

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Aurélien Fortin
Charles-Julien Giraud
Élodie Lalande

**Département de la
conjoncture**

*L'*investissement des entreprises a fortement chuté dans l'ensemble des pays développés au moment de la grande récession de 2009, notamment dans la zone euro, qui a ensuite été spécifiquement touchée par la crise des dettes souveraines en 2012. Si la chute fut commune, la reprise, depuis, a été très différente selon les économies concernées. En particulier, alors qu'en Espagne l'investissement des entreprises a augmenté très vigoureusement depuis 2013, il n'a redémarré que fin 2014 en Italie, se situant encore très en dessous de son niveau d'avant-crise. Ces deux économies du sud de l'Europe ont pourtant été touchées d'une façon comparable par les différentes crises depuis 2009.

La demande est un premier facteur de différenciation évident entre les deux pays : l'économie espagnole a redémarré en 2013, stimulée par une demande extérieure puis intérieure importante, tandis que l'Italie était encore en récession. Ce facteur apparaît déterminant pour expliquer le dynamisme en Espagne ; en Italie par contre, il n'est pas suffisant : l'investissement serait encore, mi-2015, inférieur au niveau suggéré par l'évolution de la seule demande.

Outre la demande, les conditions de financement expliquent les différences de dynamique d'investissement entre les deux pays. Ce financement peut être interne ou par crédit. En Espagne, les entreprises ont réalisé d'importants efforts depuis 2009 pour rehausser le niveau de leur épargne afin de ne plus dépendre du financement extérieur pour investir. Elles ont donc pu largement autofinancer la reprise de l'investissement. Au contraire, en Italie, les entreprises ne sont pas parvenues à augmenter leur taux d'épargne, alors que l'accès au crédit devenait plus difficile. En conséquence, leur capacité de financement a contraint celle de leur investissement.

Un modèle économétrique permet de quantifier l'évolution de l'investissement en biens d'équipement au regard de ces déterminants. Entre 2009 et 2012, les investissements en biens d'équipement n'ont évolué de façon comparable en Espagne et en Italie que grâce à la hausse de l'épargne des entreprises espagnoles, les autres facteurs ayant eu un impact plus défavorable en Espagne qu'en Italie. En 2013 et 2014, la faiblesse de l'investissement italien, comparé au vigoureux redémarrage espagnol, résulterait à la fois d'une évolution moins favorable des déterminants et d'une moindre sensibilité des entreprises à leur égard.

En 2015, l'investissement en biens d'équipement reprend en Italie à mesure que les conditions de crédit se relâchent et que les efforts d'autofinancement des entreprises portent leurs fruits. En Espagne, où la phase de rattrapage semble terminée, l'investissement reste dynamique mais pourrait ralentir légèrement.

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

L'investissement des entreprises a recommencé à croître de façon vigoureuse dès 2013 en Espagne, alors qu'il a peine à repartir en Italie

La crise de l'investissement est apparue plus brutale en Espagne qu'en Italie

Durant la grande récession de 2009, l'investissement des sociétés non financières, en valeur, a fortement chuté en Espagne (-37 %) comme en Italie (-18 %). Depuis, il a évolué différemment dans les deux pays (*graphique 1*).

- En Italie, comme dans les autres pays européens, il s'est redressé dès 2010. Puis il a à nouveau fortement baissé – jusque début 2013, se stabilisant quasiment jusqu'à l'été 2014. Il n'a redémarré vigoureusement que fin 2014.
- En Espagne, la crise est apparue plus brutale ; l'investissement ne s'est pas redressé en 2010, et a quasiment stagné jusqu'en 2012, avant de commencer à croître vivement.

L'investissement italien a globalement suivi le profil observé en zone euro jusqu'à la crise de la dette de 2012, qui l'a affecté plus fortement.

En Espagne, le profil de l'investissement s'est écarté de celui de ses partenaires européens dès 2010. Cette singularité tient à l'investissement en construction.

En Espagne, l'investissement en construction a chuté en 2009 et est resté dégradé jusque fin 2014. Cette évolution est très spécifique et résulte pour partie d'une forte baisse des prix ; surtout, elle est liée à la crise dans la construction résidentielle, et non nécessairement à la demande globale ou à la situation financière des entreprises.

L'analyse est donc restreinte à l'investissement en équipements...

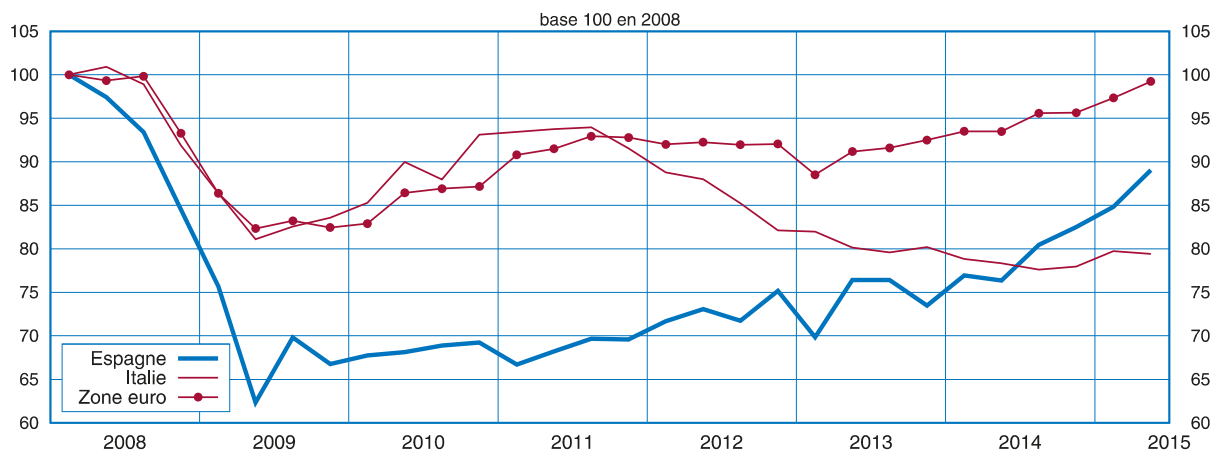
Aussi, seul l'investissement en biens d'équipement des entreprises est ici considéré, en volume, pour une meilleure comparabilité des comportements de dépense des entreprises italiennes et espagnoles.

Faute de données plus fines dans les comptes nationaux de ces deux pays, il est approximé par l'investissement en biens d'équipement de l'ensemble des agents de l'économie, publié dans les comptes trimestriels. Cependant, les évolutions annuelles de cet agrégat sont cohérentes avec celles de l'investissement des seules entreprises sur ce type d'actif (*encadré 1*).

... qui a fortement rebondi depuis 2013 en Espagne, alors qu'il stagnait en Italie.

En volume, l'investissement en biens d'équipement a évolué de façon semblable en Italie et en Espagne, depuis la grande récession de 2009 jusqu'à fin 2012. En particulier, il a baissé dans les deux pays en 2012, au moment de la crise des dettes souveraines de la zone euro. Depuis, il s'est nettement redressé en Espagne (+2,5 % en volume par trimestre en moyenne), alors qu'en Italie il est resté atone jusqu'à l'été 2014 (*graphique 2*).

1 - Investissement des sociétés non financières en valeur



Source : INE, Istat, Eurostat, calculs Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

La divergence d'évolution depuis 2013 s'explique en partie par un profil de demande différent, l'Espagne ayant en particulier réussi à attirer une forte demande extérieure

La demande adressée à l'Espagne a redémarré dès 2013...

La divergence d'évolution de l'investissement des entreprises espagnoles et italiennes depuis 2013 s'explique en partie par un profil de demande différent.

... tirée par une demande extérieure dynamique,...

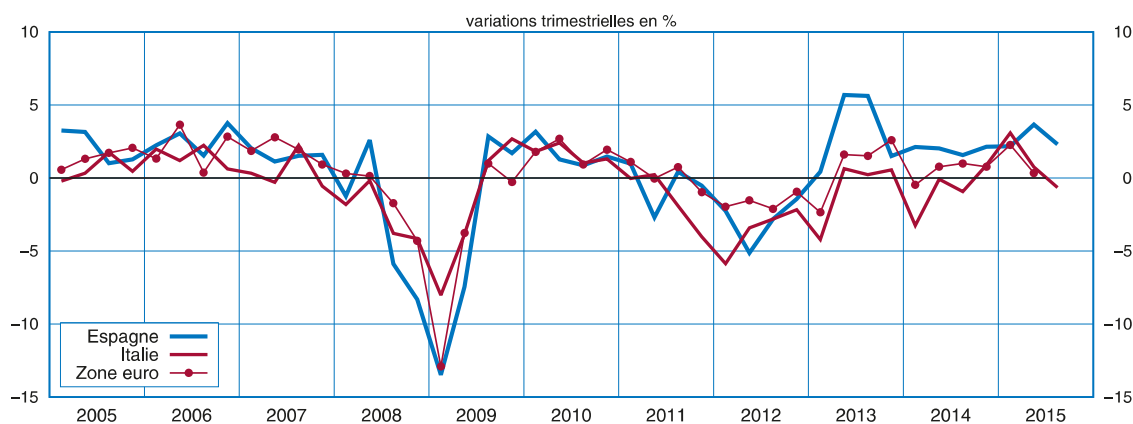
De fait, la demande adressée à l'Espagne (intérieure et extérieure) a redémarré dès 2013, alors que la demande adressée à l'Italie n'est repartie que fin 2014 (graphique 3).

... et des gains de parts de marché...

Ainsi, les exportations ont redémarré dès 2013 en Espagne (+4,3 %), alors qu'elles restaient peu allantes en Italie (+0,7 %) (graphique 4). Pourtant, l'orientation géographique des exportations de ces deux pays est initialement très similaire, de même que la demande mondiale qui leur est adressée.

