



INVESTISSEMENT ET HYPOTHÈSES DE STAGNATION ÉCONOMIQUE :

LES ENSEIGNEMENTS D'UNE ÉTUDE INTERNATIONALE SUR DONNÉES INDIVIDUELLES D'ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Adrian Blundell-Wignall

Special Advisor on Financial Markets to the OECD Secretary General, &
Director Financial & Enterprise Affairs Directorate

Caroline Roulet

Economist



1. Introduction

Pourquoi, depuis la crise mondiale,

- Les marchés de capitaux ont-ils une **perception si modeste des risques**, avec partout:
 - des prix d'actifs en hausse en réponse à des taux d'intérêt nuls
 - des politiques d'assouplissement quantitatif
- Alors que les entreprises qui investissent dans l'économie réelle semblent **en percevoir tellement plus ?**

UN PARADOXE SURPRENANT

- **Manque d'investissements dans les pays avancés selon certains responsables de l'action publique**

- à un moment où l'économie mondiale présente tous les signes d'un excédent de capacités (inflation faible, baisse du niveau général des prix dans certaines économies avancées depuis le régime d'étalon-or)

- en dépit de six ans d'une politique monétaire la plus expansionniste de tous les temps à l'échelle mondiale

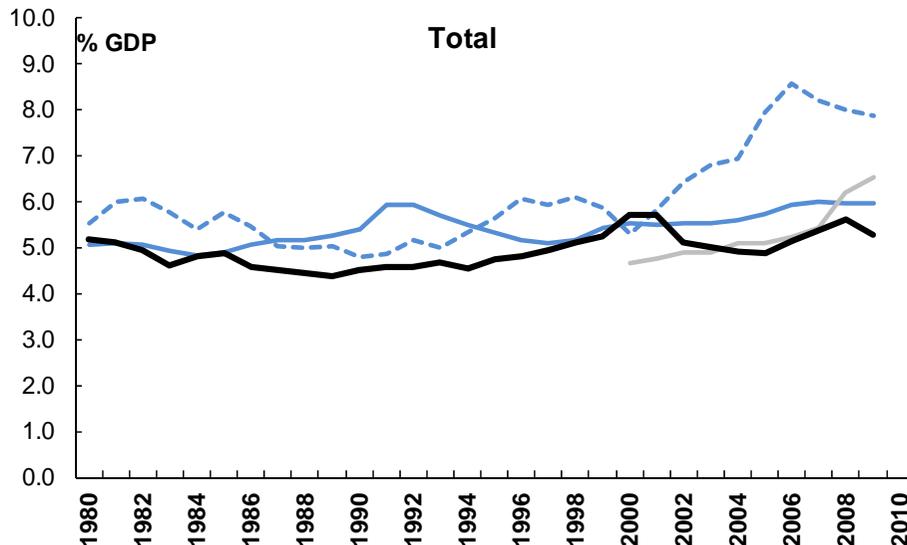
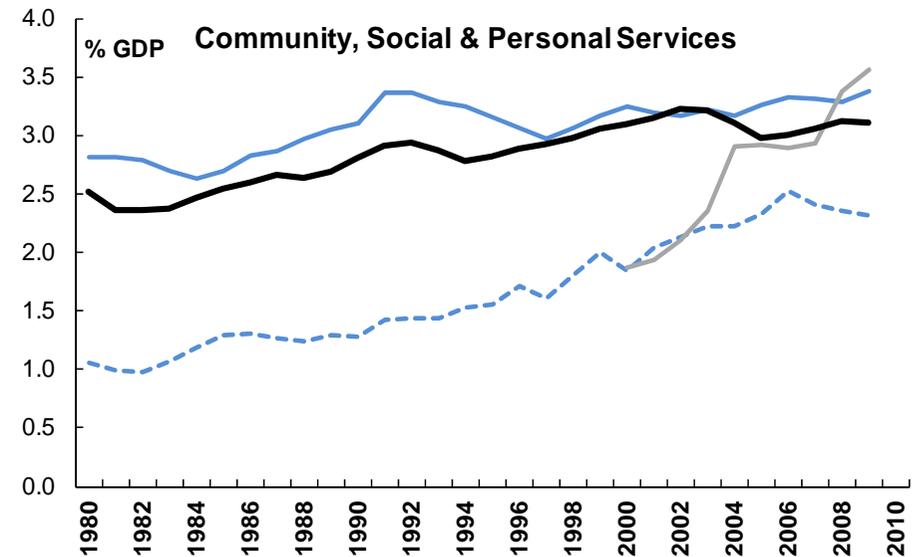
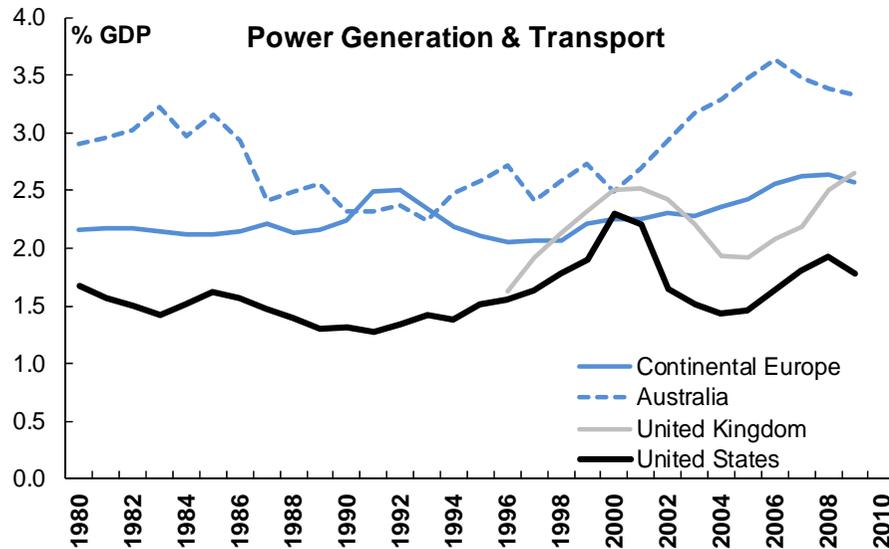
- **Ce papier analyse les hypothèses possibles du manque d'investissement au sein de l'économie mondiale**

