L’investissement des entreprises pénalisé par le Brexit

par Magali Dauvin

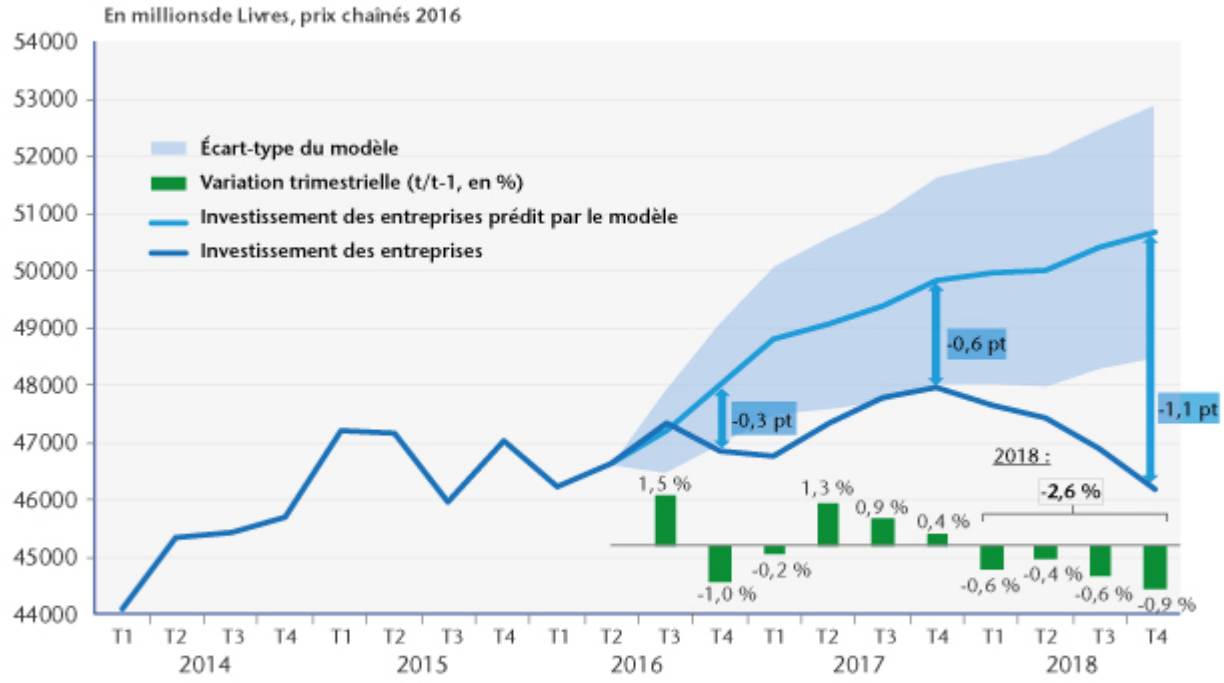
À l’heure où les perspectives de commerce mondial demeurent orientées à la baisse[1], la demande intérieure britannique peine à rester dynamique : la consommation des ménages s’est essoufflée en fin d’année tandis que l’investissement chute de 0,2 % en 2018.

Cette dernière baisse est à imputer en quasi-totalité à l’investissement des entreprises non financières[2] (55% de la FBCF en volume) qui a baissé consécutivement durant les quatre trimestres de l’année (graphique 1) : atteignant -2,6 % en 2018.

L’investissement peut être expliqué par un modèle à correction d’erreur[3]. Celui utilisé à l’OFCE pour les prévisions de l’investissement des entreprises non financières au Royaume-Uni bénéficie d’un ajustement pouvant être considéré comme « correct » au regard de son pouvoir explicatif (le coefficient de détermination est de 85%) sur la période pré-referendum (1987T2 – 2016T2). Si nous simulons la trajectoire de l’investissement après le référendum de 2016 (en bleu clair), on remarque que celle-ci dévie des données d’investissement reportées par l’ONS (bleu foncé) de façon systématique[4].

Ce résultat est conforme à ceux que l’on peut trouver dans la littérature récente montrant également que les modèles tendent systématiquement à surévaluer le taux d’investissement des entreprises britanniques depuis 2016[5]. De 0,5 point de PIB en 2017, l’écart n’a cessé de progresser en 2018 pour atteindre un peu plus d’un point de PIB au dernier trimestre.

Graphique. Évolution et simulation de l'investissement des sociétés non financières au Royaume-Uni



Note : Il est possible que la sommes des évolutions trimestrielles ne correspondent pas à l'évolution annuelle en raison des arrondis.
Source : ONS, Calculs OFCE.

Comment expliquer ce décrochage ? Nous interprétons cette déviation comme l'effet de l'incertitude liée au Brexit, en particulier celle sur les modalités commerciales futures entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Près de la moitié des échanges extérieurs britanniques sont en provenance ou à destination du marché unique. Bien que l'inclusion d'un indicateur d'incertitude (EPU, voir Bloom *et al.*, 2007) dans l'équation d'investissement n'ait pas permis de l'identifier clairement, plusieurs études sur des données d'entreprises britanniques vont dans ce sens. Tout d'abord, les périodes d'incertitude accrue se caractérisent par un investissement significativement plus bas depuis la crise de 2008 (Smietbanka, Bloom et Mizen, 2018). Par rapport à un scénario sans référendum (*i.e.* sans Brexit), le passage à un régime avec des tarifs douaniers renégociés aurait eu pour effet :

– de diminuer le nombre d'entreprises britanniques entrant sur le marché européen et d'en avoir poussé davantage vers la sortie (Crowley, Exton et Han, 2019) ;

– de peser sur l’investissement des entreprises du fait de perspectives de tarifs douaniers similaires à ceux prévalant sous les règles de l’OMC (Gornicka, 2018).

La baisse de l’investissement « a coûté » 0,3 points de PIB en 2018[6] et ce coût pourrait augmenter à mesure que sont pris en compte les effets de second tour (ce n’est pas notre cas ici). Si les incertitudes ne se lèvent pas, le « Brexeternity » – expression employée pour caractériser la longue période de négociation entre le Royaume-Uni et l’Union européenne – risquerait d’avoir un effet bien plus déprimant sur la croissance future britannique et le niveau de vie de ses citoyens.

[1] L’indicateur composite de l’OMC demeure en-dessous (96,3) de sa tendance de long-terme (100) depuis la mi-2018.

[2] Reporté par l’ONS (Office for National Statistics) comme du « Business Investment ». Les entreprises non financières détenues en partie ou en totalité par l’État sont inclues dans ce champ, mais elles représentent moins de 4% du total. Cette mesure de l’investissement ne tient pas compte des dépenses en logement, terrains, bâtiments existants ainsi que les coûts liés au transfert de propriété d’actifs non produits.

[3] Voir l’article de Ducoudré, Plane et Villemot (2015) dans la *Revue de l’OFCE*, n° 138, pour plus de détails sur la stratégie adoptée.

[4] Un léger décrochage est constaté à partir de 2015, au moment où la loi sur le référendum a été adoptée.

[5] En particulier les travaux de Gornicka (2018).

[6] Il s’agit de la contribution de l’investissement des entreprises non financières au PIB en 2018.

Bibliographie

Bloom N., Bond S. et Van Reenen J., 2007, « Uncertainty and investment dynamics », *The review of economic studies*, vol. 74, n° 2, 391-415.

Crowley M., Exton O. & Han L. (2019). « Renegotiation of Trade Agreements and Firm Exporting Decisions: Evidence from the Impact of Brexit on UK Exports », *CEPR Discussion Paper,* 13446.

Ducoudré B., Plane M., & Villemot S., 2015, « Équations d'investissement », *Revue de l'OFCE*, n° 138, 205-221.

Gornicka L., 2018, « Brexit Referendum and Business Investment in the UK », *IMF Working Paper* 18/247.

Smietanka P., Bloom N., & Mizen P., 2018, « Business investment, cash holding and uncertainty since the Great Financial Crisis », *Bank Of England, Staff Working Paper,* 753.

Investissement des ménages : en attendant l'ELAN

par Pierre Madec

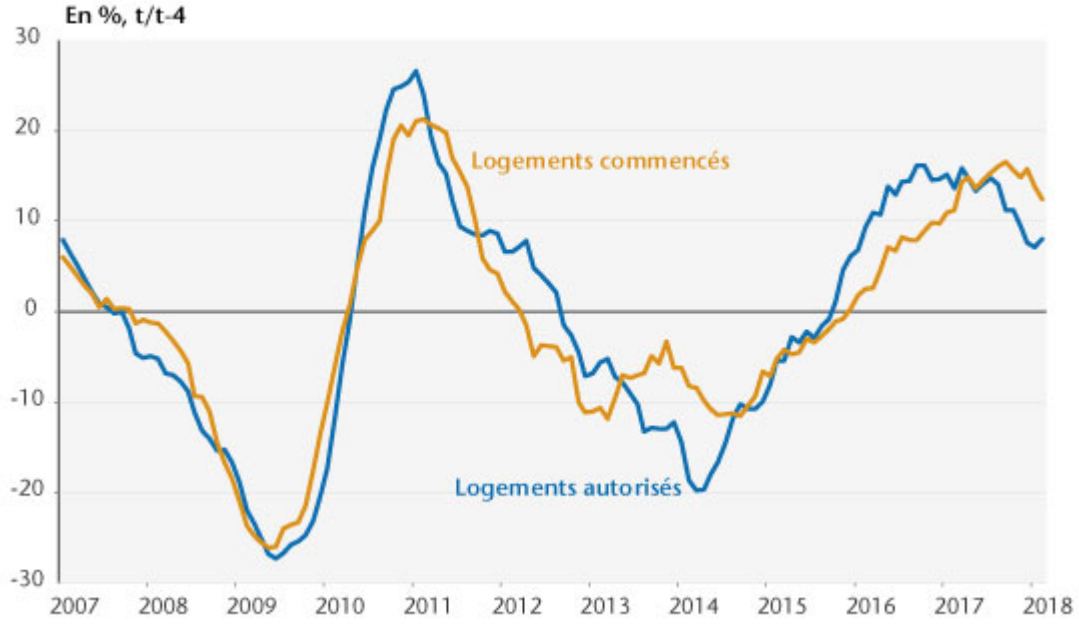
Le 4 avril dernier a été présenté en Conseil des ministres le projet de loi « Évolution du logement et aménagement numérique » (ELAN). Depuis l'automne 2017, les thématiques de la construction et du logement sont réapparues dans le débat public lorsque le gouvernement a annoncé sa volonté de faire des économies budgétaires sur les aides à la personne et sur la politique du logement. Alors que l'analyse des déterminants structurels de l'investissement des ménages laissait présager

son fort redressement en 2017, il semblerait que les déclarations du gouvernement aient provoqué un certain attentisme sur le marché de la construction.

