

# ECO FLASH

Juin 2019

## Investissement en zone euro : dynamique et recomposition

Louis Boisset

- De 2008 à 2013, la zone euro a connu une baisse marquée de l'investissement. Un redressement tardif a été observé à partir de 2014, mais l'investissement total reste inférieur à son niveau d'avant-crise.
- Des disparités existent entre les pays. Le taux d'investissement a par exemple nettement baissé après la crise en Espagne alors qu'il a augmenté en France.
- La part de l'investissement dédiée aux actifs intangibles, notamment à la recherche et au développement, progresse au détriment des actifs matériels.

### Une longue période de baisse

En zone euro, le double choc de 2008 (crise financière) et 2012 (crise des dettes souveraines) a eu un impact particulièrement prolongé sur la dynamique de l'investissement (cf. graphique 1). La hausse des coûts de financement, en particulier pour certains pays sensiblement affectés par la crise de 2011-2012 et, plus largement, la difficulté d'accès au crédit, dans un contexte de fragmentation financière importante, ont pu freiner les décisions d'investissement<sup>1</sup>. Le niveau élevé des incertitudes pourrait également en constituer l'un des principaux facteurs. Sur cette période, il aurait en effet pesé de manière significative et continue sur l'investissement<sup>2</sup>. Le difficile redressement de la FBCF (formation brute de capital fixe ou investissement), postérieur à 2009, doit également s'inscrire dans un contexte de hausse et de niveau élevé de l'endettement public en zone euro et de faiblesse de la demande agrégée<sup>3</sup>, notamment dans certains pays du Sud de l'Europe.

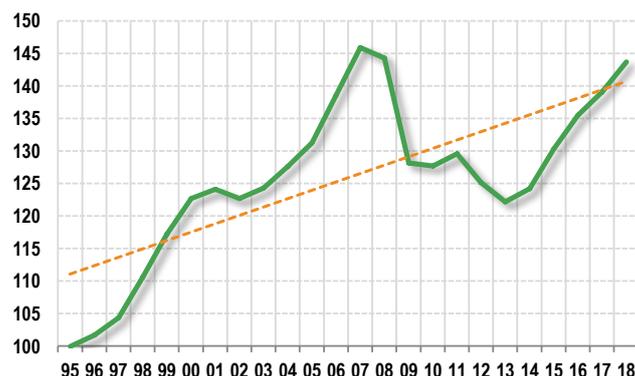
<sup>1</sup> B. Barkbu et al., *Investment in the euro area: why has it been weak?*, IMF Working Paper, February 2015

<sup>2</sup> *Business investment in EU countries*, ECB, Occasional Paper Series, October 2018

<sup>3</sup> N. Balta, *Investment dynamics in the euro area since the crisis*, DG ECFIN, March 2015

### ■ Rattraper le retard

Investissement total en zone euro, avec tendance (ménages, entreprises et administrations publiques, Base 100 = 1995, volume)

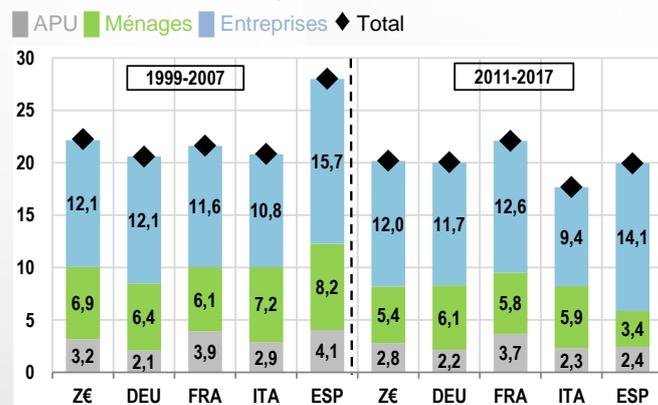


Graphique 1

Source : Eurostat

### ■ Disparités entre pays

Taux d'investissement total (ménages, entreprises et administrations publiques, en % du PIB valeur)



Graphique 2

Source : Eurostat

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco  
FLASH

La banque  
d'un monde  
qui change

## Redressement tardif mais notable

En zone euro, sur la période d'après-crise (2011-2017) le taux d'investissement moyen a été inférieur de l'ordre de 2 points de PIB à celui d'avant-crise (1999-2007). La baisse s'est vérifiée dans la plupart des grands pays<sup>4</sup>, à l'exception de la France où le taux d'investissement a légèrement progressé pour atteindre en moyenne 22% du PIB après la crise<sup>5</sup> (cf. graphique 2). Si ce taux diminue peu en Allemagne, la baisse est nettement plus marquée en Italie (-3,2 points à 17,7% du PIB) et surtout en Espagne (-8 points à environ 20%), ce qui suggère une correction suite à l'apparition de surcapacités importantes avant la crise, notamment dans la construction<sup>6</sup>.

