29 avril 2014

IN'CHARTS

Inertie de l'investissement : les enjeux

Les écarts de perception sur les tendances à venir de l'investissement privé constituent de loin la première source de division de la communauté des économistes ces dernières années.

- Les plus confiants, largement majoritaires, voient dans le haut niveau des profits actuels, les besoins de renouvellement du parc productif et la remontée des taux d'utilisation des capacités, les arguments les plus convaincants d'une reprise à venir de l'investissement productif. Source d'amélioration de la productivité, de rattrapage de l'emploi et *in fine* de réduction de l'output gap des pays industrialisés, ce rebond attendu permet d'appréhender les années à venir sous un jour relativement optimiste, caractérisé par le retour d'une croissance soutenue à l'échelle mondiale, une normalisation du niveau des taux d'intérêt et encore de beaux jours pour les marchés d'actions.

- Les seconds, moins nombreux bien que récemment plus représentés, expriment des doutes quant à l'amorce d'un tel cercle vertueux. Nous faisons partie de ceux-ci, considérant que, freinée par l'anémie des gains de productivité, la faible croissance des profits l'emportera sur leur haut niveau absolu et la décision d'investir, quand, par ailleurs, les perspectives de demande restent très largement incertaines, les PME sont encore confrontées à d'importantes difficultés et les conditions de financement sont toujours difficiles. Le scénario qui en découle est nettement moins enthousiaste que le précédent, laissant peu de place à la probabilité de retrouver une croissance économique durablement plus solide nécessaire à une reprise décente de l'emploi, à celle une normalisation du niveau des taux d'intérêt et à la prolongation du cycle boursier.

Malgré un léger mieux sur le front de l'activité internationale ces derniers mois, les tendances recensées dans notre dernier *« moniteur de l'investissement mondial »* ne remettent pas fondamentalement en cause notre analyse.

Investissement mondial : un tableau toujours décevant

Après une longue période d'atonie, les tendances de l'investissement productif s'animent à nouveau depuis le début de l'année, la reprise européenne redonnant en particulier quelques espoirs de voir se concrétiser une période plus propice. La lecture transversale des tendances de l'investissement mondial ressortant de notre moniteur reste cependant décevante, toujours soumise à un risque significatif de déceptions :

- Aux États-Unis, où ni les résultats récents ni les indicateurs avancés ne sont à la hauteur des attentes,
- Au Japon, où le regain de 2013 est très largement conditionné par la performance à l'exportation des entreprises, aujourd'hui plus aléatoire,
- Dans le monde émergent, où de nombreux pays d'Asie sont confrontés à des excès de capacités, quand la plupart des autres grandes nations sont rattrapées par leurs défaillances structurelles.

Les résultats restent donc médiocres, globalement en phase avec la faible dynamique des commandes adressées au secteur de biens d'investissement des grands pays producteurs et avec la moindre performance récente du secteur sur les marchés d'actions.

Performance relative de l'indice MSCI euro des biens d'équipement

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il découle de ce constat plusieurs implications d'importance pour les perspectives macro-économiques et financières.

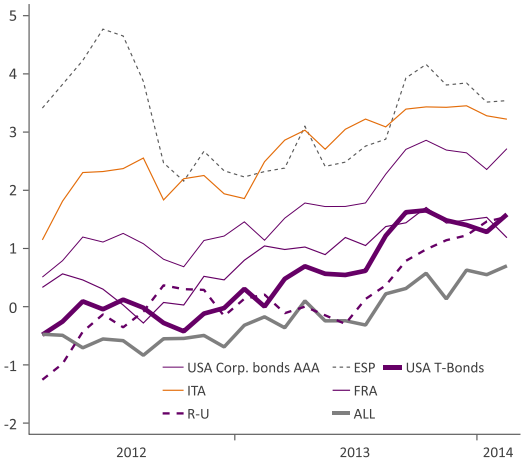
1- Affaissement du potentiel de croissance

C'est bien par leurs effets négatifs sur le potentiel de croissance de moyen-long terme que s'exercent les retombées les plus dommageables d'une faiblesse prolongée de l'effort d'investissement. Non seulement, en effet, l'absence de renouvellement et de développement des structures productives est synonyme d'érosion plus ou moins rapide du stock de capital productif

préjudiciable au développement de l'emploi futur, mais elle constitue également une source d'affaiblissement structurel des gains de productivité. Ces évolutions combinées tendent à réduire le taux de croissance tendanciel, ayant un impact directement négatif sur la croissance potentielle.

Alors que les destructions de structures productives occasionnées par la crise de 2008 et les années qui suivirent ont d'ores et déjà été exceptionnelles, l'anémie prolongée des dépenses d'investissement est donc incontestablement préoccupante. Or, l'expérience nippone est là pour nous rappeler que, malgré le haut niveau de profits des sociétés, la situation pourrait durer, notamment si l'environnement de prix est incertain. Un faible niveau d'inflation renchérit le coût réel de la dépense en capital et participe ainsi à sa raréfaction. **La hausse des taux réels, observée ces derniers mois dans la grande majorité des pays industrialisés, Japon excepté, est donc un risque supplémentaire de déceptions en la matière**.

