

Pourquoi la reprise des investissements dans la zone euro ne décolle-t-elle pas ?

P. Butzen
S. Cheliout
E. De Prest
S. Ide
W. Melyn

Introduction

Après l'éclatement de la crise financière mondiale, les investissements dans la zone euro ont sensiblement reflué et n'ont à ce jour, huit ans plus tard, toujours pas renoué avec le niveau qu'ils affichaient avant 2008. Les investissements représentent une composante importante, hautement cyclique, de la demande. Leur repli marqué et la dynamique atone qui s'est ensuivie expliquent en grande partie la gravité de la récession et le redressement laborieux dans la zone euro. En outre, non seulement le faible taux d'investissement pèse sur la demande, mais il mine également le potentiel de croissance à long terme d'une économie. Il bride par ailleurs l'élargissement du stock de capital et la diffusion de technologies innovantes, ralentissant par là même la création d'emplois et de richesses.

Le présent article entend décrire l'évolution récente des investissements dans la zone euro. Il s'intéresse plus particulièrement aux facteurs qui entravent leur relance et aux initiatives politiques adoptées au niveau européen afin de remédier à cette situation.

Il se structure comme suit. La première partie, plutôt descriptive, examine si la dynamique des investissements dans la zone euro depuis la crise financière revêt un caractère exceptionnel dans une perspective historique et internationale. Les crises financières passées se sont elles aussi généralement soldées par une période prolongée de croissance malingre des investissements, et la crise actuelle n'a pas davantage épargné les investissements dans d'autres

économies avancées. Cette partie tente ensuite d'établir si l'évolution apathique des investissements est un phénomène généralisé dans la zone euro ou si, au contraire, elle se cantonne aux seuls pays et composantes des investissements qui affichaient une expansion hors du commun avant la crise. Dans cette éventualité, la contraction constituerait une correction normale d'une situation intenable impliquant une résorption des capacités excédentaires précédemment accumulées.

La deuxième partie met quant à elle l'accent sur les investissements des entreprises. Ceux-ci revêtent en effet une importance capitale pour le potentiel de production et pour la compétitivité d'une économie, supplantant en cela les investissements publics et résidentiels. À l'évidence, une croissance économique modérée et un appareil de production sous-exploité ont réduit les besoins en investissements. La faiblesse conjoncturelle ne permet cependant pas à elle seule de justifier la dynamique des investissements des entreprises. D'autres facteurs hérités de la crise, comme un taux d'endettement élevé, des conditions d'octroi de crédits moins favorables ou le climat d'incertitude qui s'est installé, continuent eux aussi de peser à des degrés divers sur ces investissements.

Outre les facteurs susvisés, dont les effets se font plutôt sentir à court et à moyen termes, une série de changements structurels apportés au fil des dernières décennies peuvent avoir influé sur l'évolution tendancielle sous-jacente des investissements. Les tendances séculaires qui touchent la démographie et la mondialisation, ainsi que la transition

vers une société de services sont au cœur de la troisième partie. La quatrième et dernière partie évalue les initiatives politiques prises à l'échelle européenne en réaction à la croissance languissante des investissements. Enfin, une série de conclusions viennent clore l'article.

1. Évolutions récentes des investissements dans la zone euro

Un repli exceptionnel, dans une perspective tant internationale qu'historique

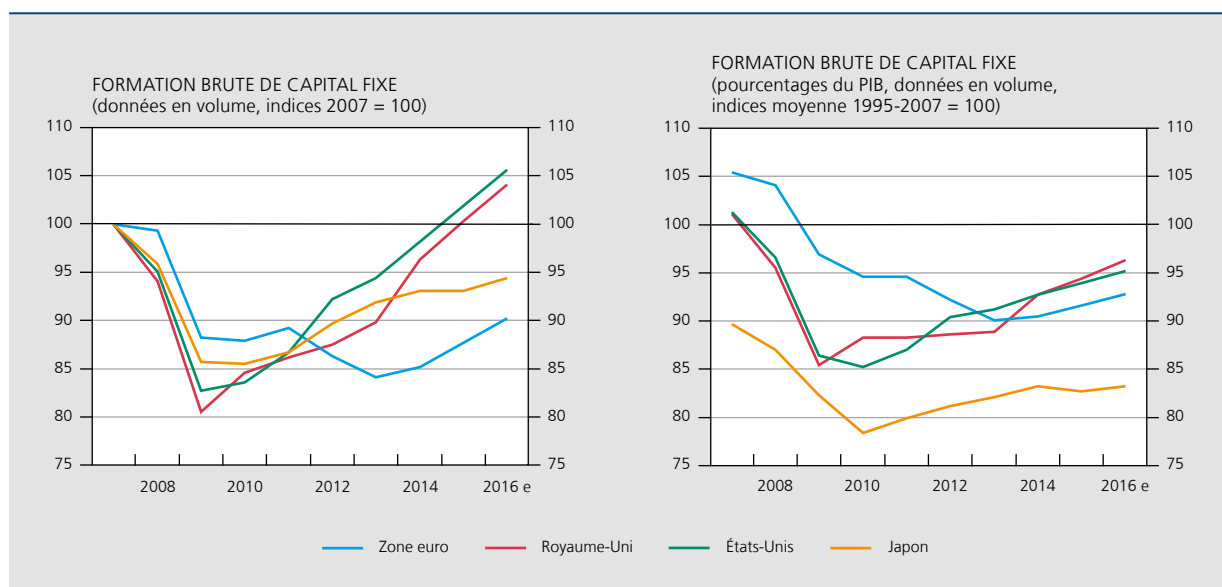
Comparativement à ce qui a été observé dans d'autres grandes économies avancées, les retombées de la crise sur les investissements dans la zone euro se sont à l'origine avérées assez modérées; le volume des investissements a en effet accusé un recul plus prononcé encore aux États-Unis et au Royaume-Uni en 2009. Les investissements dans ces pays se sont ensuite fermement redressés au cours des deux années suivantes, permettant aux écarts de demeurer serrés durant la première phase de la crise. En 2012-2013, sous l'effet de la crise de la dette souveraine, les investissements dans la zone euro se sont cependant

de nouveau inscrits en baisse, replongeant la zone euro dans la récession. Qui plus est, la reprise est demeurée fragile par la suite. Depuis la fin de 2014, le volume des investissements enflé quelque peu, même si, à en croire les prévisions de printemps de la Commission européenne (CE, 2016b), leur niveau en 2016 serait toujours nettement en deçà du pic enregistré avant la crise⁽¹⁾. A contrario, la relance s'est poursuivie aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon et, dans les deux premiers pays cités, les investissements ont dans l'intervall, dépassé leur niveau en termes réels d'avant la crise.

La référence du niveau antérieur à la crise ne constitue toutefois qu'un instantané. Considérant, à titre de référence, le niveau moyen sur une plus longue période, à savoir de 1995 à 2007, il appert que le ratio investissements/PIB dans la zone euro au cours de l'année qui a précédé l'émergence de la crise était supérieur à cette moyenne à long terme, ce qui peut être le signe d'une situation non durable. En revanche, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les investissements exprimés par rapport au PIB ont fluctué autour de cette moyenne en 2007, tandis que ce ratio y a même été inférieur au Japon, où il a été grevé par le malaise durable qui s'y était installé dans la foulée de l'éclatement de la bulle des marchés d'actifs à l'aube des années 1990. Aussi se pourrait-il que le repli du taux d'investissement dans la zone euro comporte une composante persistante qui consisterait en une correction d'investissements excessifs préexistants. En tout état de cause, les investissements rapportés au PIB sont jusqu'ici

(1) Il convient de noter que, plus récemment, les investissements dans la zone euro ont enregistré un rebond marqué et inattendu. Ils ont surpris à la hausse au quatrième trimestre de 2015, progressant à un taux dynamique et devenant la principale contribution à la croissance. Toutefois, il semble que plusieurs facteurs d'ordre temporaire aient pu jouer, l'expansion des investissements s'étant atténuée dès le premier trimestre de 2016. Selon la CE, la croissance des investissements devrait continuer de se modérer dans le courant de 2016.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS: COMPARAISON INTERNATIONALE



Source : CE.

demeurés largement en deçà de leur moyenne à long terme, alors que les ratios américain et britannique sont déjà parvenus à s'en rapprocher davantage.

Historiquement parlant aussi, l'évolution récente du taux d'investissement dans la zone euro est assez exceptionnelle. Une étude du FMI (FMI, 2014) sur les conséquences des crises financières qui ont sévi depuis les années 1970 a montré que les crises de ce type s'accompagnaient le plus souvent d'une profonde récession suivie d'une lente reprise, compte tenu du temps nécessaire pour corriger les déséquilibres apparus préalablement à la crise, telles des situations d'endettement excessif. Par ailleurs, les investissements sont plus volatils et plus sensibles à la conjoncture que d'autres composantes des dépenses et sont donc à ce titre généralement plus fortement touchés par une crise. Lors des crises financières « ordinaires », le ratio investissements/PIB s'était en moyenne contracté de 3 points de pourcentage trois ans après l'émergence de la crise. S'agissant des crises les plus graves présentant un caractère systémique, le FMI estime que le recul moyen

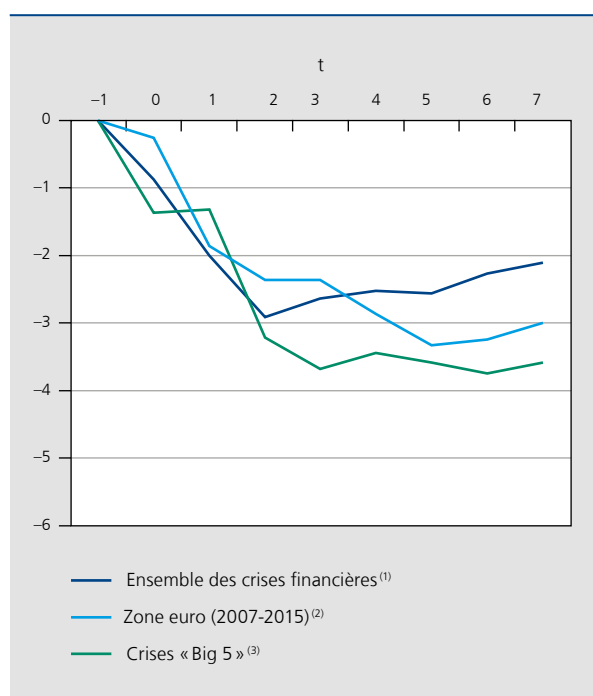
avoisinerait les 4 points de pourcentage. De plus, ces effets étant de nature relativement persistante, il peut s'écouler plusieurs années avant que le taux d'investissement ne renoue avec son niveau antérieur.

L'évolution du taux d'investissement dans la zone euro était à l'origine très similaire à celle observée lors d'une crise financière dite ordinaire. Pendant les premières années de la crise, les investissements ont accusé une baisse assez équivalente à celle qui pouvait être recensée durant de tels épisodes « ordinaires ». Ils ont ensuite commencé à se redresser légèrement, fût-ce à un rythme sensiblement plus faible. Le deuxième choc provoqué par la crise de la dette souveraine a toutefois figé la reprise naissante, induisant une nouvelle correction du taux d'investissement, qui s'est établi à un niveau sensiblement inférieur à la moyenne observée lors des crises financières « ordinaires », mais plus proche du repli global enregistré au cours de cinq crises systémiques particulièrement graves. Le modèle du double creux, en revanche, est propre à la crise actuelle.

Une régression marquée, largement partagée par l'ensemble des secteurs et des États membres, suivie d'une reprise apathique et hétérogène

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS : PERSPECTIVE HISTORIQUE

(en pourcentage du PIB, données en volume, points de pourcentage)



Sources: CE, FMI.