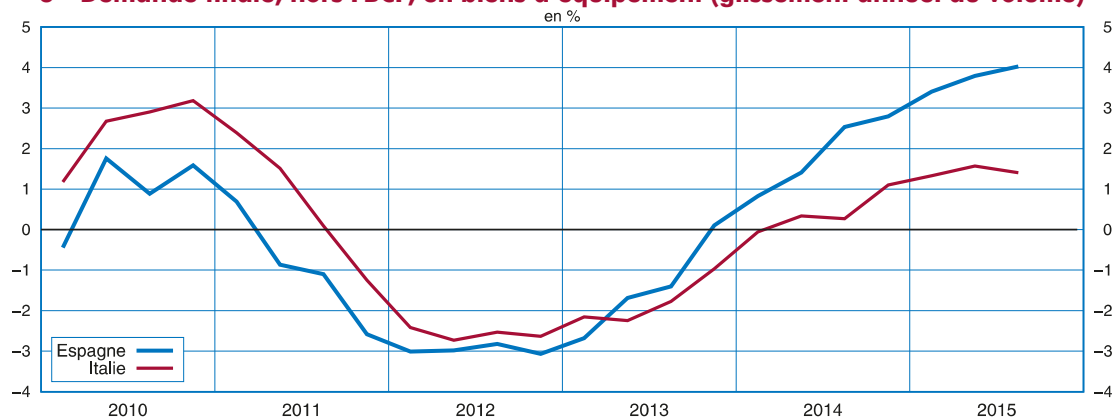
De fait, l'Espagne a su gagner des parts de marché à l'exportation pendant la crise, en particulier dans les pays émergents et en Asie : la part des exportations destinées à l'Asie est passée de 5,6 % en 2005 à 9,5 % en 2014 (Ministerio de economía y competitividad, 2015). De son côté, l'Italie a continué à perdre des parts de marché. L'extension espagnole semble avoir concerné l'ensemble des produits exportés, et donc l'ensemble des secteurs de production. Elle serait avant tout liée aux efforts de productivité, et donc de compétitivité, réalisés par les entreprises : la productivité a augmenté de 17 % entre 2008 et 2013 dans l'industrie, dans un contexte de demande intérieure

2 - Formation brute de capital fixe en biens d'équipement, en volume



Source : Eurostat, INE, Istat

3 - Demande finale, hors FBCF, en biens d'équipement (glissement annuel du volume)



Note : la demande finale correspond à la demande finale intérieure (hors variations de stocks) et aux exportations
Sources : INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

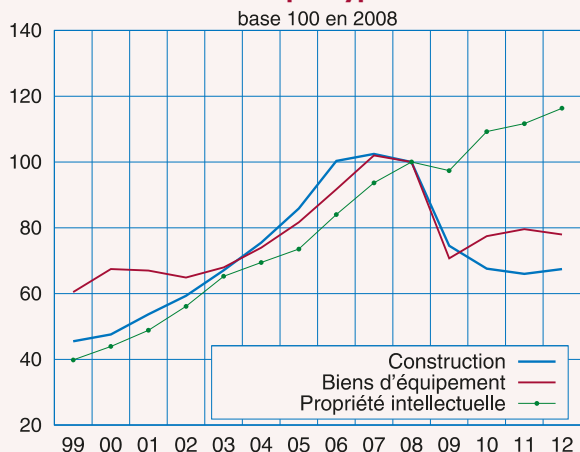
Encadré 1 - Quelles données utiliser pour évaluer l'investissement des entreprises en Italie et en Espagne?

Pour analyser l'investissement des entreprises – le terme « entreprise », dans ce dossier, désigne les sociétés non financières (SNF) – de pays membres de l'Union européenne, trois types de données sont disponibles, qui se différencient par le champ ou la périodicité :

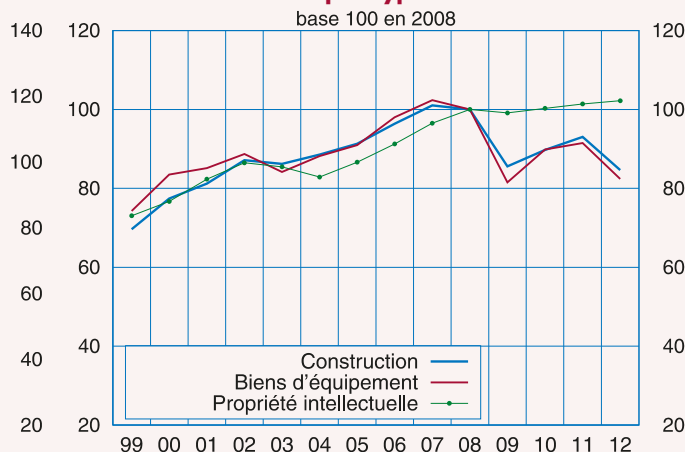
* Les comptes nationaux annuels

Les comptes nationaux annuels diffusés par les instituts nationaux proposent une décomposition complète de l'investissement en valeur, par actif (équipement, construction et droits de propriété intellectuelle) et par branche (suivant la nomenclature NACE rev2). Ces deux critères permettent de suivre l'investissement des entreprises par actif. Ces données ne sont cependant disponibles que jusqu'en 2012.

Investissement des entreprises espagnoles en valeur par type d'actif



Investissement des entreprises italiennes en valeur par type d'actif



Sources : Comptes nationaux annuels INE, Istat, calculs Insee

* Les comptes nationaux trimestriels des sociétés non financières

Les comptes nationaux trimestriels, espagnols comme italiens, proposent des comptes des entreprises au sein desquels on trouve leur investissement. Cependant, cet investissement n'est pas décomposé par actif. De plus, il n'est disponible qu'en valeur, et non en volume.

* Les comptes nationaux trimestriels par actif

Les comptes nationaux trimestriels proposent une décomposition de l'investissement par actif pour l'ensemble des branches et des agents économiques, en volume et en valeur. Le croisement de ces critères n'est pas disponible : en particulier, pour un actif donné, l'investissement des entreprises n'est pas différencié de l'investissement public. Les comptes trimestriels présentent cependant l'avantage d'être rapidement publiés.

En termes d'évolution, l'investissement en équipement des entreprises peut être approximé par l'investissement en équipement total tiré des comptes nationaux trimestriels. Le poids du secteur public n'est pas négligeable (13 % en moyenne en Espagne, 9 % en Italie selon les comptes annuels) mais il contribue peu à l'évolution d'ensemble, sauf en 2012 où la forte baisse de l'investissement espagnol en biens d'équipement est en grande partie imputable aux administrations publiques.

En revanche, il n'est pas possible d'associer l'investissement en propriété intellectuelle à l'investissement en équipement des entreprises pour construire un agrégat d'investissement « productif » à partir des comptes nationaux trimestriels. En effet, le poids du secteur public y est plus important (20 % en moyenne en Espagne, 24 % en Italie), notamment du fait de l'importance de la recherche et développement dans le secteur public. Le secteur public contribue donc largement à l'évolution de l'investissement en propriété intellectuelle. En particulier, en Espagne, en 2012, il pesait sur l'investissement en actifs intangibles alors que dans le secteur privé, cette composante de l'investissement augmentait. Ainsi, considérer l'investissement en propriété intellectuelle ne permettrait pas de rendre compte de l'évolution de l'investissement productif des entreprises. C'est pourquoi ce champ de l'investissement n'a pas été retenu dans ce dossier.

Finalement, en Italie, le champ retenu de l'investissement en biens d'équipement représente 50 % de l'investissement total des entreprises et 75 % de l'investissement productif des entreprises (respectivement 40 % et 70 % en Espagne). ■

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

faible, alors qu'elle a baissé de 5 % en Italie. En revanche, les flux de capitaux extérieurs, même s'ils ont augmenté, ne semblent pas constituer un facteur de différenciation avec l'économie italienne (*encadré 2*).

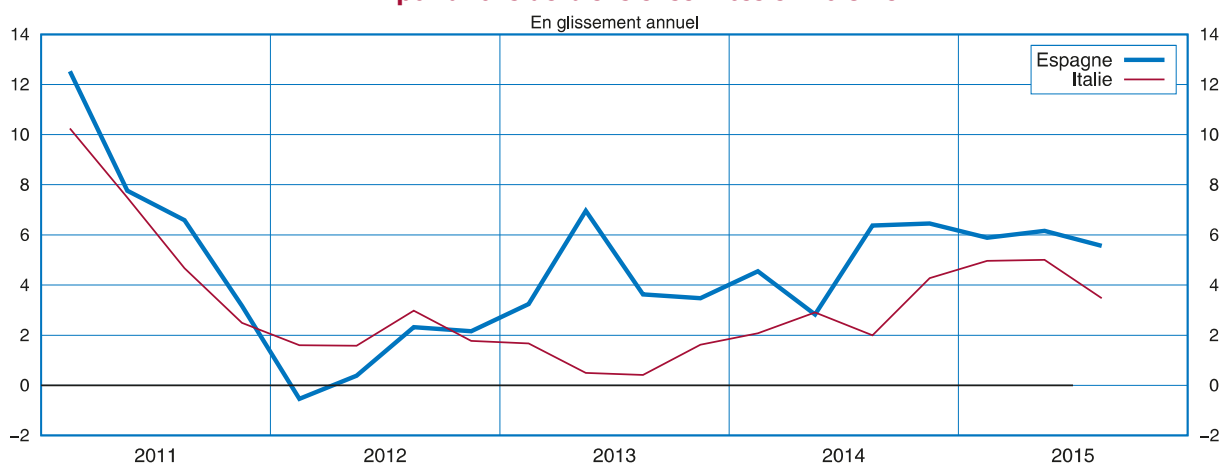
Le profil de la demande permet d'expliquer l'investissement espagnol depuis 2009, mais pas l'investissement italien

Le taux d'investissement italien n'a pas cessé de baisser entre 2010 et 2014

Le taux d'investissement, qui rapporte le niveau d'investissement à celui de l'activité, permet d'évaluer simplement le lien entre investissement et demande. En effet, en théorie, le taux d'investissement a une évolution procyclique autour d'un niveau d'équilibre de long terme.

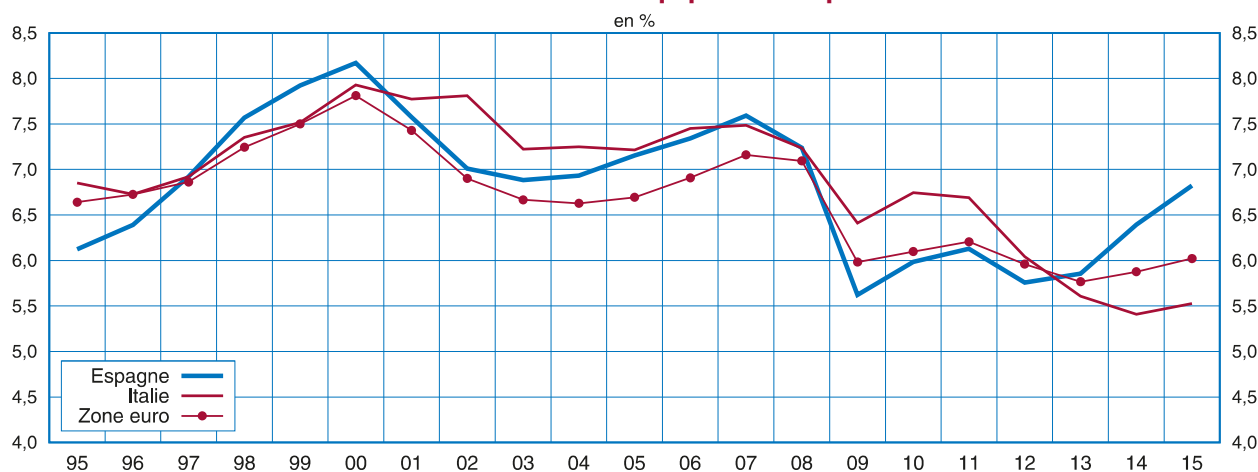
Au moment de la crise de 2009, l'investissement en Espagne comme en Italie a chuté, en réponse à la baisse de l'activité. Toutes choses égales par ailleurs, si le profil de la demande suffisait à expliquer l'évolution de l'investissement, le taux d'investissement aurait dû progressivement se réajuster. En Espagne, il s'est effectivement stabilisé pendant les premières années post-crise, avant de commencer à croître de nouveau. En Italie au contraire, il a continué de baisser, suggérant que le profil d'une demande même peu dynamique ne suffit pas à expliquer la faiblesse de l'investissement depuis 2009 (*graphique 5*).

