud et Lalande.

³ « La situation financière des principaux groupes français au 1^{er} semestre 2015 : une rentabilité en baisse mais une stratégie financière qui prépare l'avenir ». L. Carlino et A.-S. Lafon, Bulletin n° 202 de la Banque de France (novembre-décembre 2015).

environnement » a en revanche été quasiment nulle depuis deux ans (passant de 20Md€ au S1 2013 à 19Md€ au S1 2015 après 25Md€ au S1 2014). En insistant sur le fait que les nouveaux flux viennent **renforcer les capacités de production des entreprises**, la BdF juge que « *cette reprise des investissements semble donc traduire une politique plus volontariste* ». Dans une enquête publiée en 2015⁴ et portant sur un champ de 74 grandes entreprises européennes, la BCE fait apparaître que les entreprises ayant le plus augmenté leurs investissements en 2015 par rapport à 2014 sont également celles qui **investissent en dehors de la zone euro** (émergents, autres économies avancées). Ainsi, alors qu'environ 60 % des entreprises ayant augmenté leurs investissements de plus de 5 % sont également présentes en dehors de la zone euro, ce ratio est inférieur à 40 % pour l'ensemble des répondants.

3. Déterminants de l'investissement industriel en France en 2016 : tous les feux sont-ils au vert ?

Le moindre dynamisme de l'investissement des entreprises depuis la sortie de crise interroge sur ses **déterminants**. Dans les résultats de l'enquête sur les prévisions d'investissements pour 2016 menée auprès des chefs d'entreprises dans l'industrie manufacturière en octobre 2015⁵, l'INSEE mettait en avant un **panorama globalement positif** lié au faible niveau des **taux d'intérêt**, à des **conditions de financement favorables**, à une progression de la **demande extérieure** et à des **incitations fiscales** (« suramortissement »⁶). Sur l'ensemble de ces points (auxquels on pourrait ajouter le net redressement du taux de marge dans l'industrie manufacturière qui a, lui, retrouvé son niveau d'avant-crise), les soldes d'opinion étaient assez nettement supérieurs à leur moyenne historique (1991-2015) ; en revanche, les **perspectives de demande intérieure**, bien qu'en amélioration, **restaient inférieures à la moyenne**.



Source : Afep à partir d'INSEE (enquête sur les investissements dans l'industrie, octobre 2015).

S'il reste inférieur à son niveau d'avant-crise, l'investissement global en Europe a repris à compter de 2013, même si des disparités existent entre les pays. Par rapport à ses principaux voisins, la France connaît un profil d'investissement plus stable depuis le début du 21^e siècle : si ce dernier a permis dans un premier temps de lisser l'impact sur la croissance, cela a pour contrepartie une stagnation depuis trois ans qui, à son tour, limite le rebond conjoncturel. Alors que la plupart des facteurs influençant l'investissement sont particulièrement bien orientés (malgré un taux d'utilisation des capacités de production plus faible qu'avant 2008), la relative atonie de celui-ci rappelle que son déterminant principal est, pour les entreprises, la demande présente et anticipée et donc les perspectives de rentabilité. Ceci pose la question de la croissance potentielle de la France et de l'Europe, dont la stimulation apparaît comme l'une des priorités les plus urgentes. En l'état, les conditions actuelles (niveau des taux, facilités de financement, incitations temporaires...) semblent s'avérer « nécessaires mais non suffisantes ».

⁴ "What is behind the low investment in the euro area ? Responses from a survey of large euro area firms", Eco. Bulletin n°8.

⁵ L'investissement industriel représente un quart de l'investissement productif en France.

⁶ Selon une estimation de l'INSEE, ce dispositif couvrirait un champ d'environ 25Md€, soit 15 % de l'investissement des entreprises hors construction. L'impact positif sur l'investissement en produits manufacturés serait réel mais limité (+ 0,2 à + 0,4 point/trimestre), le ciblage de la mesure pouvant conduire à des substitutions entre types d'investissements.