

## Une croissance sans investissement : pour combien de temps ?

La levée des incertitudes politiques européennes porte, malgré la montée des incertitudes de même ordre aux États-Unis, l'attention vers les fondamentaux de la croissance. Et, particulièrement du côté de l'investissement.

### Les Capex américains en hausse limitée à 25 % en dix ans, un total inférieur aux cash-flows

Les spécificités du cycle de « démondialisation » sont maintenant assez bien comprises. La croissance mondiale est supérieure à celle du commerce qui ne la tire plus : les moteurs sont avant tout internes pour pratiquement toutes les zones. Le retour aux fondamentaux des pays ou groupes de pays centre l'évolution sur le potentiel de croissance. Il est pour la plus grande part fonction de la démographie et de la productivité. Avec, par essence, un effet plus élevé pour la démographie de la population active.

L'effet de levier du commerce et du transfert de l'expansion des pays développés (majoritairement consommateurs) vers les pays dits émergents (majoritairement producteurs) jouant nettement moins, on retrouve un cycle assez sain et aux rythmes

d'autant plus stables qu'ils sont assez limités. L'attention se porte donc sur la consommation - évolution du revenu disponible et du crédit distribué - et sur l'investissement - évolution des autofinancements et du crédit.

Pour les deux facteurs qui pèsent, le mix de politique fiscalité-monnaie joue un rôle plus que central. Mais rien n'est automatique en matière économique et le comportement des agents est fonction de données psychologiques, le ressenti de la situation et, surtout, celui de l'avenir.

Le bilan n'est pas vraiment concluant : l'économie mondiale est portée par huit ans de croissance des États-Unis. Mais huit ans qui ont, pour une très grande part, été entretenus par le consommateur américain.

Malgré l'effet des investissements dans les puits de pétrole non conventionnel et malgré un taux d'utilisation des capacités industriels stabilisé entre 75% à 80 %, l'investissement est reparti sur un rythme très lent. Sur 10 ans, en comparant donc avec la situation d'avant la crise des subprimes la progression n'atteint que 25 %. Il n'y a pas d'anticipation et on est très loin des situations observées dans les cycles précédents. Depuis la deuxième guerre mondiale, l'investissement post-crise avait marqué une progression moyenne de 75 % sur 10 ans.

## Le consommateur ne peut pas tout : le relais doit venir des entreprises

---

Cette reprise sans investissement est d'autant plus atypique qu'aux États-Unis, les entreprises ont les moyens avec une forte progression des autofinancements et une politique monétaire assurant toujours des taux d'intérêt très bas et des capacités pratiquement illimitées pour les banques. En cumulant États-Unis, Europe et Japon, l'investissement dépasse à peine 90 % des cash-flows.

Les entreprises n'ont pas simplement conservé les fruits d l'exploitation. Elles ont fortement accru leur dette dans les dix dernières années : aux États-Unis, le capital a été rémunéré au-delà des bénéfices, par le biais des dividendes et des rachats d'actions.

La panne d'investissement pose la question du relais et celle d'une reconstitution du potentiel de croissance. Depuis plusieurs semestres aux États-Unis, depuis quelques mois en Europe, les indicateurs avancés des directeurs d'achats (les fameux ISM) annoncent une progression des intentions d'investissement. Mais, visiblement, de l'intention aux actes, il y a un pas qui n'est pas franchi.

Si ces indices sont au plus haut depuis 10ans en Europe, le constat est plu qu'indécis outre-Atlantique, où ce lundi encore, l'indice Empire State de l'activité manufacturière dans l'État de New-York est passée dans le négatif.

Le scénario qui se dessine a des raisons d'inquiéter : le consommateur ne peut porter seul sur ses épaules une croissance qui soit durable. Le relais de l'investissement peut être public évidemment : c'est une part du projet de M. Trump et on peut imaginer que les trois grands responsables de la zone euro (Allemagne, France et Italie) sauront se mettre d'accord pour agir aussi par la voie budgétaire. Mais, une fois encore, les chiffres ne font pas tout : l'exemple du Japon est là pour montrer que le relais n'est pas mécaniquement pris par les agents économiques.

## Le tournant de la croissance va se juger dans la reconstitution du potentiel

---

Ainsi, si la question de la croissance semble ne pas se poser, celle de son accélération et, surtout de son évolution de long terme avec un relèvement du potentiel est loin d'être assurée. En sortant d'une crise atypique et où le problème – le surendettement- a été réglé par plus de dette sans limites, le rebond ne peut pas être aussi vif que dans les cycles précédents. Les surcapacités ont été maintenues pour l'essentiel et les gains de productivité sont limités, sauf à être relancés par un saut technologique. Le tournant de la croissance, on va le juger aux données réelles d'investissement privé qui doivent à un terme plus ou moins long, donner une accélération assez indispensable.