

Il est crucial que l'Europe conserve son épargne, mais cette évolution serait très défavorable aux Etats-Unis

Les flux de capitaux internationaux vont de la zone euro vers les Etats-Unis. Il s'agit aussi bien d'achats d'actions, d'investissements directs, d'achats de titres du Trésor américain.

Or, on sait depuis le rapport de Mario Draghi, que l'Europe a un besoin d'investissements supplémentaires considérable, de 800 milliards d'euros par an (en cumulant investissements publics et investissements privés), 450 milliards pour les investissements de transition énergétique, 150 milliards pour les investissements dans les technologies digitales, 50 milliards pour les industries de défense, 150 milliards pour les innovations de rupture. Si l'Europe fait cet effort d'investissement, et si l'attrait des investisseurs à long terme pour les Etats-Unis ne change pas, il apparaîtra en Europe une très importante insuffisance d'épargne disponible pour investir en Europe, d'où une forte hausse des taux d'intérêt à long terme.

Il est donc crucial que l'Europe puisse conserver son épargne afin de pouvoir réaliser les investissements supplémentaires nécessaires (qui représentent 4,7% du PIB de l'Union européenne). Mais si l'Europe parvient à conserver son épargne, il apparaîtra un déficit d'épargne aux Etats-Unis, qui générera aux Etats-Unis une hausse des taux d'intérêt à long terme : on a donc la perspective d'une guerre pour l'accaparement de l'épargne entre les Etats-Unis et l'Union européenne.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

 @PatrickArtus

 Patrick Artus

1- La fuite de l'épargne des Européens vers les Etats-Unis

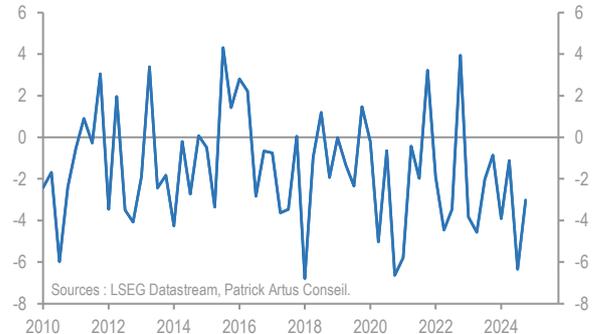
Quand on compare les flux des capitaux à long terme dans la balance des paiements de la zone euro et dans celle des Etats-Unis, on voit que l'épargne à long terme sort de la zone euro et rentre aux Etats-Unis (**Graphiques 1a/b**).

Graphique 1a
Zone euro : investissement direct et investissement de portefeuille nets* (en % du PIB valeur)



(*) Le solde des investissements direct et de portefeuille représente la variation de la position extérieure nette. Une augmentation de la position extérieure nette est affectée d'un signe positif

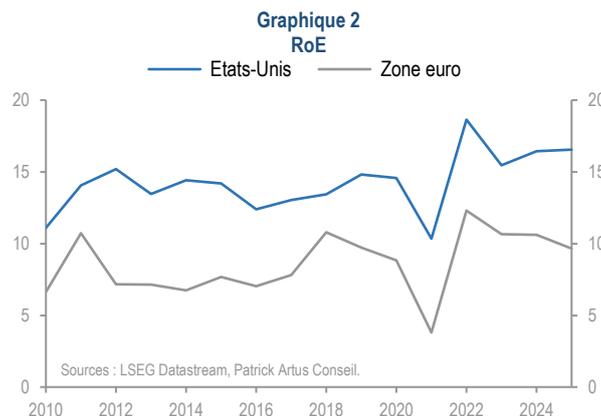
Graphique 1b
Etats-Unis : investissement direct et investissement de portefeuille nets* (en % du PIB valeur)



(*) Le solde des investissements direct et de portefeuille représente la variation de la position extérieure nette. Une augmentation de la position extérieure nette est affectée d'un signe positif

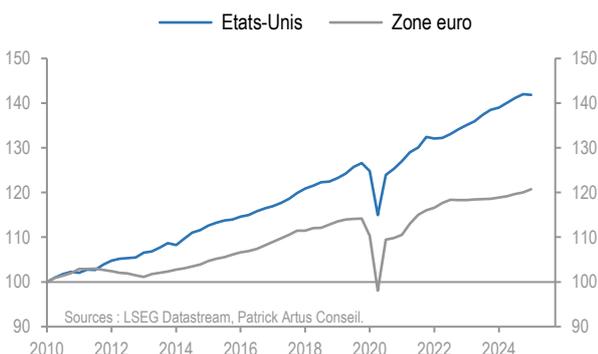
Cette fuite de l'épargne des Européens vers les Etats-Unis s'explique :

- par le rendement plus élevé des entreprises américaines (**Graphique 2**) ;