Associés à des taux d'intérêt bas et des prix immobiliers de nouveau orientés à la hausse, l'amélioration du marché de l'emploi et le dynamisme du pouvoir d'achat ont dynamisé le marché de la construction dès le début de l'année 2016. Au cours de cette année, plus de 460 000 logements ont été autorisés à la construction et 370 000 ont été commencés. Jusqu'à la mi-2017, le mouvement de reprise s'est poursuivi et l'investissement des ménages, à plus de 80% constitué d'investissement en logement, a progressé à des rythmes trimestriels élevés.

A partir de la mi-2017, la reprise du marché de la construction s'est quelque peu tassée. Grâce à un premier semestre dynamique, l'année 2017 a affiché des chiffres de production de logements neufs record. Néanmoins, un ralentissement est observable à partir du troisième trimestre. Si fin 2017 le nombre de logements autorisés sur un an s'établissait à 505 000 et le nombre de logements commencés à 427 000, chiffres inobservés depuis 2012, la tendance s'oriente désormais vers une moindre progression des mises en chantier et des permis de construire (graphique 1).

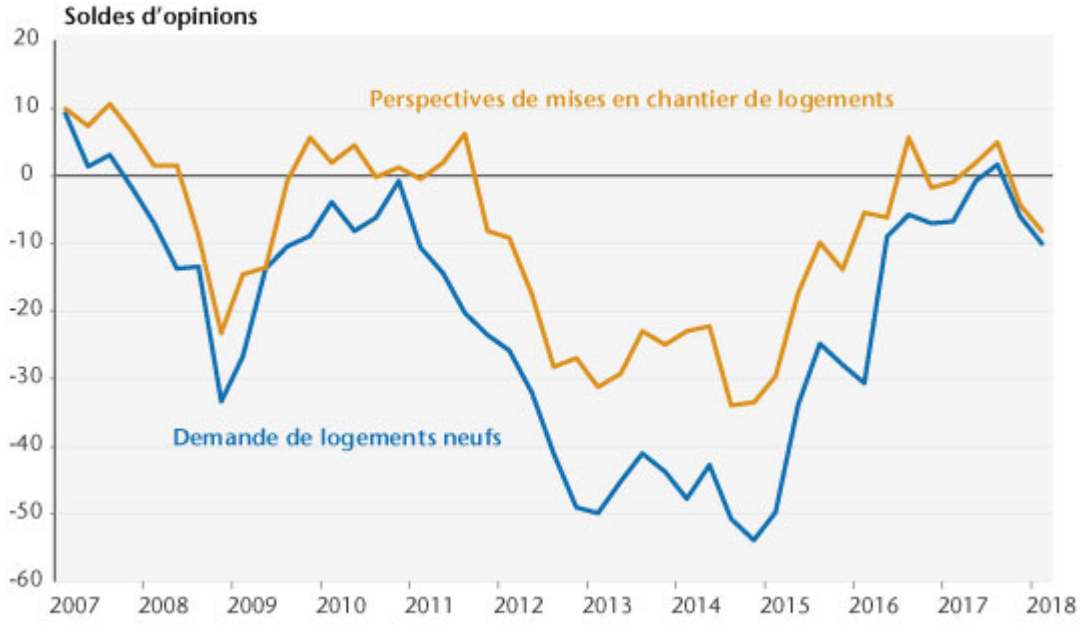
Graphique 1. Évolution du nombre de logements autorisés et commencés sur 12 mois



Sources : INSEE, ministère de la Transition écologique et solidaire, SDES.

Signe de l'attentisme des acteurs du secteur et de leurs inquiétudes, les enquêtes menées auprès de ces derniers, qui étaient revenues à leur moyenne de longue période au premier semestre 2017, ont de nouveau chuté à partir de la mi-2017 (graphique 2).

Graphique 2. Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment

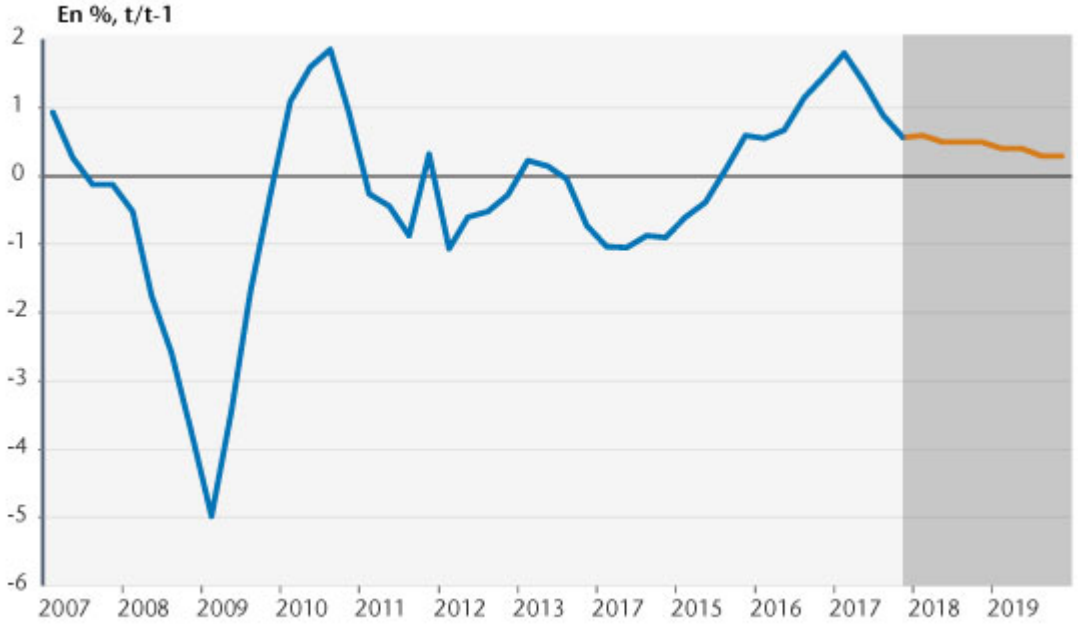


Source : INSEE.

Les économies demandées aux organismes de logements sociaux,

associées à la contraction des enveloppes consacrées aux aides à l'accession à la propriété et à l'investissement locatif privé, laissent planer le risque d'un repli du marché de la construction dans les trimestres à venir, même si celui-ci pourrait être en partie compensé par le dynamisme du pouvoir d'achat et des taux d'emprunt toujours bas. À l'horizon 2019, l'investissement des ménages devrait ralentir. Après 5,3% en 2017, il croîtrait de 2,5% en 2018 et de 1,3% en 2019 (graphique 3).

Graphique 3. Évolution trimestrielle de l'investissement des ménages en volume



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

La reprise de – et par – l'investissement

par Hervé Péléraux

Les comptes nationaux du quatrième trimestre, publiés le 30

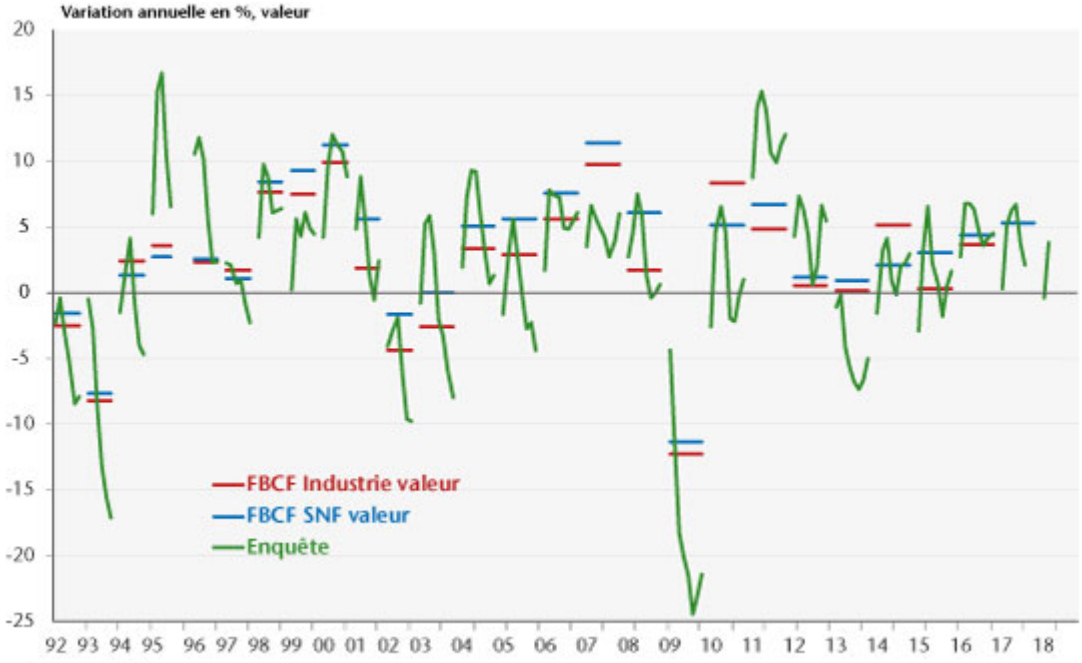
janvier dernier, confirment la reprise de l'investissement en France en 2017, avec une hausse des dépenses de +5,3 % en valeur et de +4,3 % en volume sur l'ensemble de l'année, après des résultats déjà largement positifs en 2016. Ce résultat pouvait être anticipé, au moins de manière qualitative, par l'analyse de l'enquête sur les investissements dans l'industrie qui est un des indicateurs conjoncturels infra-annuels produit par l'INSEE. Selon ses résultats préliminaires pour 2018, elle laisse augurer la poursuite de ce mouvement cette année.