- (1) Constitué de l'échantillon complet des crises financières qui ont frappé entre 1970 et 2007 et ont été recensées par Laeven et Valence (2012).
- (2) t = 0 dénote l'année de la crise financière. Pour la zone euro, il s'agit de 2008.
- (3) Espagne (1977), Norvège (1987), Finlande (1991), Suède (1991) et Japon (1992).

Si, à l'entame de la crise, le déclin des investissements était un phénomène assez généralisé qui a touché l'ensemble des secteurs et des États membres, il en est venu à concerner principalement les investissements résidentiels dans certains pays, au terme d'une période marquée par une dynamique d'investissements vigoureuse. Ainsi, tant les investissements des ménages⁽¹⁾, qui correspondaient dans les grandes lignes aux investissements en logements, que ceux des sociétés non financières, avaient déjà plongé de 15 % en 2009. Après s'être stabilisés, les investissements des ménages ont à nouveau chuté, ne parvenant à leur étiage qu'en 2013 – soit 20 % environ en deçà de leur niveau d'avant la crise – avant de remonter. S'agissant des investissements des entreprises, un redressement a par contre pu être observé dès 2010, ce qui leur a permis de dépasser leur niveau d'avant la crise en 2015⁽²⁾. L'évolution divergente des investissements publics s'explique par les mesures budgétaires de relance adoptées durant les premières années qui ont suivi la crise et par les efforts d'assainissement consentis dans la foulée. Les investissements publics ont encore affiché

- (1) S'agissant des investissements par secteur institutionnel, seules des données en valeur sont disponibles. L'augmentation du déflateur des investissements explique l'écart entre les mesures de la baisse des investissements totaux durant la période 2008-2015 selon qu'elle est exprimée en valeur ou en volume (graphique 1).
- (2) Les investissements en biens d'équipement, qui constituent une importante composante des investissements des entreprises, et pour lesquels des données en volume sont bel et bien disponibles, se situaient en 2015 toujours quelque 5 % en deçà de leur niveau d'avant la crise en termes réels.

une progression relativement vive en 2008, et plus encore en 2009, à la faveur notamment des dépenses d'infrastructure engagées par les différents États membres de la zone euro dans le cadre du plan européen pour la relance économique (European Economic Recovery Plan). À compter de 2010, l'arrivée à échéance de ce plan, d'abord, et la nécessité d'assainir les budgets, ensuite, se sont traduites par une diminution draconienne des investissements publics. Toutefois, plus récemment, grâce à une orientation budgétaire devenue légèrement accommodante, les investissements des pouvoirs publics sont quelque peu repartis à la hausse en 2015. De manière générale, les investissements des ménages expliquent plus de la moitié de l'effondrement des investissements totaux au cours de la période postérieure à la crise.

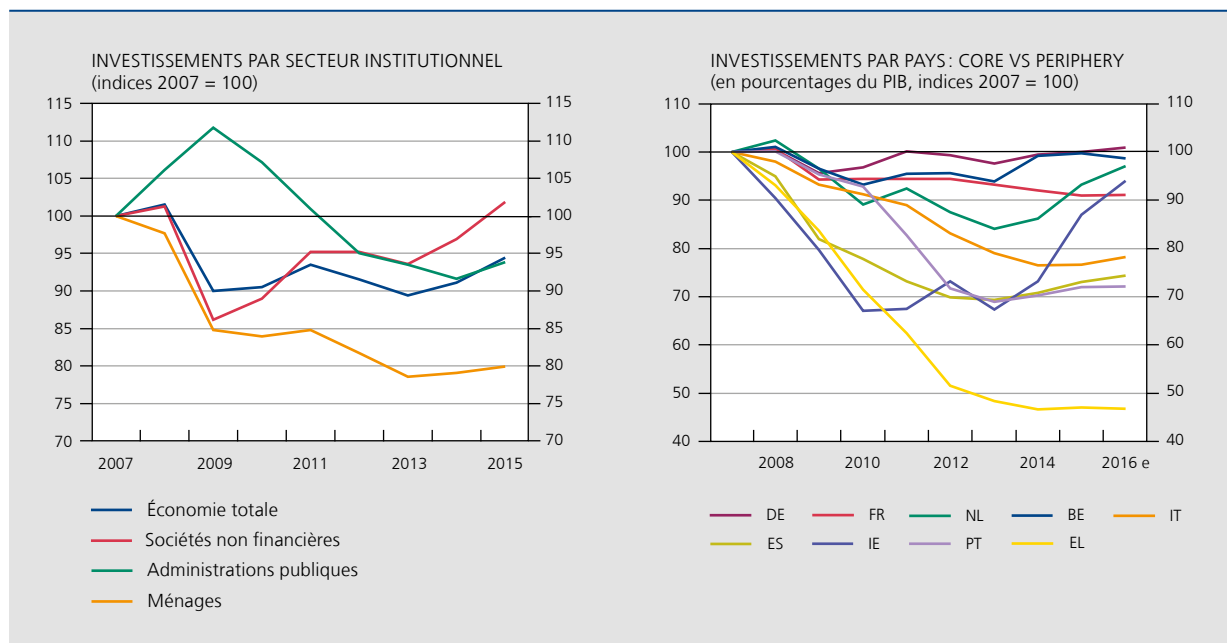
Si on examine l'évolution des investissements des plus grands pays membres de la zone euro ainsi que d'une série d'États périphériques, il s'avère là aussi que si, dans un premier temps, le repli des investissements a touché l'ensemble des pays, c'est en Grèce, en Irlande, en Espagne et au Portugal que les diminutions les plus sensibles ont été enregistrées. Dans ces quatre pays, l'économie s'est caractérisée, durant les années ayant précédé la crise, par des évolutions macroéconomiques insoutenables, comme un endettement excessif ou une capacité excédentaire sur le marché de l'immobilier résidentiel, qui ont contribué à précipiter la zone euro

dans la crise de la dette souveraine. Chacun d'entre eux⁽¹⁾ a bénéficié d'une aide financière conditionnée à un programme d'ajustement économique qui englobait, notamment, un volet consacré à l'assainissement budgétaire que ces pays s'engageaient à réaliser en levant le pied sur leurs investissements publics. Hormis en Grèce, les investissements semblent être retombés à leur niveau le plus bas dans ces pays et, surtout en Irlande, la reprise paraît s'être amorcée.

Dans plusieurs autres pays, tels l'Allemagne, les Pays-Bas et la Belgique, la situation s'est quelque peu améliorée en 2011, après le déclin observé initialement, mais la crise de la dette souveraine dans la zone euro et les perspectives de croissance modérées sont venues briser ce mouvement. Les investissements n'y ont plus progressé notablement au cours des années suivantes, hormis en Allemagne, où ils ont dépassé leur niveau de 2007. Du reste, d'après les prévisions de printemps de la CE (EC, 2016b), il semblerait que les investissements dans ces pays, les Pays-Bas mis à part, ne soient pas près de renouer avec une croissance vigoureuse. Signalons d'ailleurs qu'en France et en Italie, deux des plus grandes nations de la zone euro, les investissements n'ont toujours pas montré de signe clair de reprise depuis 2009. En Italie surtout, les investissements

(1) Chypre a également bénéficié d'une assistance financière et mené un programme d'ajustement économique.

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS: SECTEURS INSTITUTIONNELS ET PAYS DE LA ZONE EURO



Source : CE.

accusent un recul des plus sensibles, quasi ininterrompu, de plus de 20 % par rapport à 2007 en termes cumulés; en France, cette contraction avoisine les 10 %. Ces évolutions sont préoccupantes, non seulement en raison de l'importance de ces pays dans la zone euro, mais aussi parce que, contrairement aux pays de la périphérie, ceux-ci ne présentaient pas, ou alors beaucoup moins, de déséquilibres macroéconomiques, si bien que la baisse des investissements ne peut y être attribuée à une correction d'investissements excessifs antérieurs à la crise.

La faiblesse des investissements dans la zone euro peut effectivement en partie être considérée comme une correction par rapport aux investissements excessifs et à la constitution d'une capacité excédentaire pendant la période ayant précédé la crise, en particulier pour ce qui est des investissements en logements des ménages, qui ont été plus prononcés dans certains pays que dans d'autres. Comme indiqué précédemment, il convient par ailleurs de tenir compte d'éventuels effets persistants, dans la mesure où il s'agit prioritairement de résorber la capacité excédentaire pour que le taux d'investissement puisse se redresser, jusqu'à atteindre un niveau moindre, mais plus soutenable, que dans le passé. Rappelons ainsi que la crise qui a sévi dans le secteur de la construction en Allemagne s'est prolongée bien après le boom de l'immobilier de la première moitié des années 1990. Après le pic de 1994, il a fallu attendre 15 ans pour que les investissements en logements commencent à se relever quelque peu par rapport au PIB et, au premier trimestre de 2016, le taux d'investissement se situait encore un peu moins de 25 % en deçà de son sommet enregistré plus de 20 ans auparavant.

Dans la zone euro, l'apathie des investissements ne s'est toutefois pas cantonnée aux pays qui avaient été touchés par une bulle de l'immobilier. Qui plus est, d'autres secteurs que les ménages en ont également subi les conséquences. Dans les parties qui suivent, l'article cherche des explications possibles à l'évolution décevante des investissements. La deuxième partie passe en revue les éventuels facteurs à plus court terme, en considérant les investissements des entreprises. La troisième partie s'attarde quant à elle sur une série de tendances à plus long terme.

2. Facteurs explicatifs de l'évolution récente des investissements des entreprises

Les investissements des entreprises dans la zone euro sont eux aussi demeurés médiocres depuis la crise financière. Ils représentent la plus grande catégorie d'investissements, occupant une part de 55 % environ dans le total, et constituent donc également une large composante

de la demande. En outre, plus que les investissements en logements ou les investissements des administrations publiques, ils jouent un rôle crucial dans la préservation et l'extension du potentiel de croissance d'une économie.

La littérature économique évoque différents facteurs susceptibles d'influencer les décisions d'investissement des entreprises. Les déterminants traditionnels sont la demande et les bénéfices (et leurs prévisions respectives), d'une part, et le coût réel du capital, d'autre part. Des études plus récentes⁽¹⁾ ont fait apparaître l'importance d'autres facteurs, comme la situation financière des entreprises (notamment leur taux d'endettement et leur position au comptant), l'accès à des sources de financement externe (notamment les conditions d'octroi des crédits bancaires et le financement de marché) et l'incertitude. En particulier dans le sillage de la crise financière, il ne semble pas improbable que plusieurs de ces facteurs puissent contribuer à expliquer la faiblesse de la dynamique des investissements.

En effet, un modèle économétrique simple permet de constater que les investissements des entreprises sont inférieurs à ceux qui auraient pu être attendus eu égard à l'évolution du PIB. C'est le cas aussi bien pour la zone euro dans son ensemble que pour la plupart des pays considérés isolément. Lorsqu'on ajoute certains des déterminants précités au modèle de base, on obtient pour différents pays une explication nettement plus complète de l'évolution atone des investissements.

La faiblesse de la croissance économique et le modèle d'accélérateur

Selon le modèle d'investissement le plus simple, soit le modèle d'accélérateur, les entreprises se laissent surtout guider par leurs attentes en matière de demande. Dans la recherche empirique, ce modèle offre en général une assez bonne explication de l'évolution des investissements⁽²⁾.

Une période prolongée de croissance économique faible à négative (la profonde récession associée à la crise financière, le redressement modéré enregistré en 2010-2011, la deuxième contraction du PIB à la suite de la crise de la dette souveraine, puis la reprise hésitante et les perspectives décevantes pour les années à venir) a diminué la

(1) Cf. Barkbu *et al.* (2015), FMI (2015) et IMF (2014).

