

## Investissement et croissance à long terme : les complémentarités public-privé

En Europe, cinq ans après la récession de 2009, la faiblesse persistante de l'investissement est un sujet majeur de préoccupation. Dans quelle mesure une relance de l'investissement public pourrait-elle contribuer à re-dynamiser l'investissement privé et à faire repartir la croissance ? Nos simulations montrent que l'investissement du secteur public renforce à moyen terme l'investissement privé, tandis que son impact sur la croissance est supérieur à celui des autres dépenses budgétaires. La création que nous préconisons d'un Système Européen de Banques d'Investissement (SEBI) pourrait accompagner la mise en œuvre du Plan Juncker initié fin 2014 pour réorienter l'épargne et certaines dépenses publiques vers un investissement à visée pleinement européenne.

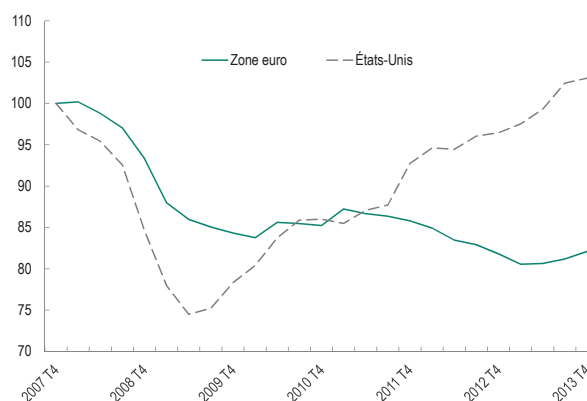
### ■ La dynamique de l'investissement est préoccupante en zone euro

La crise financière globale a fait chuter l'investissement privé des économies avancées. Entre la fin 2007 et le deuxième trimestre 2009, l'investissement privé par tête a baissé de 25 % en termes réels aux États-Unis, de 15 % en zone euro (graphique 1). Par la suite, alors que les États-Unis ont vu rebondir l'investissement privé, l'Europe a suivi le chemin inverse : fin 2013, l'investissement privé s'y établissait à moins de 19 % du PIB, contre 25 % aux États-Unis – un écart de plusieurs centaines de milliards de dollars de demande intérieure par an. À cette date, le taux d'investissement privé avait, aux États-Unis, retrouvé le niveau observé en moyenne du début des années 2000 jusqu'à la récession de 2008 (de 2000 T1 à 2008 T2) ; en zone euro, il se situait 2,7 points en dessous (graphique 2).

Quant à l'investissement public, il a été particulièrement touché par les coupes budgétaires pratiquées en zone euro pour tenter de juguler la hausse de la dette publique. Son ralentissement n'est cependant pas un fait nouveau. Depuis les années 1980, la baisse de moitié de l'investissement public rapporté au PIB s'est produite en trois étapes – au début des années 1980, au milieu des années 1990 et depuis la crise de 2008 – coïncidant avec trois périodes de consolidation budgétaire (graphique 3).

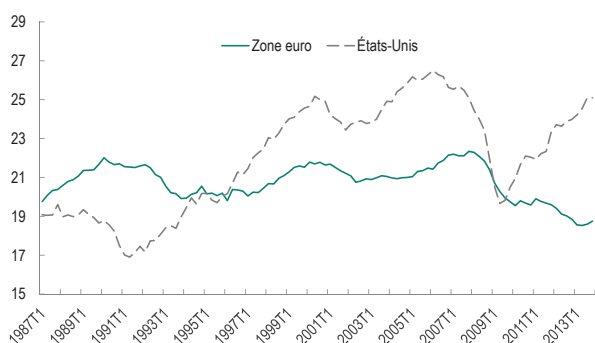
Le déclin marqué de l'investissement public relativement au PIB, commun à l'ensemble des économies industrialisées, a suscité de nombreux débats au cours des années 1990 et avait alors conduit les économistes à s'interroger sur les liens existant entre l'investissement

Graphique 1 – Évolution de l'investissement privé réel par tête  
Zone euro et États-Unis, T4 2007 – T4 2013 (T4 2007 = 100)



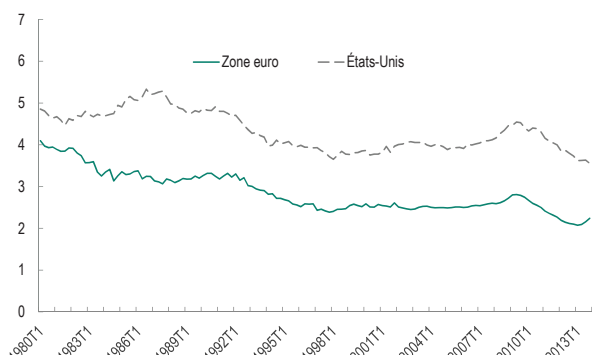
Sources : Fred ; Eurostat.

