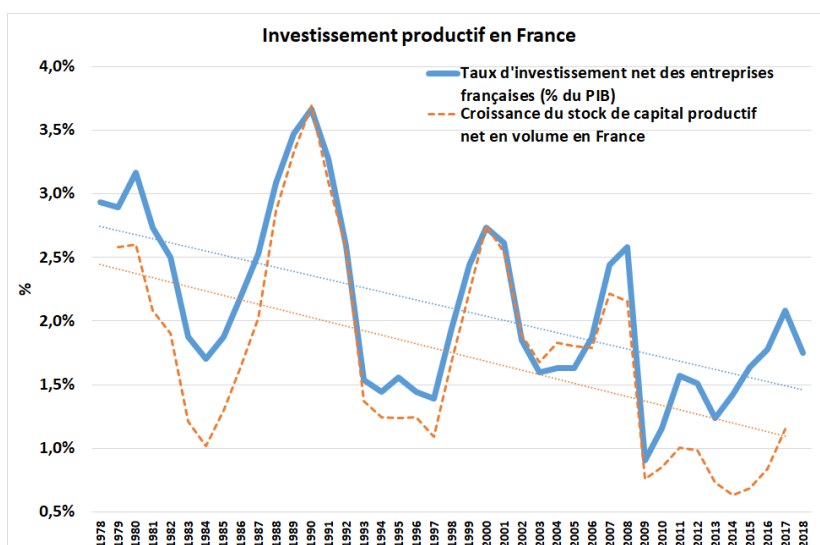


Comment investir face aux incertitudes ?

Philippe TRAINAR

14 juin 2019

Les prévisions économiques font ressortir une révision à la baisse de l'investissement au niveau de l'économie mondiale. Ce ralentissement est d'autant plus préoccupant qu'il s'inscrit, dans les économies avancées, dans une tendance longue de baisse du taux d'investissement net des entreprises et de ralentissement de la croissance en volume du stock de capital fixe dans les économies avancées, tout particulièrement en Europe continentale et en France (cf. graphique ci-dessous).



Plusieurs facteurs structurels ont contribué à cette évolution. Dans les économies avancées, les facteurs démographiques, baisse de la natalité et vieillissement, expliquent une part non négligeable et inévitable car mécanique de ce ralentissement. De même, le poids croissant du capital intangible et sa substitution progressive au capital tangible constituent un facteur explicatif dont les conséquences ne sont pas encore bien mesurées mais qui joue clairement un rôle important. Enfin, l'effet aurait dû être moins sensible au niveau du taux d'investissement net dans la mesure où la démographie pèse tout autant sur l'investissement que sur le PIB.

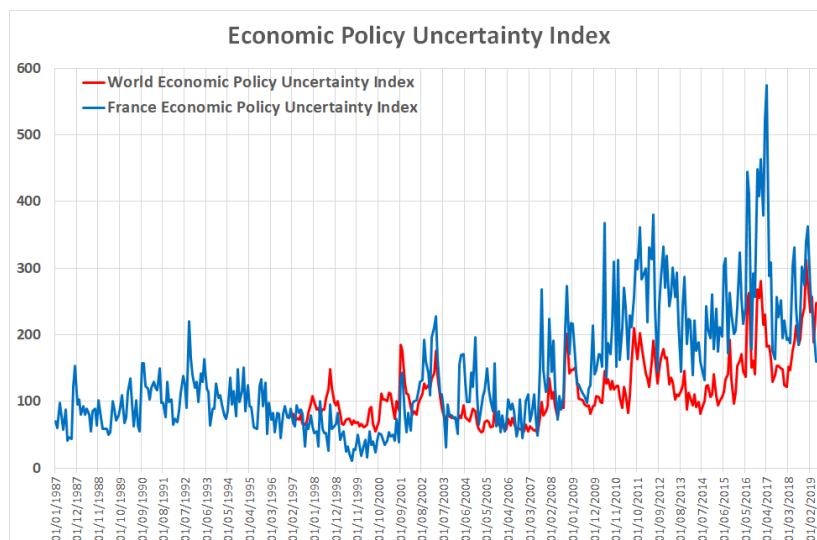
Clairement, d'autres facteurs ont aussi joué un rôle important dans cette évolution mais ils ont été plus ou moins négligé et resurgissent brutalement comme des risques lorsque le phénomène prend de l'ampleur. Ainsi, le vieillissement lié à l'allongement de la durée, même s'il se traduit par un état de santé bien meilleur à âge équivalent que par le passé, une sorte de rajeunissement génétique de la population, n'en emporte pas moins avec lui un vieillissement psychologique dont on a montré qu'il pourrait se traduire par un ralentissement de la croissance de la productivité imputable à un ralentissement de l'investissement ainsi qu'à une aversion croissante au risque¹. Le risque de peser sur la croissance par tête serait d'autant plus aigu que l'on serait en régime de taux d'intérêt durablement bas et de stagnation séculaire

¹ Cf. Maestas, Mullen et Powell (2016) : "The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and productivity", NBER Working Paper No. 22452

que nous avons connu après 2008 et qui pourrait bien caractériser nos économies, notamment européennes, dans les années à venir².