(2) Pour les investissements des entreprises, seules des données nominales sont disponibles; il n'existe pas de données en volume. Dans la littérature, différentes approximations sont utilisées à cet effet. Certains chercheurs déflatent les investissements nominaux des entreprises au moyen du déflateur des investissements totaux. D'autres, comme la CE (EC, 2013), se fondent sur les investissements réels non résidentiels. Étant donné le faible pourcentage des investissements des administrations publiques, il s'agit essentiellement d'investissements des entreprises. C'est cette dernière approche qui est suivie dans le présent article.

nécessité, pour les entreprises, d'étendre leur capacité de production.

La spécification habituelle du modèle d'accélérateur est la suivante :

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^N \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + e_t$$

L'hypothèse sous-jacente de ce modèle est que les variations dans le stock de capital (net) souhaité (K) sont proportionnelles aux variations du PIB (Y). Ce stock de capital souhaité détermine – compte tenu de sa dépréciation (δ) – la dynamique des investissements bruts (I).

Ce modèle explique dans les grandes lignes l'expansion des investissements depuis 1999. Il confirme le caractère exceptionnel de la croissance des investissements à l'approche de la crise financière (2004-2008), de même que la relance budgétaire qui a soutenu l'activité économique durant la période 2009-2010, notamment par l'intermédiaire des investissements d'infrastructure. On peut également constater que, depuis 2012, au plus fort de la crise de la dette souveraine, les investissements sont moindres que ne le présage la croissance

économique. Cela vaut aussi bien pour la zone euro dans son ensemble que pour la plupart des États membres considérés isolément. Exprimé en pourcentage du PIB sur une base annuelle, le déficit d'investissement est en moyenne le plus élevé en Irlande, en Grèce, en Finlande, au Portugal et en Italie, alors qu'il est très modeste en Belgique, en Allemagne et aux Pays-Bas.

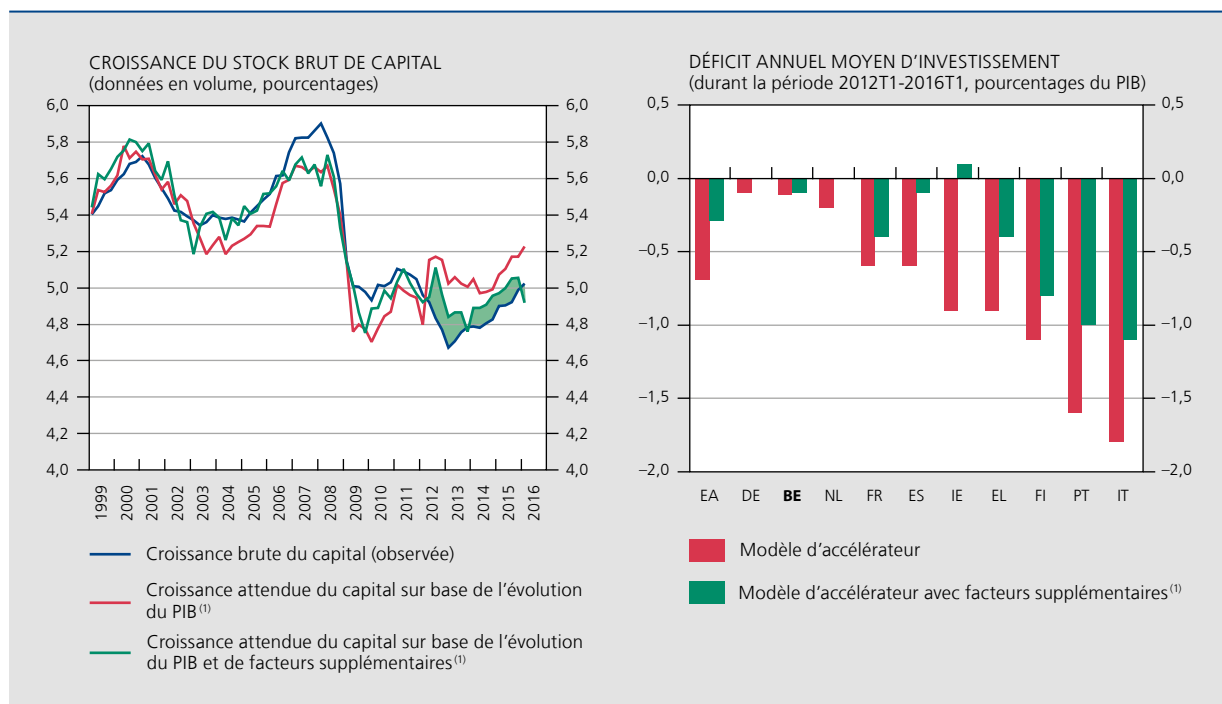
L'évolution du PIB ne pouvant expliquer la faiblesse du volume des investissements depuis 2012, le modèle d'accélérateur a été doté d'autres déterminants possibles. Certains facteurs sont pris en compte à cet égard dans la zone euro⁽¹⁾.

Conditions de financement

Les entreprises sont souvent tributaires de sources de financement externe pour réaliser leurs projets d'investissement. Dans la zone euro, les entreprises recourent traditionnellement aux prêts bancaires plutôt qu'au financement de

(1) Pour rendre les illustrations lisibles, les pays sont divisés en trois groupes, dont les résultats sont plus ou moins homogènes au regard des facteurs supplémentaires : les pays du cœur de la zone euro (Allemagne, France, Pays Bas, Belgique, Finlande), les pays soumis à un programme d'ajustement (Grèce, Irlande et Portugal) et un groupe intermédiaire comprenant l'Italie et l'Espagne.

GRAPHIQUE 4 DYNAMIQUE MOROSE DES INVESTISSEMENTS AU REGARD DE LA CROISSANCE ET DE FACTEURS SUPPLÉMENTAIRES



Source : Calculs BNB sur la base du FMI (2015).

(1) La croissance attendue du capital est le résultat d'une estimation du « modèle d'accélérateur » prenant éventuellement en compte des facteurs supplémentaires. Les facteurs supplémentaires sont le taux débiteur bancaire réel, le taux d'endettement, les restrictions financières affectant la production et l'incertitude politique.

marché par émission de titres de créance ou d'actions. Jusqu'à la crise financière, c'était également la structure de financement externe des sociétés non financières. La crise, qui a durement frappé tant les banques que les entreprises, a entraîné une forte baisse des flux de crédits bancaires aux entreprises. Après une brève reprise, une diminution encore plus sévère s'est ensuivie lors de la crise de la dette souveraine. Actuellement, l'octroi de crédits bancaires semble à nouveau légèrement s'accroître. Le recul du financement bancaire au cours de la crise a en partie été compensé par une hausse de l'émission de titres de créance, dont le coût de financement s'était vivement contracté, notamment en raison d'une quête de rendement des investisseurs financiers.

Dans la zone euro, le marché des obligations d'entreprise demeure néanmoins d'une ampleur plutôt limitée et ne constitue une véritable alternative que pour les grandes entreprises. Ce n'est qu'en France, où les entreprises sont relativement plus grandes que dans nombre d'autres pays de la zone euro, qu'il semble être un instrument de financement stable ; le segment français du marché représente d'ailleurs près de la moitié de l'ensemble des émissions de la zone euro. En Allemagne et en Italie, les émissions s'élèvent à, respectivement, 10 et 13 % à peine de toutes les obligations d'entreprise de la zone euro.

Depuis la crise, l'octroi de crédits bancaires aux sociétés non financières a été extrêmement faible dans tous les pays de la zone euro, mais plus particulièrement encore dans les États membres qui ont été les plus touchés par la crise financière et qui, de surcroît, avaient souvent enregistré une vive accélération des crédits au cours de la période l'ayant précédée, comme l'Irlande, l'Espagne et le Portugal. Des facteurs relevant aussi bien de l'offre que de la demande ont contribué à la baisse du volume des crédits. S'agissant de la demande, les entreprises avaient reporté leurs dépenses d'investissement notamment en raison de la situation économique et nécessitaient donc moins de financement externe. Quant à l'offre, les banques de la zone euro ont été confrontées, à des degrés divers, à une hausse des créances douteuses, des amortissements et des besoins de liquidités, ainsi qu'à une diminution de leur rentabilité. En outre, elles ont dû s'adapter à une nouvelle réglementation, plus stricte, comprenant, entre autres, des exigences accrues en matière de fonds propres. La gestion de cet héritage de la crise dans un contexte conjoncturel atone et incertain a rendu les banques, a fortiori celles des pays vulnérables, plus sélectives dans l'octroi de nouveaux prêts. La gravité de la récession a lourdement affaibli leurs positions bilancielle et a augmenté les risques de crédit. De plus, la crise financière, en particulier la crise de la dette souveraine, a provoqué une fragmentation des marchés financiers de la zone euro, de sorte que les banques de ces

pays ont éprouvé des difficultés pour se financer à des conditions raisonnables. En réaction, l'Eurosystème a pour sa part tenté de répondre directement aux besoins de liquidités des banques en recourant à différentes mesures non conventionnelles. Cela n'a cependant pas pu empêcher l'émergence d'une offre de crédits divergente dans la zone euro, de même que, dans les États membres vulnérables, un relèvement des taux d'intérêt débiteurs sur les prêts bancaires et un durcissement des conditions d'octroi de crédits, qui ont pu peser sur la dynamique des investissements.

Nonobstant, la politique monétaire extrêmement expansionniste menée par l'Eurosystème depuis l'éclatement de la crise financière avait engendré des taux d'intérêt historiquement bas dans la zone euro, notamment sur les prêts bancaires aux entreprises, du moins dans les pays du cœur de la zone euro. La quête de rendement a également eu pour effets de ramener les taux des obligations d'entreprise à un niveau plancher et de faire progresser sensiblement les marchés boursiers.

Toutefois, la fragmentation financière évoquée plus haut, qui s'est fait particulièrement ressentir à partir de 2010, lorsque la crise s'est muée en crise de la dette souveraine et que plusieurs pays (la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne) ont successivement dû faire appel à une assistance financière, a également engendré, par le jeu des interactions négatives entre le secteur financier et le secteur public, une plus grande hétérogénéité des taux d'intérêt que les banques des différents États membres proposent aux entreprises. Les baisses des taux directeurs opérées par l'Eurosystème en 2011 et en 2012 ne se sont pas répercutées sur les taux débiteurs bancaires, reflétant un dysfonctionnement des canaux de transmission monétaire. À partir de la mi-2012, ces taux d'intérêt ont cependant recommencé à converger davantage, après que le président de la BCE avait annoncé des mesures radicales, qui ont été concrétisées à l'automne de 2012 avec l'approbation, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT). Un deuxième mouvement vers une convergence accrue a été amorcé en 2014 par l'adoption d'une série de mesures non conventionnelles supplémentaires de l'Eurosystème, qui se sont amplifiées pour aboutir à l'annonce et à la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs (Expanded Asset Purchase Programme – APP) au début de 2015.

Néanmoins, les différences entre les pays restent considérables. Bien entendu, ces dernières doivent également être mises en rapport avec les risques de crédit divergents dans chaque pays et avec la solvabilité de leurs banques. De plus, le recul de l'inflation et des anticipations

d'inflation depuis 2013 a contribué à faire grimper les taux d'intérêt réels⁽¹⁾.

Non seulement un relèvement des taux d'intérêt peut décourager les entreprises de réaliser leurs projets d'investissement, mais les entreprises peuvent également subir des restrictions dans leurs possibilités de financement, par exemple parce que les banques procèdent à un durcissement des conditions d'octroi de crédits. Ainsi, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey) menée par la BCE révèlent que, immédiatement après l'éclatement de la crise financière et au plus fort de celle de la dette souveraine, le resserrement des conditions d'octroi de crédits a également constitué un frein important au financement par emprunt des sociétés non financières, surtout dans les pays soumis à un programme d'ajustement. Entre-temps, presque tous les pays enregistrent un assouplissement net.