Graphique 2 – Investissement privé en % du PIB  
Zone euro et États-Unis, T1 1987 – T4 2013



Source : Eurostat ; D. Giannone, J. Henry, M. Lalik & M. Modugno (2010), « An area-wide real-time database for the Euro area », *Review of Economics and Statistics*, vol. 94, pp. 1000-1013.

Graphique 3 – Investissement public en % du PIB  
Zone euro et États-Unis, T1 1980 – T4 2013



Sources : Fred ; Eurostat ; J. Paredes, D. Pedregal & P. Pérez (2009), « A quarterly fiscal database for the Euro area based on intra-annual fiscal information », *ECB Working Paper*, n° 1132 ; D. Giannone, J. Henry, M. Lalik & M. Modugno (2010), « An area-wide real-time database for the Euro area », *Review of Economics and Statistics*, vol. 94, pp. 1000-1013.

public et la croissance<sup>1</sup>. Récemment, sous la menace du risque de « stagnation séculaire »<sup>2</sup>, la question de l'investissement public est revenue sur le devant de la scène, particulièrement en zone euro où ce risque est accentué par le ralentissement démographique.

## ■ La complémentarité des investissements public et privé

Le stock de capital productif se déprécie au cours du temps tandis que le progrès technique accélère son obsolescence. En l'absence d'investissements nouveaux suffisants, les capacités de production ainsi que leur productivité relative diminuent. La relance de

l'investissement privé et son orientation vers des projets productifs est devenu le défi majeur des politiques économiques, si celles-ci veulent redresser la croissance potentielle à l'échelle du continent. À cet égard, il est important de mieux comprendre les complémentarités qui peuvent exister entre investissements public et privé. S'ils sont plus complémentaires que substituables, une hausse de l'investissement public devrait accroître l'investissement privé et non l'évincer. C'est notamment le cas lorsque les investissements publics en infrastructures ou dans le développement de réseaux (énergie, communications) améliorent la productivité et l'allocation de l'investissement du secteur privé. Par ailleurs, le secteur public doit investir dans certains projets rentables mais dans lesquels, du fait de l'existence de « défaillances de marché », le secteur privé ne peut s'engager. Enfin, l'investissement du secteur public est en mesure d'attirer les investisseurs privés sur certains projets d'envergure qu'ils ne pourraient porter à eux seuls. L'histoire de la Banque européenne d'investissement (BEI) fournit de nombreux exemples de ces types d'interaction.

Pour préciser la complémentarité qui existe entre les investissements des secteurs public et privé en zone euro, nous utilisons un modèle néo-keynésien comportant des rigidités nominales et réelles : rigidité des prix et des salaires, hystérèse des comportements de consommation et des coûts d'ajustement affectant les décisions d'investissement<sup>3</sup>. Plusieurs enseignements se dégagent.

L'impact des dépenses d'investissement public sur la production est élevé (tableau 1). Une hausse de l'investissement public de 1 % du PIB augmente le PIB de 1,42 % immédiatement (c'est le multiplicateur budgétaire), et d'environ 1,5 % sur 5 ans. Ce multiplicateur est plus élevé que ceux associés à d'autres mesures budgétaires : 1,38 pour la consommation du secteur public, 0,92 pour les transferts sociaux, 0,55 pour une baisse de la TVA et seulement 0,37 pour

Tableau 1 – Multiplicateurs budgétaires par postes pour la zone euro

	Immédiat	1 an après	2 ans après	5 ans après
Investissement public	1,42	1,53	1,57	1,46
Consommation publique	1,38	1,40	1,41	1,38
Transferts sociaux	0,92	1,00	1,03	0,89
TVA	0,55	0,80	0,87	0,71
Cotisations sociales des salariés	0,37	0,45	0,46	0,25

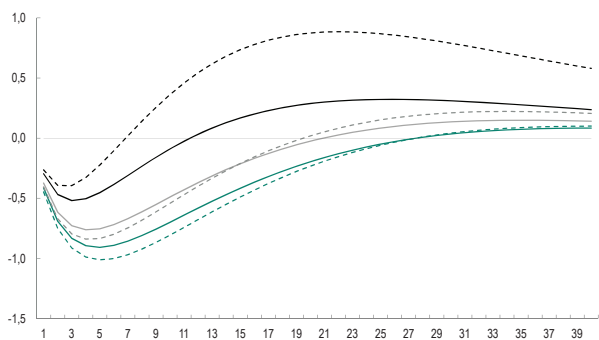
Note : Les chiffres du tableau représentent la valeur nette actualisée et cumulée des multiplicateurs instantanés, c'est-à-dire la somme des variations de la production jusqu'à une date donnée divisée par la somme des variations budgétaires jusqu'à la même date, chaque somme étant actualisée au taux sans risque (taux à court terme) du modèle. Source : Calculs des auteurs.