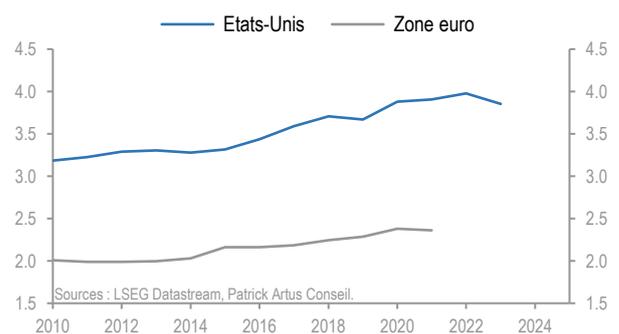


- par la croissance plus forte des Etats-Unis (**Graphique 3**), en particulier avec un niveau nettement plus élevé aux Etats-Unis qu'en Europe des investissements dans les nouvelles technologies (**Graphique 4a**) et de la Recherche-Développement (R&D) dans les entreprises (**Graphique 4b**) ;

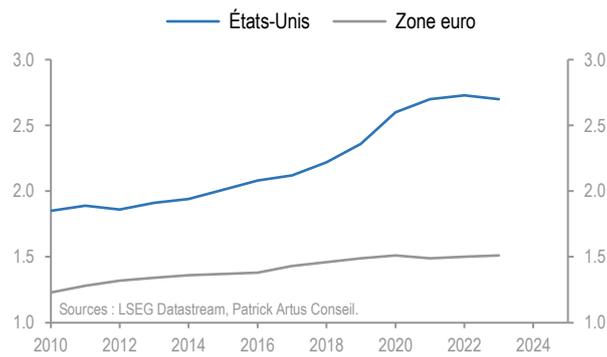
Graphique 3
PIB (volume, 100 : 2010.T1)



Graphique 4a
Investissement en TIC y compris logiciels (valeur, en % du PIB valeur)



Graphique 4b
Dépenses de R&D des entreprises (en % du PIB valeur)



- par la progression nettement plus rapide des indices boursiers aux Etats-Unis, en particulier des indices boursiers des entreprises technologiques (**Graphique 5**) ;

Graphique 5
Indices boursiers (100 : 01.01.2010)



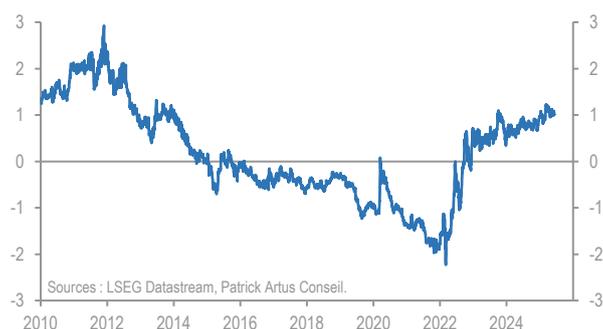
- par la disponibilité de financements importants des start-ups ou des entreprises risquées aux Etats-Unis. Les levées de fonds en capital-risque ont atteint 250 milliards de dollars aux Etats-Unis en 2023, contre 21 milliards d'euros dans l'Union européenne.

2- Conséquences si cette attractivité de l'investissement financier et en entreprises aux Etats-Unis se poursuit

On sait que l'Europe devra fournir un effort considérable d'investissement (800 milliards d'euros par an, soit 4,7% du PIB) pour réaliser la transition énergétique, financer les innovations de rupture, les industries de défense, les innovations digitales.

Si l'épargne des Européens continue à être, autant qu'aujourd'hui, attirée par les Etats-Unis, il y aura une insuffisance de l'épargne disponible pour financer des investissements en Europe, et il en résultera une forte hausse du taux d'intérêt réel à long terme de la zone euro (**Graphique 6**).

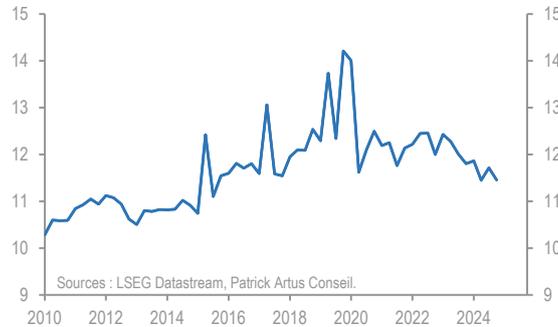
Graphique 6
Zone euro : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le swap d'inflation à 10 ans, en %)



Les conséquences de cette hausse des taux d'intérêt réels à long terme seraient très défavorables :