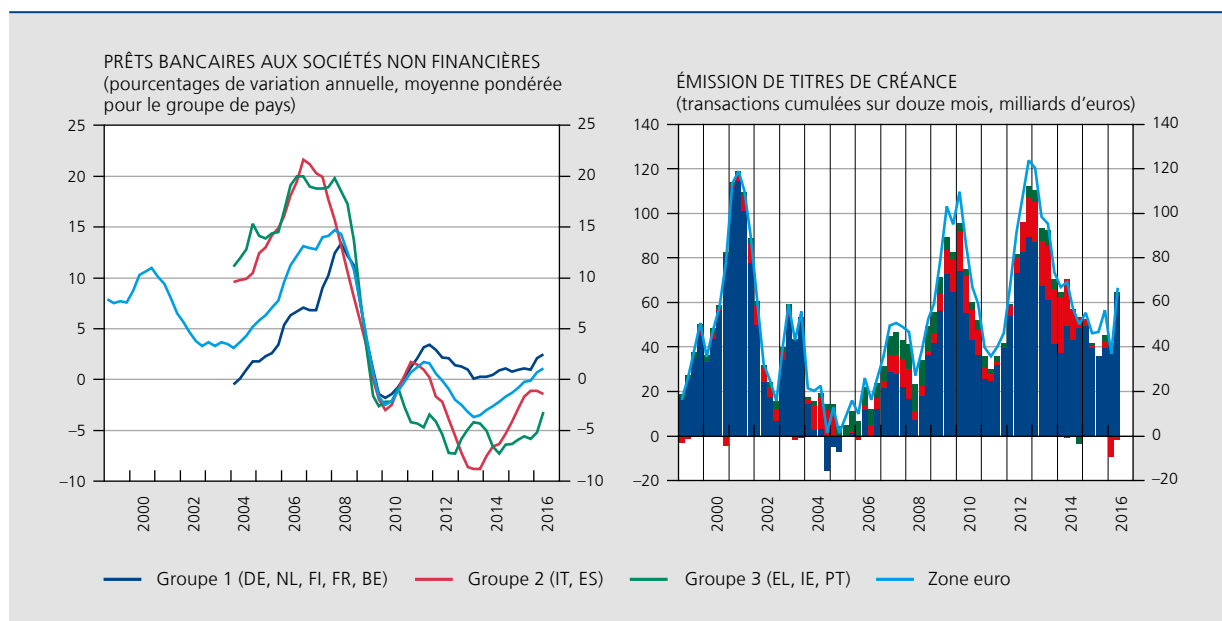
Plus encore que l'opinion des banques, c'est la manière dont les entreprises elles-mêmes évaluent leurs possibilités de financement qui est particulièrement pertinente. Dans son enquête sur la confiance des chefs d'entreprise, la CE sonde également chaque trimestre les entreprises quant aux facteurs qui entravent la

production. Bien que les entreprises de l'ensemble de la zone euro aient récemment fait état d'une diminution des restrictions financières, il subsiste des différences manifestes entre les pays, les entreprises continuant, principalement dans les pays soumis à un programme d'ajustement, de citer le financement comme un problème. Il convient par ailleurs de noter que, même pour les pays du cœur de la zone euro, cette statistique ne s'est pas encore normalisée au niveau d'avant la crise. Un indicateur alternatif peut être déduit de l'enquête semestrielle SAFE (Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises), réalisée conjointement par la BCE et par la CE. Les résultats montrent que, contrairement aux grandes entreprises, les PME des pays soumis à un programme d'ajustement ne cessent de signaler un déficit de financement. Plus que les grandes entreprises, les PME dépendent du secteur bancaire, qui se trouve lui aussi dans une situation précaire. Par une coïncidence malheureuse, la part des PME – en matière tant d'emploi que de valeur ajoutée – en Grèce et au Portugal, mais également en Italie et en Espagne, est largement supérieure à la moyenne de la zone euro, ce qui rend la problématique du financement dans ces pays d'autant plus aiguë.

Les enquêtes menées auprès des entreprises semblent confirmer dans les grandes lignes les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, en ce qu'il a été question ces dernières années d'une évolution vers un

(1) Normalement, les taux d'intérêt réels sont calculés au travers des anticipations d'inflation, qui sont demeurées plus stables que les taux d'inflation. Les anticipations d'inflation ne sont toutefois disponibles que pour la zone euro et certains États membres parmi les plus grands.

GRAPHIQUE 5 BAISSÉ DES PRÊTS BANCAIRES AUX ENTREPRISES CONTRE UNE HAUSSE DE L'ÉMISSION DE TITRES DE CRÉANCE



Source : BCE.

relâchement des conditions d'octroi de crédits et d'une simplification de l'accès au financement. Cependant, les banques semblent être globalement un peu plus optimistes que les entreprises, et, a fortiori, que les PME des pays vulnérables.

Désendettement

Les années antérieures à la crise financière ont été marquées par une expansion rapide des crédits, qui a entraîné dans son sillage une forte progression du taux d'endettement des sociétés non financières dans la zone euro. La dynamique de la dette a été soutenue par des perspectives de croissance favorables, une perception du risque faible et des conditions de crédit souples. L'octroi de crédits a à son tour entretenu une croissance économique relativement élevée, un renchérissement des actifs, ainsi qu'un sentiment général d'optimisme. Une interaction auto-amplificatrice entre le gonflement des crédits, d'une part, et (l'évaluation de) la situation économique, d'autre part, s'est alors fait jour, débouchant sur un endettement substantiel des entreprises, ce qui les a rendues extrêmement vulnérables aux chocs, comme l'a démontré la crise financière. Cette crise s'est en effet accompagnée d'un revirement radical du sentiment de marché, d'une révision à la hausse des risques, d'une chute des prix des actifs et d'une profonde récession, tous autant de facteurs qui ont eu une incidence sur les flux de revenus attendus, sur la capacité de remboursement et sur la qualité de crédit des entreprises.

Les entreprises peuvent subir diverses pressions de natures différentes en vue de réduire leur endettement. D'une part, elles peuvent décider de leur propre chef d'assainir leur bilan afin d'être mieux armées contre un éventuel choc (supplémentaire). Sur fond de récession économique et de reprise hésitante, elles peuvent par ailleurs suspendre leurs plans d'investissement, de manière à ne pas avoir immédiatement besoin de ces emprunts complémentaires. D'autre part, le désendettement peut être dicté par l'offre lorsque les banques font montre d'une sélectivité accrue dans leur octroi de crédits. Ce canal de désendettement peut s'avérer important, surtout pour les entreprises plus modestes qui ont moins aisément accès à d'autres sources de financement. Quels que soient les facteurs ou le contexte motivant une telle stratégie, le désendettement peut mettre un frein majeur à leurs investissements.

Comme le suggère le repli des ratios d'endettement des sociétés non financières par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints, la plupart des pays ont amorcé un processus de désendettement à l'issue de la crise. La

diminution du taux d'endettement demeure toutefois plutôt limitée jusqu'à présent, et elle ne s'élève qu'à une fraction de l'augmentation enregistrée avant la crise. Ce résultat peut notamment s'expliquer par le niveau médiocre de la croissance économique ces dernières années. Les efforts fournis en matière de désendettement actif, au travers de flux de crédits négatifs (dictés par l'offre et par la demande) qui ont comprimé l'encours de la dette nominale, ont été partiellement annulés par le recul de l'activité économique et par la faiblesse des taux d'inflation. En Grèce, la chute du PIB nominal a presque entièrement compensé l'incidence du processus de désendettement actif.

Au vu des niveaux d'endettement actuels, les sociétés non financières vont probablement poursuivre leur désendettement. Ce processus est également nécessaire pour ramener les ratios d'endettement à des niveaux plus soutenables, un concept plutôt complexe au sujet duquel il n'existe pas de consensus, que ce soit concernant sa définition ou à propos d'une mesure appropriée; c'est la raison pour laquelle certains chercheurs optent pour une approche multidimensionnelle. Nombre de ces approches font également intervenir des facteurs propres à chaque pays et présentent une valeur de référence par pays. Des estimations récentes de la CE fondées sur la méthode de Bricongne *et al.* (2016)⁽¹⁾ ont conclu, à la fin de 2014, qu'il fallait prolonger le processus de désendettement des sociétés non financières, principalement en Irlande, au Portugal, en Grèce et, dans une moindre mesure, en Espagne⁽²⁾⁽³⁾.

Incertitude

L'incertitude est aussi bien souvent l'une des premières pistes évoquées pour expliquer la faible dynamique des investissements dans la zone euro. Plusieurs études⁽⁴⁾ constatent que les entreprises confrontées à un environnement incertain reportent leurs décisions d'investissement jusqu'à ce qu'elles aient davantage d'informations. Un tel comportement pourrait être imputé à une caractéristique propre aux investissements, à savoir leur caractère irréversible. La plupart du temps, il est très ardu et coûteux de démanteler un investissement déjà opéré, tandis que la valeur de marché résiduelle ne s'élève bien souvent plus qu'à une fraction du coût

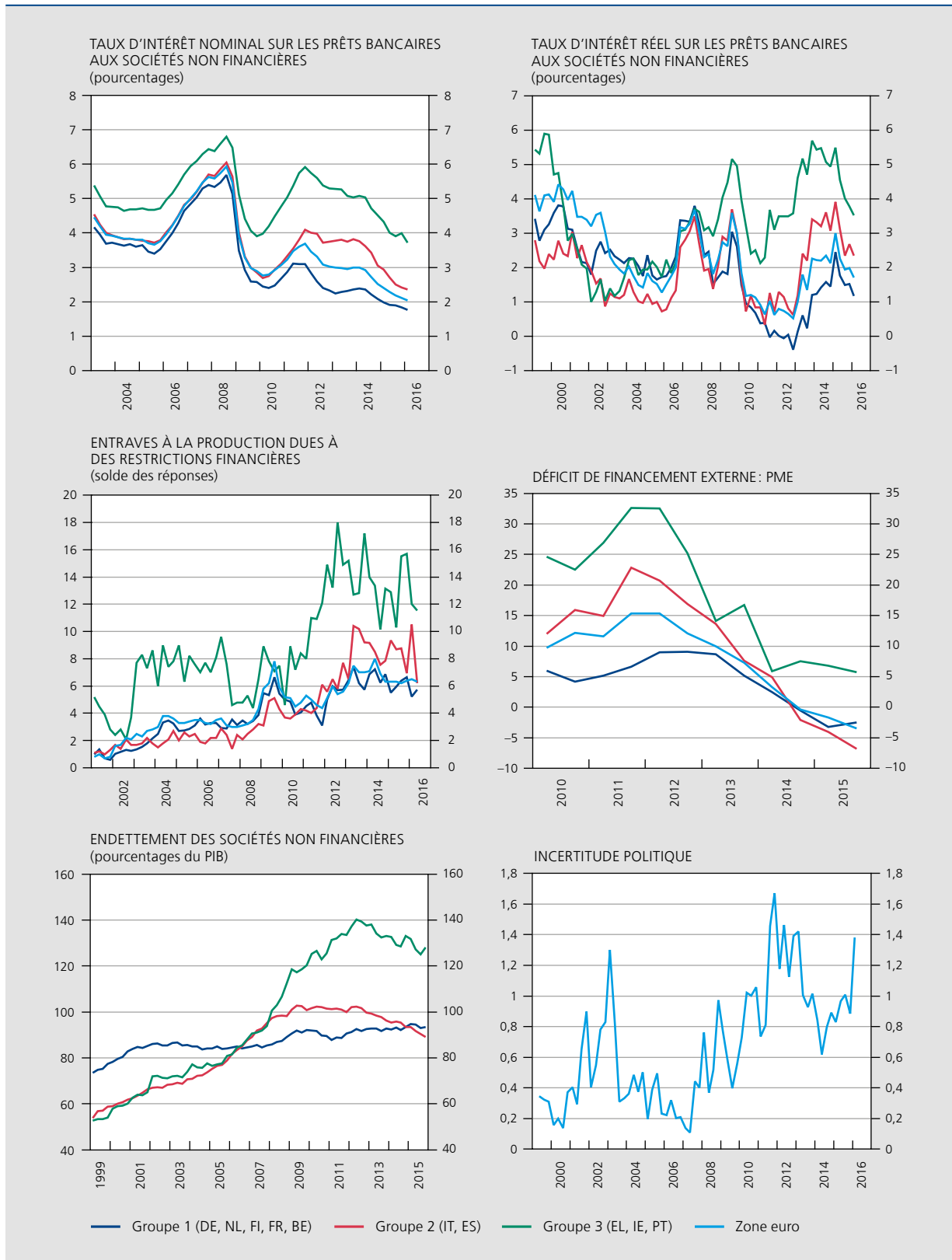
(1) La valeur de référence de « soutenabilité » de la dette se fonde sur des épisodes précédents de désendettement. Voir aussi EC (2014).