1. D. Aschauer (1989), « Is public expenditure productive? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, pp. 177-200 ; D. Aschauer (1989), « Does public capital crowd out private capital? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 24, pp. 171-188 ; E. M. Gramlich (1994), « Infrastructure investment: a review essay », *Journal of Economic Literature*, vol. 32 (2) pp. 1176-1196 ; G. D. Otto & G. M. Voss (1998), « Is public capital provision efficient? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 42, pp.4 7-66.

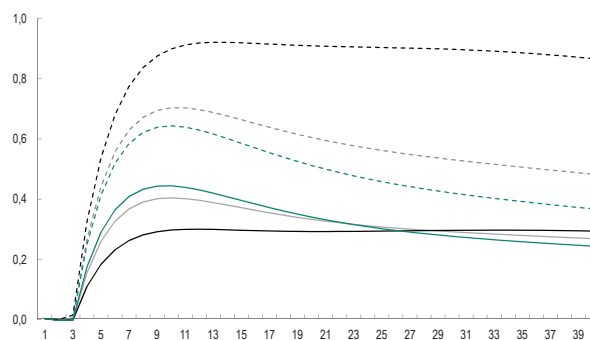
2. L. Summers (2013), Speech at the IMF Economic Forum, 8 novembre.

3. Ce modèle est fondé sur celui de la Banque centrale européenne (BCE) dénommé *New Area Wide Model* et mis en place par la BCE en 2008, auquel est ajouté le capital public comme facteur de production des biens intermédiaires domestiques.

Graphique 4 – Investissement privé



Graphique 5 – Stock de capital



Part du capital privé dans l'ensemble du capital : — 90% — 90% — 90% — 85% — 85% — 85%  
 Degré de complémentarité public/privé\* : 0,4 0,8 1,2 0,4 0,8 1,2

Note : L'axe des abscisses indique le nombre de trimestres après un choc d'un écart-type sur l'investissement public. L'axe des ordonnées donne l'écart en points de pourcentage par rapport à la tendance.

\* Plus le paramètre est faible, plus les investissements privé et public sont complémentaires.

Source : Calculs des auteurs.

les cotisations sociales à la charge des salariés. Cet impact inégal des différents postes de dépenses publiques sur la croissance est à prendre en considération lors des arbitrages opérés dans le cadre des consolidations budgétaires à court terme ; il importe notamment de bien mesurer les conséquences à court et long terme des réductions de l'investissement public.

Nos simulations montrent aussi que la complémentarité entre l'investissement public et privé limite l'effet d'éviction qui se produit à court terme : l'impact d'une hausse de l'investissement public sur l'investissement privé, d'abord négatif, devient positif dès la fin de la troisième année suivante lorsque la complémentarité des deux types d'investissement est importante (graphique 4, lignes noires). Une hausse de l'investissement public conduit, dans tous les cas de figure, à une hausse durable de la production et du stock de capital total de l'économie (graphique 5), hausse plus prononcée lorsque la part du capital public dans le stock de capital total de l'économie est initialement élevée (lignes pointillées comparées aux lignes pleines).

Il semble par ailleurs de mieux en mieux établi que le multiplicateur budgétaire de l'investissement public varie au cours du cycle économique, augmentant durant les récessions ; Christiano et al. ont ainsi montré que le multiplicateur budgétaire de la consommation publique pouvait dépasser 2 au cours des phases récessives<sup>4</sup>. Ajouté aux arguments de long terme exposés plus haut, ce résultat renforce la recommandation d'une politique de recentrage de la dépense publique sur l'investissement. Il ne s'agit pas seulement de produire, par cette relance, un effet keynésien sur la croissance à court terme, mais bien de rehausser le potentiel de croissance de long terme de l'économie.

## ■ Refonder le paysage de l'investissement public dans la zone euro

Depuis la crise globale, le financement de l'investissement en zone euro est restreint par la fragmentation des marchés financiers, qui affecte aussi bien les banques que les entreprises, et par la très forte baisse des prêts bancaires. Pourtant la zone euro, dans son ensemble, dispose d'un excès d'épargne (le compte courant est excédentaire), d'une situation budgétaire non alarmante (le déficit public est à 3 % du PIB de la zone euro en 2013) et de nombreux investisseurs qui pourraient apporter des financements, pourvu qu'ils disposent de règles et d'outils adaptés à des projets à l'échelle de la zone.

Graphique 6 – Taux d'intérêt apparent sur la dette publique des pays de la zone euro, T1 1980 – T4 2013



Note : Paiements d'intérêts / stock de dette publique pour l'ensemble de la zone.  
 Source : Eurostat ; Paredes, D. Pedregal & P. Pérez (2009), « A quarterly fiscal database for the Euro area based on intra-annual fiscal information », ECB Working Paper, n° 1132.