En zone euro, la croissance moyenne en volume de l'investissement (cf. graphique 3) a été divisée par deux entre les deux périodes (+3,2% en moyenne par an entre 1999 et 2007 et +1,5% entre 2011 et 2018). Le léger repli du taux d'investissement allemand masque une sensible accélération du volume de FBCF. Après une période de faible dynamisme avant la crise (croissance moyenne de l'ordre +1,0%), le volume total d'investissement en Allemagne a progressé de +2,5% post-crise. Au total, sur cette période, l'Allemagne a très nettement soutenu la dynamique d'investissement de la zone euro dans son ensemble.

En Espagne, la forte correction de l'investissement, débutée au moment de la crise de 2008 après un dynamisme difficilement soutenable, a ramené en 2013 son niveau à celui de 1999. Un rebond marqué et soutenu s'observe depuis. Le profil de l'investissement en Italie est singulier. Après sept années consécutives de baisse (2008-2014), le volume d'investissement a retrouvé une croissance positive en 2015 lui permettant tout juste de retrouver en 2018 son niveau de 1999 (cf. graphique 4).

## Un investissement plus riche en actifs immatériels

La baisse du taux d'investissement global en zone euro s'est accompagnée, entre les périodes d'avant-crise et d'après-crise, d'une légère recombinaison. La part des actifs immatériels<sup>7</sup> dans la FBCF totale a progressé pour atteindre environ 20%, au détriment des actifs matériels (bâtiments, machines et équipements) (cf. graphique 5). L'importance croissante prise par les intangibles dans les investissements s'observe dans les quatre grandes économies de la zone euro. Toutefois, cette part reste relativement plus faible en Espagne (14,5% du total en moyenne post-crise) et en Italie (15,7%), qu'en France (23,4%) et, dans une moindre mesure, qu'en Allemagne (18,1%). A l'inverse, la part des « machines et équipements » dans la FBCF française est moins élevée que celle des trois autres grands pays reflétant en partie la faiblesse relative de la valeur ajoutée (VA) industrielle (hors construction) dans la VA totale (14% en 2018 en France, contre 26% en Allemagne et un peu moins de 20% en Italie et en Espagne).

<sup>4</sup> L'échantillon retenu regroupe l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, soit ¾ de la FBCF totale en valeur de la zone euro en 2018.

<sup>5</sup> En limitant le champ de l'analyse aux branches marchandes non agricoles, le constat est identique.

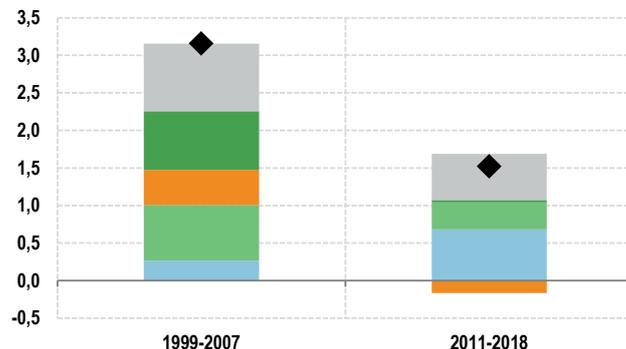
<sup>6</sup> P. Butzen, *Why is investment in the euro area continuing to show only weak recovery?*, National Bank of Belgium Economic Review, September 2016

<sup>7</sup> Nous désignons ici comme actifs immatériels, les "droits de propriété intellectuelle" qui recouvrent notamment les dépenses d'investissement en recherche et développement et en logiciels et bases de données.

## Le Sud de la zone euro à la peine

Contribution à la croissance de l'investissement total (pp, en volume)

■ Allemagne ■ France ■ Italie ■ Espagne ■ Autres ♦ Zone euro



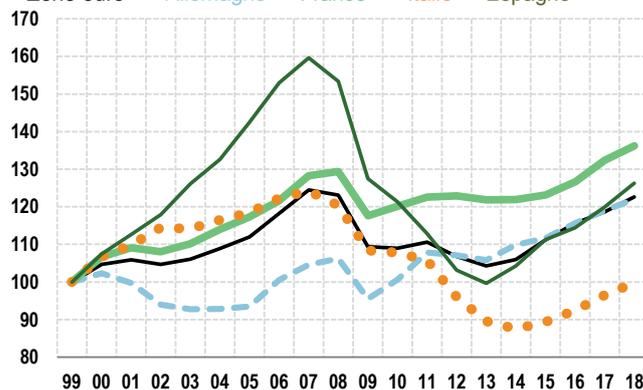
Graphique 3

Source : Eurostat

## Rattrapage inégal

Evolution de l'investissement total en volume (Base 100 = 1999)