(2) En Irlande, au Portugal et en Grèce, ces besoins sont estimés à entre 10 et 20 % ; tandis qu'ils le sont à moins de 10 % en Espagne.

(3) Dans la mesure où l'importante augmentation du ratio d'endettement des entreprises en Irlande peut s'expliquer par les prêts transfrontaliers (intragroupes), la CE nuance le besoin de poursuivre le processus de désendettement dans ce pays.

(4) Cf., entre autres, Dixit et Pindyck (1994) et Carruth *et al.* (2000).

GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DES FACTEURS SUPPLÉMENTAIRES PRIS EN COMPTE DANS LE MODÈLE D'ACCÉLÉRATEUR ÉTENDU



Sources : CE, BCE, OCDE, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

initial. L'incertitude influence de surcroît l'attitude des prêteurs, qui intégreront de ce fait une prime de risque plus élevée dans leurs taux débiteurs et imposeront des conditions plus strictes.

L'incertitude est difficile à quantifier, et il reste malaisé de déterminer quel critère est le plus pertinent pour expliquer l'évolution des investissements des entreprises. La plupart des publications récentes font intervenir dans leur analyse un indicateur illustrant l'incertitude politique. La pratique actuelle en matière de recherche se fonde sur le Economic Policy Uncertainty Index établi par Baker *et al.* (2013) sur la base des informations rapportées par les médias. Depuis le début de la crise financière, cet indicateur a progressé de manière visible, pour culminer lors de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Enfin, l'incertitude politique, même si elle s'est fortement repliée ces dernières années, reste supérieure à son niveau antérieur à la crise. De nouvelles tensions passagères, telles celles survenues au début de 2016, ne sont par ailleurs pas à exclure.

Le modèle d'accélérateur étendu

Lorsqu'on ajoute à la spécification standard une sélection des facteurs précités, à savoir le taux débiteur bancaire réel, le taux d'endettement des entreprises, l'indicateur des restrictions financières et l'indice d'incertitude politique, on constate que le modèle d'accélérateur étendu offre une explication raisonnable de l'évolution récente du ratio d'investissement. La capacité explicative s'en trouve améliorée de manière sensible, principalement dans les pays périphériques, voire spectaculaire en Espagne et en Irlande. L'incertitude, les restrictions financières, l'ampleur de la dette et les taux d'intérêt réels ont donc exercé une incidence significative sur la dynamique des investissements dans ces pays. D'autres études présentent des résultats analogues⁽¹⁾. Pour autant que ces facteurs contribuent encore à comprimer les investissements, d'éventuelles mesures des autorités publiques pourraient s'avérer pertinentes. Néanmoins, l'évolution récente du ratio d'investissement des entreprises reste en partie inexpliquée en Italie, en Finlande, au Portugal et en Grèce.

3. Tendances séculaires en matière d'investissement

L'analyse qui précède s'est concentrée sur des facteurs pouvant contribuer à expliquer l'évolution des investissements à court terme. De surcroît, au cours des dernières décennies, une série d'évolutions structurelles survenues au sein de l'économie (mondiale)

sont susceptibles d'avoir engendré des tendances plus séculaires en matière d'investissement. On peut à cet égard évoquer la transition vers une société de services, la mondialisation et la délocalisation des activités vers les pays émergents qui l'accompagne, la durée de vie économique plus courte des biens d'investissement, ainsi que les évolutions démographiques. Cette partie s'intéresse à ces évolutions et à l'incidence de celles-ci sur les investissements.

La transition vers une société de services

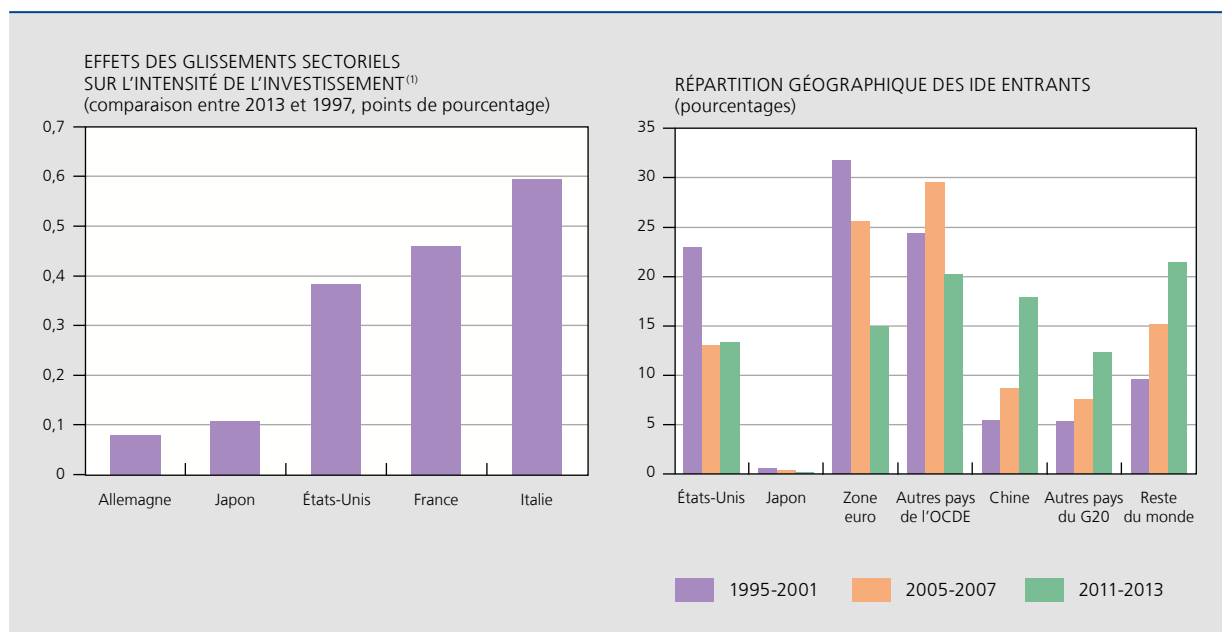
Un repli du ratio d'investissement est parfois mis en relation avec la contraction relative du secteur industriel au profit du secteur en expansion des services, moins intensif en capital. Il est souvent compliqué de vérifier cette hypothèse, dans la mesure où les données concernant le stock de capital ventilé par branche d'activité ne sont disponibles que pour une poignée de pays. L'Allemagne, par exemple, pour laquelle de telles données existent, n'a pas vraiment enregistré d'importants glissements entre les grandes catégories de secteurs ces 20 dernières années. La part des services dans la valeur ajoutée totale ne s'est pas accrue au détriment de l'industrie manufacturière. En outre, les variations d'intensité en capital selon les secteurs demeurent en moyenne limitées, tandis que la part des entreprises d'utilité publique et du secteur de l'énergie, soit des branches d'activité industrielles à forte intensité en capital, ont encore légèrement progressé dans l'économie totale.

Dans son analyse, l'OCDE⁽²⁾ utilise le concept apparenté d'« intensité de l'investissement », qui rapporte les investissements à la valeur ajoutée par branche d'activité. L'organisation constate en effet que l'intensité de l'investissement du secteur des services d'un groupe de pays est substantiellement inférieure à celle des branches d'activité industrielles, en ce compris l'industrie extractive, l'énergie, ainsi que les entreprises d'intérêt public. Par ailleurs, la part dans la valeur ajoutée totale de ces services, moins intenses en investissement, a augmenté dans une série de pays de l'OCDE. C'était toutefois insuffisant pour exercer des effets négatifs notables : la comparaison pour 2013 entre l'intensité de l'investissement réelle et l'estimation fondée sur une composition sectorielle inchangée par rapport à 1997 montre que les effets, bien qu'ils aient été modérés, représentent néanmoins 0,5 point de pourcentage environ dans les cas de l'Italie et de la France.

(1) Cf., entre autres, Barkbu *et al.* (2015).

(2) Cf. OCDE (2015).

GRAPHIQUE 7 TENDANCES SÉCULAIRES



Source : OCDE.

(1) Investissements nominaux par rapport à la valeur ajoutée brute nominale.

Mondialisation, chaînes de valeur mondiales et délocalisation

Les flux d'investissements mondiaux ont radicalement changé au cours du temps. On suppose souvent qu'une part des investissements nationaux se sont déplacés des économies avancées vers d'autres parties du monde en raison du développement de chaînes de production mondiales (global value chains) et de la délocalisation d'unités de production. La recherche empirique n'a toutefois pas permis d'établir si les investissements à l'étranger remplacent les investissements nationaux (substitution) ou s'ils les complètent (complémentarité).

Le sujet est complexe et, jusqu'à présent, les conclusions relatives à l'incidence sur les économies avancées demeurent encore incertaines, notamment parce que les statistiques dans ce domaine compliquent le travail empirique. Les flux des investissements directs étrangers (IDE) constituent un critère couramment utilisé mais, outre l'acquisition de biens d'équipement, ils englobent aussi les flux financiers, comme les fusions et acquisitions. On recourt également à des données portant sur les investissements d'entreprises multinationales (filiales comprises), mais celles-ci ne sont disponibles que pour un petit nombre de pays.

Une première indication des modifications de ces flux provient des IDE entrants. Il en ressort que la part des pays de l'OCDE s'est fortement contractée ces deux dernières décennies, notamment dans la zone euro dans le sillage de la crise, au profit des économies émergentes, et principalement de la Chine. Ce phénomène pourrait provenir d'un effet baissier sur les investissements nationaux dans les pays avancés. Parallèlement, l'OCDE constate que les investissements de filiales étrangères d'entreprises multinationales se sont inscrits en hausse par rapport au PIB dans de nombreux pays de l'OCDE en période d'après-crise, y compris dans la zone euro.

Si les données concernant les investissements par des filiales étrangères d'entreprises multinationales américaines et japonaises peuvent servir d'indicateur, il apparaît que les investissements sortants des économies émergentes se sont intensifiés au fil des ans. De tels investissements représentent une part croissante des investissements totaux des groupes. On suppose que la délocalisation des activités par des entreprises multinationales plutôt intégrées horizontalement, c'est-à-dire que plusieurs sièges fournissent des produits identiques, entraînera des effets de substitution et, partant, exercera une incidence négative sur l'activité économique du pays d'origine. Toutefois, s'il s'agit d'entreprises multinationales dites verticales qui, dans le contexte de chaînes

de valeur mondiales, ont pour objectif de scinder le processus de production au travers de leurs investissements à l'étranger, des activités complémentaires peuvent se développer dans le pays d'origine, par exemple la fourniture d'intrants intermédiaires. On investit donc relativement davantage à l'étranger, mais cela n'implique pas automatiquement un recul du niveau absolu des investissements dans le pays d'origine. Dès lors, il s'avère a priori difficile d'en déterminer l'effet total. Les résultats des études empiriques au niveau national sont mitigés : si on constate dans certains cas des effets positifs sur l'économie intérieure nord-américaine, ceux-ci seraient négatifs pour l'Allemagne⁽¹⁾.