4. L. Christiano, M. Eichenbaum & S. Rebelo (2011), « When is the government spending multiplier large? » *Journal of Political Economy*, vol. 119, 78-121.

Tableau 2 – Les acteurs de l'investissement public

		KfW	CDC/FE	BPI France Financement	Cassa dei Depositi e Prestiti	ICO	BEI	Total
Pays		Allemagne		France	Italie	Espagne	UE	UE
Notation du crédit à long terme		AAA/Aaa/AAA		AA/AA1/AA+	BBB/Baa2/BBB+	BBB/Baa2/BBB+	AAA/Aaa/AAA	
Actifs totaux :	<i>en milliards d'euros</i>	512	394	30	329	115	568	1 947
	<i>en % du PIB</i>	19%		21%	21%	11%	4%	15%
Prêts :	<i>en milliards d'euros</i>	119	156	16	241	46	293	870
	<i>en % du PIB</i>	4%		8%	15%	4%	2%	7%
	<i>en % du total des prêts aux sociétés non-financières</i>	13%		20%	28%	6%	6%	19%
Pour mémoire :	PIB	2 666	2 032		1 567	1 029	12 960	12 960
	Total des prêts aux sociétés non-financières	909	876		875	729	4 674	4 674

Source : Bloomberg, Rapports annuels, calculs des auteurs. ICO : Instituto de Crédito Oficial.

Le coût de financement actuellement extrêmement bas plaide aussi en faveur d'une relance de l'investissement public. Le taux d'intérêt apparent sur la dette souveraine (paiements d'intérêts / dette), calculé au niveau de la zone euro, s'établit entre 3 % et 4 % (graphique 6). À titre de comparaison, les États ont fait face à un taux d'intérêt de 7 % à 9 % par an au cours des années 1980 : la charge d'intérêts sur le financement d'une dépense d'investissement public de 1 point de PIB est aujourd'hui inférieure de 50 milliards d'euros à ce qu'elle serait aux conditions d'alors.

Une initiative européenne a été nécessaire pour remettre l'investissement sur les rails et préserver la croissance future. Ce fut l'objet du Plan Juncker porté par la Commission Européenne, en place depuis l'automne 2014. Ce Plan comporte trois volets : un Fonds pour les investissements stratégiques, une liste de projets à financer, des mesures pour rendre l'environnement propice à l'investissement.

Dans ce cadre, afin de rendre le plan viable à long terme et de le nourrir financièrement, nous recommandons la création d'un Système européen de banques d'investissement (SEBI) qui, sur la base d'une partie dédiée de leur bilan, d'une part coordonnerait certaines des activités des banques publiques d'investissement des États membres

de la zone euro et, d'autre part, contribuerait à leur capacité de financement (tableau 2)<sup>5</sup>. Adossé au Fonds stratégique dont la création est proposée par le Plan Juncker, le SEBI pourrait significativement réorienter l'excès d'épargne à l'échelle de la zone euro vers des projets d'investissement rentables et profitables à la croissance de long terme de l'ensemble de la zone. Pour assurer la soutenabilité économique et la rentabilité financière de ces investissements, leur agrément serait conditionné à des engagements fermes en matière de réformes structurelles et de politiques économiques favorables à la croissance.

Le mandat du SEBI serait la promotion de la croissance à long terme, du bien-être et de l'emploi en Europe. L'actionnariat public et privé et la gouvernance du SEBI seraient des éléments clés pour empêcher l'immixtion des agendas politiques nationaux dans le fonctionnement du Fonds. Enfin le SEBI émettrait des titres de dette destinés à financer l'investissement à une échelle économiquement justifiée (10 % du PIB de la zone euro, soit environ 1 000 milliards d'euros).

Thomas Brand, Sébastien Doisy\* & Natacha Valla  
veronique.lerolland@cepil.fr

5. Cette recommandation est développée dans N. Valla, T. Brand et S. Doisy (2014), « A New Architecture for Public Investment in Europe: The Eurosystem of Investment Banks and the Fedefound », *CEPII Policy Brief*, n° 4, juillet.

\* Caisse des Dépôts et Consignations, en disponibilité.

## La Lettre du

**CEPII**

© CEPII, PARIS, 2014

RÉDACTION :  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
113, rue de Grenelle  
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00

www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier & Sophie Piton

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
DILA  
Direction de l'information  
légitime et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 60 € TTC  
Europe 62 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT  
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :  
Direction de l'information légale  
et administrative (DILA)  
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07  
commande@ladocumentationfrancaise.fr  
Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

Décembre 2014  
Imprimé en France par la DSAF  
Pôle conception graphique-fabrication

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du CEPII.  
Les opinions qui y sont exprimées sont  
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