- Données financières des 9 000 plus grandes sociétés cotées dans 75 pays avancés et émergents sur la période 2002-2013

- Analyse approfondie par groupe de pays en lien avec les hypothèses de « stagnation » (taux de croissance du PIB inférieur à la croissance potentielle)



2. Analyse des données microéconomiques: investissement, stagnation et principales causes



**Données de comptes
nationaux:**

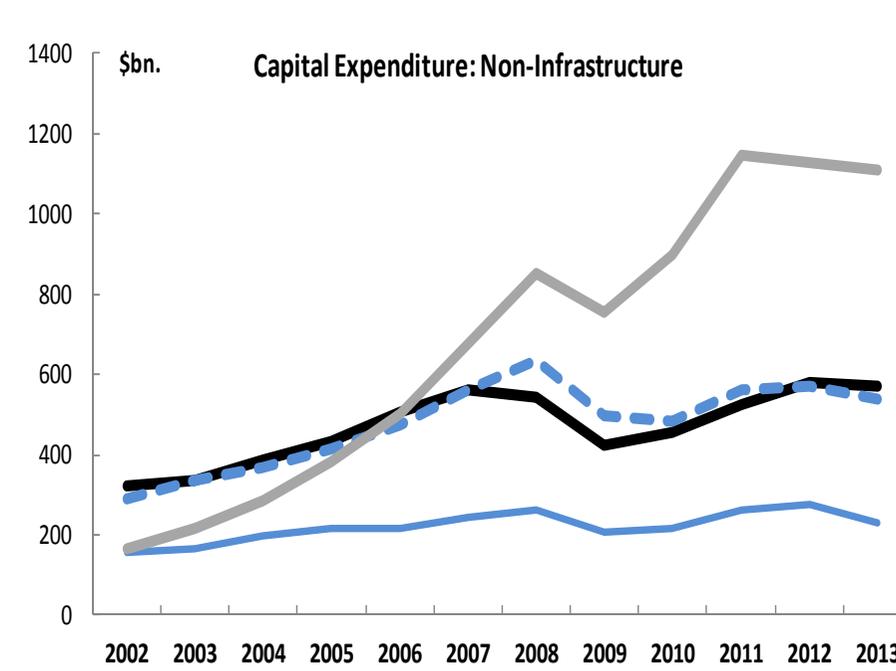
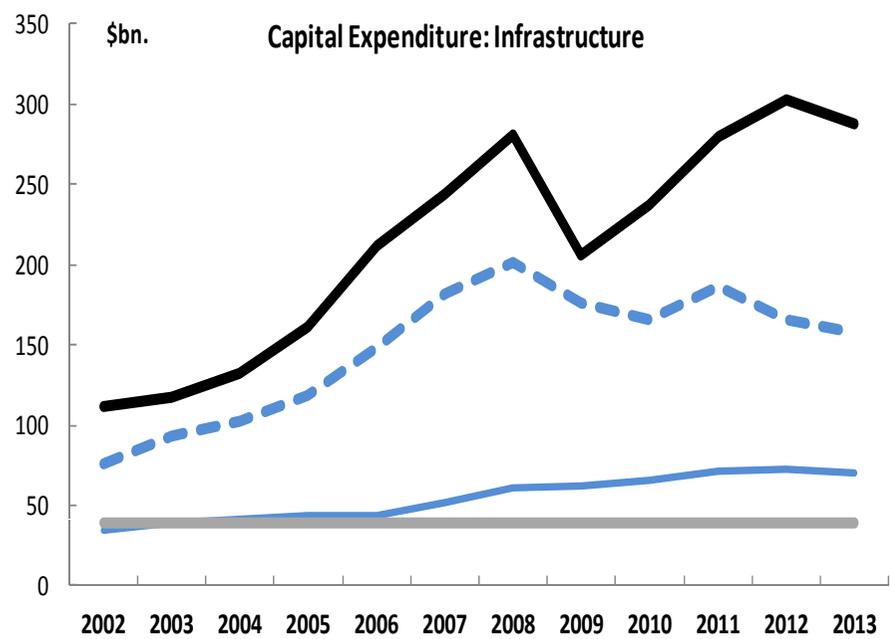
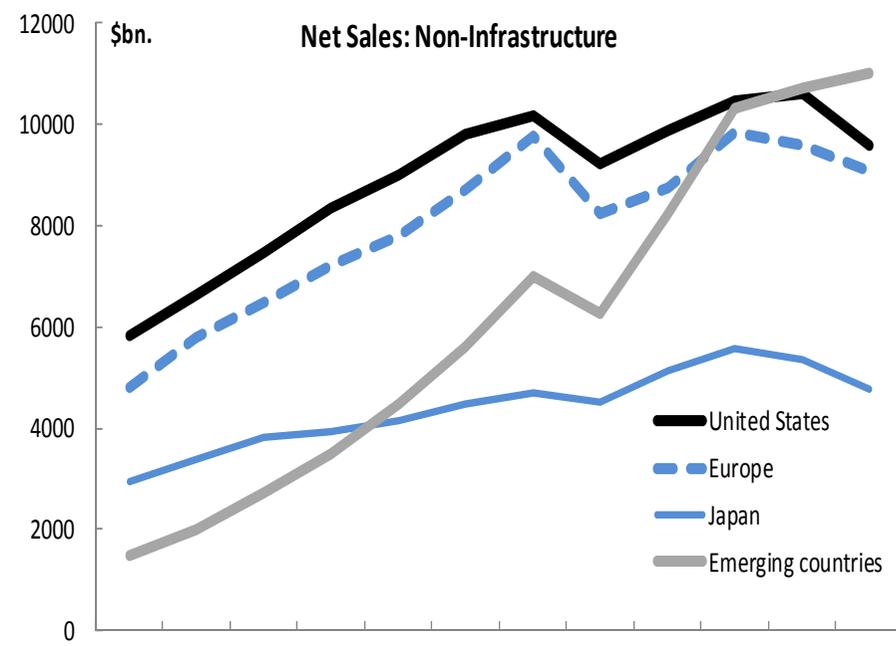
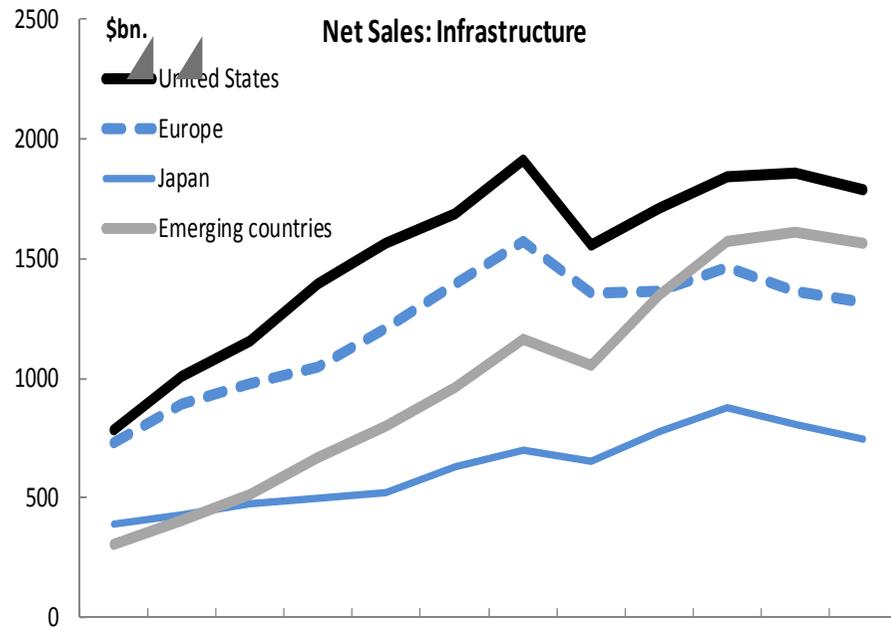
**Formation brute de capital
fixe dans les secteurs des
infrastructures**

- **Hausse globale des investissements en infrastructure depuis 2000; hétérogène secteurs/pays**
- **Moindres investissements des États-Unis** par rapport aux autres pays (accélération depuis la crise financière)
- **Reprise au Royaume-Uni et Europe Continentale** favorisée le transport , le stockage et les communications
- **Australie:** Prédominance des investissements en infrastructure par rapport aux autres pays (particulièrement suite au boom de l'industrie minière)

Limites de ces données

- Impossible distinction entre investissements publics/ privés
- Aucun lien possible avec le Rendement des Capitaux Propres (RCP) des entreprises qui investissent (pertinent pour l'analyse des hypothèses de stagnation)