Un amortissement plus rapide des biens d'investissement

L'OCDE souligne en outre que les taux d'amortissement moyens ont augmenté en raison du raccourcissement de la durée de vie économique d'une part croissante des investissements, comme les TIC et les investissements incorporels. Les investissements devraient donc même être supérieurs aux niveaux historiques de référence pour éviter un repli des investissements nets et du stock de capital net.

Tendances démographiques

Compte tenu des perspectives démographiques, on peut s'attendre à ce que le vieillissement de la population exerce à l'avenir une incidence négative sur l'offre de travail en Europe. Dans certains pays, comme en Allemagne, ce processus est déjà en marche. Le potentiel de croissance, de même que la nécessité d'investir, s'en trouveraient amoindris (cf. ci-après). Néanmoins, on peut aussi arguer que le capital et le travail ne sont jamais tout à fait complémentaires, de sorte qu'on peut davantage miser sur des modes de production intensifs en capital et sur des investissements. De plus, pour compenser les effets démographiques sur la croissance, il faudra dans un premier temps s'engager à relever le taux d'activité, notamment en allongeant les carrières et – afin de mieux utiliser le potentiel de la population

active – en réduisant le chômage structurel, qui a progressé dans une série de pays après la crise en raison des effets d'hystérèse. Une attention particulière est également accordée à la diminution du chômage des jeunes. Le chômage dans les premiers stades de la vie professionnelle est en effet responsable d'un vieillissement rapide du capital humain ou de son sous-développement, entraînant une perte du potentiel productif.

Interaction entre croissance et investissements

L'interaction entre la croissance économique et les investissements est très vive. D'une part, en période de croissance plus forte, davantage d'investissements sont nécessaires pour maintenir le niveau du stock de capital, et donc de l'intensité en capital de la croissance. D'autre part, un ratio d'investissement au plus bas durant une période prolongée est préjudiciable à la croissance potentielle. Les investissements aboutissent, directement, à la constitution de stock de capital et, indirectement, aux progrès technologiques qui en découlent⁽²⁾. À long terme, la croissance et les investissements atteignent un niveau dit « d'équilibre » (*steady state*). Un grand nombre d'économies avancées semblent aux prises avec une conjoncture défavorable, où une croissance atone et un faible ratio d'investissement paraissent s'équilibrer⁽³⁾. Il se pose dès lors la question de savoir dans quelle mesure les investissements peuvent constituer un levier afin de rompre cet équilibre « négatif ». Certains observateurs⁽⁴⁾ pensent cependant que la croissance potentielle, en particulier dans la zone euro, suit une tendance baissière qui s'expliquerait par la conjonction d'une croissance plus lente de la productivité et des évolutions démographiques. Il en résulterait un ratio d'équilibre durablement plus faible entre les investissements et le PIB. Investir plus ne permettrait de stimuler la demande que temporairement et n'aboutirait qu'à une surcapacité ; une rentabilité trop basse aurait quant à elle pour conséquence de devoir à nouveau restreindre les investissements par la suite. Ceux-ci ne peuvent en effet constituer un levier destiné à rompre avec l'impasse actuelle de croissance médiocre et d'investissements en berne qu'à condition qu'il s'agisse d'investissements très ciblés, suffisamment productifs et rentables. Il faut miser sur des investissements favorables à la croissance, entre autres en recourant à de nouvelles technologies. On y retrouve en tête de liste les investissements en R&D et dans les TIC.

(1) Cf. Braunerhjelm *et al.* (2004) ; Herzer (2008) ; Herzer et Schrooten (2008).

(2) Ainsi, selon les estimations de la CE (Buti, 2014), un recul de 5 points de pourcentage du ratio d'investissement pourrait à terme entraîner un recul de la croissance potentielle de l'ordre de 0,5%.

(3) À ce sujet, l'OCDE (Lewis *et al.* (2014) ont calculé l'écart entre le niveau des investissements actuel et un niveau de référence correspondant à l'estimation d'une situation d'équilibre du ratio investissement/PIB étant donné un rythme d'amortissement, un ratio capital/output constant et un taux de croissance de l'économie. L'OCDE adopte en outre des prévisions à long terme pour la croissance du PIB dans lesquelles on suppose un retour aux taux de croissance potentielle antérieurs à la crise pour les pays membres de l'OCDE, les États-Unis et la zone euro. On constate que les niveaux d'investissement actuels sont nettement inférieurs à ces niveaux de référence, le déficit s'élevant à plus de 2,5 points de pourcentage du PIB dans un tiers des pays.

(4) Cf. Gros (2014).

4. Initiatives politiques

Bien que le PIB demeure un déterminant important de l'évolution cyclique des investissements, la deuxième partie a démontré que la faiblesse de la dynamique d'investissement s'explique également, depuis 2012, par une série d'autres facteurs, parmi lesquels l'incertitude, le désendettement, des taux bancaires divergents et les contraintes de financement des PME. L'incertitude est typiquement un facteur tributaire de multiples circonstances et qui, souvent, découle d'événements survenus au niveau mondial et sur lesquels les décideurs européens n'ont pas de prise. Il faut en tout cas éviter que leur propre politique ne devienne elle-même une source d'incertitude. Un autre facteur, à savoir le processus de désendettement, poursuit lentement son chemin et doit suivre son cours. La problématique est telle que la politique conserve pourtant un rôle prédominant. Vu la multiplicité des facteurs inhibiteurs, un vaste ensemble de mesures politiques s'impose pour s'attaquer à la faiblesse de la dynamique d'investissement dans la zone euro.

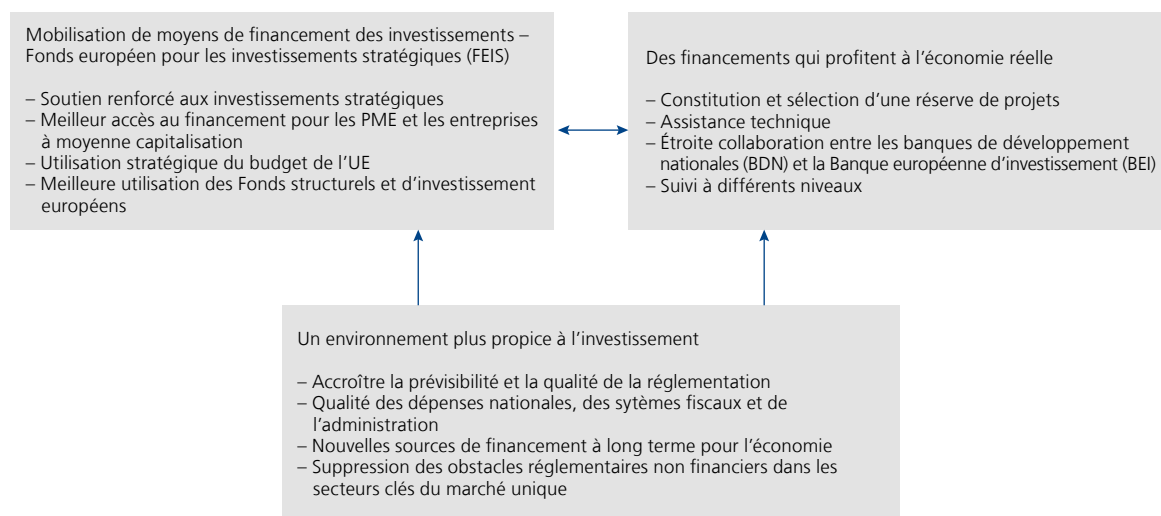
Dans un premier temps, la politique monétaire devra continuer de soutenir le bon fonctionnement des canaux de transmission monétaire (qui font que les taux directeurs se répercutent sur les taux pratiqués par les banques) et, ce faisant, tâchera de réduire encore la fragmentation des taux bancaires. Dans le même temps, la politique monétaire maintiendra les taux réels sous contrôle en stabilisant les anticipations inflationnistes. En ce qui concerne les crédits bancaires, la politique prudentielle a pour mission de

surveiller les bilans bancaires et, partant, de lutter indirectement contre une distorsion de l'offre de crédits dans la zone euro. Les prêts défaillants doivent au besoin faire l'objet d'un amortissement adéquat, tandis que l'assise financière des banques doit être renforcée.

Le plan Juncker de soutien aux investissements en Europe

Les lourdes répercussions de facteurs tels que l'incertitude ou les contraintes de financement des PME sur l'évolution des investissements ont mis en lumière la nécessité de mettre en place des mesures spécifiques pouvant contribuer à éliminer ces handicaps. Il a également fallu prendre une initiative qui puisse servir de catalyseur afin de briser le tandem néfaste formé par une croissance économique léthargique et des investissements en berne. Le plan d'investissement pour l'Europe, présenté au mois de novembre 2014 par le président de la CE Jean-Claude Juncker, semble répondre dans une certaine mesure à ces besoins. L'objectif du plan est en effet précisément de réduire l'incidence de l'incertitude et de rendre le climat général plus propice à l'investissement. Les PME et les entreprises de taille intermédiaire constituent un groupe cible spécifique. Le plan est notamment axé sur des investissements dont le profil de risque est trop élevé pour qu'ils soient financés par le seul secteur privé et dépassant même le profil de risque de référence de la Banque européenne d'investissement (BEI) pour l'octroi

GRAPHIQUE 8 LES TROIS PILIERS DU PLAN JUNCKER POUR L'EUROPE



Source : CE.

de ses crédits. Dans ce contexte toujours, la CE a également lancé le projet d'union des marchés de capitaux (UMC), qui vise, entre autres, à faciliter le financement des PME. Ci-dessous seront passés en revue les principales caractéristiques du plan ainsi que ses premiers résultats tangibles, un an après son lancement. Enfin, sera abordé le projet d'union des marchés de capitaux.

Structure et fonctionnement du plan d'investissement pour l'Europe

Le plan d'investissement pour l'Europe se fonde sur trois piliers qui se renforcent mutuellement.

Mobilisation de financement supplémentaire pour les investissements

Le premier pilier consiste à mobiliser des moyens financiers en vue de réaliser des investissements supplémentaires. Le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) a été créé à cette fin en juillet 2015⁽¹⁾. Il a été constitué sous la forme d'un fonds fiduciaire spécial au sein de la BEI. L'idée centrale qui sous-tend la création de ce Fonds est de renforcer la capacité de financement à risque dans l'UE. Le Fonds ne finance lui-même aucun projet, mais il fournit des garanties soutenant le financement de projets par la BEI et le Fonds européen d'investissement (FEI), une

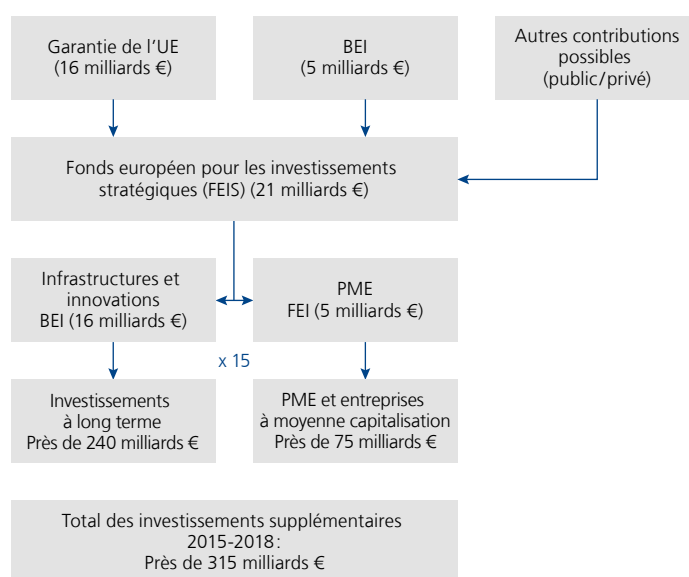
filiale de la BEI. Le plan introduit ici un mécanisme inédit par rapport à ceux existant dans les structures de financements européennes, puisqu'il repose sur une stratégie de mise à disposition de garanties et non sur l'octroi direct de subsides: il peut potentiellement mobiliser des sources de financement existantes, sans alourdir les finances publiques des États membres.