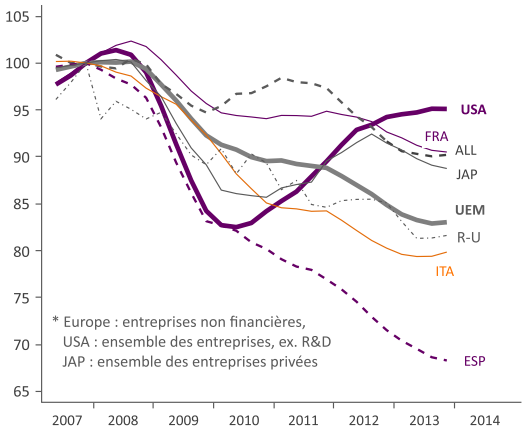
Taux d'intérêt réels à 10 ans, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'investissement des entreprises*

En % du PIB, à prix constants, 2007 T4=100



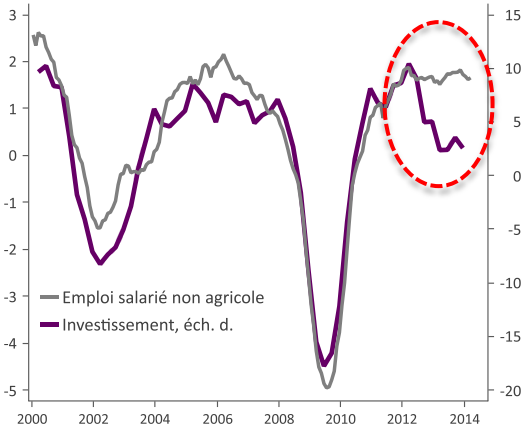
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- Éloignement des perspectives de reprise cyclique de l'emploi

Avant de pouvoir observer leurs conséquences à long terme, les périodes d'anémie des dépenses d'investissement ont pour impact cyclique immédiat de rendre très improbable toute reprise solide de l'emploi.

Emploi et investissement non résidentiel

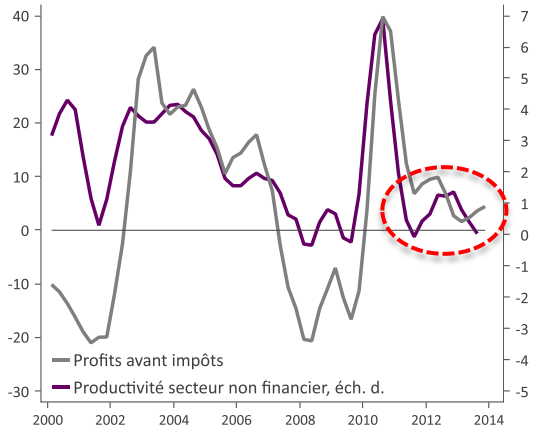
GA en %,



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Productivité horaire et profits réels* aux Etats-unis

*Déflaté de l'inflation, GA en %, MM3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bien qu'un certain mouvement de substitution du travail au capital s'observe aux États-Unis depuis maintenant plus d'un an, cette exception ne semble guère pouvoir se poursuivre très longtemps. La relation investissement-emploi est historiquement très forte et les effets négatifs de la substitution en cours sur le cycle de productivité et, donc, celui des profits des entreprises viendront vraisemblablement y mettre fin sans tarder.

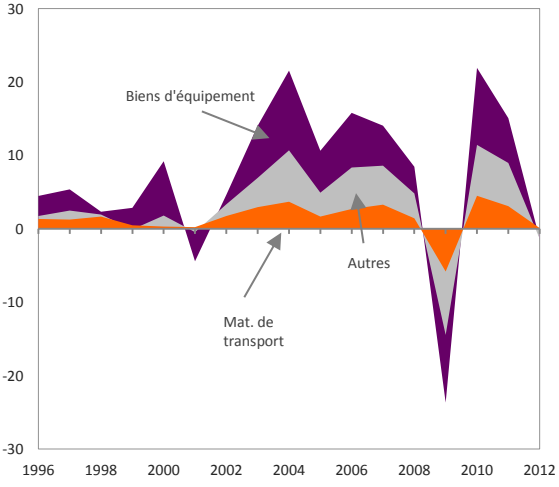
Par ailleurs, en Europe, où le frémissement récent des dépenses d'investissement permet d'envisager de moindres destructions de postes, l'effort d'équipement nécessaire pour permettre de renouer avec une croissance un tant soit peu soutenue de l'emploi semble toujours loin de portée (voir moniteur page 4).