4 - Exportations de biens et services en volume



Source : INE, Istat

5 - Taux d'investissement en équipement en points de PIB



Sources : Eurostat, INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Encadré 2 - Les investissements directs étrangers ne constituent pas un facteur de différenciation de l'investissement des entreprises en Italie et en Espagne

En Espagne comme en Italie, la période de crise a été marquée par un effort des pouvoirs publics afin d'améliorer l'attractivité de leur pays pour les capitaux étrangers. En particulier, le Parlement espagnol a adopté une loi en décembre 2013 visant à unifier le marché domestique, permettant à une entreprise de distribuer ses produits dans toute l'Espagne à partir d'une unique licence et conduisant à réduire le nombre de jours nécessaires pour créer une entreprise (de 60 en 2007 à 13 en 2015¹). Dans une moindre mesure, ce mouvement a également eu lieu en Italie (le nombre de jours pour créer une entreprise est ainsi passé de 13 en 2007 à 5 en 2015).

La productivité espagnole a fortement augmenté, engendrant des gains de compétitivité et donc une plus grande attractivité pour les investisseurs, étrangers comme résidents. En Italie, la productivité est restée stable. L'Espagne attire ainsi beaucoup plus d'investissement direct étranger (IDE) que l'Italie mais la part des IDE dans la FBCF des entreprises n'a pas augmenté depuis la crise (*graphique*). Le rebond de l'investissement ne semble donc pas provenir d'un accroissement de capitaux étrangers.

Cependant, le flux annuel des investissements directs étrangers est un indicateur de l'attractivité d'une économie difficilement

interprétable². Il regroupe les créations d'entreprises et acquisitions de capital, les investissements immobiliers et les prêts intra-groupes. Il comptabilise certaines transactions qui ne sont pas des investissements directs (optimisation fiscale). Enfin, ces données sont fréquemment et amplement révisées.

De plus, en Espagne en particulier, une partie importante des flux entrants (20 %) est à destination du secteur financier, qui contribue peu à l'investissement total de l'ensemble des entreprises, financières et non financières. Dans certains secteurs, notamment le secteur automobile, l'arrivée de capitaux étrangers a pu favoriser l'investissement productif, mais cet apport ne semble pas être généralisable à l'ensemble de l'économie.

Finalement, la compétitivité des entreprises espagnoles s'est accrue et a engendré une hausse de l'investissement, mais semble-t-il sans déformer la répartition entre entreprises résidentes et étrangères. ■

¹ Selon le rapport *Doing Business* 2014.

² Selon la publication du pôle commerce extérieur de la DG Trésor « Les investissements directs étrangers (IDE) en France, état des lieux », juillet 2014.

Part des investissements directs étrangers dans la formation brute de capital fixe des sociétés non financières



Source : CNUCED

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Un modèle simple confirme que sa faiblesse ne résulte pas du profil de la demande

Cette hypothèse est confirmée par une analyse économétrique dans un modèle de type « accélérateur simple » reliant l'investissement à la demande finale (*encadré 4*). Le profil de l'investissement en équipement espagnol s'y explique pour partie par l'évolution de la demande à court terme, et pour partie par un phénomène de rattrapage après le sur-ajustement observé pendant la crise. Au contraire, en Italie, l'investissement est, depuis 2009, très largement inférieur au niveau suggéré par le profil de la demande, cette divergence s'étant accrue progressivement.

Les entreprises espagnoles ont depuis la crise fortement augmenté leur épargne

Les entreprises espagnoles ont augmenté leur épargne et se sont désendettées

D'autres facteurs que la demande, notamment les conditions de financement, ont pu jouer sur la dynamique d'investissement des entreprises espagnoles et italiennes.

Le poids du revenu distribué est resté constant en Italie malgré la crise...

Pour investir, les entreprises peuvent en effet puiser dans leur épargne¹ (on parle alors d'autofinancement) ou se tourner vers des financements externes. Depuis 2007, les comportements d'épargne des entreprises espagnoles et italiennes divergent, alors qu'ils étaient comparables au début des années 2000 (*graphique 6*). En Espagne, la crise a marqué un tournant majeur : le taux d'épargne est rapidement remonté à compter de 2008 et a atteint dès 2010 un niveau nettement supérieur à son niveau d'avant crise. Au contraire, le taux d'épargne italien est resté globalement stable, à son niveau de longue période.

Le principal facteur de divergence d'évolution de l'épargne entre les deux pays est l'évolution des revenus distribués depuis la crise, définis ici comme la somme des revenus salariaux et des dividendes (*encadré 5*).

En Italie, la crise n'a que peu modifié la tendance : depuis 2000, les revenus distribués ont évolué de façon cohérente avec la valeur ajoutée, n'affectant pas le taux d'épargne (*tableau 1*). Cette tendance générale résulte de deux évolutions divergentes : la part des salaires dans la valeur ajoutée a continuellement augmenté (de 50 % en 1999 à près de 60 % en 2015), tandis que la part des dividendes a diminué (d'un peu moins de 25 % à un peu plus de 15 % environ); ces évolutions sont *a priori* surtout imputables à la baisse de la part des entrepreneurs individuels.

¹L'épargne est définie comme le montant du chiffre d'affaires restant à la disposition des entreprises une fois leurs charges payées (consommations intermédiaires, dépenses de personnel, charges financières, impôts) et leurs subventions et recettes supplémentaires (dividendes issus de participations, revenus d'intérêts, etc.) perçues.

Encadré 3 - Revue de littérature sur l'évolution récente de l'investissement des entreprises

La question de la faiblesse de l'investissement des entreprises depuis la grande récession, particulièrement dans les pays avancés, a été largement traitée par la littérature économique récente. Trois explications sont en général avancées : un problème de demande, un problème financier, l'incertitude économique. L'analyse porte le plus souvent sur un ensemble de pays avancés. Les conclusions principales sont les suivantes :

- La demande est le facteur prépondérant pour expliquer l'évolution récente de l'investissement. C'est en particulier la conclusion de Lewis *et al.* (2014), tandis que Buisnière *et al.* (2015) mettent en avant l'importance des anticipations de demande plus que de la demande elle-même.
- Les conditions de financement sont souvent reconnues comme importantes, surtout depuis 2012. C'est en particulier la thèse de Barkbu *et al.* (2015), qui estiment que le coût du capital et les contraintes financières sont prépondérants pour comprendre la

faiblesse de l'investissement en zone euro depuis la crise. C'est également le point de vue défendu par la Commission européenne (Commission, 2013). Toutefois, Hauseux *et al.*, (2015) relativisent l'importance du coût de financement, du taux d'épargne des entreprises et des conditions de crédit, au regard des contributions de la demande, dans le cas de l'investissement en actifs productifs des entreprises en France.

- L'incertitude économique est également parfois mise en avant comme facteur important du manque de dynamisme de l'investissement depuis la crise, notamment dans un rapport de la Commission européenne de 2013. Baker *et al.* (2015) proposent différentes mesures de cette incertitude. Lors de la crise, la dynamique de court terme de l'investissement ne suit plus ses déterminants fondamentaux ; en revanche, l'impact des indicateurs d'incertitude augmente. ■

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Encadré 4 - Économétriquement, l'investissement en équipement espagnol peut s'expliquer par les fluctuations de la seule demande

La théorie économique prévoit :

- Une surréaction à court terme de l'investissement au PIB, appelée « effet multiplicateur de l'investissement » ;
- Une élasticité unitaire à long terme de l'investissement au PIB, représentant l'hypothèse que le taux d'investissement est constant à long terme.

On estime donc un modèle à correction d'erreur en deux étapes reprenant ces dynamiques. Les équations obtenues sont les suivantes, estimées sur la période 1998-2007 :

$$\Delta(i_t^{ES}) = -0,39 + 1,41 \cdot \Delta(d_t^{ES}) + 2,78 \cdot \Delta(\text{pib}_{t-1}^{ES}) - 0,14 \cdot [\ln(i_{t-1}^{ES}) - \ln(\text{pib}_{t-1}^{ES})]$$

$R^2=0,29 \quad DW=2,2$
 $(R^2=0,66 \text{ calculé sur la période } 1998-2015)$

$$\Delta(i_t^{IT}) = -0,60 + 1,10 \cdot \Delta(d_t^{IT}) + 0,54 \cdot \Delta(\text{pib}_{t-1}^{IT}) - 0,23 \cdot [\ln(i_{t-1}^{IT}) - \ln(\text{pib}_{t-1}^{IT})]$$

$R^2=0,24 \quad DW=2,4$
 $(R^2=0,42 \text{ calculé sur la période } 1998-2015)$

Où : i_t^X est l'investissement en biens d'équipement du pays X au trimestre t

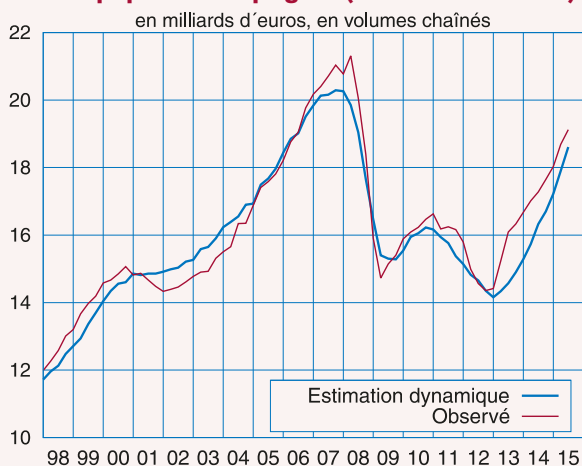
d_t^X est la demande finale hors FBCF équipement du pays X au trimestre t

pib_{t-1}^X est le PIB du pays X au trimestre t-1

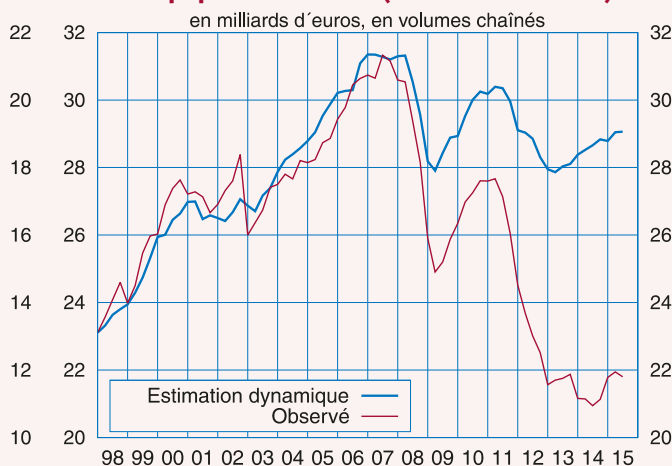
Les statistiques de Student des coefficients sont présentées entre parenthèses sous les coefficients.