Les données microéconomiques des entreprises non-financières



Infrastructure

- **Stagnation en Europe/Japon** des ventes/dépenses en capital
- **Moindre stagnation aux États-Unis** (surtout après la crise)
- **Forte croissance** des ventes dans les **pays émergents**;
stagnation des dépenses en capital

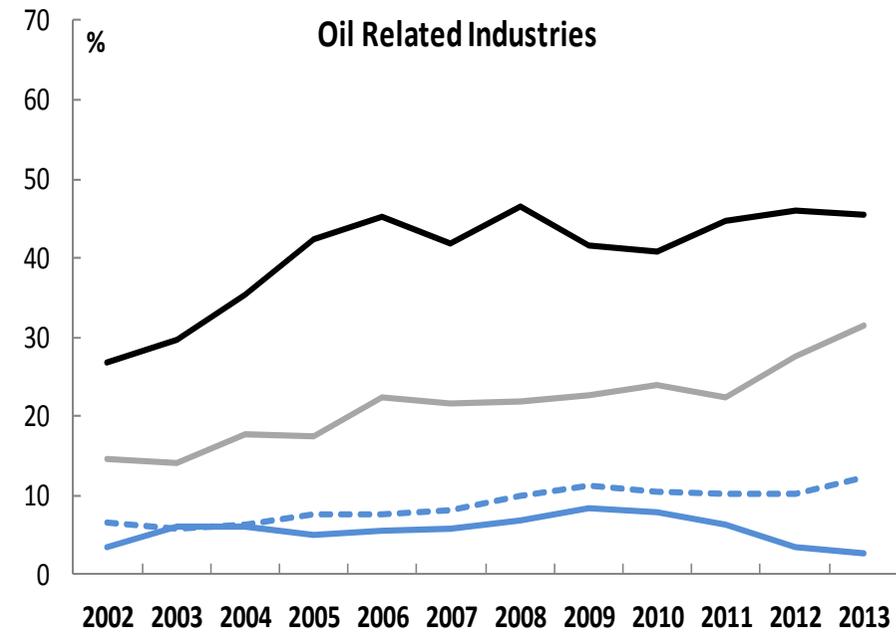
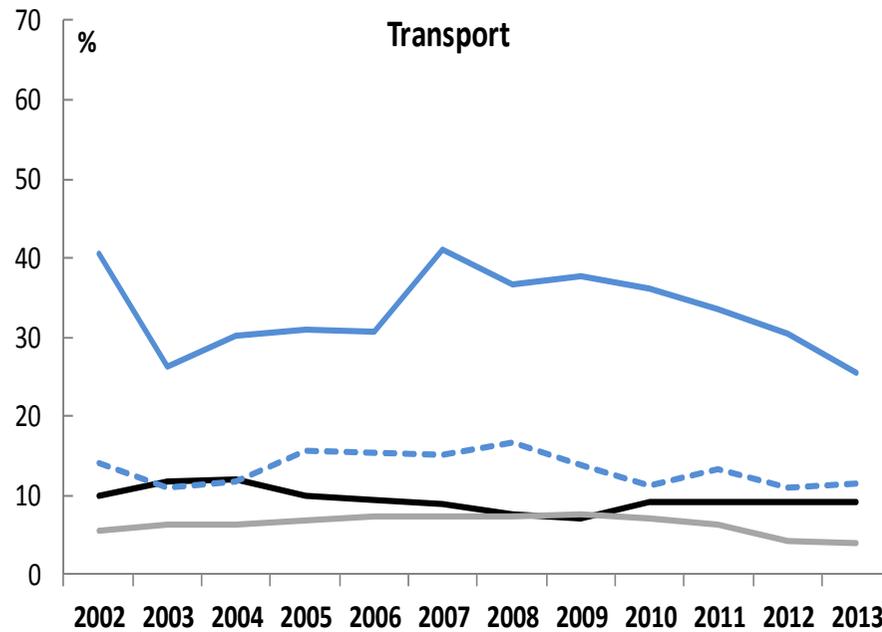
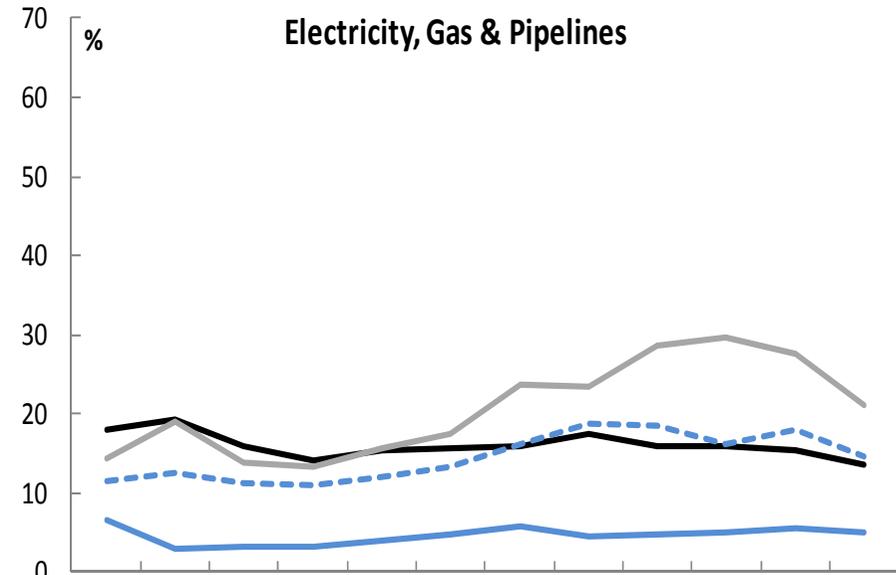
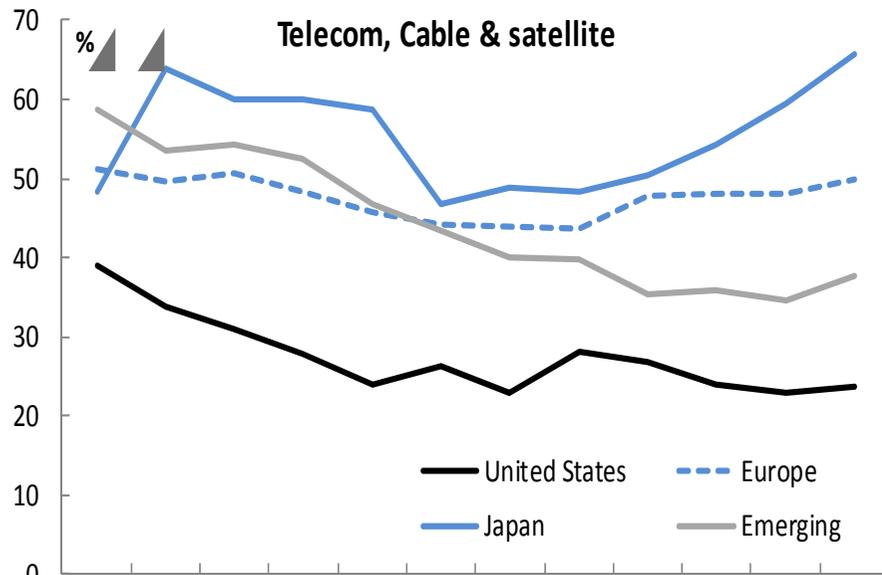
Industrie