L'information fournie par cette enquête auprès des entreprises est une prévision périodique, ou une réalisation pour l'année précédente, du taux de croissance en valeur de l'investissement dans l'industrie, qui représente 25 % de l'investissement productif en France. Pour une même année, on dispose de 8 évaluations : une première en octobre de l'année précédente, puis en janvier, en avril, en juillet et en octobre de l'année en cours, puis enfin des réalisations constatées en janvier, en avril et en juillet de l'année suivante et qui peuvent différer des données de comptabilité nationale. Les entreprises ne sont questionnées en juillet que depuis 2003. Le graphique présente la chronologie, depuis 1992, de ces évaluations périodiques pour une même année, avec en parallèle les données de comptabilité nationale sur le champ spécifique « industrie » et sur le champ « sociétés non financières » (SNF).

D'une manière générale, ces évaluations sont assez instables, avec presque toujours des révisions en hausse entre octobre de l'année précédente et janvier de l'année en cours (25 années sur 27) : les seules années de révision en baisse sont les années de récession, 1993 (-2,3 points), et 2009 (-7,1 points), ce qui pouvait, à un stade précoce, révéler la sévérité de la dégradation des projets d'investissement. Par la suite, les révisions s'effectuent toujours à la baisse entre l'enquête de janvier de l'année en cours et la

réalisation constatée en avril de l'année suivante (25 années sur 25). On peut déduire de ces observations que les industriels sous-estiment leur investissement en octobre de l'année précédente, le surestiment en janvier de l'année en cours et corrigent par la suite ce biais de surestimation jusqu'à la réalisation constatée en avril de l'année suivante.

Graphique. L'enquête sur les investissements dans l'industrie



Sources : INSEE.

Derrière ces comportements de réponse instables se pose la question de savoir à quel stade des évaluations est atteint un niveau d'information satisfaisant sur l'évolution de l'investissement. Le calcul des corrélations entre les évaluations issues de l'enquête selon le degré d'avancement dans l'année et les estimations faites par la comptabilité nationale montre que la première évaluation faite en octobre de l'année précédente est pauvre en information (corrélation de 0,47), que l'enquête de janvier fait faire un saut qualitatif important (corrélation de 0,73), l'enquête d'avril un saut marginal et que l'information maximale est obtenue à l'enquête de juillet (corrélation de 0,85) et n'évolue plus par la suite (tableau). Ce calcul montre aussi qu'il n'y a pas de différences notables des corrélations liées à la différence des champs, le champ industrie sur lequel porte spécifiquement

l’enquête, et le champ SNF.

Même si les résultats de l’enquête ne sont pas directement transposables pour anticiper sans erreur l’évolution de l’investissement mesurée par les comptes nationaux, il n’en demeure pas moins que, qualitativement, les déclarations des industriels fournissent une information précieuse sur l’orientation des dépenses.

Tableau. Corrélations entre l’enquête investissement et les données de comptabilité nationale

	Prévision en octobre de l’année précédente	Prévision en janvier de l'année en cours	Prévision en avril de l’année en cours	Prévision en juillet de l’année en cours *	Prévision en octobre de l’année en cours	Estimation en janvier de l'année suivante	Réalisation constatée en avril de l’année suivante	Réalisation constatée en juillet de l’année suivante *
SNF	0,47	0,73	0,78	0,85	0,86	0,87	0,85	0,84
Industrie	0,44	0,72	0,77	0,77	0,84	0,88	0,86	0,84

* depuis 2003

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Les prévisions pour l’année 2017 n’ont pas dérogé au schéma général, avec une révision en hausse de 4,8 points entre la première évaluation faite en octobre 2016 et la deuxième faite en janvier. Par contre, le processus de révision en hausse s’est poursuivi entre janvier 2017 et juillet 2017 (+1,6 point), sous l’effet probablement du suramortissement fiscal, ciblant les investissements industriels, institué en avril 2015 pour un an et finalement prolongé jusqu’en avril 2017. Par la suite, la révision en baisse de +6,7 % en juillet 2017 à +2,1 % en janvier 2018 s’inscrit dans le schéma saisonnier habituel.

Pour 2018, la première évaluation faite en octobre 2017 à -0,4 % a été révisée en hausse à +3,8 %, ce qui ne déroge pas non plus au profil saisonnier de l’enquête. Cette révision, du même ordre que celle de 2017, est de bon augure pour la trajectoire de l’investissement, même si elle sera affinée par les publications ultérieures, car elle montre que les industriels répondent en même temps qu’ils y participent à la reprise économique effective en France depuis la fin 2016.

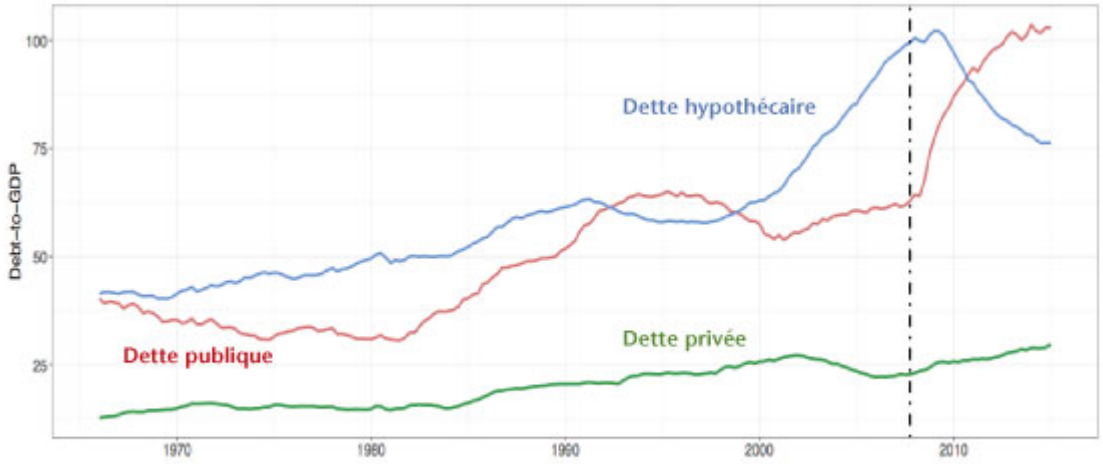
Sur la double nature de la dette

par Mattia Guerini, Alessio Moneta, Mauro Napoletano, Andrea Roventini

Les crises financière et économique de 2008 ont été fortement liées à la dynamique de la dette. En fait, une étude de Ng et Wright (2013) rapporte qu'au cours des trente dernières années, toutes les récessions américaines avaient des origines financières.

La figure 1 montre que les dettes des entreprises privées non financières (ligne verte) et les prêts immobiliers (ligne bleue) ont augmenté régulièrement aux Etats-Unis depuis les années 1960 et jusqu`à la fin du XXe siècle. De plus, dans les années 2000, la dette liée au prêts immobiliers est passée d'environ 60% à 100% du PIB en moins d'une décennie. Cette situation est devenue insoutenable en 2008 avec l'explosion de la bulle des crédits hypothécaires (les *subprime*). Ensuite les prêts immobiliers ont fortement diminué tandis que le ratio dette publique / PIB des États-Unis (ligne rouge) est passé de 60% à un niveau légèrement supérieur à 100% en moins de 5 ans, comme conséquence de la réponse de la politique budgétaire à la Grande Récession.

Graphique 1. Dette privée et dette publique au PIB



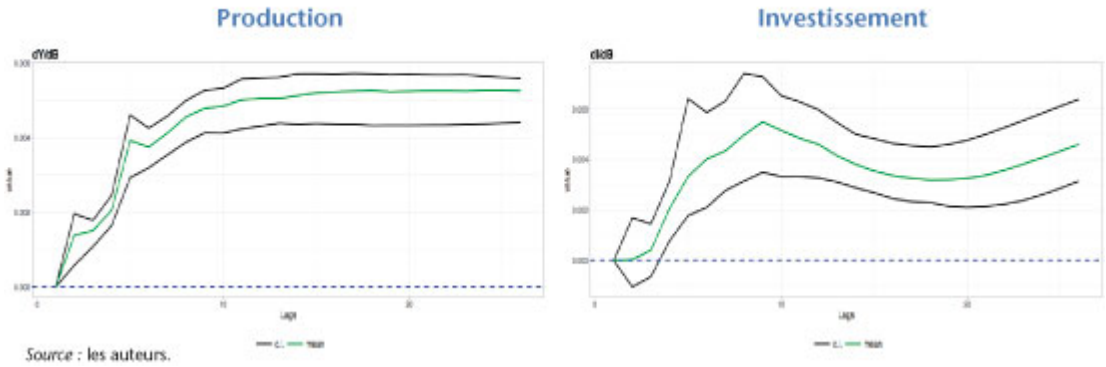
La ligne pointillée verticale représente l'année 2007 (T4).
Source : les auteurs.

La forte croissance de la dette publique a suscité des inquiétudes par rapport la soutenabilité des finances publiques et, aussi, sur les possibles effets négatifs de la dette publique sur la croissance économique. Certains économistes ont même avancé l'idée d'un seuil de 90% dans le rapport dette publique/PIB, en dessus duquel la dette publique nuirait à la croissance du PIB (voir Reinhart et Rogoff, 2010). Malgré un grand nombre d'études empiriques contredisant cette hypothèse (voir Herdon *et al.*, 2013 et Égert, 2015 comme exemples récents), le débat entre les économistes est toujours ouvert (voir Ash *et al.*, 2017 et Chudik *et al.*, 2017).

Nous avons contribué à ce débat dans un document de travail (voir Guerini *et al.*, 2017), qui sera publié prochainement dans la revue *Macroeconomic Dynamics*. Dans cette contribution, nous étudions conjointement l'impact de la dette publique et privée sur la dynamique du PIB américain en exploitant de nouvelles techniques statistiques que nous permettent d'identifier les relations causales entre les variables reposant seulement sur la structure des données[1]. Cela nous a permis de garder une perspective « agnostique » dans l'identification de la causalité et donc plus robuste par rapport aux possibles restrictions suggérées par telle ou telle théorie économique et donc en « laissant parler les données ».

