



Rue de la Banque

N° 44 ■ Mai 2017

Le rôle de la demande anticipée et de l'incertitude dans la récente faiblesse de l'investissement

Matthieu BUSSIÈRE

Laurent FERRARA
Banque de France

Juliana MILOVICH

Université Paris Nanterre

La faiblesse de l'investissement des entreprises observée dans plusieurs économies avancées depuis la crise financière mondiale a suscité un débat sur les principaux facteurs à l'origine de cette tendance et sur les réponses de politique économique à y apporter, le cas échéant. Ce Rue de la Banque résume une étude empirique sur les principaux déterminants de l'investissement des entreprises depuis 1995 pour un panel de vingt-deux économies avancées. À court terme, tandis que les mesures du coût du capital semblent jouer un rôle modeste, le manque de demande anticipée explique l'essentiel de la faiblesse de l'investissement des entreprises. L'incertitude y contribue également. On observe également que les prévisions de croissance du PIB systématiquement trop optimistes de 2008 à 2014 ont, de façon paradoxale, soutenu l'investissement des entreprises.

Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

Faits stylisés

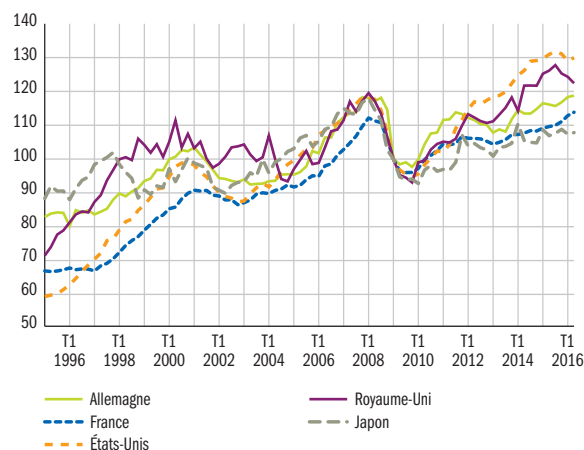
À la suite de la crise financière mondiale, l'investissement privé total a été particulièrement atone dans les économies avancées : le taux de croissance en glissement annuel a atteint à peine 2,1 % entre 2010 et 2014, contre 3,3 % au cours de la période ayant précédé la crise (c'est-à-dire entre 1997 et 2006). Cela a surpris de nombreux observateurs car on aurait pu s'attendre à un fort rebond après la crise financière de 2008-2009, l'investissement ayant accusé un repli marqué (se contractant de 2,6 % en 2008 et de 11,1 % en 2009). Cette faiblesse résulte en partie de l'investissement résidentiel, après l'envolée des marchés de l'immobilier résidentiel observée avant 2008. Cependant, l'investissement des entreprises a également été particulièrement faible : en volume, il a reculé dans les économies avancées entre 2008 et 2014 et, en 2014, il a été inférieur d'environ 20 % aux prévisions antérieures à la crise (FMI, 2015).

Parmi les économies avancées, les pays de la zone euro, en particulier ceux de la périphérie, ont été les plus affectés. Le graphique 1 présente l'évolution de l'investissement privé non résidentiel réel entre le premier trimestre 1995

et le deuxième trimestre 2016 (le premier trimestre 2009 étant égal à 100) pour les États-Unis, la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et le Japon. Notre première constatation

G1 Investissement privé non résidentiel réel entre T1 1995 et T4 2014 (sélection d'économies)

(T1 2009 = 100)



Source : OCDE.

est que tous les pays ont subi une baisse importante de l'investissement des entreprises durant la crise financière mondiale de 2008-2009 ; cependant, le rythme de la reprise observée à partir de 2009 ou 2010 se caractérise également par une forte hétérogénéité. Seuls les États-Unis et le Royaume-Uni ont affiché des taux de croissance toujours soutenus, qui ont entraîné un redressement complet de l'investissement des entreprises dans le sens où le niveau d'investissement est plus élevé au deuxième trimestre 2016 qu'en 2007. L'atonie du taux de croissance de l'investissement au Japon, en France et en Allemagne durant la reprise constitue une caractéristique particulièrement frappante, alors qu'on aurait raisonnablement pu s'attendre à un fort rebond après le recul prononcé enregistré pendant la crise financière mondiale.

Pourquoi l'investissement des entreprises est-il si faible ?

La faiblesse de l'investissement des entreprises est particulièrement préoccupante dans la mesure où cette variable exerce une forte influence sur la croissance économique potentielle.