- **Stagnation** dans les principales économies de l'**OCDE**
- **Très forte croissance** des ventes/dépenses en capital dans les **pays émergents**

➡ **Déplacement du centre de gravité de l'économie mondiale vers les pays émergents**

➡ **Forts investissements dans les pays émergents dus aux stratégies d'incitation à épargne/investissement**

Investissements au sein des sous-secteurs de l'infrastructure

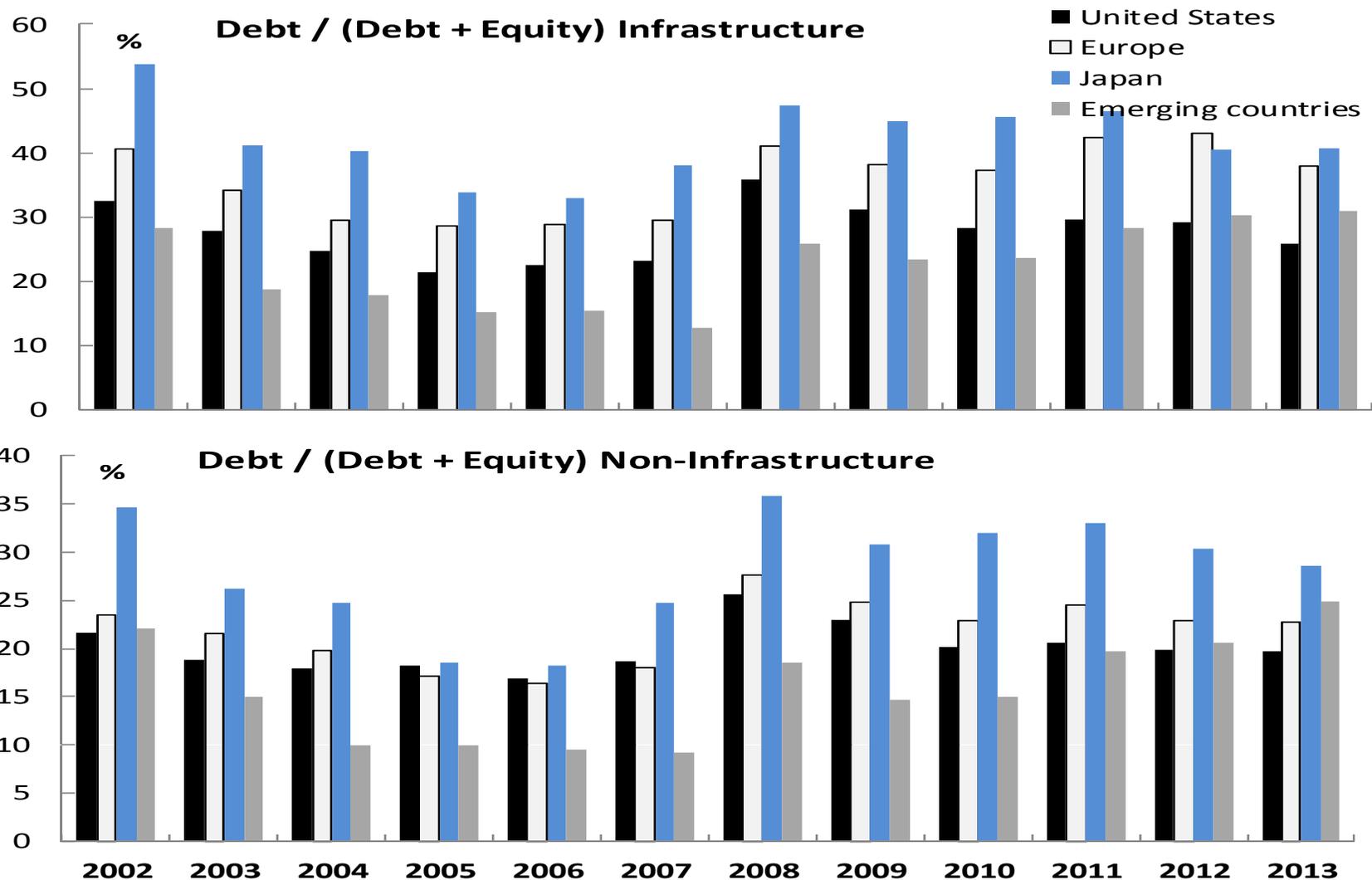


- 
- **Plus GRANDE PART des investissements dans télécommunications, câbles électriques et les satellites** (Europe/Japon – suivi des pays émergents, en déclin depuis la crise)
 - **Investissements massifs dans secteurs du pétrole aux États-Unis/pays émergents** (importantes ressources d'énergie naturelles disponibles)
 - **Investissements dans les secteurs du gaz, électricité et pipelines dominés par les pays émergents** (en déclin depuis la crise) – étonnamment suivi de l'**Europe** (peu de ressources naturelles et dépendance gazière)
 - **Plus FAIBLE PART des investissements dans les transports-** très élevée au Japon (le double d'ailleurs; surprenant dans un petit pays densément peuplé où des rendements décroissants sont problématiques)



3. Faits stylisés sur la relation stagnation / risque

Les risques d'un excès d'endettement



- **Montée d'une bulle de sur-investissement** (crise asiatique)
- **Effet d'éviction sur l'investissement à long terme** (via les incitations fiscales à emprunter pour rémunérer les actionnaires)

