

Pourquoi investir en Europe restera peu attractif

L'épargne des Européens est, en quantité importante, investie dans le reste du monde, en particulier aux Etats-Unis. Pour financer les investissements nécessaires en Europe (pour la transition énergétique, pour le numérique, pour l'éducation, pour la mise à niveau des armées) il faudrait que les Européens conservent leur épargne en Europe.

Mais cela est difficile compte tenu de la faible rentabilité du capital en Europe, et cette faible rentabilité va être durable pour deux raisons :

- la capacité d'investissement (public et privé) est réduite par le poids de la protection sociale, qui détourne des ressources publiques vers les dépenses de transfert, au détriment des dépenses d'investissement, et qui aboutit à une pression fiscale élevée sur les entreprises qui diminue leur capacité à investir ;
- le partage des revenus en Europe est beaucoup plus favorable aux salariés que le partage des revenus aux Etats-Unis, ce qui explique la profitabilité plus forte des entreprises américaines.

Pour aligner la profitabilité des entreprises en Europe sur celle observée aux Etats-Unis, il faudrait donc que l'Europe abandonne son modèle social et son modèle de partage des revenus, ce qui est impossible.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

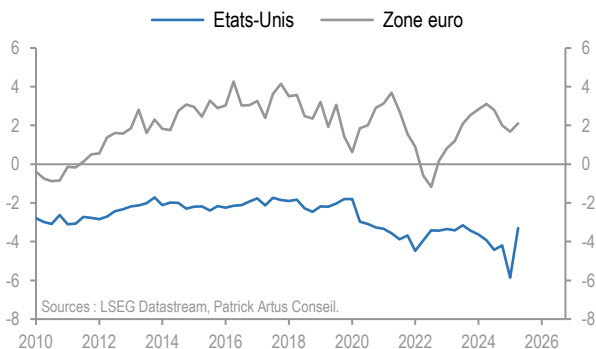
isabelle.gravet-ext@ossiam.com

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

L'épargne des Européens est beaucoup investie dans le reste du monde

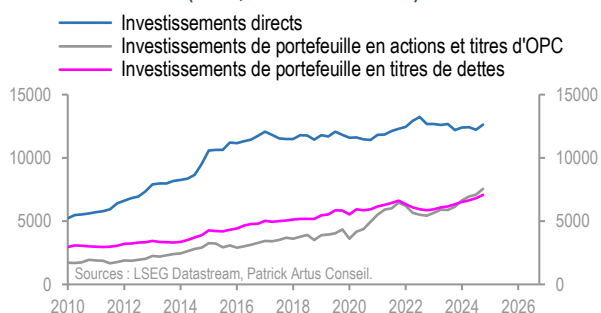
La zone euro a un **excédent structurel de sa balance courante** (Graphique 1), ce qui veut dire qu'elle est **exportatrice de capitaux** ; les Etats-Unis, à l'inverse, ont un déficit structurel de leur balance courante, et sont importateurs de capitaux.

Graphique 1
Balance courante (en % du PIB valeur)



Les Européens détiennent des titres de dettes, des actions et des investissements directs à l'étranger (Graphique 2), et parmi les titres de dette, ils détiennent un portefeuille important de titres publics américains (Graphique 3).

Graphique 2
Zone euro : position extérieure, investissements directs et investissements de portefeuille (actifs, en milliards d'euros)



Graphique 3
Etats-Unis: détention de Treasuries par l'Union européenne (en Md\$)



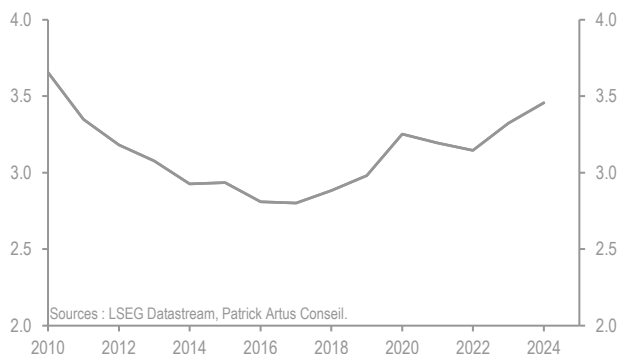
Il existe une estimation qui chiffre à 350 milliards d'euros les flux bruts d'investissement de la zone euro vers les Etats-Unis chaque année.