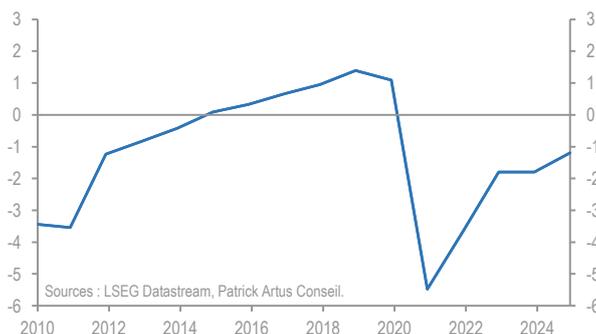
- recul de l'investissement (**Graphique 7**) ;

Graphique 7
Zone euro : investissement des entreprises
(valeur, en % du PIB valeur)



- plus grande difficulté à stabiliser le taux d'endettement public puisque le retour à un excédent budgétaire primaire serait nécessaire (**Graphique 8**).

Graphique 8
Zone euro : excédent ou déficit public primaire
(en % du PIB valeur)

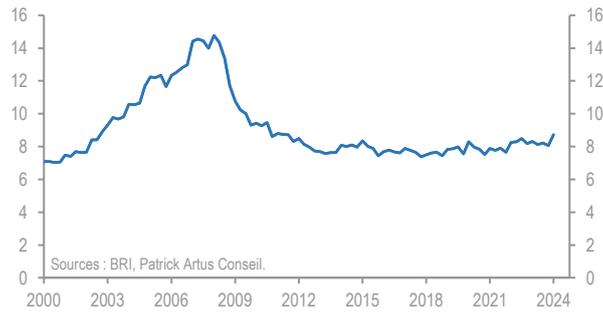


3- Comment conserver l'épargne des Européens en Europe ?

L'épargne des Européens sera davantage conservée en Europe, si l'attractivité des marchés financiers et des entreprises européennes est accrue et si le rendement des investissements financiers ou des entreprises européens progresse.

On met souvent en avant la nécessité de réaliser l'union des marchés de capitaux en Europe (régulateur unique des marchés financiers, droit des faillites et fiscalité de l'épargne unifiés, instance de compensation-règlement unique, possibilité pour les banques de transférer librement de la liquidité à leurs filiales dans d'autres pays européens). Ces évolutions sont souhaitables, au vu de l'affaiblissement des financements transfrontières en Europe (que la BRI essaie de stimuler en interconnectant les systèmes domestiques de paiements), **Graphique 9**.

Graphique 9
Zone euro : créances internationales des banques
(ratio par rapport aux fonds propres de catégorie 1)



Mais unifier les marchés de capitaux dans l'Union européenne ne suffira pas si l'objectif est de conserver l'épargne des Européens en Europe.

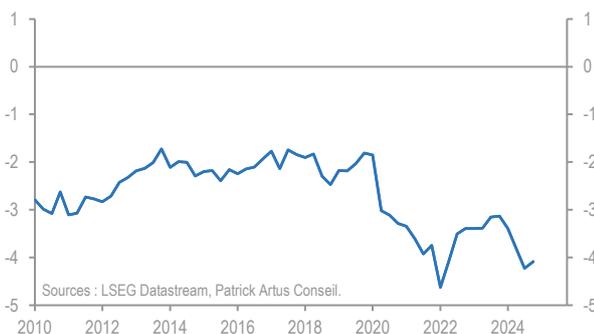
Il faudrait :

- accroître la rentabilité des investissements en Europe, avec un effort supplémentaire de R&D, d'investissement technologiques ;
- développer le capital-risque européen, pour éviter la délocalisation des start-ups et entreprises en croissance aux Etats-Unis ;
- modifier les ratios prudentiels des assureurs, pour leur permettre d'investir davantage dans des actifs risqués (cela peut être fait en accroissant l'horizon des stress-tests sur la valeur des actifs détenus, qui est actuellement de 1 an) ;
- décloisonner les financements bancaires ;
- avoir une dette publique unifiée en Europe, émise par l'Union européenne et finançant les investissements de modernisation.

4- Si l'Europe venait à conserver son épargne, cela serait une très mauvaise nouvelle pour les Etats-Unis

Nous avons vu plus haut que si la zone euro conservait toute son épargne à long terme, elle disposerait de 3 points de PIB d'épargne supplémentaire pour investir. Si cette épargne était entièrement prélevée sur l'épargne européenne investie aux Etats-Unis, il en résulterait un recul important des entrées de capitaux aux Etats-Unis, et une difficulté à financer le déficit extérieur (**Graphique 10**), ce qui imposerait un recul de l'investissement et une hausse des taux d'intérêt réels à long terme aux Etats-Unis (**Graphique 11**).