Les résultats obtenus suggèrent que les chocs de dette publique affectent positivement et durablement la production (voir la figure 2, panneau de gauche)[2]. En particulier, nos résultats apportent des preuves contre l'hypothèse selon laquelle la croissance de la dette publique diminue la croissance du PIB aux États-Unis. En effet, nous trouvons que l'augmentation de la dette publique, entraînée par une augmentation des dépenses publiques en investissements, génère aussi des hausses dans les investissements privés (voir la figure 2, à droite) confirmant à cet égard, les conjectures effectuées par Stiglitz (2012). Cela implique que les dépenses publiques et, plus généralement, la politique budgétaire expansionniste stimulent la production à court et à moyen terme. Il en ressort que les politiques d'austérité ne semblent pas être la réponse politique appropriée pour surmonter une crise.

Graphique 2. Effets de la dette publique sur la production et l'investissement

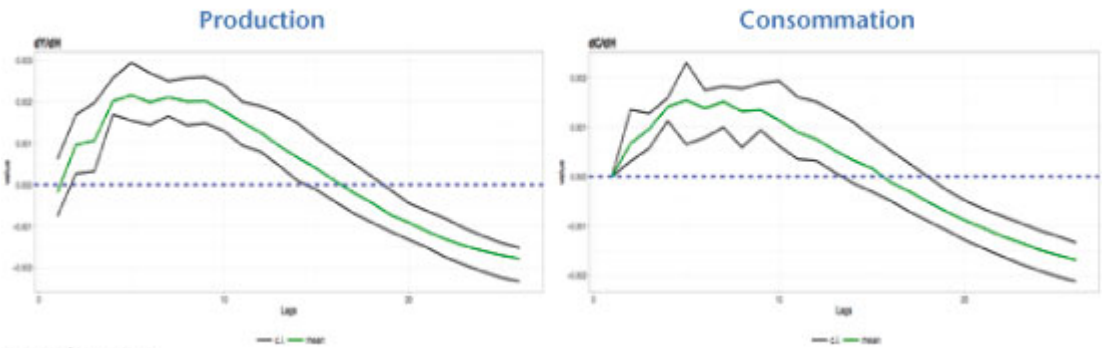


Source : les auteurs.

Au contraire, nous ne trouvons pas des effets positifs significatifs liés à une augmentation de la dette privée, et en particulier lorsque l'on se concentre sur la dette liée aux prêts immobiliers. Plus précisément, nous constatons que les effets positifs des chocs sur la dette privée ont une taille plus faible que ceux sur la dette publique, et qu'ils disparaissent avec le temps. En outre, l'augmentation des niveaux de la dette hypothécaire a un impact négatif sur la dynamique de la production et de la consommation à moyen terme (voir la figure 3), tandis que leurs effets positifs ne sont que temporaires et relativement légers. Un tel résultat semble

correspondre pleinement aux résultats de Mian et Sufi (2009) et de Jordà *et al.* (2014): une croissance excessive des prêts immobiliers alimente les bulles réelles d'actifs, mais lorsque ces bulles éclatent, elles déclenchent une crise financière, qui transmet visiblement ses effets négatifs au système économique réel sur un horizon de temps long.

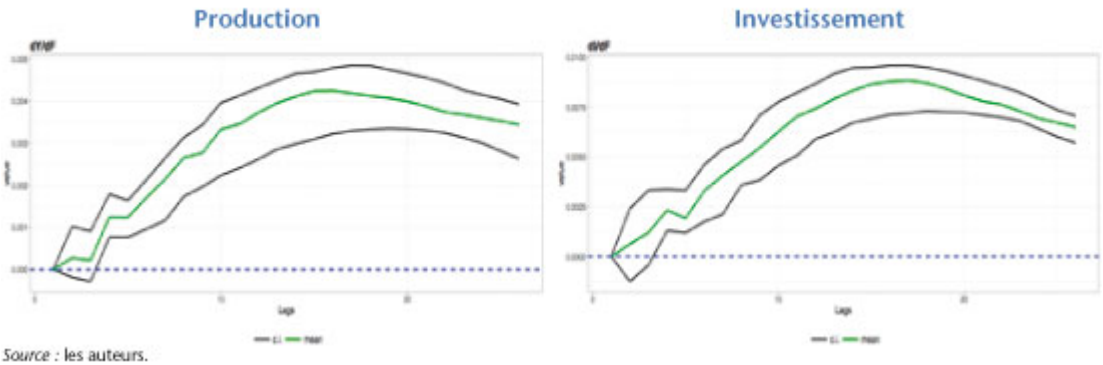
Graphique 3. Effets de la dette hypothécaire sur la production et la consommation



Source : les auteurs.

Un autre fait intéressant qui ressort de nos recherches est que l'autre forme la plus importante de dette privée – à savoir la dette des sociétés non financières (SNF) – ne génère pas d'impacts négatifs à moyen terme. En effet (comme on peut le voir dans la figure 4), l'augmentation du niveau d'endettement des SNF semble avoir un effet positif à la fois sur le PIB et sur la formation brute de capital fixe.

Graphique 4. Effets de la dette des entreprises sur la productionet l'investissement



Source : les auteurs.

En conclusion, nos résultats suggèrent que la dette a une double nature : différents types de dettes ont un impact différent sur la dynamique macroéconomique agrégée. En particulier, les menaces possibles sur la croissance de la production à moyen et long terme ne semble pas provenir de la

dette publique (qui pourrait bien être une conséquence d'une crise), mais plutôt d'une augmentation excessive du niveau de la dette privée. En outre la croissance de la dette liée au prêts immobiliers semble être beaucoup plus dangereuse que celle liée aux activités d'investissement et de production des entreprises non financières.

[1] En particulier, nous utilisons un algorithme de recherche causale basé sur l'analyse ICA (Independent Component Analysis) pour identifier la forme structurelle de la VAR cointégrée et résoudre le problème de la double causalité. Pour plus de détails sur l'algorithme ICA, voir Moneta *et al.* (2013). Pour plus de détails sur ses propriétés statistiques, voir Gourieroux *et al.* (2017).

[2] Lors du calcul des fonctions de réponse impulsionnelle, nous appliquons un choc de Déviation Standard (DS) à la variable de dette concernée. Ainsi, par exemple, sur l'axe des y de la figure 2, panneau de gauche, on peut lire qu'un choc de 1 DS à la dette publique a un effet positif de 0,5% sur le PIB à moyen terme.

Où est passée la manne pétrolière ?

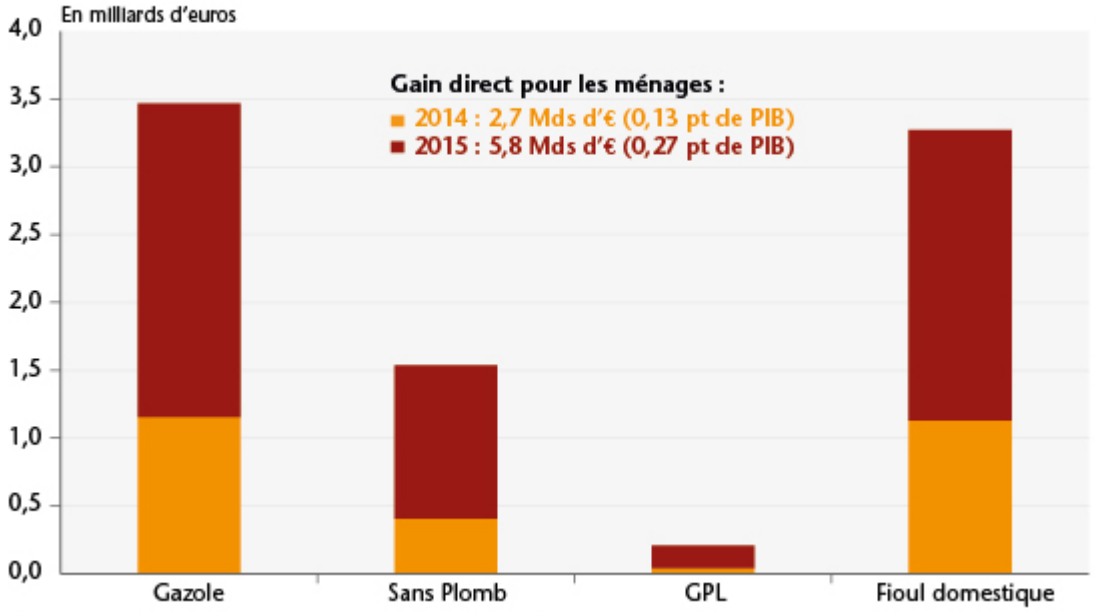
par Mathieu Plane

La baisse spectaculaire des prix du pétrole depuis la mi-2014, passant d'un baril de *brent* à 112 dollars en juin 2014 (soit 82 euros) à 55 dollars (49 euros) en moyenne depuis le début de l'année 2015, a conduit à redéployer une partie de la manne

pétrolière des pays producteurs de pétrole vers les pays consommateurs. Si cette réduction de 50 % des prix du pétrole en dollars (40 % en euros) améliore mécaniquement notre balance courante, en allégeant notre facture énergétique d'environ 20 milliards d'euros par an, il est instructif d'évaluer les gains pour les ménages et les entreprises issus de cette manne pétrolière.

Pour les ménages, il y a deux sources directes d'économies : la première est liée à la baisse des prix à la pompe, dont la partie non taxée diminue avec la baisse des prix du pétrole, aux marges des raffineurs près. La seconde est liée à la baisse des prix hors taxes du fioul domestique. Selon les données fournies par le ministère de l'Ecologie, du développement durable et de l'énergie sur les prix à la pompe et le fioul domestique, nous avons évalué que la baisse des prix du pétrole engendrerait un gain direct de pouvoir d'achat pour les ménages de 2,7 milliards en 2014 et 5,8 milliards en 2015[1] (graphique 1), soit 8,5 milliards sur deux ans, ce qui représente 0,6 % du revenu disponible brut annuel des ménages (0,4 point de PIB).