Cette faiblesse persistante, observée dans plusieurs économies avancées, a ravivé l'intérêt pour les modèles d'investissement et suscité un débat sur les principaux facteurs à l'origine de cette tendance et sur la nature de la réponse de politique économique à y apporter, le cas échéant. La première cause est que la demande agrégée est faible depuis 2008, ce qui, clairement, n'incite pas les entreprises à investir. De fait, la théorie économique met l'accent sur l'approche en termes d'accélérateur qui a été largement utilisée pour l'analyse des cycles économiques. Le principe de l'accélérateur simple prend pour hypothèse que le niveau de stock de capital souhaité est proportionnel au niveau de la production. Avec cette hypothèse, il est possible que l'effondrement de l'investissement ne fasse que refléter la faiblesse de la demande agrégée et ne requière pas nécessairement une réponse ciblant spécifiquement l'investissement. À terme, l'investissement pourrait rebondir à mesure que la reprise se confirme, soutenu notamment par les politiques exceptionnellement accommodantes mises en place dans des zones économiques clés. Il convient toutefois de ne pas négliger d'autres explications ; et l'incertitude en fait partie. Le rôle de l'incertitude comme déterminant de l'investissement a été mis en avant par Bernanke dès 1983, et ce thème a été récemment approfondi par Bloom et al. (2007) et Bloom (2014). En particulier, une forte incertitude peut dissuader les entreprises

d'investir maintenant et les conduire à repousser leurs décisions d'investissement. Les contraintes financières sont également susceptibles d'avoir joué un rôle, la crise financière mondiale ayant réduit l'offre de crédit aux entreprises. Si ces frictions sont fortes, elles peuvent retarder le redressement de l'investissement (et, par conséquent, celui de l'économie mondiale). Cela peut concerner plus particulièrement l'Europe, où les conditions de financement ont été sensiblement modifiées pour les économies dites « périphériques ».

Ce *Rue de la Banque* présente une étude empirique des principaux déterminants de la croissance annuelle de l'investissement des entreprises pour un ensemble de 22 économies avancées sur la période 1995-2014, à partir de données de panel estimées (cf. Bussière, Ferrara et Milovich, 2015). Notre principale innovation réside dans l'utilisation de prévisions macroéconomiques historiques, à un horizon d'un an, de la croissance du PIB en tant que mesure de la demande anticipée. Nous intégrons ces mesures dans des modèles d'accélérateur augmenté, ainsi que diverses autres mesures de l'incertitude et des contraintes financières. Dans la mesure où le modèle n'est pas un modèle structurel, nous avons réalisé plusieurs tests de robustesse afin de vérifier nos résultats empiriques, en tenant notamment compte d'un grand nombre de mesures différentes de la demande anticipée (croissance anticipée du PIB domestique, de la demande mondiale, de l'orientation budgétaire, etc.), de l'incertitude (mesures de la volatilité, indice d'incertitude de la politique économique proposé par Baker, Bloom et Davis, 2016, les désaccords entre prévisionnistes découlant des prévisions du consensus, des indices liés aux nouvelles, etc.) et du coût d'utilisation du capital¹.

Principaux résultats

Le premier résultat important est que la demande domestique anticipée explique en grande partie la tendance de l'investissement et améliore les autres approches existantes. Ce résultat est robuste par rapport à d'autres mesures de demande anticipée, comme la demande extérieure. Deuxièmement, les résultats suggèrent que l'incertitude joue également un rôle dans l'explication de la faiblesse de l'investissement. À l'évidence, l'incertitude n'est pas directement observable et diverses mesures ont été récemment

¹ La mesure du coût d'utilisation du capital est fonction du taux d'intérêt réel, du taux d'amortissement et du prix relatif des biens d'équipement.