Graphique 10
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)



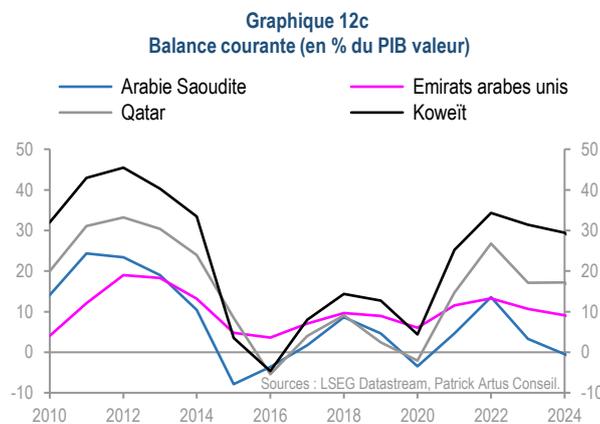
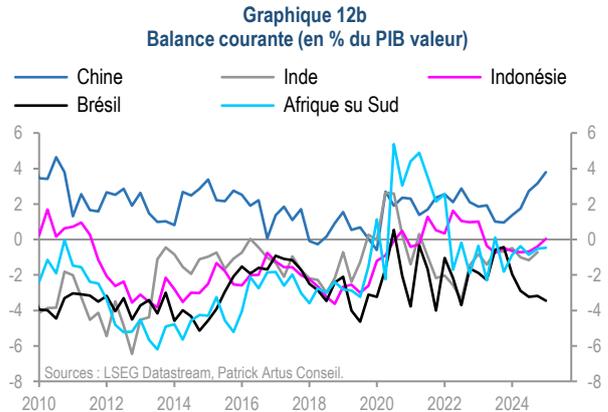
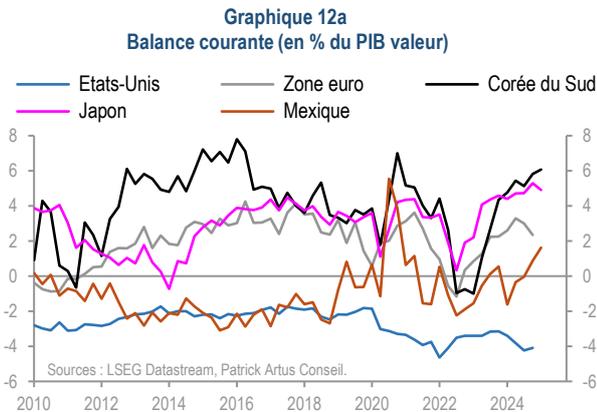
Graphique 11
Etats-Unis : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le swap d'inflation à 10 ans, en %)



Cette hausse des taux d'intérêt réels à long terme aurait un effet particulièrement négatif sur les indices boursiers, sur l'immobilier commercial et résidentiel aux Etats-Unis.

Synthèse : vers une guerre pour l'attraction de l'épargne ?

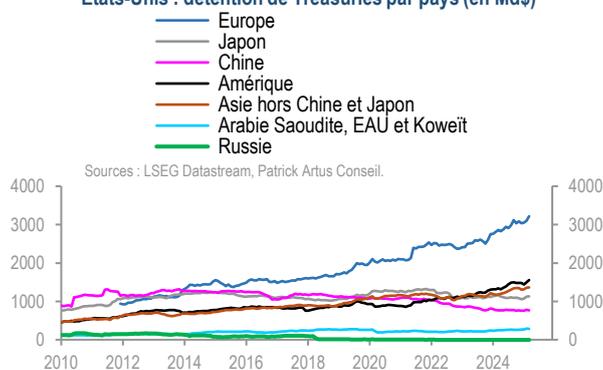
Quand on regarde les balances courantes des grands pays ([Graphiques 12a/b/c](#)), on voit un excédent de balance courante dans la zone euro, au Japon, en Chine, dans les pays de l'OPEP, en Corée du Sud.



Les autres pays, (l'Asie hors Chine, Japon et Corée, les Etats-Unis, l'Afrique du Sud et l'Amérique latine) sont en concurrence pour l'obtention des surplus d'épargne des pays ayant un excédent de leur balance courante.

Il serait crucial pour l'Europe de conserver son épargne pour financer la hausse nécessaire de ses investissements, nous l'avons vu. Or, les pays de l'OPEP auront de plus en plus besoin de conserver leur épargne pour financer la diversification de leurs économies en dehors du pétrole et du gaz naturel. Et la Chine, qui lutte contre l'hégémonie du dollar a réduit ses réserves de change en dollar ([Graphique 13](#)).

Graphique 13
Etats-Unis : détention de Treasuries par pays (en Md\$)



On voit donc arriver une « guerre pour l'épargne mondiale », opposant essentiellement les Etats-Unis et l'Europe, les Etats-Unis ayant besoin de financer leur déficit extérieur chronique, l'Europe ayant besoin de conserver son épargne.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.