L'investissement en équipement espagnol est bien expliqué avec un tel modèle (graphique 1). Au contraire, l'investissement italien depuis la crise reste en grande partie inexpliqué par ce type de modèle (graphique 2).

1 - Niveau de l'investissement en biens d'équipement espagnol (observé et simulé)



2 - Niveau de l'investissement en biens d'équipement italien (observé et simulé)



Note de lecture : l'estimation dynamique correspond à l'investissement en biens d'équipement simulé avec un modèle « accélérateur simple ».
Sources : INE, Istat, calculs Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

... alors que le recul des rémunérations en Espagne soutenait l'épargne

En Espagne en revanche, la crise a inversé la tendance. L'évolution des salaires par tête suivait celle de la productivité sur la période 2000-2007, les salaires (et revenus distribués) ne contribuaient donc pas à l'évolution de l'épargne. Au contraire, sur la période 2008-2013, dans un contexte de forte hausse de la productivité, la baisse des salaires est devenue un soutien important à l'épargne : en effet, l'emploi a beaucoup plus baissé (-17 % entre 2008 et 2013) que l'activité (-9 %). Dans le même temps le salaire nominal par tête a quasiment stagné, entraînant un recul de 1,2 % en termes réels. De façon sectorielle, la hausse de l'épargne est très largement concentrée dans le secteur de la construction : sur une contribution de la variation des salaires à l'épargne de 4,9 %, entre début 2008 et fin 2013, le secteur de la construction aurait contribué pour environ 4,0 points, l'industrie pour 1,5 point.

Ces « revenus distribués » sont le seul facteur à distinguer aussi clairement les deux pays. Les autres facteurs ont évolué de façon comparable, quoiqu'avec des amplitudes différentes.

Par effet de composition, la fiscalité a été plus favorable à l'Espagne

L'évolution des charges fiscales a favorisé l'épargne des entreprises dans les deux pays depuis la crise, mais plus en Espagne qu'en Italie : elle a contribué pour +3,4 points à la variation du taux d'épargne en Espagne, contre +1,2 point en Italie.

En Espagne, cette contribution résulte surtout de la construction. La chute des transactions immobilières a en effet nettement diminué l'imposition des entreprises de construction, expliquant la forte baisse de la part des impôts dans la valeur ajoutée dès le début de la crise.

Tableau 1 - Contributions à l'évolution de l'épargne, en point de VA

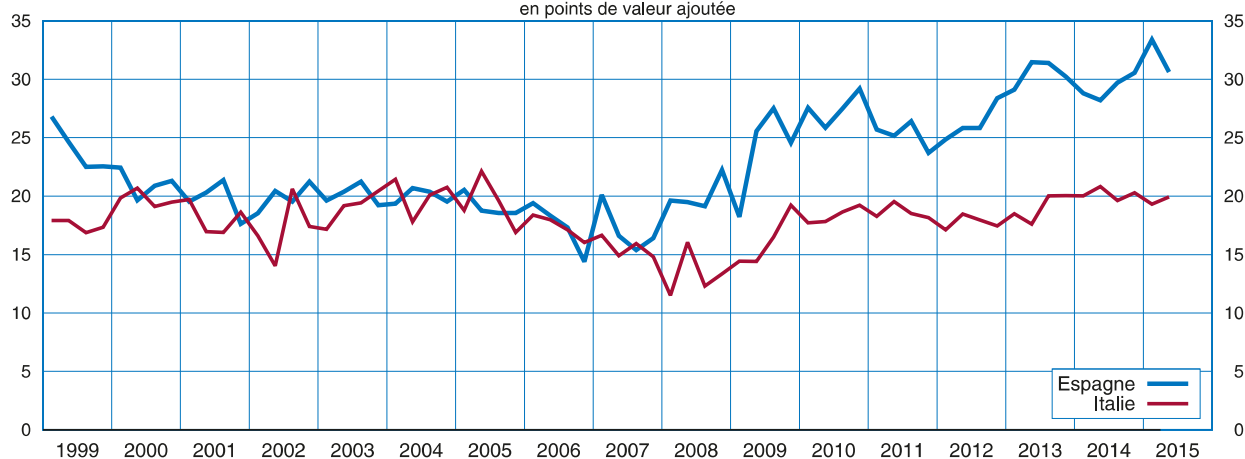
Période	Espagne		Italie	
	2000-2007	2008-2013	2000-2007	2008-2013
Revenus distribués	-0,4	+5,9	+1,0	-0,2
Dont salaires	-0,3	+6,3	-2,3	-4,1
Dont dividendes	-0,1	-0,4	+3,3	+3,9
Fiscalité	-2,4	+3,4	-3,2	+1,2
Intérêts	+5,7	+4,9	-1,8	+3,1
Autres revenus de la propriété	+1,0	-0,8	+0,8	-0,4
Transferts	+0,3	+0,1	+0,1	+0,1
Résidu	-	-	+1,0	+0,1
Variation totale de l'épargne	-7,1	+13,6	-2,0	+3,8

Lecture : sur une hausse de l'épargne de 13,6 points de VA entre 2008 et 2013 en Espagne, 5,9 points sont dus à une baisse des revenus distribués.

Sources : INE, Istat, calculs Insee

6 - Taux d'épargne des sociétés non financières

en points de valeur ajoutée



Sources : INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Les efforts de désendettement ont été plus importants en Espagne qu'en Italie

Un autre facteur de divergence dans l'évolution de l'épargne entre les deux pays est le poids des intérêts de la dette. Depuis 2007, l'évolution des intérêts à payer a été favorable dans les deux pays, là encore plus en Espagne qu'en Italie : elle a contribué pour +4,5 points à la variation du taux d'épargne des entreprises en Espagne, et de +3,2 points en Italie.

Pourtant, Espagne comme Italie ont été affectées de façon similaire par la crise des dettes souveraines dans la zone euro, comme en témoigne l'évolution comparable de leurs taux souverains, et des taux appliqués à leurs entreprises (*graphique 7*).

Les entreprises espagnoles ont cependant plus largement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt. Leur dette était plus importante, le poids de leur charge financière était donc plus lourd et de plus elles se sont désendettées durant la crise, diminuant d'autant plus le poids des intérêts dans leur épargne.

Du fait de la baisse des salaires et de la hausse de la productivité, le taux d'épargne en Espagne atteint dès 2010 un niveau nettement supérieur à celui qui prévalait avant la crise.

Encadré 5 - Les différences comptables entre Italie et Espagne compliquent la comparaison du niveau des taux de profit et d'épargne

Les comptes des entreprises non financières se présentent de la même façon en Italie et en Espagne. Pourtant, des différences dans les choix réalisés par les comptables nationaux existent, et rendent difficiles les comparaisons de niveau de variables. En s'appuyant notamment sur les travaux de Pionnier et Guidetti pour l'OCDE (2015), cet encadré présente les écueils à éviter lors d'une comparaison, et analyse l'impact des choix effectués sur les comptes des entreprises italiens et espagnols.

1. La valeur ajoutée doit être considérée au coût des facteurs, et non aux prix de base

Avant toute chose, comme le recommande l'OCDE, il importe de s'assurer que le dénominateur utilisé dans les comparaisons (la valeur ajoutée) est comparable. Or, la valeur ajoutée, dans les comptes européens, est évaluée aux prix de base. En particulier, elle intègre certains impôts nets des subventions sur la production dont les taux et le poids peuvent différer entre les économies. Pour rapprocher les mesures, la valeur ajoutée est souvent corrigée de ces éléments. On parle alors de « valeur ajoutée au coût des facteurs ». C'est celle qui est retenue dans l'étude.

2. La prise en compte des entrepreneurs individuels influe sur la comparabilité des séries

Les comptes des sociétés non financières apparaissent moins comparables d'un pays à l'autre que ce que l'on pense habituellement. Le problème principal est lié à la présence de travailleurs indépendants dans les comptes des sociétés de certains pays, notamment l'Allemagne et l'Italie, ce qui n'est pas le cas des comptes français ou espagnols. Cette différence méthodologique a plusieurs conséquences importantes.

La part des salaires dans la valeur ajoutée apparaît plus grande dans les pays qui n'incorporent pas d'entrepreneurs individuels

aux sociétés non financières que dans les autres. En effet, par convention, les entrepreneurs individuels ne reçoivent pas de salaires, alors que leur activité génère de la valeur ajoutée. La part des salaires dans la valeur ajoutée paraît ainsi plus grande en Espagne qu'en Italie, en partie pour ces raisons. De plus, en Italie, la part des entrepreneurs individuels a baissé régulièrement dans l'emploi total, ce qui a des répercussions sur l'évolution tendancielle de la part dans la valeur ajoutée.

Symétriquement, la part des dividendes dans la valeur ajoutée peut apparaître plus élevée dans les pays qui considèrent des entrepreneurs individuels comme sociétés non financières. Par défaut, le revenu des entrepreneurs individuels correspond au bénéfice de leur activité professionnelle. Cependant, les entrepreneurs individuels peuvent avoir intérêt à se verser des dividendes pour des raisons fiscales. C'est le cas en Italie, où seuls 50 % des dividendes perçus par les particuliers contrôlant une entreprise sont imposés à l'impôt progressif sur le revenu. Pour cette raison, les dividendes apparaissent beaucoup plus importants, en part de la valeur ajoutée, en Italie qu'en Espagne. Leur diminution régulière depuis les années 2000, en part de la valeur ajoutée, s'expliquerait également par la baisse constante de la part des entrepreneurs individuels dans l'emploi total.

Ces différences conduisent d'une part à ne pas considérer les niveaux et d'autre part à ne considérer que l'agrégat constitué de la somme des salaires et des dividendes, appelé dans ce dossier « revenus distribués ». En pratique, en Italie, la part des salaires dans la valeur ajoutée a en effet augmenté tendanciellement, tandis que la part des dividendes diminuait, dans des proportions proches. Compte tenu des éléments cités ci-dessus, il n'est pas possible de déterminer si ces évolutions tendanciennes traduisent une véritable évolution structurelle, ou simplement la part de plus en plus grande des salariés dans l'emploi total. ■

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Depuis 2009, l'accès au crédit bancaire s'est restreint

Les entreprises espagnoles sont parvenues à s'autofinancer...

La capacité des entreprises à épargner et à autofinancer leur investissement est un facteur essentiel pour comprendre la divergence des comportements d'investissement des entreprises espagnoles et italiennes.