— Zone euro — Allemagne — France — Italie — Espagne



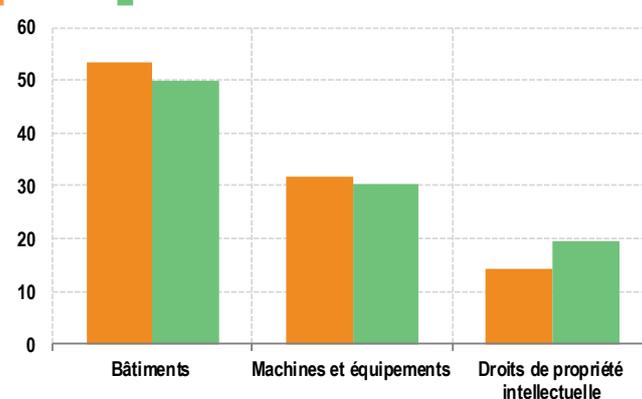
Graphique 4

Source : Eurostat

## Plus d'actifs immatériels, moins de bâtiments

Décomposition de l'investissement total par actif en zone euro (en %)

■ 1999-2007 ■ 2011-2018



Graphique 5

Source : Eurostat

Les profils de l'investissement en volume confirment le dynamisme des investissements en « droits de propriété intellectuelle »<sup>8</sup> (cf. graphique 6). En effet, les dépenses d'investissement en « machines et équipements » ont sensiblement pâti de la crise, et notamment du choc négatif sur le commerce mondial de 2009. A l'inverse, les dépenses en « droits de propriété intellectuelle » semblent avoir été moins affectées, affichant une stabilité de 2007 à 2009, avant de repartir à la hausse dès 2010. Cette résilience s'observe aussi bien en Allemagne qu'en France (dans le contexte des réformes du Crédit Impôt Recherche<sup>9</sup>) qu'en Espagne.

### Un effort de R&D à confirmer

Parmi les branches d'activité marchandes des grandes économies de la zone euro, l'industrie (hors construction) et les services « d'information et de communication » affichent en particulier des taux d'investissement élevés, suggérant une forte intensité capitalistique.

Dans l'industrie, le taux d'investissement augmente en moyenne en France et en Espagne entre les périodes d'avant et d'après-crise, tandis qu'il baisse légèrement en Allemagne et en Italie (cf. graphique 7). Partout, néanmoins, le taux d'investissement de l'industrie en actifs immatériels a augmenté<sup>10</sup>, en particulier en « recherche et développement » (R&D). Ce taux reste relativement faible en Espagne (2,2% de la VA industrielle) et en Italie (3,6%) par rapport à l'Allemagne (7,1%) et, de surcroît, à la France (9,0%). Ce dernier constat est à nuancer compte tenu de la faiblesse relative de l'industrie dans le tissu productif français. A l'image de l'industrie, la branche d'activité « information et communication », dont la productivité est relativement élevée et dynamique, affiche également un taux d'investissement en actifs immatériels en hausse dans les grandes économies de la zone euro et un niveau relativement élevé parmi les services marchands. Cette dynamique pourrait en partie refléter un environnement concurrentiel intense, incitant les entreprises à monter en gamme, et qui pourrait plus largement mener à l'exclusion du marché des entreprises les plus fragiles.

Au total, bien que globalement ralenti, l'investissement en zone euro tend à s'orienter davantage vers des actifs immatériels, notamment dans l'industrie et certains services productifs. L'investissement en R&D aurait à court et long terme des effets bénéfiques sur les dynamiques de productivité. L'effort en R&D doit être maintenu et accompagné. Toutes choses égales par ailleurs, bien que relativement élevé, le niveau de productivité des pays de la zone euro, approché par le PIB par heures travaillées, s'est éloigné de celui des Etats-Unis (cf. graphique 8) depuis la crise de 2008. Une marge de rattrapage subsiste donc.