Graphique 1. Gain direct pour les ménages de la baisse des prix du pétrole

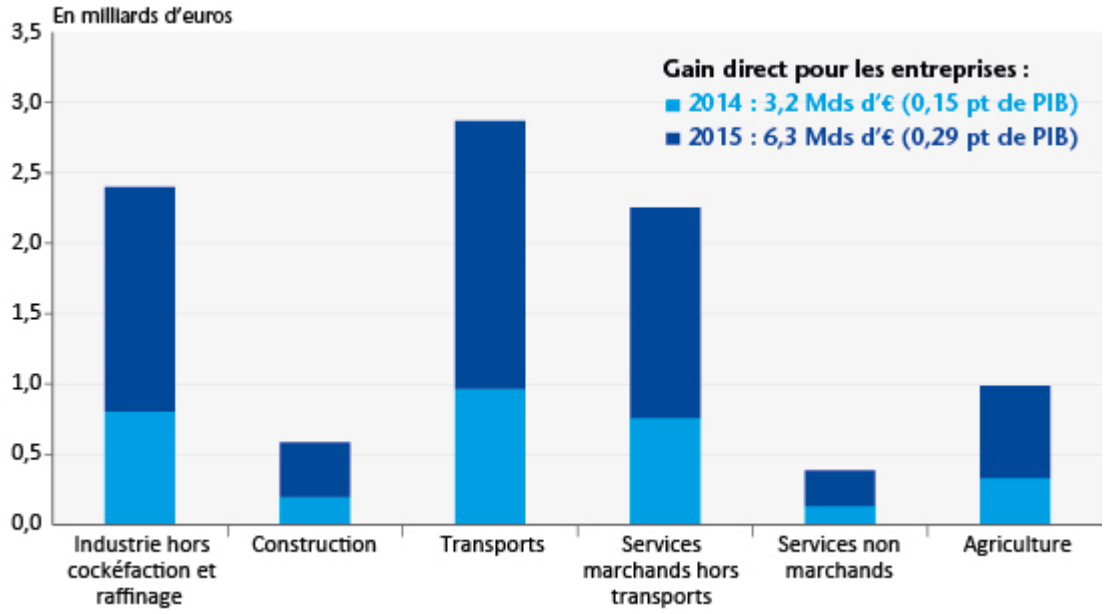


Sources : Ministère de l'Ecologie, du développement durable et de l'énergie, calculs OFCE.

Pour les entreprises, la baisse des prix du pétrole conduit à

diminuer leur coût d'approvisionnement en énergie. Plus l'intensité en pétrole dans la production est élevée, plus cela représente une économie substantielle pour le secteur concerné. Selon nos calculs, à partir du tableau des entrées intermédiaires par branche, nous avons évalué le gain direct pour les entreprises : la baisse des prix du pétrole conduirait à réduire le coût de production des entreprises de 3,2 milliards d'euros en 2014 et 6,3 milliards en 2015 (graphique 2), soit 9,5 milliards en deux ans, ce qui représente 0,45 point de PIB. Les secteurs qui bénéficient le plus de la baisse des prix du pétrole sont logiquement le transport, l'industrie et l'agriculture qui récupèrent deux tiers des gains liés à la baisse des prix du pétrole alors qu'ils ne représentent que 20 % de la valeur ajoutée totale.

Graphique 2. Gain direct pour les entreprises de la baisse des prix du pétrole



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Face à cette baisse des coûts, les entreprises ont la possibilité soit de redresser leur marge en ne répercutant pas la baisse des prix du pétrole dans leur prix de vente, ce que laisse suggérer l'évolution récente des taux de marge et les différences de dynamique entre les prix de valeur ajoutée et ceux de consommation, soit de réduire leur prix au prorata des économies générées par la baisse des prix du pétrole. Cette deuxième option conduirait à redéployer le gain final des

entreprises vers les ménages, augmentant ainsi leur pouvoir d'achat *via* la baisse des prix à la consommation. Mais aussi, par un effet de second tour, cela réduirait le coût de production des entreprises utilisant des consommations intermédiaires de branche dont la production est intense en pétrole, comme le transport.

En fonction de l'utilisation de cette manne pétrolière par les entreprises, les effets sur l'économie seront différents. Dans le cas du redressement des marges, les effets d'offre l'emporteront avec un impact faible à court terme sur la croissance mais élevé à moyen-long terme par le biais de l'augmentation de l'investissement. Dans le cas inverse, les effets de demande domineront avec un impact sur la croissance élevé à court terme en raison de la forte augmentation de la consommation des ménages, mais avec des effets potentiellement plus faibles à long terme.

---

[1] Les simulations pour 2015 supposent un prix du baril maintenu à 50 dollars jusqu'à la fin de l'année.

Investir dans l'économie zéro carbone pour échapper à la stagnation séculaire

par Xavier Timbeau

Ce que les révisions à la baisse des différentes prévisions (FMI, OCDE, OFCE) présentées en ce début d'automne 2015 nous disent sur la zone euro n'est pas très réconfortant. Une reprise est en cours, mais elle est à la fois poussive et fragile (voir : « Une reprise si fragile »). Or le taux de chômage de la zone euro est encore très élevé (presque 11 % de la population active au deuxième trimestre) et une reprise poussive signifie une baisse si lente (0,6 point par an) qu'il faudra plus de 7 années pour revenir au niveau de 2007. Dans l'intervalle, la politique monétaire non-conventionnelle de la Banque centrale européenne peine à ré-ancrer les anticipations d'inflation. L'annonce du *Quantitative Easing* en début d'année 2015 avait fait remonter l'inflation à 5 ans dans 5 ans[1], mais depuis le mois de juillet 2015 le soufflé est à nouveau retombé et les anticipations à moyen terme sont de 0,8 % par an, en deçà de la cible de la BCE (2 % par an). L'inflation sous-jacente s'installe dans un territoire bas (0,9 % par an) et le risque est élevé que la zone euro se bloque dans une situation d'inflation basse ou de déflation, ressemblant étrangement à ce qu'a connu le Japon du milieu des années 1990 à aujourd'hui. Peu d'inflation n'est pas une bonne nouvelle parce qu'elle est enclenchée par un chômage élevé et des salaires nominaux encore moins dynamiques. Résultat, les salaires réels progressent moins vite que la productivité. Peu ou pas d'inflation, c'est à la fois des taux d'intérêt réels qui restent élevés, qui renchérissent les dettes et paralysent l'investissement, mais c'est aussi une politique monétaire non-conventionnelle qui bloque la capacité de valoriser les risques et qui perd peu à peu sa crédibilité à maintenir la stabilité des prix, à savoir tenir l'inflation dans la cible annoncée. Mario Draghi l'avait annoncé en août 2014 au symposium de Jackson Hole, face à un chômage persistant, la politique monétaire ne peut pas tout. Il faut des réformes structurelles (que peut dire d'autre un banquier central ?) mais il faut aussi une politique de demande. Ne pas le faire c'est courir le risque de la stagnation séculaire, formulée par Hansen à la fin des années 1930 et remise au goût du jour

très récemment par Larry Summers.

Pourtant, les opportunités d'investissements ne manquent pas en Europe. Les engagements à la COP21, bien que timides, supposent de réduire les émissions de CO_2 (équivalent) par tête de 9 tonnes à 6 tonnes en 15 ans et demanderont une sérieuse accélération pour que l'anomalie de température globale ne dépasse pas 2°C. D'ici à 35 ans, c'est en pratique la fin de l'utilisation du pétrole et du charbon (ou le développement à grande échelle de la capture et du stockage du carbone) qu'il faut viser. Pour y arriver, un volume massif d'investissements est nécessaire (estimé à plus de 260 milliards d'euros (soit presque 2 % du PIB) par an d'ici à 2050 dans la Energy Road Map de la Commission européenne). La rentabilité sociale de ces investissements est considérable (puisqu'elle permet d'éviter la catastrophe climatique et qu'elle permet de tenir les engagements de l'UE vis-à-vis des autres pays de la planète) mais, et c'est bien le problème de notre reprise poussive, leur rentabilité privée est basse, les incertitudes sur la demande future et une coordination défectueuse peuvent faire vaciller les esprits animaux de nos entrepreneurs. La stagnation séculaire découle en effet d'une profitabilité trop basse des investissements, une fois pris en compte les taux réels anticipés et les risques d'une dépression encore plus grave. Pour sortir de ce piège, il faut que les rendements sociaux des investissements dans une économie zéro carbone soient une évidence pour tous et en particulier coïncident avec des rendements privés. Les outils pour ce faire sont nombreux. On peut utiliser un prix du carbone et des marchés d'échange des droits à émettre, on peut utiliser une taxe carbone, on peut valoriser des certificats pour des investissements nouveaux (à supposer que l'on sache assurer qu'ils réduisent les émissions de CO_2 par rapport à un contrefactuel opposable) ou imposer des normes (si elles sont respectées !). La difficulté de la transition et de l'acceptation d'un changement de prix relatif douloureux peut être accompagnée par des mesures de compensation (qui ont un

coût budgétaire, voir le chapitre 4 de l'iAGS 2015, mais qui font partie du *package* de stimulation). On peut aussi vouloir mobiliser la politique monétaire pour amplifier le stimulus (voir cette proposition de Michel Aglietta et Etienne Espagne). La mise en œuvre d'une telle artillerie pour réduire les émissions et relancer l'économie européenne n'a rien de simple et oblige à tordre le cadre institutionnel. Mais c'est le prix à payer pour éviter de sombrer dans une interminable stagnation qui, par les inégalités et l'appauvrissement qu'elle engendrerait, briserait certainement le projet européen.

Ce texte a été publié sur Alterecoplus le 22 octobre 2015

---

[1] L'inflation à 5 ans dans 5 ans est un indicateur parmi d'autres des anticipations d'inflation, très suivi par les banques centrales. Il résulte du prix de marché d'un contrat d'échange (un *swap*) contingent à la réalisation de l'inflation future.

Le CICE : entre convictions et incertitudes

par Sarah Guillou[1]

Toute politique publique mériterait d'être évaluée afin de parfaire le jeu démocratique, apprécier la crédibilité et l'efficacité des programmes politiques, et améliorer les outils de politique économique. C'est bien l'ambition louable

du Comité de suivi des aides publiques de France Stratégie, l'agence gouvernementale de conseil et d'évaluation des politiques publiques. Cette dernière vient de remettre son troisième rapport sur l'évaluation du CICE, le crédit d'impôt Compétitivité Emploi, instauré en 2013 d'un montant égal à 4 puis 6% (à partir de 2014) des salaires bruts inférieurs à 2,5 fois le SMIC. Ce troisième rapport donne des informations très utiles sur la réception de la politique et ses effets attendus, mais pour l'évaluation au sens strict il faudra être encore un peu patient.