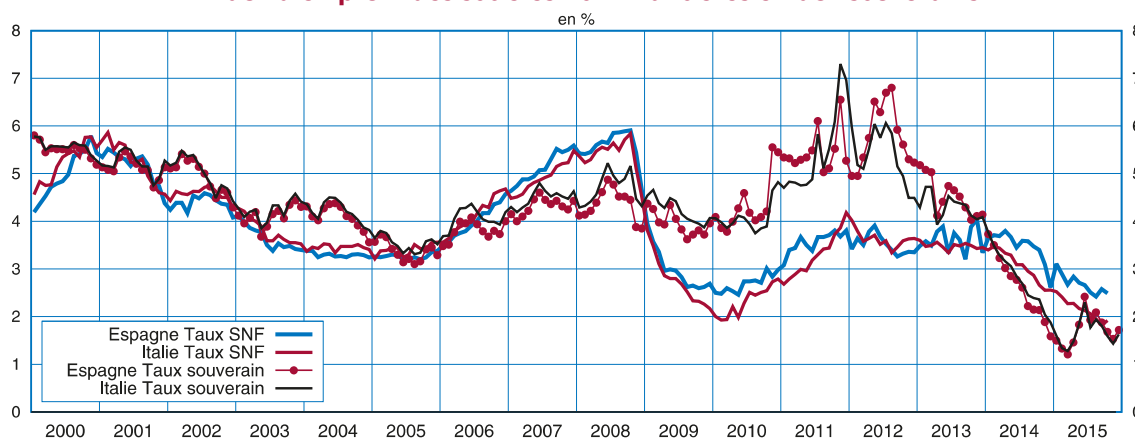
En Espagne, l'autofinancement a permis aux entreprises espagnoles de n'avoir qu'un besoin « facultatif » d'accès au crédit bancaire. Pour cette raison, le durcissement des conditions de crédit aurait moins affecté leurs investissements. Au contraire, la faiblesse de l'investissement des entreprises italiennes correspondrait à une incapacité à le financer, que ce soit via l'épargne ou en recourant au crédit bancaire.

Depuis 2009, les entreprises espagnoles sont parvenues à conserver un taux d'autofinancement de leur investissement supérieur à 100 % (graphique 8). Elles auraient ainsi pu entièrement financer la forte reprise de l'investissement depuis 2013 par des capitaux internes, ce qui n'exclut pas, en pratique, un recours au crédit extérieur, mais limite les contraintes de financement extérieur sur leur décision d'investir. Au contraire de leurs homologues espagnoles, les entreprises italiennes ne sont pas parvenues à augmenter nettement leur taux d'épargne depuis 2009. Leur autofinancement est resté en deçà des 100 %. Lorsqu'elles voulaient investir, les entreprises italiennes ont été plus dépendantes des financements extérieurs.

... ce qui les a en partie protégées d'une restriction des conditions de crédit ...

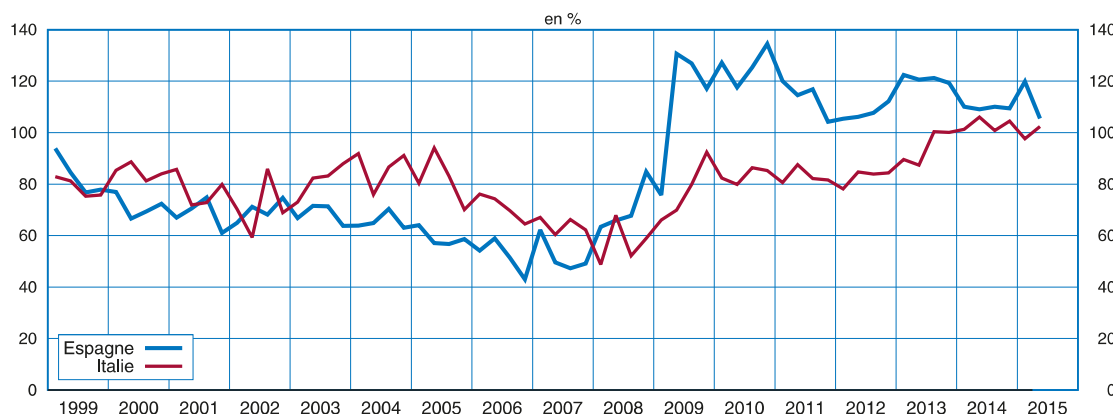
Par le passé, une telle contrainte n'aurait pas été aussi problématique : avant la crise, en Italie comme en Espagne, l'autofinancement fluctuait entre 60 et 80 %. Depuis, la crise a considérablement compliqué l'accès au crédit pour les entreprises.

7 - Taux d'emprunt des sociétés non financières et taux souverains



Source : Banque centrale européenne

8 - Taux d'autofinancement des sociétés non financières



Note : taux d'auto-financement = épargne brute / investissement
Sources : INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

... mise en évidence par les enquêtes auprès des banques...

Cette restriction des conditions de crédit est d'abord mise en évidence par l'enquête trimestrielle *Bank Lending Survey* de la BCE. Les banques centrales de la zone euro y indiquent si les conditions de crédit qu'elles appliquent se sont durcies, assouplies, ou sont inchangées. Un indicateur positif suggère alors qu'une majorité de banques a durci ses conditions d'attribution de crédit. Cette enquête permet donc de repérer les périodes de durcissement, sans pour autant en mesurer l'ampleur.

Selon cette source, les conditions de crédit se sont durcies de façon quasi généralisée en 2009, en Espagne comme en Italie (graphique 9). Elles se sont à nouveau durcies en 2012, de façon moins généralisée cette fois, et particulièrement en Italie.

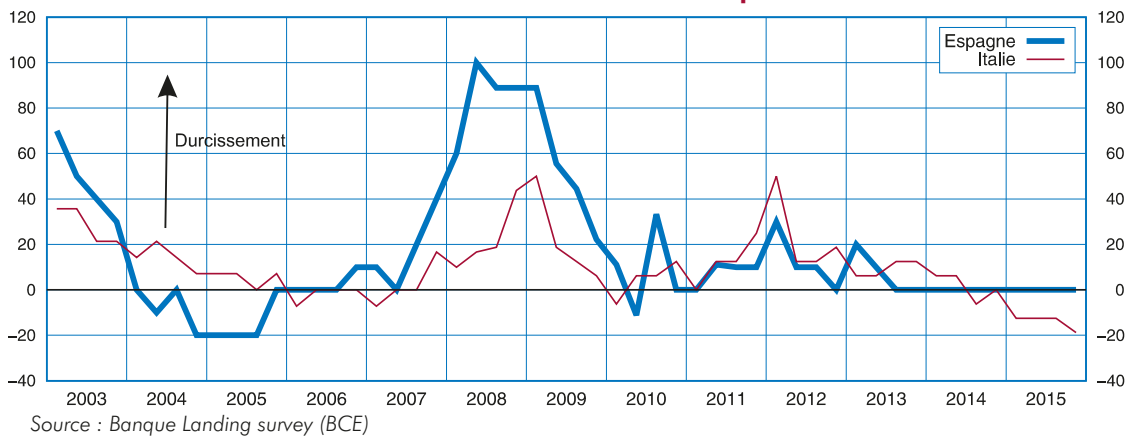
... et des entreprises...

Par ailleurs, la part des prêts refusés a augmenté en 2009 puis en 2012, en Italie comme en Espagne, d'après les entreprises interrogées par l'enquête semestrielle *SAFE* (*Survey on Access to Finance of Enterprises*) de la BCE (graphique 10).

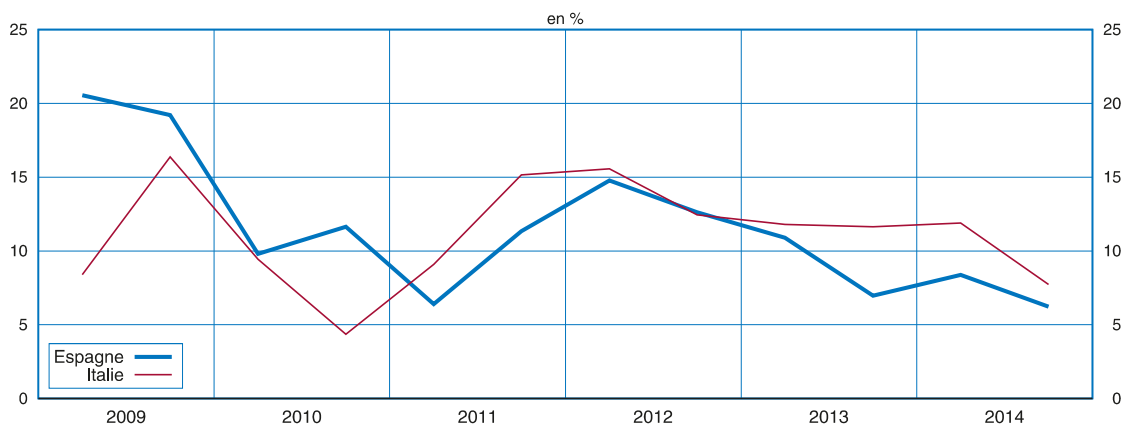
... et dont l'ampleur semble équivalente dans les deux pays

Les deux pays ont donc été touchés, au même moment – en 2009 puis en 2012 – par un durcissement des conditions de crédit. Il est néanmoins difficile de résumer ces conditions de crédit en une variable unique. Les indicateurs de tensions sur les conditions de crédit proposés par Alhenc-Gelas *et al.* (2014) ne sont en effet pas toujours disponibles dans les cas espagnols et italiens. Un indicateur s'approchant des indicateurs proposés est celui de l'écart des taux appliqués aux prêts selon leur montant : les taux des contrats nouveaux sur les crédits d'un montant inférieur à 1 million d'euros sont considérés comme accordés majoritairement aux petites entreprises, tandis que les taux accordés

9 - Distribution de crédit aux entreprises



10 - Part des prêts refusés

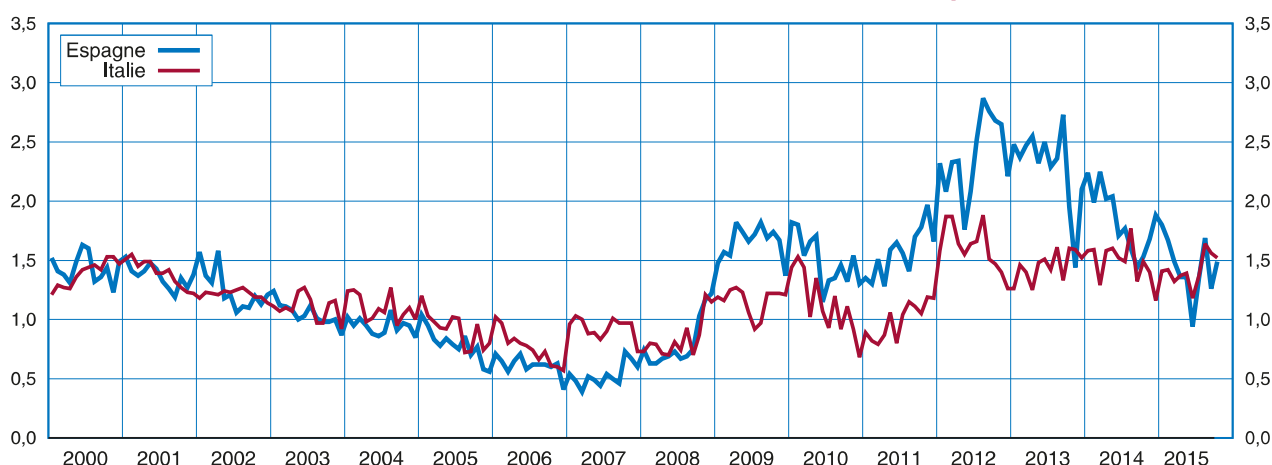


Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

aux contrats nouveaux sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros sont considérés comme majoritairement accordés aux grandes entreprises ; cette décomposition par taille d'entreprises reste une approximation de la partition entre « emprunteurs peu risqués » d'une part, les grandes entreprises, et « emprunteurs risqués », d'autre part, les petites entreprises. Dans un contexte de resserrement du crédit, les banques sont censées augmenter davantage le coût à l'emprunt des petites entreprises pour se prémunir contre le risque de défaut et chercher à capter la demande d'investissement des entreprises de grande taille, considérées comme plus fiables ; l'écart de taux aura donc tendance à s'accroître en période de resserrement. Ce *spread* de taux s'est nettement amélioré en Espagne depuis un an. Il reste cependant beaucoup plus élevé aujourd'hui qu'en 2007 où il avait atteint un niveau particulièrement bas, probablement en raison de conditions de financement très souples qui prévalaient avant la crise (*graphique 11*).