Besoins d'investissement, d'où le besoin de conserver l'épargne des Européens en Europe

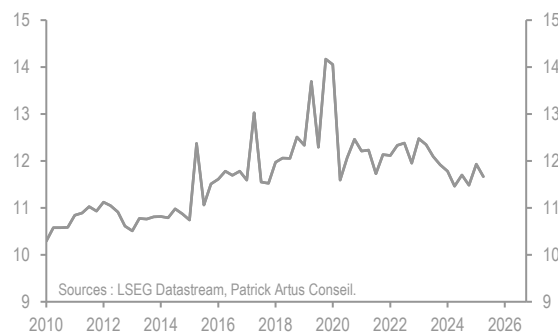
Les investissements additionnels nécessaires sont très importants dans l'Union européenne : investissements pour la transition énergétique, dans le numérique, dans l'éducation et la formation professionnelle, auxquels il faut ajouter les dépenses militaires et d'investissement dans les entreprises qui fabriquent des équipements militaires.

Au total, **le rapport Draghi** estime à 800 milliards d'euros par an la hausse nécessaire des investissements (4% du PIB), auxquels il faut ajouter environ 1 point de PIB de hausse nécessaire des dépenses militaires. Au total, **l'Union européenne aurait donc besoin de 3 points de PIB de hausse des investissements publics** (Graphique 4a) **et de 2 points de PIB de hausse des investissements des entreprises** (Graphiques 4b).

Graphique 4a
Zone euro : investissement public (en % du PIB valeur)



Graphique 4b
Zone euro : investissement des entreprises (valeur, en % du PIB valeur)



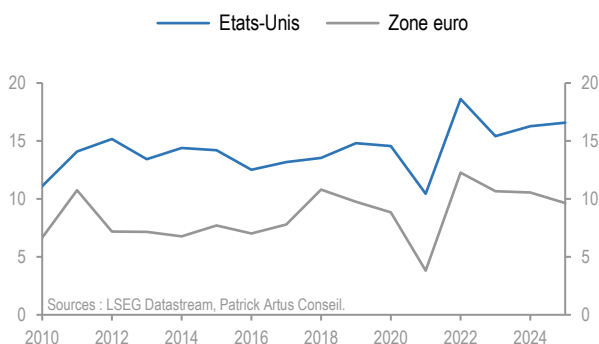
Sans conservation de l'épargne des Européens en Europe, **il sera nécessaire, pour réaliser ces investissements, de réduire de 5 points de PIB la somme des autres investissements et des déficits publics** non liés à ces besoins d'investissement **ou bien de transformer de la consommation en épargne**.

Pour limiter la contraction des investissements, hors investissements stratégiques, des dépenses publiques de transfert ou de de la consommation des ménages, **il sera donc indispensable que les Européens gardent en Europe leur épargne, ou même rapatrient vers l'Europe des actifs financiers qui ont été investis dans le reste du monde, en dehors de l'Europe**.

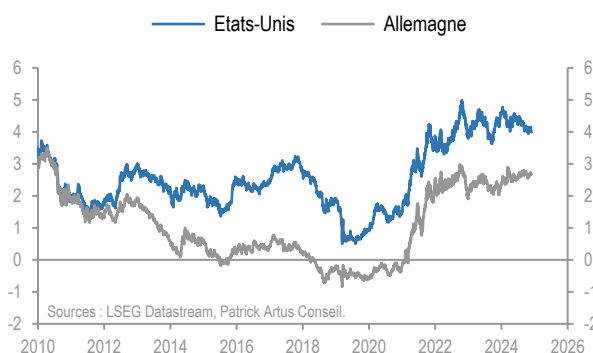
Mais il est très peu probable que les Européens conservent toute leur épargne en Europe

La raison centrale pour laquelle il est peu probable que les Européens conservent toute leur épargne afin d'investir en Europe est **la faible rentabilité du capital d'entreprise, des investissements obligataires en Europe par rapport à celle observée aux Etats-Unis** (Graphiques 5a/b).

Graphique 5a
RoE



Graphique 5b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



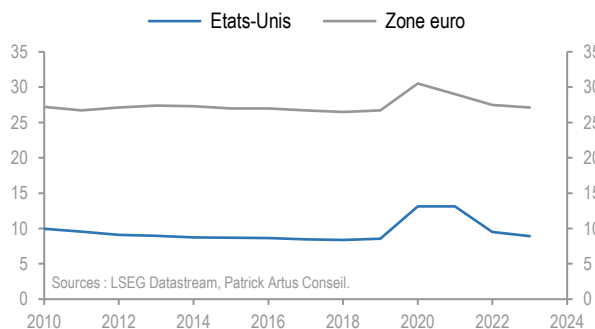
Tant qu'investir aux Etats-Unis est nettement plus profitable qu'investir en Europe ; les épargnants seront incités à utiliser une partie de leur épargne pour acheter des actifs financiers américains.