Reconnaissons que l'évaluation des politiques économiques est un exercice délicat. Pour être convaincant, l'évaluateur doit pouvoir démontrer que l'effet qu'il constate est bien le résultat de la politique, tout en sachant qu'une politique économique n'est pas une simple force exercée sur un corps inerte dans un espace sans frottement. Le corps social est en effet tout sauf inerte et l'environnement économique est un champ de forces contradictoires qui donne une résonance contextuelle à toute politique économique. Dit autrement, les conditions de l'expérience de science physique sont loin de se rencontrer en économie et en sciences humaines en général.

Il faut donc, par divers moyens de contrôle statistique, isoler l'effet de la politique en question sur la variable d'intérêt de tous les autres déterminants de cette variable qui ont pu jouer sur elle au même moment. Ainsi par exemple, si on cherche à connaître l'effet du CICE sur l'emploi, il faut connaître l'ensemble des déterminants de l'emploi autre que le CICE qui ont pu jouer au même moment. Idéalement, il nous faudrait connaître ce qu'auraient fait les entreprises sur la même période si elles n'avaient pas bénéficié du CICE. Mais comme nous ne pouvons cloner ni les individus, ni les entreprises, on ne saura jamais quelles décisions d'emploi les entreprises auraient prises si la politique du CICE n'avait pas été mise en place. On peut envisager alors de comparer un groupe d'entreprises qui a reçu le CICE et un autre groupe

d’entreprises en tous points semblables aux précédentes sauf en ce qui concerne la perception du CICE (méthode statistiques d’appariement). Au-delà de la difficulté statistique de constituer ces deux groupes d’entreprises semblables et dont on s’attend à des décisions comparables, le problème propre au CICE est que quasiment toutes les entreprises sont éligibles au CICE (voir Guillou et Treibich, 2015) et celles qui n’ont pas réclamé le CICE en 2013 peuvent difficilement être considérées comme semblables aux autres dans la mesure où le non recours n’est absolument pas aléatoire. A défaut, il faudra donc trouver des parades statistiques de contrôle.

Idéalement, les économètres souhaiteraient que les décideurs politiques mettent en place des politiques de manière expérimentale dans des sous-groupes de population dont les caractéristiques ne sont a priori guère différentes de la population non-soumise à la politique (par exemple dans une région géographique) et qui plus est, que cette politique ne soit pas annoncée à l’avance pour qu’elle ne soit pas anticipée par les acteurs, ce qui fausserait l’analyse de leurs réactions.

Mais le temps des élections et donc des politiques n’est absolument pas celui des économètres. Et l’impatience des électeurs relayée par les médias reflète les contraintes temporelles de la décision politique et se fait l’écho de l’ampleur des enjeux des promesses politiques. A cette impatience s’oppose le lent et méticuleux processus de collecte des données statistiques dont a besoin l’évaluateur. Le traitement des données de comptabilité d’entreprises prend du temps en relation avec l’exigence qualitative des enregistrements statistiques. Ce qui recule d’autant l’exercice d’évaluation aussi imparfait soit-il.

L’évaluation est-elle donc un exercice impossible ? A tout le moins, l’évaluation à l’échelle du temps politique est souvent une gageure. Avec des données statistiques disponibles deux-trois ans plus tard, l’addition du temps d’exécution de

l’exercice conduit la sortie des premiers résultats à la fin du mandat du gouvernement qui a mis en place la politique entrée en vigueur au mieux un an après le début de mandature (le cas du CICE). Et c’est sans compter l’étalement des effets dans le futur. Mais malgré cela, cette évaluation reste nécessaire, pour la démocratie bien sûr, pour l’amélioration des outils de politiques économiques et la compréhension des comportements des agents économiques. C’est grâce aux enseignements de cette évaluation qu’on affinera les prochains instruments de politique économique.

En attendant cependant, il est impératif d’utiliser tous les moyens à la disposition des observateurs et analystes pour apprécier et anticiper, à défaut de pouvoir évaluer immédiatement, les effets de la politique. Ce sont les moyens mobilisés par le Comité de suivi du CICE de France Stratégie et qui ont donné lieu au rapport paru en Septembre 2015 dont on peut tirer un début d’appréciation du dispositif.

En premier, il importe de quantifier la mesure, de caractériser les populations concernées, les canaux de transmission espérés, et clarifier les effets de court terme et de long terme, voire les effets pervers possibles. Ce travail a été réalisé dans les deux premiers rapports du Comité de suivi et a été complété dans le troisième par une estimation plus précise du coût réel de la mesure et des entreprises qui y ont été sensibles. La créance fiscale CICE déclarée sur les salaires de 2013 qui correspond donc à la dépense budgétaire a atteint un peu plus de 11 milliards d’euros. Concernant les salaires de 2014 et se basant sur un taux de 6%, la créance fiscale atteint, pour le moment et dans l’attente des déclarations issues de comptabilités qui seront clôturées plus tard, un montant de plus de 14 milliards d’euros. Le CICE concerne plus d’un million d’entreprises pour 75% desquelles la créance fiscale représente entre 4 et 6% de leur masse salariale brute (en régime 2014). Une analyse fine des caractéristiques des entreprises concernées par le CICE

montre que les entreprises qui devraient être les plus grandes bénéficiaires du CICE (en pourcentage de leur masse salariale) sont plutôt celles qui ont les taux de marge les plus faibles et sont plus souvent non exportatrices ou faiblement exportatrice (voir Rapport page 101-103).

Les enquêtes sont la première modalité d'appréciation qualitative de la perception des agents et de l'orientation de leurs décisions. Ces perceptions conditionnent les décisions en réponse à la politique. On retiendra de ces enquêtes réalisées pour le Comité de suivi qu'une majorité d'entreprises déclarent utiliser le CICE pour améliorer leur résultat d'exploitation (leurs marges) et investir ; que l'emploi est le deuxième motif le plus fréquent avec la formation des salariés ; que la diminution des prix, quand elle est envisagée, est une stratégie privilégiée par l'industrie (secteurs exposés) mais pas par les services ; alors qu'au contraire l'emploi est un objectif plus fréquemment évoqué par les entreprises des services que de l'industrie ; enfin que l'utilisation du CICE pour augmenter les salaires n'est avancée que par une faible proportion des entreprises. Si les enquêtes de conjoncture de l'INSEE (investissement dans l'industrie et enquête de conjoncture dans les services) couvrent des échantillons d'entreprises conséquents, les enquêtes souffrent généralement de deux limites : la difficulté de généralisation et le biais du caractère déclaratif (différence entre ce qu'on annonce et ce qu'on fait réellement). De plus, c'est rarement par le biais des enquêtes qu'on peut déduire une quantification des effets puisqu'on affecte des poids équivalents aux réponses d'entreprises dont le poids dans l'économie est très différent.

Une deuxième modalité consiste à observer l'évolution des variables d'intérêt – l'emploi, l'investissement, les marges, les exportations ou les salaires – et à identifier si cette évolution pourrait être causée par la politique. Il s'agit

d’extrapoler à partir des corrélations observées. Par exemple à court terme, le CICE aurait pu être utilisé pour augmenter les salaires, ce qui serait un effet non souhaité du crédit d’impôt. Si les résultats des enquêtes sont contradictoires, l’analyse de la corrélation entre la part du CICE par secteur et les taux de croissance des salaires observés ne suggère pas que le CICE ait été utilisé à augmenter les salaires : « Les secteurs qui bénéficient le plus du CICE sont ceux qui ont enregistré les plus faibles progressions salariales. » Pour aller plus loin, il faudra attendre plus de données sur les distributions des salaires par entreprise pour analyser si les augmentations de salaire observées ont été causées par le versement du CICE.

Une troisième modalité consiste à simuler les effets de la politique. La théorie économique permet d’appréhender *ex ante* les canaux de transmission de la politique. La modélisation des comportements économiques permet d’anticiper et de prévoir les effets du CICE. La difficulté du CICE est que les canaux de transmission vers les décisions économiques de l’entreprise sont potentiellement multiples (Guillou & Treibich, 2014). Il faut donc faire des hypothèses sur ces canaux et sur les valeurs des élasticités – c’est-à-dire de combien on s’attend à ce que varie une variable (l’emploi par exemple) en réponse à une variation d’une autre variable (le coût du travail) (voir pour ce type de simulation, Plane, 2012) . Il faut aussi intégrer le fait que les élasticités au coût du travail ne sont pas les mêmes selon les secteurs, les qualifications des travailleurs et le mode de détermination des salaires qui prévaut. De même, la contrainte de compétitivité-prix est variable selon le degré de concurrence du marché de l’entreprise et le degré de différenciation ou la qualité des produits.

Plus on aura de données microéconomiques et plus les simulations se fonderont sur des hypothèses de comportement réalistes même si on n’échappera pas à l’hypothèse forte de

l’invariance temporelle des comportements. La simulation sera plus juste si on connaît réellement le montant du CICE et sa traduction en termes de baisse du coût du travail ou de baisse d’impôt pour l’entreprise. Cette modalité d’évaluation n’est pas encore possible.

A ce stade, les conclusions quant à l’impact du CICE invitent donc à la prudence et à la patience. Les certitudes énoncées ici et là s’accompagnent forcément de présupposés fondés sur la théorie économique mais aussi sur les convictions individuelles. Or les enseignements du rapport conduisent à raisonnablement admettre que l’incertitude domine encore quant aux effets du CICE sur l’emploi et la compétitivité et invitent à la patience. A cette incertitude il importe cependant que les pouvoirs publics ne répondent pas par de l’instabilité et de la fébrilité institutionnelle. Cela pourrait remettre en cause l’adhésion des entreprises concernées et la projection de leurs décisions futures sur la base d’une politique qu’elles jugent pérenne. On peut revenir sur une politique jugée erronée mais pas avant de l’avoir démontré, sauf à admettre qu’on s’y était engagé à la légère.