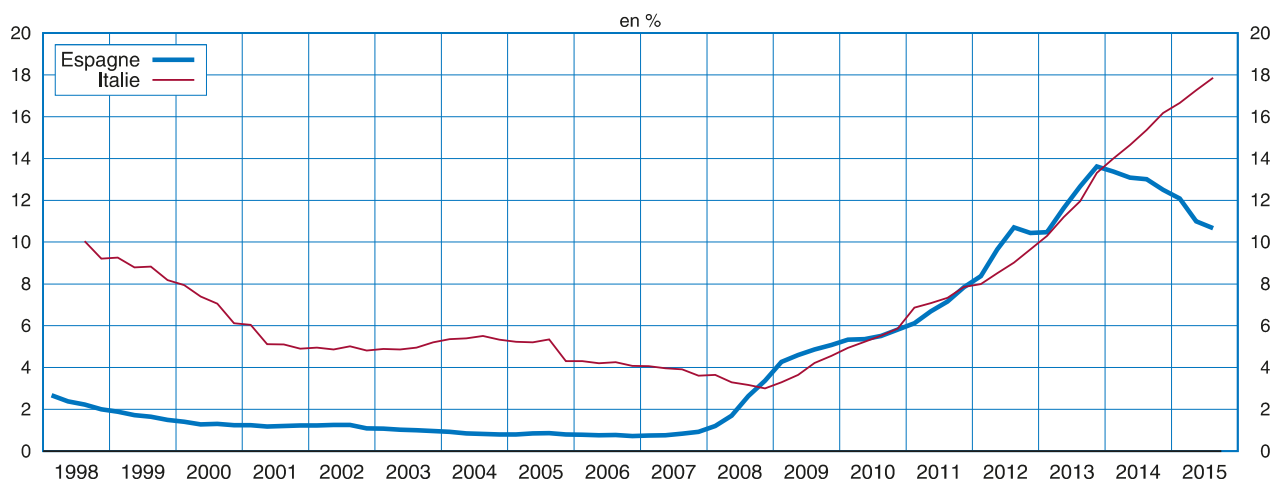
Une alternative pour tenter d'évaluer l'ampleur du resserrement du crédit est de mobiliser la part des prêts en défaut dans le bilan des banques (*graphique 12*). Si cette variable reflète pour partie la conséquence des conditions de crédits passées, elle peut s'interpréter comme une mesure de la tension que subissent les banques sur leur capacité de prêt. Elle influence la prime de risque, que les banques revalorisent en fonction également de leur solvabilité et de leurs objectifs. Elle semble donc représentative des conditions de crédit qu'elles appliquent à leurs clients.

11 - Ecart de taux entre les crédits de moins d'un million d'euros et ceux de plus d'un million d'euros



Sources : Banque centrale européenne, calculs Insee

12 - Contraintes de crédits (part des prêts en défaut)



Sources : Banks & Cassa Depositi e Prestiti, Spanish Credit Institutions, calculs Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

En pratique, selon cette variable, les conditions ont évolué d'une façon comparable dans les deux pays entre 2009 et 2013. Malgré une légère baisse en Espagne depuis un an, cet indicateur témoigne de conditions de crédit encore dégradées dans ces deux pays par rapport à ce qui prévalait avant 2007.

Les entreprises italiennes se sont tournées vers l'émission de titres

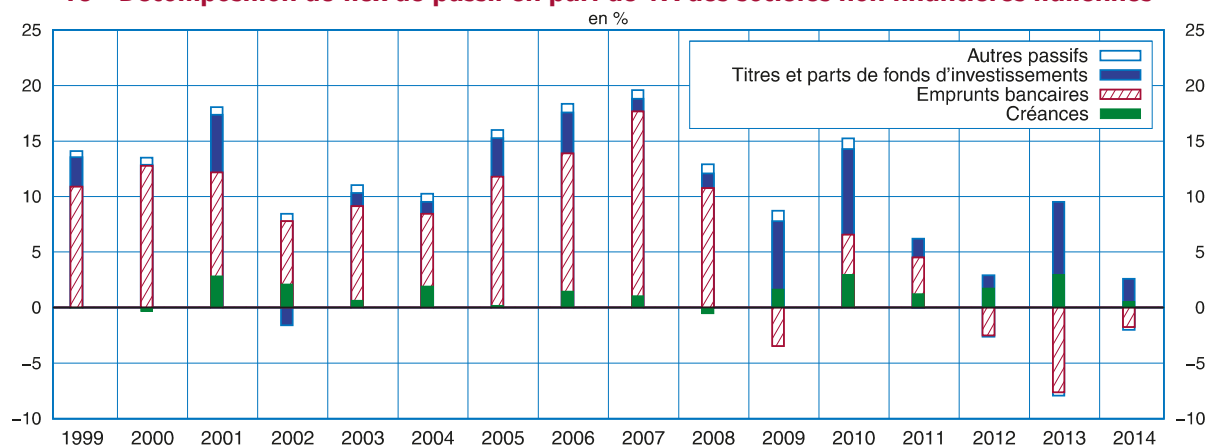
Les entreprises italiennes ont ainsi dû modifier leur source de financement, ...

Les conditions de crédit s'étant durcies, les entreprises ont changé de source de financement². Avant la crise, le financement des entreprises espagnoles et italiennes se décomposait de manière comparable, avec une majorité d'emprunts bancaires. En Italie, l'ensemble du flux d'endettement³ n'a jamais dépassé 20 % de la valeur ajoutée, même pendant la période précédant la crise ; en Espagne, ces mêmes ressources dépassaient 20 % de la VA durant cette même période, atteignant même 44 % en 2007.

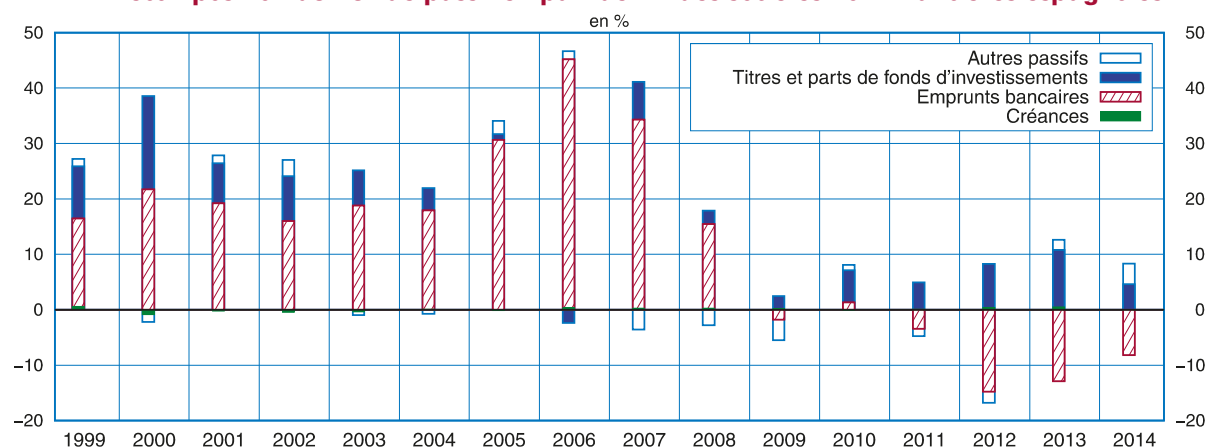
² Dans ce dossier, les flux nets d'endettement sont utilisés. Les effets de valorisation des titres possédés ne sont donc pas considérés.

³ Considéré au sens large, y compris l'émission d'actions ; en théorie, l'émission d'actions correspond en effet à une augmentation de fonds propres.

13 - Décomposition du flux de passif en part de VA des sociétés non financières italiennes



14 - Décomposition du flux de passif en part de VA des sociétés non financières espagnoles



Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Après 2009, le recours au financement extérieur a largement diminué. En Italie, les flux d'endettement nets ont été globalement divisés par deux (sur la période 2009-2014, par rapport aux cinq années précédentes) et ils sont devenus négatifs dès 2009 en Espagne, ce qui confirme que les entreprises espagnoles se sont depuis lors désendettées.

... particulièrement bancaire,...

En Espagne, le flux d'emprunt bancaire a diminué depuis 2009 ; en Italie, le flux net d'emprunts bancaires a été nul sur la période 2009-2014. Cette évolution affecte d'une façon relativement comparable les prêts de long terme et les prêts de court terme.

... tout en augmentant leur émission de titres

Enfin, l'émission de titres par les entreprises a pris de l'importance, devenant depuis 2009 le seul élément de croissance du passif des entreprises dans les deux pays (*graphiques 13 et 14*). En Espagne, cependant, la part de telles émissions dans la valeur ajoutée n'a pas augmenté significativement avec la crise. En Italie au contraire, ce type d'émissions a augmenté, passant de 3 % de la valeur ajoutée en moyenne sur la période 2004-2008 à environ 6 % sur la période 2009-2014. Cette évolution peut également être liée aux réformes de taxation, qui ont rendu plus attrayante cette forme d'endettement plus intéressante fiscalement.

Ce changement de mode de financement s'est cependant avéré insuffisant en Italie...

Endettement bancaire et émissions de titres ne sont pas facilement substituables, l'émission de titres étant en particulier difficile pour les entreprises les plus petites. Pour cette raison, un grand nombre d'entreprises italiennes semblent s'être trouvées, depuis la crise, limitées dans leur décision d'investissement, faute de financement extérieur.

... et les entreprises ont limité leur investissement

Dans un tel contexte, on s'attend à ce que les entreprises, contraintes dans leur financement, sélectionnent drastiquement le type d'investissement, en rejetant d'abord les projets d'extension, pour se concentrer avant tout sur le renouvellement du capital actuel.