Nous pensons que le niveau plus élevé du rendement du capital aux Etats-Unis est **une caractéristique durable des deux économies, pour deux raisons**.

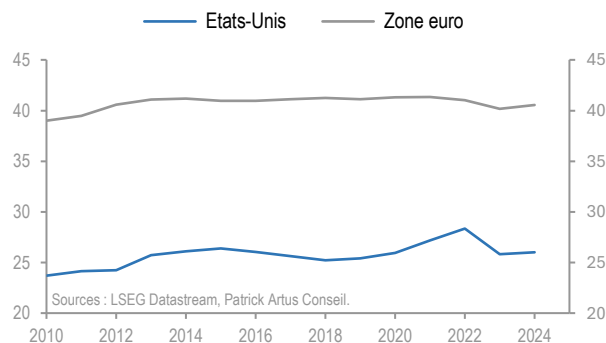
1. La capacité d'investissement en Europe est réduite par le poids de la protection sociale

Le poids de la protection sociale détourne des ressources publiques vers les dépenses de transfert (**Graphique 6**), au détriment des investissements, et aboutit à **une pression fiscale élevée sur les entreprises** (**Graphique 7**), ce qui diminue leur capacité à **investir** (Graphique 4b, plus haut).

Graphique 6
Dépenses publiques de santé et de protection sociale
(en % du PIB valeur)



Graphique 7
Pression fiscale (en % du PIB valeur)

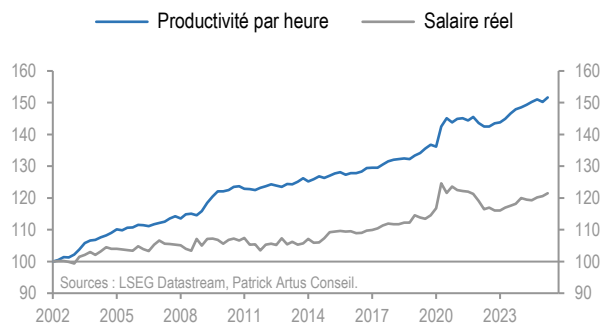


La faiblesse des investissements (publics et privés) pérennise la faiblesse de la rentabilité du capital.

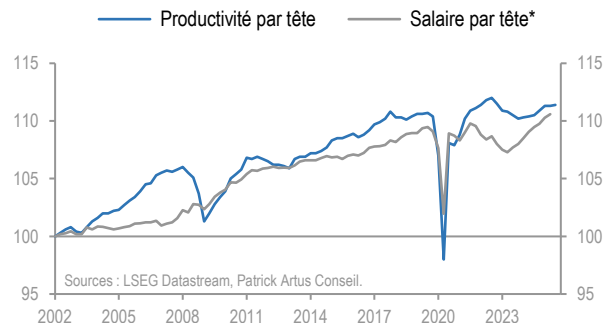
2. Le partage des revenus est beaucoup plus favorable aux entreprises aux Etats-Unis que dans la zone euro

Alors que **la productivité du travail et le salaire réel augmentent à peu près au même rythme en Europe, aux Etats-Unis le partage des revenus se déforme beaucoup à l'avantage des entreprises et au détriment des salariés** (Graphiques 8a/b).

Graphique 8a
Etats-Unis : productivité et salaire réel par heure
(secteur privé, 100 : 2002.T1)



Graphique 8b
Zone euro : productivité par tête et salaire réel par tête
(100 : 2002.T1)



* Déflaté par le prix du PIB

Il en résulte une hausse constante de la profitabilité des entreprises aux Etats-Unis par rapport à celle observée dans la zone euro.

Synthèse : il sera très difficile de conserver l'épargne des Européens en Europe

L'épargne des Européens est attirée par le reste du monde, en particulier par les Etats-Unis, en raison de la faiblesse du rendement du capital en Europe quand on le compare à celui observé aux Etats-Unis.

Cette attraction de l'épargne des Européens, en particulier vers les Etats-Unis risque de durer en raison :

- du sous-investissement provoqué en Europe par la forte taille de la protection sociale et par le niveau élevé de la pression fiscale ;
- de la déformation du partage des revenus en faveur des entreprises aux Etats-Unis, ce qu'on n'observe pas en Europe.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement 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.