---

[1] L’auteur dirige l’équipe de l’OFCE qui collabore avec France Stratégie pour l’évaluation du CICE à partir de données d’entreprises.

Le ralentissement de la

croissance : du côté de l'offre ?

par Jérôme Creel et Xavier Ragot

La faiblesse de la reprise en 2014 et 2015 nécessite une réflexion structurelle sur l'état du tissu productif en France. En effet, l'analyse de la dynamique de l'investissement, de la balance commerciale, des gains de productivité ou du taux de marge des entreprises, et dans une moindre mesure de leur accès au crédit, indique l'existence de tendances inquiétantes depuis le début des années 2000. De plus, la persistance de la crise conduit inéluctablement à la question de l'érosion du tissu productif français depuis 2007 du fait de la faible croissance, du faible investissement et du nombre élevé de faillites.

Les contributions rassemblées dans la *Revue de l'OFCE* n°142 ont une double ambition : celle de mettre les entreprises et les secteurs au cœur de la réflexion sur les tenants et les aboutissants du ralentissement actuel de la croissance, et celle de questionner le bien-fondé des analyses théoriques sur la croissance future à l'aune des situations française et européenne. De ces contributions, neuf conclusions se dégagent :

1) La croissance potentielle, notion qui vise à mesurer les capacités productives d'une économie à moyen terme, a fléchi en France depuis la crise. Si le niveau de croissance potentielle sur longue période est élevé, de l'ordre de 1,8 %, la croissance potentielle fléchit depuis la crise de l'ordre de 0,4 point, selon la nouvelle mesure donnée par Eric Heyer et Xavier Timbeau.

2) La question centrale consiste à savoir si ce ralentissement est transitoire ou permanent. Cette question est importante

pour les prévisions de croissance mais aussi pour les engagements européens de la France, qui dépendent de la croissance potentielle. Une conclusion importante de ce numéro est qu'une très grande partie de ce ralentissement est transitoire et liée à la politique économique menée en France. Comme le montrent Bruno Ducoudré et Mathieu Plane, le faible niveau d'investissement et d'emploi peut s'expliquer par l'environnement macroéconomique et, notamment, par la faiblesse actuelle de l'activité. Le comportement des entreprises ne semble pas avoir changé dans la crise. L'analyse de Ducoudré et Plane montre, par ailleurs, que les déterminants de l'investissement sont différents à court et à long terme. Une hausse de 1 % de l'activité économique augmente l'investissement de 1,4 % après un trimestre alors qu'une hausse de 1 % du taux de marge n'a qu'un impact très faible à cet horizon. Cependant à long terme (10 ans), une hausse de 1 % de l'activité augmente l'investissement de l'ordre de 1 %, alors qu'une hausse de 1 % du taux de marge augmente l'investissement de 2%. Ainsi, le soutien à l'investissement passe par un soutien à l'activité économique à court terme, tandis que le rétablissement des marges aura un effet de long terme.

3) Le tissu productif français va mettre du temps à se rétablir des effets de la crise du fait de trois puissants freins : la faiblesse de l'investissement, certes, mais aussi la baisse de la qualité de l'investissement et enfin la désorganisation productive consécutive à la mauvaise allocation du capital durant la crise, y compris dans sa dimension territoriale. Sarah Guillou et Lionel Nesta montrent que le faible niveau d'investissement, parce qu'il ne permet pas de monter en gamme, génère moins de progrès technique depuis la crise. Ensuite, Jean-Luc Gaffard et Lionel Nesta montrent que la convergence des territoires s'est ralentie depuis la crise et que l'activité a plutôt décru dans les territoires les plus productifs.

4) La notion de croissance potentielle sort profondément fragilisée de la crise comme outil de pilotage macroéconomique. Les révisions continues (quelles que soient les méthodes) de la croissance potentielle rendent dangereuse l'idée d'un pilotage européen en fonction de règles, comme le montre Henri Sterdyniak. Il faut donc retrouver une politique économique européenne qui assume son caractère discrétionnaire. En outre, une politique budgétaire plus contingente aux conditions macroéconomiques et financières, doit être mieux coordonnée avec la question climatique, comme l'argumentent Jérôme Creel et Eloi Laurent.

5) La notion de stagnation séculaire, c'est-à-dire un affaiblissement durable de la croissance donne lieu à d'intenses débats. Deux visions de la stagnation séculaire sont débattues. La première, celle de Robert Gordon, insiste sur l'épuisement du progrès technique. La seconde, dans la continuité des analyses de Larry Summers, insiste sur la possibilité d'un déficit permanent de demande. Jérôme Creel et Eloi Laurent montrent les limites de l'analyse de Robert Gordon pour la France ; en particulier, la démographie française est plus un avantage qu'un frein à la croissance française. Gilles Le Garrec et Vincent Touzé montrent la possibilité d'un déficit durable de demande, qui pèse sur l'accumulation du capital, du fait de l'impuissance de la Banque centrale à baisser encore ses taux d'intérêt. Dans un tel environnement, un soutien à la demande est nécessaire pour sortir d'un mauvais équilibre d'inflation basse et de chômage élevé, qui conduit à une perception négative du potentiel de croissance. Changer les anticipations peut demander des politiques de stimulation de l'activité économique de grande ampleur, tout comme l'acceptation d'une inflation durablement élevée.

6) Ainsi, les analyses présentées ici reconnaissent les profondes difficultés du tissu productif en France et recommandent une meilleure coordination des politiques

publiques. Il faut un soutien rapide à la demande afin de rétablir l'investissement, puis une politique continue et progressive de rétablissement des marges des entreprises exposées à la concurrence internationale. Pas de choc de compétitivité donc, mais un soutien aux entreprises qui prenne en compte le profil temporel de l'investissement productif, selon Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno.

7) A plus long terme, une partie du problème français qualifiée d'offre est le résultat des désajustements européens, notamment de la divergence des salaires entre les grandes économies européennes. La divergence entre la France et l'Allemagne est impressionnante depuis le milieu des années 1990. Mathilde Le Moigne et Xavier Ragot montrent que la modération salariale allemande est une singularité parmi les pays européens. Ils proposent une quantification de l'effet de cette modération salariale sur le commerce extérieur et l'activité économique en France. La modération salariale allemande contribue à une hausse de plus de 2 points du taux de chômage français. La politique de l'offre porte un autre nom : celui de politique de reconvergence européenne.

8) La modernisation profonde du tissu productif reposera sur des espaces de coopération, d'apprentissage collectif et de collaboration permettant de la créativité rendue possible par les nouvelles technologies. Ces espaces doivent reconnaître l'importance des actifs intangibles, qui sont si difficiles à valoriser. Dans des économies dont la population active vieillit, les progrès de la robotique et de l'intelligence artificielle doivent engendrer une amélioration du potentiel de productivité, selon Sandrine Levasseur. Il faut aussi renforcer la coopération au sein de deux espaces : l'entreprise et le territoire. Au sein de l'entreprise, une gouvernance partenariale doit permettre de limiter les tendances financières court-termistes. Au sein des territoires, la définition de systèmes territoriaux d'innovation doit être l'enjeu d'une politique industrielle

moderne, selon Michel Aglietta et Xavier Ragot.

9) Pour conclure, ce n’est pas tant le niveau de la production qui inquiète que l’inéquitable répartition des fruits de la croissance, si faible soit-elle, comme le montre Guillaume Allègre. Le consensus naissant à propos de l’impact négatif des inégalités sur la croissance économique ne doit pas masquer le vrai débat, qui ne porte pas uniquement sur les écarts de revenus, mais aussi sur ce que ces revenus permettent de consommer, donc sur l’accès à des biens et services de qualité égale. La question essentielle devient alors celle du contenu de la production, avant celle de sa croissance.

Financiarisation et crise financière : vulnérabilité et choc traumatique

par Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance

Depuis le mini-krach survenu à la bourse de Shanghai en août dernier, l’instabilité financière a refait surface sur les marchés et dans les média et, de nouveau, le lien avec la financiarisation a été évoqué. La crise chinoise serait le résultat d’un mélange de bulles immobilière et boursière nourries par l’épargne abondante d’une classe moyenne à la recherche de placements à rendements élevés. On se croirait revenu presque dix ans en arrière lorsqu’on recherchait dans la financiarisation jugée excessive de l’économie américaine – l’épargne abondante des pays émergents rendant possible l’endettement généralisé des ménages américains -, la cause de l’instabilité financière et de la crise qui allait se

déclencher à l'été 2007.