A cela s'ajoute que l'univers est perçu par la majorité des agents économiques comme plus risqué aujourd'hui que précédemment comme le montre la progression de l'indice d'incertitude sur la politique économique en France et dans le monde (cf. graphique ci-dessous). D'une part, la crise financière a laissé des traces psychologiques durables : les agents sont moins optimistes aujourd'hui qu'hier et pensent que le risque de mauvaises surprises, de cygnes noirs est plus élevé que nous le pensions autrefois. D'autre part, il faut reconnaître qu'objectivement l'univers des risques s'est considérablement étendu :

- A mesure que s'estompent les espoirs d'un retour à la croissance d'avant la crise, le risque de stagnation séculaire se fait plus menaçant, notamment dans les économies du vieux continent européen ;
- le risque cyber est brutalement devenu emblématique du potentiel des risques émergents à muter de façon imprévisible et à devenir insidieusement systémique, sans que nous ayons d'idée précise sur l'ampleur de cette systémicité ;
- le monde qui paraissait durablement ancré sur un ordre global libéral, semble avoir pivoté sur lui-même au point de nous apparaître chaotique, menacé par le spectre de la guerre civile mondiale dont le succès des régimes autoritaires et la montée des populismes, des fondamentalismes et des tensions commerciales constitueraient les signes avant-coureurs ;
- enfin, la perception de plus en plus aigüe des risques liés au changement climatique et des coûts de la transition qu'il requiert incite à l'attentisme.



Le vrai problème de l'investissement ne vient pas des conséquences immédiates, en termes de demande, du ralentissement de l'investissement productif mais de ses conséquences induites, en termes de rythme de croissance de la productivité. De fait, le ralentissement de l'investissement productif pèse sur la genèse des innovations et réduit leur vitesse de diffusion. Voilà que se profile à nouveau le spectre de la stagnation séculaire et du malthusianisme, au moment même où l'absorption de la transition climatique supposerait un accroissement de

² Cf. Eggertsson et Summers (2019) : "Aging, per capita output and secular stagnation", NBER Working Paper No. 24902

notre capacité d'investissement et d'innovation. C'est pourquoi il est si important de retrouver les ressorts de l'investissement.

Naturellement, refuser la politique de l'autruche et traiter ces risques en amont, avant qu'ils ne deviennent non-maîtrisables est déterminant pour rétablir un climat de confiance nécessaire à un investissement dynamique. Mais il faut aussi être conscient que tout le monde n'en est pas convaincu et qu'une fraction importante du monde attend que les autres fassent l'effort de s'adapter avant de s'engager eux-mêmes timidement dans des politiques plus vertueuses. Ces comportements de « free riding » maintiennent un niveau de risque élevé. On voudrait penser que ces facteurs sont temporaires. Force est cependant de constater qu'il n'en est rien. C'est pourquoi, au-delà de la mobilisation des acteurs privés et publics pour maîtriser les risques, qui ne sera pas, à elle seule, suffisante pour changer le climat ambiant, il faut envisager des politiques économiques plus ambitieuses.

De nombreux experts plaident ainsi pour une relance de l'investissement par la dépense publique, quitte à accepter un déficit et une dette publics accrus mais qui ne porteraient guère à conséquence dans un univers de bas taux d'intérêt... Mais est-ce bien une recette générale raisonnable ? Nous ne savons pas pourquoi les taux d'intérêt demeurent si bas aujourd'hui et si la situation ne pourrait pas s'inverser brutalement demain, entraînant la chute des économies fortement endettées et incapables de réduire leurs dépenses publiques. Rassurer les marchés alors ? mais comment ? l'inquiétude des marchés n'est pas déraisonnable si l'on tient compte de la situation politique mondiale actuelle et du niveau record de l'endettement global. Le « wishful thinking » d'un discours politique qui se voudrait trop optimiste n'a aucune chance de convaincre les marchés.

Il faut donc travailler aussi, directement, sur les incitations à l'investissement en favorisant la concurrence et en réduisant la fiscalité sur le capital. Le redressement de l'investissement qui en résulterait produirait de la confiance, laquelle contribuerait à réduire les tensions sur le partage mondial des richesses, les incertitudes commerciales internationales et le besoin de sécurité financière. Parallèlement, il faut aussi s'interroger sur la pertinence de l'accroissement de l'aversion collective au risque auxquelles les régulations plus sévères durant la crise incitent... sans pour autant revenir sur la volonté politique légitime de ne plus appeler les contribuables à mettre la main à la poche pour absorber le coût des crises financières. C'est pour réfléchir à un cercle vertueux de ce type que le cercle des économistes invite économistes et décideurs à se réunir à Aix-en-Provence en juillet prochain. Mais, pour cela, il faut que les politiques soient disposés à réduire les incitations favorables à la consommation et aux consommateurs, qu'ils ont mises en place aux dépens de l'investissement et des producteurs.