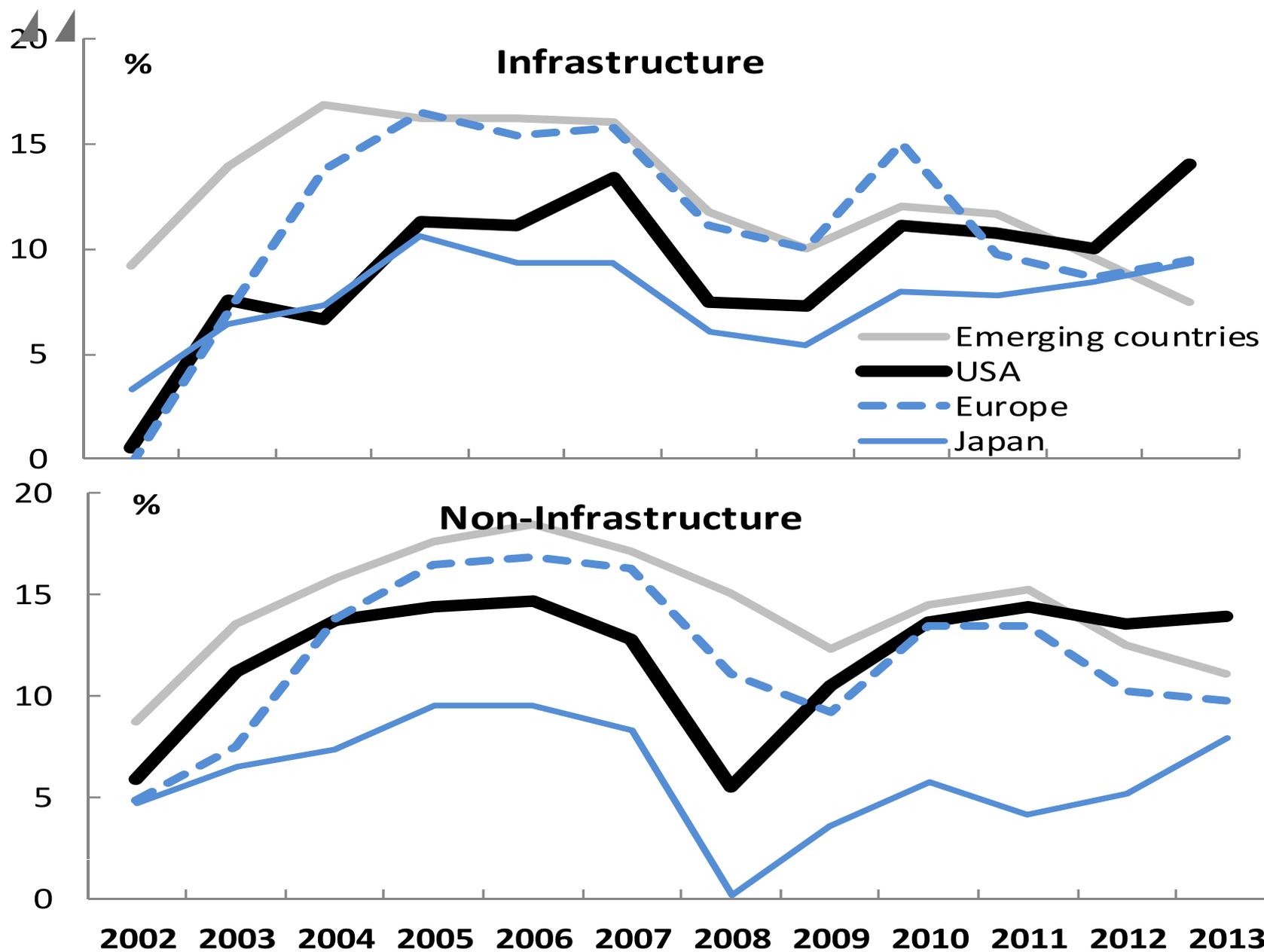
Faits Stylisés

- **Ratio d'endettement plus élevé dans le secteur des infrastructures** (besoins de financement CT pour revenus à LT; déductibilité des intérêts dans la structuration fiscale des droits de propriété)
- **Plus haut ratio d'endettement pour Japon – suivi de Europe/États-Unis**