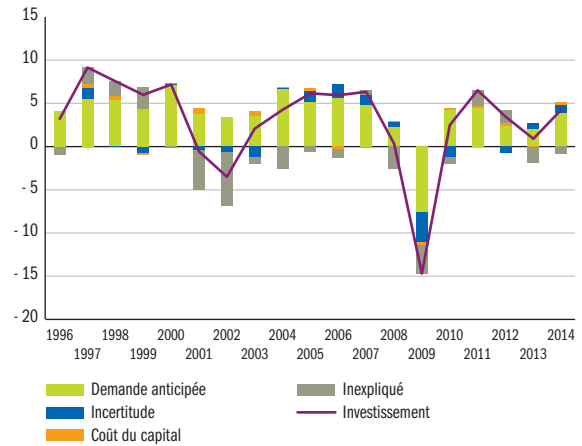
présentées dans la littérature empirique. Nos conclusions montrent que le degré d'incertitude mesuré par la volatilité historique des rendements boursiers, ainsi que par l'indice VIX (qui constitue une mesure de la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500 et s'accroît avec l'incertitude sur les marchés financiers), semble exercer une incidence notable sur les décisions d'investissement, tandis que cela est moins clair lorsqu'on utilise d'autres mesures de l'incertitude macroéconomique. De plus, nos résultats mettent également en évidence que les contraintes financières, mesurées par le coût réel d'utilisation du capital, ne semblent pas jouer un rôle majeur en termes d'influence sur l'investissement des entreprises pour l'ensemble des pays (et ce, bien que notre décomposition par pays fournisse des résultats légèrement plus nuancés pour certains pays, en particulier ceux de la « périphérie » de la zone euro). Ce résultat apparaît robuste par rapport à d'autres mesures de contraintes financières et à une batterie de tests de robustesse.

Lorsque l'on tente de distinguer les contributions des différents déterminants de la croissance de l'investissement des entreprises à court terme depuis la crise financière mondiale, la principale conclusion qui ressort de l'analyse est que le ralentissement de l'investissement des entreprises dans notre panel d'économies avancées est essentiellement dû à la demande anticipée (contribution négative de plus de 80 %), l'incertitude jouant cependant également un rôle (contribution négative de 17 %). En revanche, pour les pays pris dans leur ensemble, le coût du capital contribue peu à cette chute (cf. contributions dans le graphique 2).

Enfin, le fait que les erreurs de prévision ont en réalité soutenu l'investissement depuis le début de la crise mérite d'être souligné. En effet, si les prévisions relatives au PIB avaient été parfaites et non pas systématiquement surestimées, d'après nos estimations, l'investissement global aurait été inférieur d'environ 12 points de pourcentage. Les prévisions de croissance du PIB ayant été trop optimistes de 2010 à 2014, les investisseurs qui fondent leurs décisions sur les prévisions de production officielles auraient probablement investi moins s'ils

G2 Contributions à la croissance de l'investissement des entreprises estimées à l'aide du modèle de référence

(en %)



Source : Calculs des auteurs.

avaient su dans quelle mesure la croissance mondiale allait se révéler faible.

Dans une perspective de politique économique, nos résultats empiriques soulignent l'importance de la demande agrégée anticipée comme facteur déterminant de l'investissement des entreprises. En conséquence, les politiques économiques visant à doper la demande anticipée constituent l'outil le plus efficace pour stimuler l'investissement. Cela étant dit, le rôle des autres facteurs ne doit pas être négligé. Le coût du capital semble jouer un rôle plus modeste pour la plupart des pays, mais notre décomposition par pays révèle qu'il a apporté une contribution importante dans certaines économies périphériques de la zone euro. L'incertitude semble également jouer un rôle. Réduire l'incertitude globale devrait conduire à une hausse de la croissance de l'investissement, conformément à la théorie économique. Il reste toutefois un éventuel point d'achoppement sur lequel il convient d'attirer l'attention : l'incertitude est un concept qui peut revêtir diverses formes et les canaux par lesquels elle peut être réduite ne sont pas totalement clairs et nécessitent de poursuivre les travaux de recherche académique.

Bibliographie

Baker (S.), Bloom (N.) et Davis (S.) (2016)

« *Measuring economic policy uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131(4), p. 1593-1636.

Bernanke (B. S.) (1983)

« *Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment* », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98 (1), p. 85-106.

Bloom (N.) (2014)

« *Fluctuations in uncertainty* », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28(2), p. 153-176.

Bloom (N.), Bond (S.) et Van Reenen (J.) (2007)

« *Uncertainty and investment dynamics* », *Review of Economic Studies*, vol. 74, p. 391-415.

Bussière (M.), Ferrara (L.) et Milovich (J.) (2015)

« *Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty* », *Document de travail* n° 571, Banque de France.

Fonds monétaire international (2015)

« *Private investment: what's the holdup?* », *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, chapitre 4, p. 71-113, avril.

Éditeur

Banque de France

Réalisation

Direction de la Communication

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Mai 2017

www.banque-france.fr

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