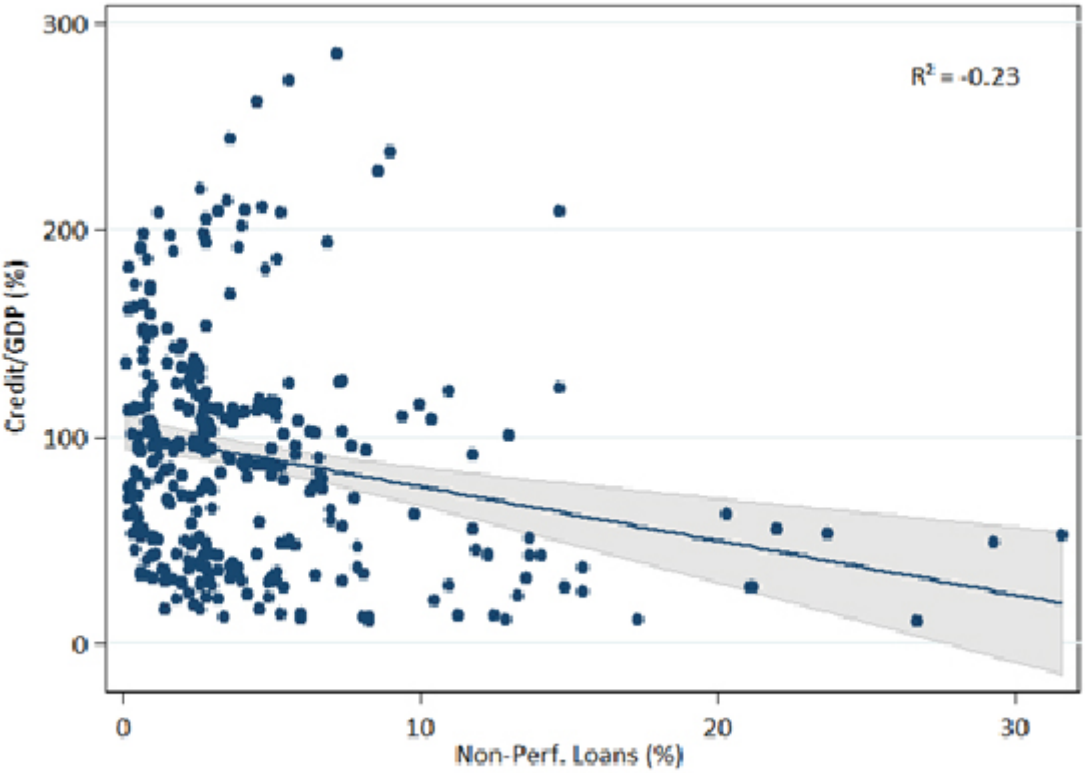
Ce lien entre d'un côté, le recours à l'endettement et la grande diversité des placements financiers, et, de l'autre, la volatilité des cours boursiers et la détérioration de la qualité des crédits bancaires, existe-t-il vraiment ? Et s'il existe, dans quel sens se produit-il : de la financiarisation vers l'instabilité financière, de l'instabilité financière vers la financiarisation, ou les deux à la fois ? La montée de l'endettement pourrait ainsi engendrer l'octroi de prêts de plus en plus risqués à des agents qui s'avéreraient incapables de les rembourser, ce qui déboucherait sur une crise financière : c'est le premier cas de figure possible. L'occurrence d'une crise modifierait le comportement des ménages et des entreprises, en les amenant à se désendetter : c'est le second cas de figure où l'instabilité financière réduit la financiarisation de l'économie. Selon les cas, les politiques publiques à mettre en place sont différentes. Dans le premier, il faut surveiller le degré de financiarisation de l'économie et cibler, par exemple, un montant maximal de crédits bancaires en proportion du PIB afin de prévenir les bulles spéculatives et leur éclatement. Dans le second cas, deux situations sont possibles : soigner les causes, et donc surveiller la qualité des prêts consentis aux ménages et aux entreprises afin de veiller à la bonne allocation du capital dans l'économie ; ou soigner les conséquences en soutenant l'investissement productif pour annihiler tout rationnement du crédit.

Dans le cadre du débat sur les liens entre financiarisation et instabilité financière, et des conséquences à en tirer en termes de politique publique, la situation européenne est intéressante à double titre : en effet, l'Union européenne a mis en place une surveillance des déséquilibres extérieurs, y compris financiers, depuis 2011 et une union bancaire depuis 2014. Dans un récent document de travail, nous nous intéressons à ce débat pour plusieurs groupes de pays de

l’Union européenne sur la période 1998-2012.

A première vue, la relation entre ces deux concepts n’est pas aisée à démontrer, comme l’illustre le graphique suivant. Ce dernier présente un nuage de points qui pour chaque année et pour chaque pays européen donne les niveaux de financiarisation (approximée ici par la part des crédits/PIB) et d’instabilité financière (approximée ici par les prêts non performants). La corrélation entre ces variables est de -0,23.

Graphique. Financiarisation et instabilité financière



N.B : Non-Perf. Loans : prêts non performants, ou créances douteuses, exprimés en pourcentage du total des crédits émis par les banques. Credit/GDP : montant total des crédits bancaires exprimé en pourcentage du PIB.

Source : Creel *et al.* (2015) d’après la base de données GFDD.

Nous testons donc les deux cas de figure discutés plus haut. Nous qualifions le premier cas d’effet de vulnérabilité. En se développant, la financiarisation entraînerait une sorte d’euphorie qui donnerait lieu à l’octroi de prêts de plus en plus risqués qui favoriseraient l’instabilité financière. Cette hypothèse renvoie aux travaux de Minsky (1995)[1]. Parallèlement, nous testons le lien potentiellement négatif entre instabilité financière et financiarisation que nous qualifions d’effet de trauma. L’instabilité financière, de par

son occurrence et ses effets, incite les agents économiques à prendre moins de risques et à réduire leur endettement. Nos estimations montrent que le lien entre instabilité financière et financiarisation n'est pas uni-directionnel. Contrairement à ce que laisse supposer le coefficient de corrélation simple, le signe de la relation n'est pas le même lorsque l'on regarde l'effet de l'une des variables sur l'autre, et vice-versa. Les deux effets, de vulnérabilité et de trauma, ont été à l'œuvre dans les pays européens. Une politique d'ordre macro-prudentiel visant à surveiller la politique d'octroi de crédits des banques, en termes de volume et de qualité, semble donc bel et bien nécessaire en Europe.

Nous testons aussi la possibilité que ces effets soient non-linéaires, c'est-à-dire qu'ils dépendent de valeurs de référence. L'hypothèse de vulnérabilité semble dépendante à la fois du niveau de financiarisation (plus il est élevé, plus cette relation est établie) et du temps. Ce dernier point nous montre en effet que la relation positive entre financiarisation et instabilité financière se révèle au moment de la crise pour les pays déjà fortement financiarisés. Enfin, dans les pays périphériques de l'Union européenne[2], les taux d'intérêt de long terme et les taux d'inflation influencent beaucoup la variable d'instabilité financière. Par conséquent, dans ces pays, il semble qu'une forte coordination entre supervision bancaire et surveillance macroéconomique doive être organisée.

---

[1] Minsky H. P. (1995), « Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism », paper prepared for the conference, *Coping with Financial Fragility: A Global Perspective*, 7-9 September 1994, Maastricht, available at Hyman P. Minsky Archive. Paper 69.

[2] Ce groupe comprend l'Espagne, l'Irlande, l'Italie, la Grèce, le Portugal et des pays des vagues d'élargissement de 2004 et 2007. La constitution de ce groupe est expliquée dans le document de travail.

Les comportements d'investissement dans la crise : une analyse comparée des principales économies avancées

Par Bruno Ducoudré, Mathieu Plane et Sébastien Villemot

Ce texte renvoie à l'étude spéciale « Équations d'investissement : une comparaison internationale dans la crise » qui accompagne les Perspectives 2015-2016 pour la zone euro et le reste du monde.

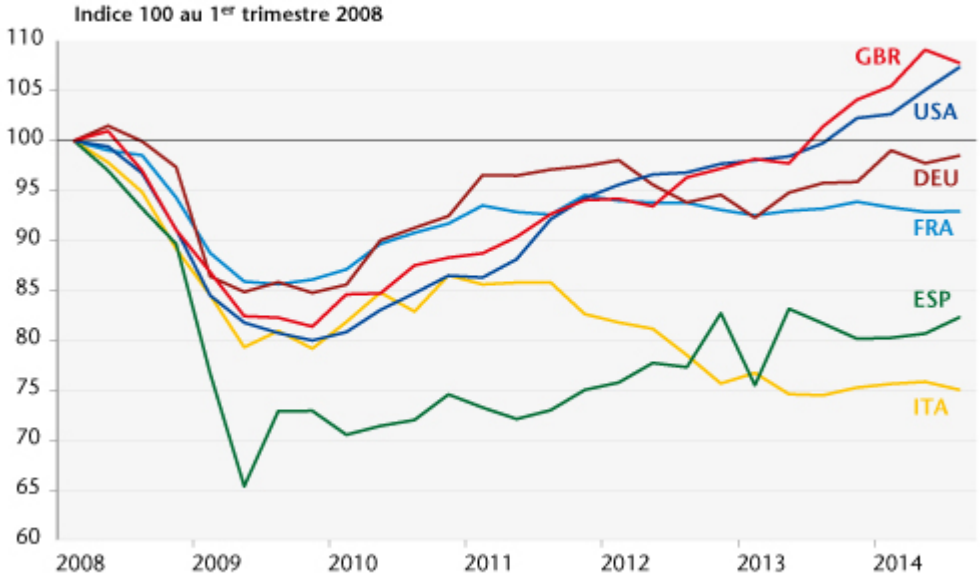
L'effondrement de la croissance consécutif à la crise des *subprime* fin 2008 s'est traduit par une chute de l'investissement des entreprises, la plus importante depuis la Seconde Guerre mondiale dans les économies avancées. Les plans de relance et les politiques monétaires accommodantes mises en œuvre en 2009-2010 ont toutefois permis de stopper l'effondrement de la demande ; et l'investissement des entreprises s'est redressé de façon significative dans tous les pays jusqu'à la fin 2011. Mais depuis 2011, l'investissement a été marqué par des dynamiques très différenciées selon les pays, en témoignent les écarts entre d'un côté les Etats-Unis et le Royaume-Uni et de l'autre les

pays de la zone euro, en particulier l'Italie et l'Espagne. Fin 2014, l'investissement des entreprises se situait encore 27 % en-dessous de son pic d'avant-crise en Italie, 23 % en Espagne, 7 % en France et 3 % en Allemagne. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'investissement des entreprises était respectivement 7 % et 5 % au-dessus de son pic d'avant-crise (cf. graphique).

En estimant des équations d'investissement pour six grands pays (Allemagne, France, Italie, Espagne, Royaume-Uni et Etats-Unis), notre étude vise à expliquer les mouvements de l'investissement sur longue période, en portant une attention toute particulière à la crise. Les résultats montrent que les déterminants traditionnels de l'investissement des entreprises – le coût du capital, le taux de profit, le taux d'utilisation des capacités de production et l'activité attendue par les entreprises – permettent de capter les principales évolutions de l'investissement pour chacun des pays au cours des dernières décennies, y compris depuis 2008.

Ainsi, depuis le début de la crise, les différences en matière de choix fiscaux, la mise en place de politiques budgétaires plus ou moins restrictives et la pratique de politiques monétaires plus ou moins expansives ont conduit à des dynamiques d'activité, de coût réel du capital ou de taux de profit différentes selon les pays qui expliquent aujourd'hui les disparités observées sur l'investissement des entreprises.

Investissement des entreprises non-financières



Sources : Comptes nationaux, calculs des auteurs.