- **Forte augmentation dans les pays émergents** depuis la crise

➡ Soutenabilité de l'investissement à LT avec davantage d'autofinancement

➡ Tendances différentes entre les pays mais augmentation préoccupante de l'endettement dans les pays émergents

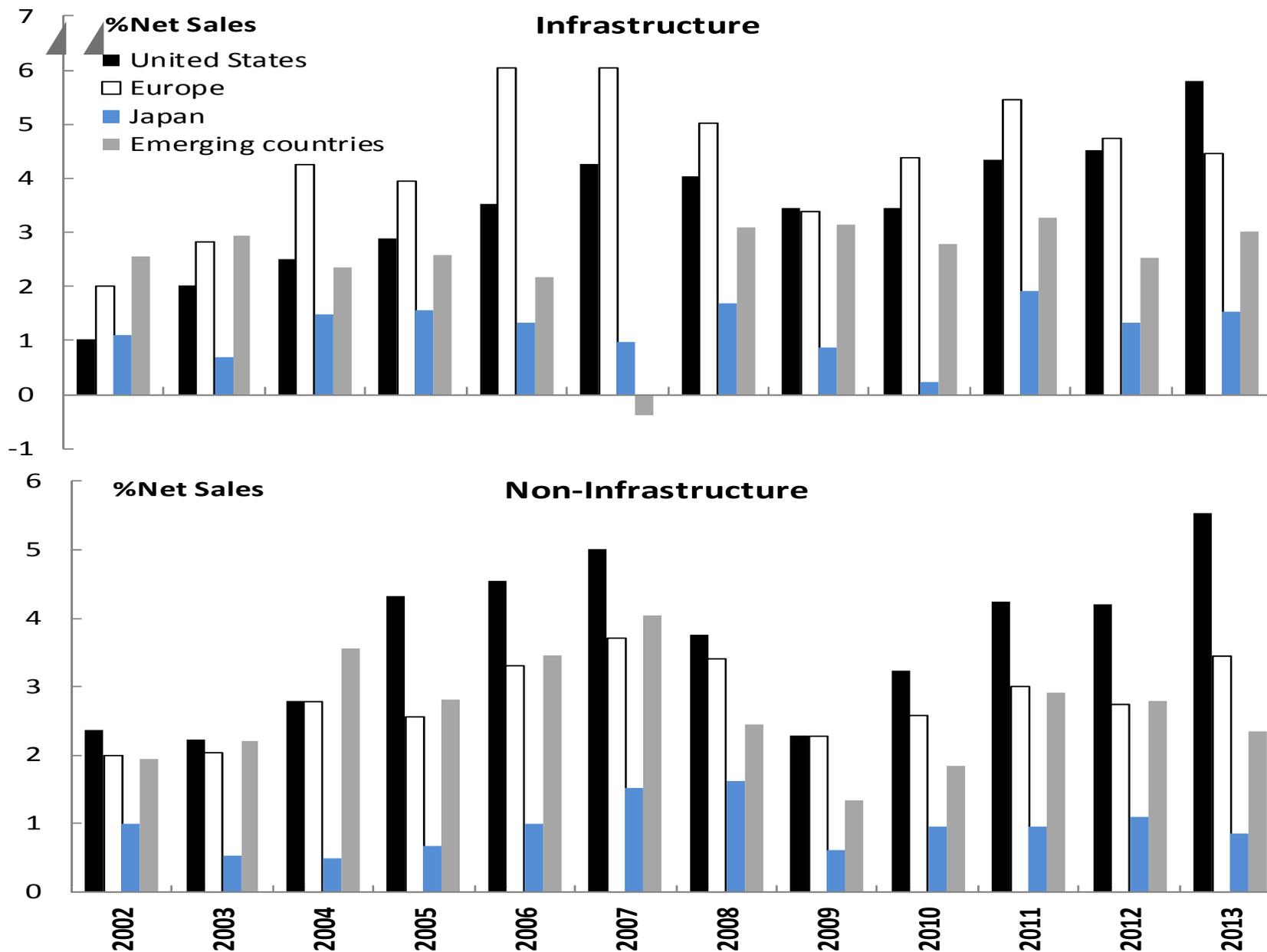
Ratio de rendement des capitaux propres (RCP)