Les résultats de l'enquête Investissement auprès des industriels confirment que c'est bien ce qui s'est passé (*tableau 2*). En Italie en effet, la part de l'investissement consacrée au remplacement de capacités productives a un poids nettement plus fort depuis la crise, atteignant même 59 % des investissements prévus en 2015. En Espagne au contraire, l'effort est clairement porté sur l'extension des capacités productives, et la part du remplacement dans l'investissement est très faible.

Tableau 2 - Motifs d'investissement industriel

	Espagne		Italie	
	Remplacement	Extension	Remplacement	Extension
2000-2007	18 %	42 %	37 %	31 %
2008-2013	20 %	28 %	44 %	22 %
2014	10 %	74 %	35 %	17 %
2015	12 %	72 %	59 %	18 %

Sources : Enquête investissement, DG-ECFIN

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

L'analyse économétrique confirme l'importance des problèmes de financement en Italie

Entre 2009 et fin 2012, l'investissement a un peu plus reculé en Espagne...

Entre début 2009 et fin 2012, l'investissement a légèrement plus diminué en Espagne (recul annuel moyen de $-6,5\%$) qu'en Italie ($-5,3\%$). Les différents facteurs ont affecté de concert les deux pays, mais chacun avec des ampleurs différentes (graphiques 15 et 16).

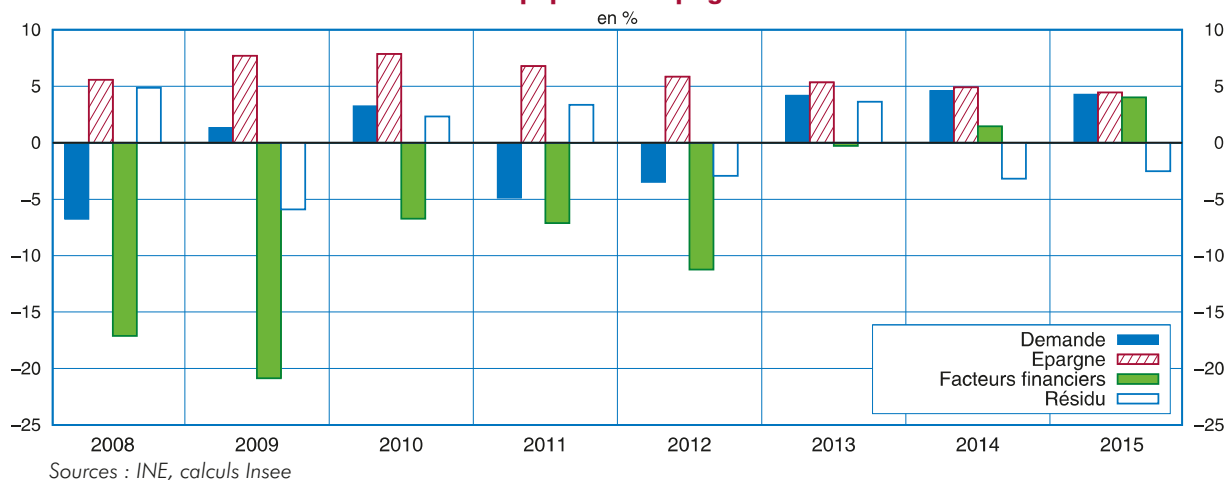
... mais la hausse de l'épargne a permis de diminuer l'impact observé en Espagne

La crise financière a plus largement touché les entreprises espagnoles qu'italiennes, en raison notamment d'un durcissement plus marqué des conditions de crédit. Au total, les facteurs financiers (bourse, taux d'intérêt, contraintes de crédit) ont contribué, chaque année, à hauteur de $-11,5$ points en moyenne à l'évolution de l'investissement en Espagne, contre $-4,6$ points en Italie.

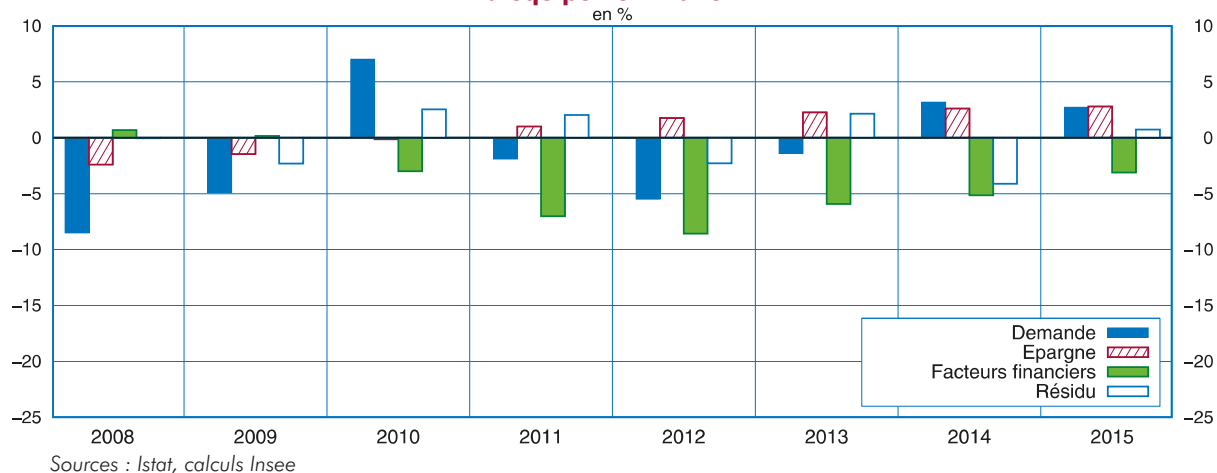
Mais sur la période 2009-2012, la hausse de l'épargne des entreprises espagnoles a atténué les effets de la crise financière ; ce n'est pas le cas en Italie. En ajoutant la contribution de l'épargne ($+7,0$ points), la contribution des variables « financières » n'est en effet plus que de $-4,4$ points par an en Espagne, comme en Italie.

Enfin, sur la période, les variations de la demande ont été légèrement moins favorables à l'Italie (contribution annuelle moyenne de $-1,3$ point, contre $-1,0$ point en Espagne), dans un contexte de baisse du PIB comparable.

15 - Contributions économétriques aux variations annuelles de l'investissement en biens d'équipement espagnol



16 - Contributions économétriques aux variations annuelles de l'investissement en biens d'équipement italien



Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

En 2013 et 2014, l'ensemble des facteurs a été mieux orienté en Espagne...

... mais la vigueur observée s'explique surtout par une plus grande sensibilité aux déterminants

Début 2015, outre les à-coups observés, l'investissement en biens d'équipement est plus dynamique en Italie

En 2013 et 2014, les dynamiques d'investissement ont divergé : croissance annuelle moyenne de +7,3 % en Espagne, -5,1 % en Italie. Selon les estimations, cette divergence (12,4 points) s'explique par des contributions plus favorables en Espagne : de la demande (+4,4 points contre +0,9 point en Italie) ; de l'épargne (+5,1 points contre +2,4 points) et des facteurs financiers (+0,6 points contre -5,5 points en Italie). En particulier, la bourse et les taux d'intérêt ont contribué positivement à la reprise de l'investissement espagnol, pas en Italie. Les conditions de crédit ont contribué négativement dans les deux pays, mais d'une façon plus marquée en Italie (-4,8 points contre -3,6 points en Espagne).

Ces contributions plus favorables ne s'expliquent cependant que pour un tiers par une meilleure orientation des variables considérées. L'ampleur des contributions observées tient plus largement au fait que les entreprises espagnoles sont plus sensibles aux variations des déterminants de leur investissement que les entreprises italiennes.

Depuis fin 2014, l'investissement en biens d'équipement italien a retrouvé de la vigueur (+1,9 % par trimestre au premier semestre 2015), en partie grâce à une moindre dégradation des contraintes financières et une demande plus favorable, mais également grâce à un à-coup favorable au premier trimestre de l'investissement en matériels de transport. En Espagne, l'ensemble des facteurs est encore bien orienté, ce qui explique que l'investissement en biens d'équipement est resté dynamique.

Encadré 6 - Données utilisées et modélisation économétrique retenue

L'objectif de la modélisation est de tester l'importance relative de différents facteurs parmi des variables de demande, des variables financières voire des variables d'incertitude.

Données utilisées

- La demande finale hors FBCF équipement est la variable de demande principale testée, comme dans l'estimation présentée en encadré 3.
- La première variable financière testée est le coût du capital, dont l'importance est prédite par la théorie néoclassique. La forme utilisée s'inspire de Lewis *et al.* (2014) sous une forme simplifiée :

$$C_k = \frac{\text{prix_fbcf}}{\text{prix_pib}} * (\text{tx_souverain} - \text{ga}(\text{prix_pib}) + \text{tx_dépréciation_capital})$$

Où C_k est le coût du capital

prix_fbcf est le déflateur de l'investissement

prix_pib est le déflateur du PIB

tx_souverain est le taux souverain du pays

$\text{ga}(\text{prix_pib})$ est le glissement annuel du déflateur du PIB

$\text{tx_dépréciation_capital}$ est le taux de dépréciation du capital

- Le taux d'intérêt souverain seul (maturité à 10 ans) a également été retenu.
- Pour simuler les contraintes de financement, à long terme, une variable représentant la part des défauts de crédit parmi les crédits distribués par les banques est utilisée (cf. supra). Elle permet d'appréhender le durcissement ou l'assouplissement des conditions de crédit des banques.
- Le cours de la bourse a également été testé pour intégrer un possible effet « Q de Tobin » ; cette variable reflète que plus le cours de la bourse est haut, plus les entreprises ont des facilités à lever des fonds pour investir et donc augmenter les dividendes qu'elles verseront aux actionnaires.

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Modélisation

Un modèle à correction d'erreur est estimé pour chacun des deux pays. Pour intégrer épargne et autofinancement, le taux d'investissement des entreprises peut se réécrire comme le ratio du taux d'épargne (ratio de l'épargne sur la valeur ajoutée) et du taux d'autofinancement (ratio de l'épargne sur l'investissement) :

$$\frac{Inv}{VA} = \frac{Taux\ d'épargne}{Taux\ d'autofinancement}$$

On suppose que le taux d'autofinancement dépend du coût du capital (plus celui-ci est bas, plus une entreprise est incitée à faire appel au financement extérieur et peut s'autoriser un taux d'autofinancement plus faible) et des contraintes de crédit subies par les entreprises (plus ces contraintes sont fortes, plus les entreprises se trouvent dans l'obligation de s'autofinancer).

Ceci conduit à estimer la relation de long terme suivante :

$$\ln\left(\frac{Inv}{VA}\right) = \ln(Taux\ d'épargne) + \alpha.(part_prets_defaut) + \beta.cout_capital + \chi.(bourse) + \epsilon$$

A long terme, le taux d'épargne et le taux d'investissement sont supposés évoluer de pair.

A court terme, les mêmes variables qu'à long terme sont testées.