Une frilosité persistante des entreprises en matière d'investissement aurait donc des conséquences notables sur les développements du cycle présent que l'on peut résumer par les principaux enchaînements suivants : diminution du taux de création d'emplois, réduction de la capacité de rebond de la demande de consommation, donc de la vigueur du cycle et du processus de désendettement, fragilisation du cycle.

3- Un facteur d'érosion du commerce mondial

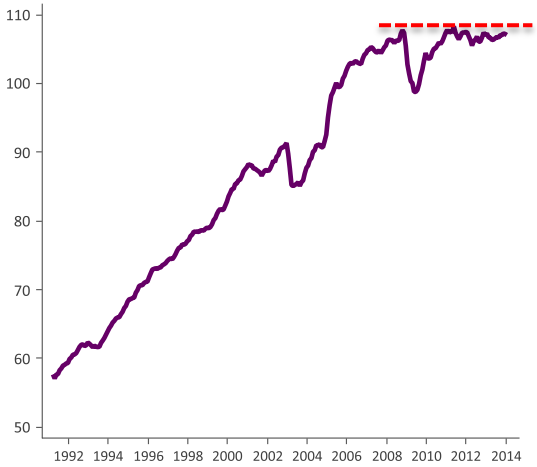
Les dépenses d'investissement sont une composante essentielle des échanges mondiaux. Avec près de 50 % du total des exportations, les biens d'équipement ont procuré un soutien de 45 % à la croissance des échanges internationaux entre 2000 et 2007 et davantage encore lors de la reprise de 2009 à 2012. La faiblesse prolongée de l'investissement a donc, par ricochet, pour effet de confisquer une source importante de croissance du commerce mondial. Relayée par la moindre demande de biens d'équipement en provenance des pays émergents, cette tendance a fini par rompre le processus de globalisation d'avant crise réduisant par là même les mécanismes de diffusion de la croissance économique à l'échelle mondiale et régionale.

Contribution à la croissance du commerce mondial de produits manufacturés en %



Sources : UNCTAD et calculs RF Research

Contenu en importations de la production mondiale (importations/production) en volume

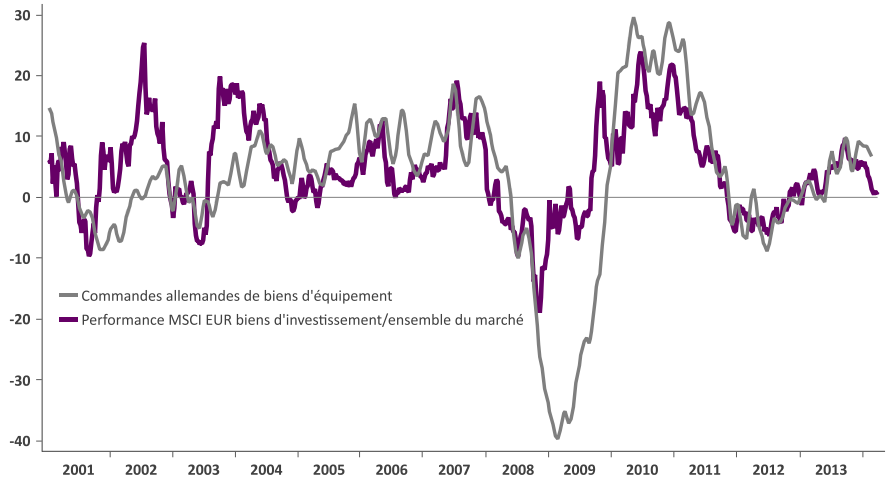


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les plus grands exportateurs mondiaux de produits manufacturés, pour la plupart importants producteurs de biens d'équipement, sont par nature les plus exposés à la faiblesse de biens d'équipements, parmi lesquels l'Allemagne et le Japon se distinguent par une prédominance historique, bien que de plus en plus concurrencés par de nouveaux acteurs d'Asie émergente.

L'ensemble conduit à s'interroger sur la capacité des entreprises à satisfaire les attentes des marchés. Tiré dans un premier temps par les espoirs de forte croissance structurelle des débouchés dans les pays émergents, puis par ceux d'une reprise de l'activité dans le monde développé, les biens d'équipement ont largement surperformé les autres secteurs de la cote ces trois dernières années, affichant depuis janvier 2010 une performance absolue de plus de 40 % dans la zone euro -proche de 60 % au niveau mondial- deux fois équivalente à celle de l'ensemble du marché. Le secteur pourrait être particulièrement exposé à toute remise à niveau des perspectives que suggère notre tour d'horizon mondial des tendances de l'investissement productif.

Performance relative de l'indice MSCI euro du secteur des biens d'équipement et commandes allemandes, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique Riches-Flores
veronique@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche (MESR), RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche) pour les années 2013,2014 et 2015.
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@*richesflores.com*