- **RCP moins cyclique** dans le secteur des **infrastructures** que dans l'industrie
- **Augmentation générale RCP jusqu'à 2008**
-- puis **CHUTE** en **Europe/pays émergents**
(sur-investissement via plus de contrôle des capitaux; problèmes de gouvernance des nombreuses entreprises nationalisées)
- **Aucune stagnation** aux **États-Unis** (dynamisme infrastructure)
- **Amélioration au Japon** depuis la crise (même si plus faible ratio qu'ailleurs)

Dividendes payés aux actionnaires & rachats d'action



- **Prédominance des États-Unis/Europe** dans les 2 secteurs



4. Étude économétrique sur les déterminants de l'investissement

Variables	Infrastructure			Industrie			
	Economies Avancées - DF	Economies Emergentes - DF & NDF	Economies Emergentes - NDF	Economies Avancées - DF	Economies Emergentes - DF & NDF	Economies Emergentes - DF	Economies Emergentes - NDF
RCP: ratio of revenu net / total capital	0.004	-0.02	-0.01	0.02 ***	-0.01	0.01	-0.02
Coût du capital: rendement des dividendes plus taux de croissance tendantiel des profits	-0.14 **	-0.12	-0.28 **	-0.13 ***	-0.15 ***	-0.42 ***	-0.04
Coût de la dette: rendement des obligations AAA "secteur privé" par pays moins rendement 1 an des obligations d'état	-0.23 *	-0.28 ***	-0.34 ***	-0.62 ***	-0.22 ***	-0.30 ***	-0.18 ***
Taux de croissance du PIB réel	0.02	0.44 ***	0.82 ***	0.09 ***	0.17 ***	0.10 ***	0.20 ***
Moyenne annuelle de la volatilité conditionnelle de la parité de taux d'intérêt couverte	-0.06 **	-0.04 ***	-0.03 ***	-0.01	-0.01 ***	-0.01	-0.01 ***
C	0.19 ***	0.22 ***	0.22 ***	0.11 ***	0.14 ***	0.17 ***	0.12 ***
R²	0.73	0.54	0.53	0.64	0.54	0.63	0.52
Total Obs.	5416	2726	2319	36533	18721	2672	16049

- Dans tous les secteurs/pays, **l'investissement encouragé** par:
 - **Faible coût capital/dettes**
 - **Forte croissance économique**
- **Impact négatif des mesures de contrôle sur les flux de capitaux**
 - Infrastructure dans pays avancés/émergents
 - Industrie dans pays émergents

➡ **Persistance de la stagnation sans réformes structurelles et cycliques** (multinationales investissant dans le monde entier)

➡ **Plus de libéralisation financière/moins de contrôles des flux de capitaux dans les pays émergents**



5. Principales conclusions et recommandations de politique économique

- **Stagnation en Europe/Japon; Moindre aux États-Unis; Grand Dynamisme des pays émergents**
- **Investissement excessif des pays émergents** (diminution RCP; pression sur les marges; problèmes de gouvernance) – **Hausse préoccupante de l'endettement**
- **Importants rachats d'actions aux États-Unis/Europe** (au détriment des investissements à long terme)

➡ **Contexte défavorable à plus d'investissement LT soutenable**

➡ **Risque de crise dans les pays émergents**

▲• **Mesures pour davantage d'investissement à long terme/croissance soutenable:**

- Éliminer les obstacles pour booster les taux de retour sur investissement et réduire le coût du capital/dette
- Favoriser la libéralisation financière / Éliminer les contrôles des flux de capitaux dans les pays émergents
- Réformes fiscales/droit des entreprises pour dissuader les rachats d'action
- Empêcher l'émergence d'une nouvelle crise dans les pays émergents en solutionnant les problèmes dans le système financier international



Merci de votre attention