**Louis Boisset**

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

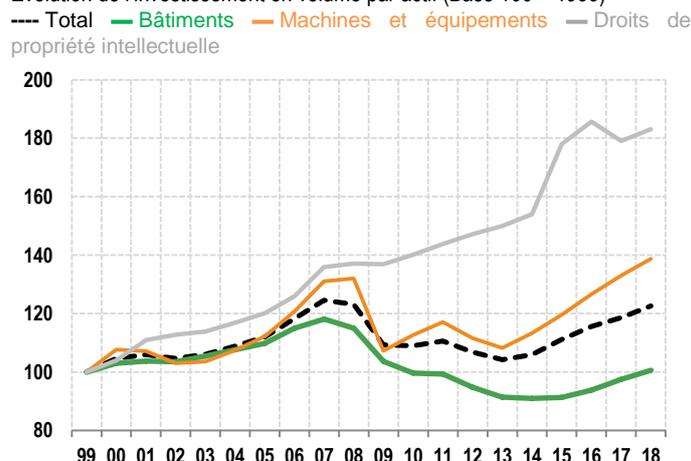
<sup>8</sup> La hausse marquée de 2015 des dépenses d'investissement en R&D s'explique en partie par le changement de méthode de comptabilisation de la R&D intervenue en Irlande cette année-là (voir: *La croissance irlandaise est-elle factice?*, CEPIL, Novembre 2017)

<sup>9</sup> S. Guillou et al. *L'investissement des entreprises françaises est-il efficace?*, France Stratégie, octobre 2018

<sup>10</sup> Parmi les actifs immatériels, la comparabilité entre pays de l'investissement en "logiciels et bases de données" nécessite de la prudence, en raison de différences possibles de comptabilisation (voir: S. Guillou, *L'immatérialité de l'investissement des entreprises françaises?*, OFCE, février 2019)

### Résilience de la propriété intellectuelle

Evolution de l'investissement en volume par actif (Base 100 = 1999)



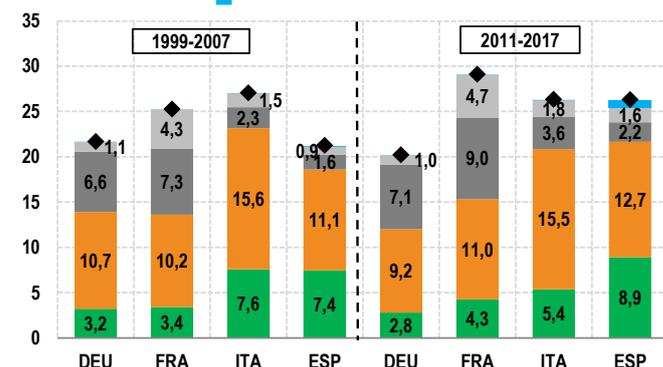
Graphique 6

Source : Eurostat

### Une industrie plus innovante

Taux d'investissement de l'industrie hors construction par actif (en % de la VA industrielle)

◆ Totaux ■ Bâtiments ■ Machines et équipements ■ R&D ■ Logiciels et bases de données ■ Autres



Graphique 7

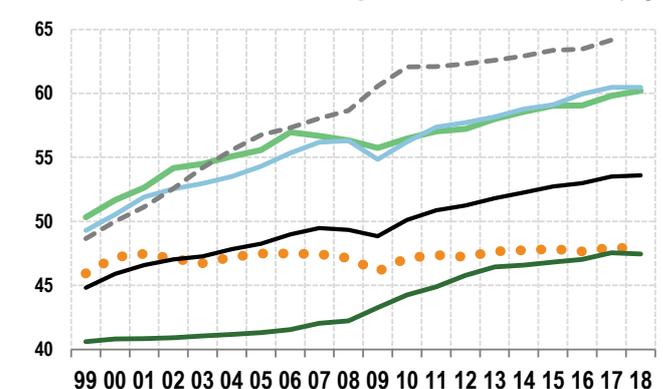
Source : Eurostat

Note: pour l'Italie et l'Espagne, le dernier point est 2016

### Un retard à combler avec les Etats-Unis

PIB par heures travaillées (USD constants, 2010 PPA)

— Zone euro — Etats-Unis — Allemagne — France — Italie — Espagne



Graphique 8

Source : OCDE

Note : dernier point 2018 sauf pour les Etats-Unis (2017)

**Recherche Economique Groupe****William De Vijlder**  
Chef économiste+33 1 55 77 47 31    [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)**ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES****Jean-Luc Proutat**

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32    [jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63    [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91    [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)**Frédérique Cerisier**

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52    [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)**Catherine Stephan**

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89    [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)**Raymond Van Der Putten**

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99    [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56    [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)**ECONOMIE BANCAIRE****Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54    [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)**Laure Baquero**+ 33 1 43 16 95 50    [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)**Céline Choulet**+33 1 43 16 95 54    [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)**Thomas Humblot**+ 33 1 40 14 30 77    [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)**ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS****François Faure**

Responsable

+33 1 42 98 79 82    [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27    [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77    [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86    [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84    [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)**CONTACT MEDIA****Michel Bernardini**+33 1 42 98 05 71    [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)

## NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFLASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?  
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent à titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR  
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT  
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN  
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>  
OU TWITTER  
[https://twitter.com/EtudesEco\\_BNPP](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)