Les résultats pour les deux pays sont présentés ci-après, estimés sur la période 1999-2014 :

$$\Delta(i_t^{ES}) = -1,09 + 1,68.\Delta(d_t^{ES}) + 0,04.\Delta(bourse_t^{ES}) + 0,05.\Delta(bourse_{t-2}^{ES}) - 0,61.d(ck_{t-1}^{ES}) - 0,31*\left[\ln(i_{t-1}^{ES}) - \ln(pib_{t-1}^{ES}) - \ln(tx_ep_{t-1}^{ES}) + 0,68.ck_{t-1}^{ES} + 0,20.\ln(défauts_crédits_{t-1}^{ES}) - 0,17.\ln(bourse_{t-1}^{ES})\right]$$

$$R^2=80\% \quad DW=2,0$$

$$\Delta(i_t^{IT}) = -0,31 + 1,53.\Delta(d_t^{IT}) + 1,12.\Delta(d_{t-1}^{IT}) - 0,25.\Delta(i_{t-1}^{IT}) - 0,02.d(tx_souv_{t-3}^{IT}) - 0,10*\left[\ln(i_{t-1}^{IT}) - \ln(pib_{t-1}^{IT}) - \ln(tx_ep_{t-1}^{IT}) + 0,25.\ln(défauts_crédits_{t-1}^{IT}) - 0,25.\ln(bourse_{t-1}^{IT})\right]$$

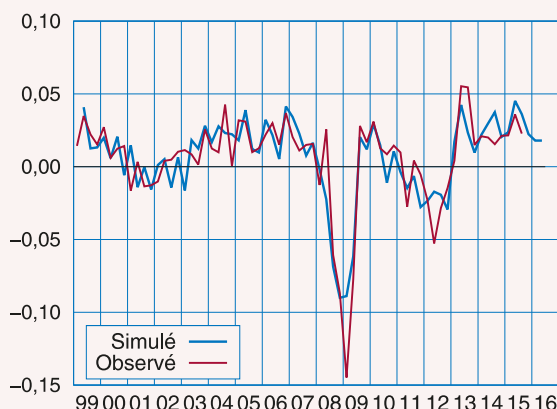
$$R^2=67\% \quad DW=2,2$$

Où: i_t^X est l'investissement en biens d'équipement du pays X au trimestre t
 d_t^X est la demande finale hors fbcc équipement du pays X au trimestre t
 pib_{t-1}^X est le PIB du pays X au trimestre t-1
 $bourse_t^X$ est le cours de la bourse déflaté au trimestre t
 ck_{t-1}^X est le coût du capital au trimestre t-1
 $tx_ep_{t-1}^X$ est le taux d'épargne au trimestre t-1
 $défauts_crédits_{t-1}^X$ est la part des prêts en défauts au trimestre t-1
 $tx_souv_{t-3}^X$ est le taux souverain du pays X au trimestre t-3

Les statistiques de Student des coefficients sont présentées entre parenthèses sous les coefficients.

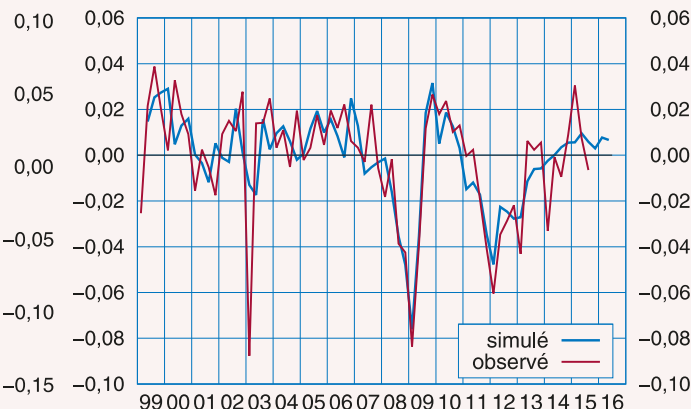
Les modèles estimés permettent de bien comprendre l'évolution de l'investissement dans les deux pays, y compris depuis la crise.

1 - Investissement en biens d'équipement espagnol



Sources : INE, Insee

2 - Investissement en biens d'équipement italien



Sources : Istat, Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

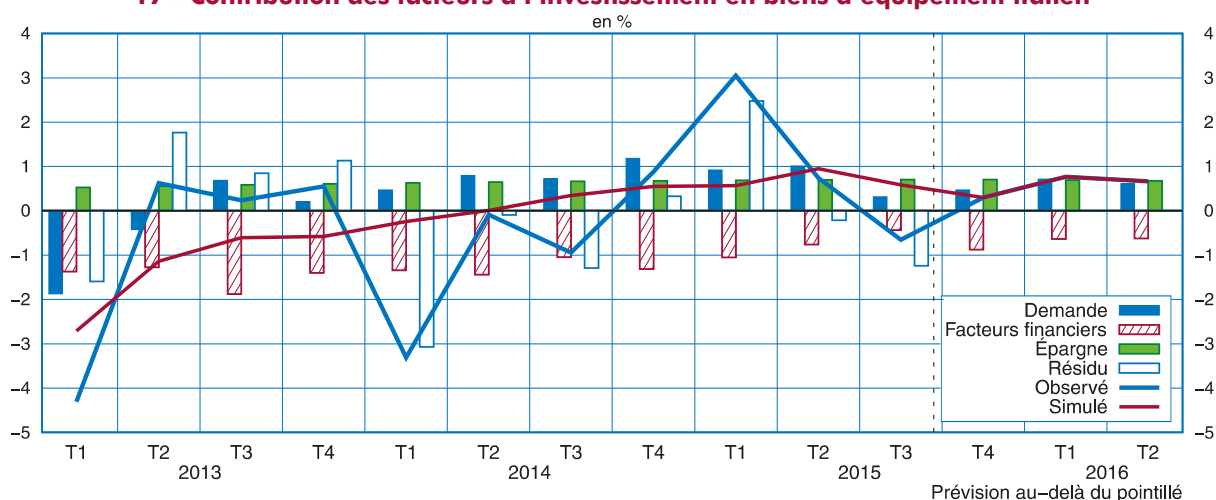
En prévision, l'investissement italien accélérerait modérément tandis qu'il ralentirait légèrement en Espagne

À conditions de financement équivalentes, l'investissement italien ne peut donc pas croître aussi fortement que son homologue espagnol, car il apparaît moins sensible aux variations de ses déterminants.

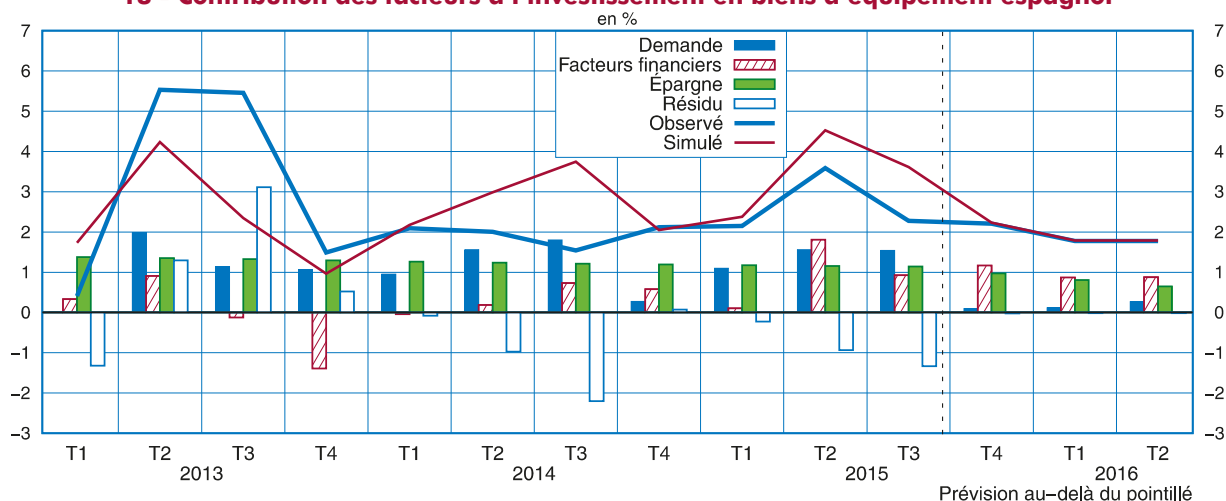
Sous l'hypothèse d'un début de relâchement des conditions de crédit, et d'une croissance de la demande autour de 0,3 % par trimestre, l'investissement des entreprises italiennes en équipement retrouverait, après un à-coup négatif à l'été, un rythme de croissance de l'ordre de +0,7 % par trimestre jusque mi-2016 (graphique 17). Le taux d'investissement continuerait de remonter légèrement, atteignant 5,6 % mi-2016, demeurant toutefois plus proche de son niveau le plus bas (5,4 %) que de son niveau de 2006 (7,4 %).

En Espagne, la phase de rattrapage enclenchée depuis début 2013 s'essouffle, notamment parce que le taux d'investissement a déjà dépassé son niveau moyen de long terme depuis le deuxième trimestre 2014 ; l'investissement devrait donc progressivement ralentir (graphique 18). Cependant, le relâchement des conditions de crédit, entamé depuis 2014, constitue un soutien supplémentaire à l'investissement, en accroissant les liquidités disponibles pour les entreprises. D'ici mi-2016, l'investissement en équipement conserverait une croissance forte, de l'ordre de +2 % par trimestre. ■

17 - Contribution des facteurs à l'investissement en biens d'équipement italien



18 - Contribution des facteurs à l'investissement en biens d'équipement espagnol



Bibliographie

- Hauseux Y., Marc B., Audenaert D., Chevalier C.-M.** (2015), « Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2015, p. 21-37.
- Pionnier P.-A. et Guidetti E.** (2015), « Comparing profit shares in value-added in four OECD countries: Towards more harmonised national accounts », *OECD Statistics Working Papers*, No. 2015/03, Éditions OCDE, Paris.
- Lewis C., Pain N., Strasky J., Menkyna F.** (2014), « Investment Gaps after the Crisis », *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1168, OECD Publishing, Paris.
- Bussière M., Ferrara L., Milovich J.** (2015), « Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty » *Document de travail n°571*, Banque de France.
- Barkbu B., Berkmen P., Lukyantsau P., Saksonovs S., Schoelermann H.** (2015), « Investment in the Euro Area: Why has it been weak ? », *IMF working paper*.
- Baker S., Bloom N., Davis S.** (2015), « Measuring economic policy uncertainty », National Bureau of Economic Research, *Working paper 21633*.
- Ducoudré B., Plane M., Villemot S.** (2015) ; « Equations d'investissement, une comparaison internationale dans la crise » *Revue de l'OFCE 138*, Etude spéciale.
- Alhenc-Gelas V., Fortin A., Bernard J.-B., Campagne B.** (2014), « Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2014.
- Spanish external sector and competitiveness: facts and figures*, ministerio de economia y competitividad, août 2015.
- « L'investissement des entreprises est à l'origine de la reprise espagnole », *Note de conjoncture*, Insee, mars 2015, p. 115-116.
- Les investissements directs étrangers (IDE) en France : état des lieux*, Pôle commerce extérieur, DG Trésor, juillet 2014. ■