L'objectif est de mobiliser un montant d'au moins 315 milliards d'euros d'investissements – publics et, essentiellement, privés –, qui seront générés au terme d'une période de trois ans (c'est-à-dire jusqu'à la mi-2018). Pour son lancement, une garantie de 16 milliards d'euros a été établie dans le cadre du budget de l'UE, tandis qu'une contribution de 5 milliards d'euros provient de la BEI. Le FEIS démarre de ce fait avec un capital de départ appréciable de 21 milliards d'euros. Ce montant peut être complété par des contributions d'investisseurs privés ou d'États membres, directement ou par l'intermédiaire des banques de développement nationales ou d'établissements similaires. La CE estime que chaque euro de garantie versé par le FEIS peut générer jusqu'à 15 euros d'investissement dans l'économie réelle. Avec 21 milliards d'euros de garanties, ce sont donc potentiellement 315 milliards d'euros d'investissements qui peuvent être libérés⁽²⁾.

(1) CE (2015a) et CE (2015b).

(2) D'après la CE, l'effet multiplicateur de 1:15 est une moyenne prudente, fondée sur l'expérience des programmes de l'UE et de la BEI.

GRAPHIQUE 9 STRUCTURE DU FONDS EUROPÉEN POUR LES INVESTISSEMENTS STRATÉGIQUES (FEIS)



Sources: CE, BEI.

Ce Fonds vient appuyer les initiatives existantes visant à soutenir les investissements, tels les fonds structurels et d'investissement européens, ainsi que le financement courant de projets par la BEI. Le FEIS s'attache à soutenir des projets à haute valeur économique et sociétale. Les 315 milliards d'euros d'investissements supplémentaires estimés seront scindés en deux volets. Une première part serait ainsi allouée au soutien à la prise de risque pour les investissements à long terme, comme les investissements stratégiques d'intérêt européen dans les infrastructures, à savoir les travaux liés aux réseaux pour la communication à haut débit et l'énergie, aux infrastructures de transport, à l'enseignement, aux activités de recherche et d'innovation, ainsi qu'à l'énergie renouvelable et à la performance énergétique. Les trois quarts des moyens (soit 240 milliards d'euros) y seront consacrés, tandis que le reste (75 milliards d'euros) sera réservé en vue d'étendre l'accès au financement des risques pour les PME (occupant jusqu'à 250 travailleurs) et les entreprises à moyenne capitalisation (employant jusqu'à 3 000 travailleurs) en Europe. Il sera fait appel au FEI pour la mise en œuvre opérationnelle de cette seconde mission.

Enfin, il convient de préciser que les 315 milliards d'euros relèvent d'investissements « supplémentaires » par rapport à ceux qui existent déjà. Les critères d'éligibilité des projets permettent d'assurer que les fonds sont bel et bien alloués à des projets nouveaux, plus risqués et qui ciblent les secteurs et les entreprises visés par le plan. Le principe d'« additionnalité » constitue ici un élément central : son respect garantit que le soutien apporté par le FEIS remédie aux situations sous-optimales dans lesquelles de tels projets n'auraient pas pu voir le jour.

Initiatives visant à ce que les moyens d'investissement supplémentaires bénéficient à l'économie réelle

Le deuxième pilier du plan d'investissement consiste en des initiatives ciblées qui doivent garantir que les moyens supplémentaires dégagés par le FEIS en matière d'investissements répondent aux besoins de l'économie réelle, c'est-à-dire que des projets viables présentant une valeur ajoutée claire pour l'économie européenne trouvent un financement.

Concrètement, il s'agit tout d'abord de constituer au sein de la BEI une plate-forme européenne de conseil en investissement (European Investment Advisory Hub), afin de pouvoir, à tous les niveaux de développement des projets, offrir une expertise et une assistance technique. Un guichet central recueille toutes les questions relatives à l'assistance technique que se posent les opérateurs des projets, les investisseurs et les pouvoirs publics. La plate-forme de conseil

émettra des lignes directrices sur la manière de parvenir à l'avis le plus adapté pour un projet déterminé.

Par ailleurs, le portail européen de projets d'investissement, opérationnel depuis juin 2016, accompagnera les investisseurs dans leur quête de projets potentiellement viables. Géré par la CE, ce portail comprend une liste de projets qui soutiennent les objectifs européens et dont le démarrage devrait s'opérer dans les trois ans à venir, avec ou sans financement du FEIS.

Mesures destinées à créer un environnement propice à l'investissement

Le troisième pilier vise à améliorer la prévisibilité du cadre réglementaire, à lever les obstacles à l'investissement et à renforcer le marché unique en créant des conditions-cadres optimales pour l'investissement.

Que ce soit à l'échelon national ou européen, le cadre réglementaire doit être simple, clair, prévisible et stable afin de stimuler les investissements à plus long terme. L'objectif n'est pas de déréglementer le secteur, mais bien d'y mettre en œuvre une meilleure réglementation, de manière à lever les obstacles à la croissance, à réduire les coûts autant que possible et à garantir le caractère durable des investissements sur les plans sociétal et environnemental.

Une autre mesure importante relève des nouvelles sources de financement à long terme des investissements, qui constituent des avancées notables, et plus particulièrement les progrès vers une union des marchés de capitaux (UMC). À terme, cette union contribuera à une plus grande diversification des pistes de financement, dans la mesure où le financement bancaire sera complété par des marchés de capitaux approfondis et où il constituera un volet important du plan d'investissement à moyen et à long termes (cf. ci-après pour plus de détails).

Enfin, il est important de lever les obstacles aux investissements au sein du marché unique. Cela concerne plus précisément des réformes dans les domaines suivants : les secteurs de l'énergie et du transport, les systèmes et infrastructures de transport, le marché du numérique, les marchés de biens et de services, la recherche et l'innovation, ainsi que les flux d'investissements en provenance de l'étranger.

Première évaluation du plan

Selon les chiffres de juillet 2016, 20,4 milliards d'euros de financements ont été approuvés au titre de projets du FEIS ; ils correspondent à 289 opérations. Le volet lié à la

BEI (projets d'innovation et d'infrastructure) représente la part la plus importante de ce montant, soit 13,6 milliards d'euros, contre 6,8 milliards pour celui lié au FEI (PME et entreprises de taille moyenne). Au total, ces opérations devraient, à leur terme, générer 115,7 milliards d'euros d'investissements. Ces premiers résultats semblent globalement en ligne avec les objectifs fixés, le total des investissements attendus équivalant à environ un tiers du montant qu'il est prévu d'atteindre au terme des trois années. Le volet du FEI dédié aux PME s'arroge à lui seul 26 % de l'ensemble des projets approuvés des financements du FEIS après un an, tandis que les projets d'investissements du volet de la BEI concernent essentiellement les secteurs de la recherche, du développement et de l'innovation (25 %), d'une part, et de l'énergie (23 %), d'autre part.

Ces résultats doivent toutefois être nuancés. Dans une étude, Claes et Alvaro (2016a) ont tenté d'évaluer le respect du critère d'« additionnalité », c'est-à-dire de déceler si seuls des projets risqués et viables qui n'auraient pu être menés à bien au travers d'autres structures de financement déjà existantes ont bel et bien été sélectionnés. Ils ont ainsi estimé qu'il existait de nombreuses similarités entre les nouveaux projets du FEIS et ceux habituellement menés par la BEI en dehors du plan. L'étude a néanmoins aussi constaté que les projets du FEIS présentaient un niveau de risque relativement plus élevé, ce qui est conforme aux objectifs du plan.

Investissements publics

Les initiatives politiques doivent avant tout viser à mobiliser les investissements des entreprises. Les investissements publics font toutefois aussi partie de la problématique car des années de restrictions budgétaires ont laissé des traces⁽¹⁾. En réduisant leurs investissements, les États membres ont choisi la solution de facilité pour respecter leurs obligations budgétaires. Parmi les projets d'investissements visés par le plan Juncker figurent aussi des investissements publics générateurs de productivité, à savoir des placements dans des infrastructures économiques et sociales comme l'énergie ou la recherche scientifique et l'innovation. Étant donné que les pouvoirs publics peuvent se constituer investisseurs dans les projets du FEIS, il a été décidé que la CE adopterait une attitude plus souple vis-à-vis de la prise en compte de tels apports en capitaux dans le cadre de la surveillance budgétaire au titre du pacte de stabilité et de croissance⁽²⁾.

S'agissant de tout autre investissement public en dehors du plan, la clause dite d'« investissement », intégrée dans les nouvelles orientations de la CE du pacte de stabilité

et de croissance, autorise les États membres engageant des dépenses en investissements publics dans le volet préventif à s'écarter temporairement de leur objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement budgétaire qui doit permettre d'y parvenir. Néanmoins, comme l'ont soulevé Melyn *et al.* (2016), cette clause ne s'applique que sous des conditions très strictes, que seul un nombre limité de pays remplissent. Il pourrait à ce titre être envisagé de revoir sérieusement la manière dont les investissements publics sont pris en compte dans les règles du pacte de stabilité et de croissance, afin que ces dépenses bénéficient d'un traitement plus favorable.

Prochaines étapes

La CE a annoncé la prolongation du FEIS au-delà des trois années initialement prévues⁽³⁾ et présentera à cette fin des propositions législatives à l'automne de 2016. Le fonctionnement actuel du FEIS devrait également être consolidé : l'application du principe d'« additionnalité » sera plus stricte et le volet PME renforcé. À l'avenir, la force de frappe du FEIS pourra être décuplée si elle est combinée à d'autres fonds européens, tels les fonds structurels et d'investissement européens. Enfin, un marché pour les projets verts et durables sera développé grâce à l'introduction d'« obligations vertes »⁽⁴⁾ dans la gamme des instruments financiers du FEIS.

Le projet de création d'une union des marchés de capitaux

Le projet d'UMC lancé par la CE va dans le sens du troisième pilier du plan Juncker. L'UMC vise à lever les obstacles à l'intégration et au développement d'un véritable marché de capitaux européen et, ce faisant, à réduire davantage la fragmentation transfrontalière qui touche encore les marchés financiers européens. Les entreprises trouveraient ainsi des sources de financement alternatives, ce qui diminuerait leur dépendance vis-à-vis du crédit bancaire. Les PME seraient les premières bénéficiaires de l'entrée en vigueur de l'UMC, qui leur permettrait de se financer également sur les marchés de capitaux, éventuellement dans un État autre que celui de son appartenance⁽⁵⁾. Le plan d'action de 2015 définit les mesures

(1) Cf. Melyn *et al.* (2016) pour une analyse détaillée des investissements publics.

(2) De telles contributions financières nationales des pouvoirs publics ne seront pas comptabilisées dans la définition de l'effort budgétaire fourni au titre du volet préventif ou correctif du pacte de stabilité et de croissance. En effet, elles sont considérées comme des mesures ponctuelles exceptionnelles. Cf. Melyn *et al.* (2016).

(3) Cf. CE (2015d).

(4) Les obligations vertes représentent tous types d'instruments obligataires qui s'appliquent exclusivement au financement (ou au refinancement) de projets verts, destinés à favoriser l'avancement des activités respectueuses de l'environnement.

(5) La mise en place d'une UMC stimulera également le partage du risque transfrontalier au sein de l'UE au travers de flux de capitaux privés, réduisant ainsi la nécessité de recourir à des mécanismes publics de partage du risque.

prioritaires à la mise en place de l'UMC d'ici à 2019⁽¹⁾. Si certaines d'entre elles ont déjà donné lieu à des actions concrètes, la plupart sont toujours en cours de réalisation :

– *Accroître les sources de financement aux entreprises et aux PME et rendre l'accès aux marchés boursiers plus aisé.* Durant la phase de lancement des activités, de nouveaux types de financement peuvent être plus largement mobilisés afin de compléter le crédit bancaire (plates-formes de prêts, crédits entre pairs et financements participatifs). Comme, lors des phases ultérieures, le financement constitue souvent une étape difficile de l'extension des activités, la levée de fonds propres (capital-risque) doit être facilitée. La CE a ainsi institué deux nouveaux types de fonds de placement collectifs⁽²⁾, de même qu'elle a lancé une consultation publique sur leurs règlements au début de 2016.

Le marché de la titrisation peut être davantage développé et intervenir en tant qu'instrument de diversification des risques et de renforcement de la capacité de prêt des banques. Les nouvelles propositions législatives de la CE, adoptées par le Conseil ECOFIN du 8 décembre 2015⁽³⁾, définissent certaines opérations de base (elles doivent être simples, transparentes et standardisées) et renvoient les exigences prudentielles des investissements des banques dans de tels produits.

Enfin, la CE a proposé en novembre 2015 de revoir l'actuelle directive Prospectus afin d'en accroître l'efficacité et d'alléger la charge qui en découle pour les entreprises plus petites⁽⁴⁾. Le prospectus est un document détaillé comportant des renseignements sur l'entreprise émettrice et présentant les conditions et facteurs de risque de l'offre. Il est crucial que ce « passeport » d'accès aux marchés des capitaux pour les entreprises en quête de financement n'entrave pas inutilement ces mêmes marchés.

– *Favoriser les investissements à long terme.* Un nouveau cadre instituant les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT), adopté en avril 2015, vise à attirer les placements d'investisseurs privés et institutionnels (entreprises d'assurance-vie, fonds de pension et fonds d'investissement) dans des projets à long terme tels que les infrastructures⁽⁵⁾. De plus, les investisseurs de détail (dont les ménages) disposent d'importantes économies sous la forme de comptes bancaires, et ils participent peu aux marchés de capitaux. Afin de mieux mobiliser leur épargne, souvent constituée en vue de leur retraite, par l'intermédiaire des marchés de capitaux, la CE étudiera à la fin de 2016 l'établissement d'un cadre stratégique pour un marché européen de produits d'épargne-retraite individuels.

– *Faciliter l'investissement transfrontalier en levant les obstacles persistants dus aux différents régimes fiscaux et droits nationaux, notamment ceux liés aux régimes d'insolvabilité.* Afin de réaliser une convergence des procédures nationales, la CE proposera d'ici à la fin de 2016 une initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises (y compris la restructuration préventive et l'apurement des dettes des entrepreneurs en faillite – *Insolvency frameworks*), et ce en tirant parti de l'expérience de la « recommandation sur l'insolvabilité » de 2014, des régimes nationaux qui fonctionnent bien, ainsi que des résultats de sa consultation publique clôturée en juin 2016.

Conclusion

Depuis la crise financière, les investissements dans la zone euro s'inscrivent dans une dynamique atone : leur niveau se situe toujours en deçà de la moyenne à long terme et la reprise reste poussive. Cette conjoncture est également exceptionnelle sur les plans international et historique, c'est-à-dire par rapport aux sorties de crise précédentes. Il est possible que cette faiblesse se révèle persistante, en partie parce qu'elle constitue une correction par rapport à des investissements auparavant excessifs, notamment dans l'immobilier privé, mais les investissements des entreprises tardent eux aussi à se redresser de façon marquée.

Partant du modèle d'accélérateur, cet article démontre que, bien que le PIB demeure un déterminant important de l'évolution cyclique des investissements, la morosité de la dynamique des investissements depuis 2012 s'explique également par une série d'autres facteurs, en particulier en Italie, en Espagne et dans les pays ayant mis en place un programme d'ajustement. L'incertitude s'avère jouer un rôle non négligeable, de même que les restrictions au financement constituent elles aussi un frein aux projets d'investissement. Les PME, tout spécialement, peinent visiblement à satisfaire leurs besoins de financement ; plus que les grandes entreprises, elles doivent en effet recourir au secteur bancaire, dont la situation dans certains pays reste précaire. L'asthénie des investissements est en outre partiellement attribuable au processus, toujours en cours, de désendettement des sociétés non financières et à la fragmentation des marchés financiers, qui a conduit à une évolution divergente

(1) Le plan d'action a depuis lors fait l'objet d'un premier rapport de suivi en avril 2016 (cf. EC (2016a)).

(2) Fonds européens de capital-risque et fonds d'entrepreneuriat social européens.

(3) Les propositions étaient encore en cours de discussion au Parlement européen à l'été de 2016.

(4) Le Conseil devrait se prononcer sur une approche générale à son égard au cours de l'été de 2016.

(5) La CE a ainsi adapté la législation « Solvabilité II » en février et en mai 2016, permettant aux assureurs d'investir plus facilement dans les projets d'infrastructure et dans les projets à long terme du FEILT.

des taux d'intérêt que les banques de différents pays appliquent à leurs clients.

Au-delà de ces facteurs pouvant expliquer l'évolution des investissements à court terme, un certain nombre de changements structurels susceptibles d'imprimer des tendances d'investissement plus séculaires se sont produits ces dernières décennies. La thématique est toutefois complexe, et les recherches actuelles ne permettent à ce jour pas de tirer des conclusions précises quant à l'incidence de la société des services ou de la mondialisation sur les investissements dans les économies avancées. Selon certains, les tendances démographiques, notamment le vieillissement de la population, réduiraient également les besoins d'investissement, mais on peut tout aussi bien arguer que les moyens de production à forte intensité en capital doivent précisément être renforcés afin de compenser les effets négatifs de ces tendances sur la croissance.

La zone euro paraissait empêtrée dans un mauvais scénario mêlant croissance économique atone et investissements en berne. Un catalyseur était nécessaire pour retourner cette situation défavorable. Le plan d'investissement pour l'Europe, présenté en novembre 2014 par le

président de la CE Jean-Claude Juncker, entend répondre à cet état de choses. Son objectif est en effet d'accroître la capacité de financement en mettant en place un fonds d'investissement et de susciter un climat général plus propice à ces derniers. Les PME et les entreprises de taille intermédiaire sont spécifiquement ciblées. Le plan vise plus particulièrement les investissements dont le profil de risque est trop élevé pour qu'ils soient financés par le seul secteur privé. Depuis son lancement, le fonds a consacré environ un tiers de ses moyens à différents projets d'investissement. Dans le même cadre, le projet de lancement d'une union des marchés de capitaux initié par la CE doit à terme mener à la création d'un marché européen de capitaux entièrement intégré qui devrait entre autres faciliter le financement des PME. Si des actions concrètes ont déjà été prises, il reste encore beaucoup à faire.

Les investissements ne forment pas seulement une composante de la demande, ils déterminent également le potentiel de croissance futur. Les responsables politiques doivent dès lors leur accorder toute l'attention qu'ils méritent. De nouvelles initiatives politiques auront toujours un rôle à jouer dans divers domaines pour remédier aux obstacles qui jonchent encore la voie vers une revigoration de la dynamique des investissements.

Bibliographie

- Baker S., N. Bloom et S. Davis (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13-02.
- Barkbu B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs et H. Schoelermann (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, IMF Working Paper 15/32.
- Braunerhjelm P., T. Oxelheim et P. Thulin (2004), «The Relationship between Domestic and Outward Foreign Direct Investment: The Role of Industry-Specific Effects», *International Business Review*, Vol. 14(6), 677-694.
- Bricongne J-M., M. Demertzis, P. Pontuch et A. Turrini (2016), *Macroeconomic relevance of insolvency frameworks in a high-debt context: an EU perspective*, European Economy Discussion Paper 32, June.
- Buti M. (2014), *Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response*, VOX CEPR, 22 December.
- Carruth A., A. Dickerson et A. Henley (2000), «What do we know about investment under uncertainty?», *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 119-153.
- CE (2015a), *Règlement (UE) 2015/1017 du Parlement européen et du Conseil du 25 juin 2015 sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques, la plateforme européenne de conseil en investissement et le portail européen de projets d'investissement et modifiant les règlements (UE) n° 1291/2013 et (UE) n° 1316/2013 – le Fonds européen pour les investissements stratégiques*, Journal officiel de l'Union européenne, 1^{er} juillet.
- CE (2015b), *Le plan d'investissement pour l'Europe*, Fiche d'information, 20 juillet.
- CE (2015c), *Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement, 30 septembre.
- CE (2015d), *Plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux*, Fiche d'information, 30 septembre.
- CE (2016a), *Plan d'investissement pour l'Europe: un an après la création du Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI)*, Fiche d'information, 1^{er} juin.
- CE (2016b), *Le Plan d'investissement pour l'Europe – état des lieux*, 29 juin.
- Claes G. et L. Alvaro (2016a), *Assessing the Juncker Plan after one year*, Bruegel blog post, 17 May (<http://bruegel.org/2016/05/assessing-the-juncker-plan-after-one-year/>)
- Claes G. et L. Alvaro (2016b), *The Juncker plan needs to be turned on its head*, Bruegel blog post, 8 June (<http://bruegel.org/2016/06/the-juncker-plan-needs-to-be-turned-on-its-head/>)
- Dixit A.K. et R.S. Pindyck (1994), *Investment under uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- EC (2013), *European Economic Forecast – Autumn 2013*, European Economy 2, November.
- EC (2014), *Private sector deleveraging where do we stand?*, Quarterly Report on the euro area, vol. 12(3), October.
- EC (2016a), *Capital Markets Union: First Status Report*, Commission staff working document, 25 April.
- EC (2016b), *European Economic Forecast – Spring 2016*, Institutional paper 025, May.
- Gros D. (2014), *Investment as the key to recovery in the euro area?*, CEPS Policy Brief n° 326, 18 November.

FMI (2014), *Points de vue sur les taux d'intérêt réels mondiaux*, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 3, avril.

FMI (2015), *L'investissement privé: où est le hic?*, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 4, avril.

Herzer D. (2008), «The Causal Relationship between Domestic and Outward Investment: Evidence For Italy», *Applied Financial Economics Letters*, Vol. 4, 307-310.

Herzer D. et M. Schrooten (2008), «Outward FDI and Domestic Investment in Two Industrialised Countries», *Economics Letters*, Vol. 99, 139-143.

IMF (2014), *Staff report for the 2014 Article IV on euro area policies*, 25 June.

Lewis C., N. Pain, J. Stráský et F. Menkyna (2014), *Investment gaps after the crisis*, OECD Economics department working papers, N° 1168, 14 October.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinghamber et L. Van Meensel (2016), «Faut-il relancer les investissements publics?», BNB, *Revue économique*, septembre, 111-128.

OCDE (2015), «Stimuler l'investissement pour une croissance plus forte et durable», *Perspectives économiques de l'OCDE*, volume 2015/1, chapitre 3, juin.