

June 2019

Eurozone investment: Dynamics and a shifting profile

Louis Boisset

- From 2008 to 2013, the eurozone experienced a sharp decline in investment. Despite a belated turnaround in 2014, total investment is still holding below its pre-crisis level.
- There are wide disparities between countries. After the crisis, the investment rate dropped off sharply in Spain, for example, but rose in France.
- The share of investment allocated to intangible assets, notably research and development, has increased to the detriment of tangible assets.

A protracted period of declining investment

In the eurozone, the back-to-back financial and sovereign debt crises of 2008 and 2012 had a prolonged impact on investment (see chart 1). Several factors hampered investment decisions, notably the increase in the cost of financing, especially in the countries hit hardest by the 2011-12 crisis, and more generally, the difficult access to credit at a time of major financial fragmentation¹. Another major factor was the high level of uncertainty, which placed a significant and ongoing strain on investment². After 2009, the difficult turnaround in fixed gross capital formation (FGCF) also occurred at a time when the eurozone's already high level of public debt continued to rise, and aggregate demand remained weak³, notably in some of the southern European countries.

A belated but notable turnaround

In the post-crisis period (2011-2017), the average investment rate for the eurozone was about 2 points of GDP lower than in the pre-crisis period (1999-2007). This decline can be seen in

¹ B. Barkbu et al., *Investment in the euro area: why has it been weak?*, IMF Working Paper, February 2015

² *Business investment in EU countries*, ECB, Occasional Paper Series, October 2018

³ N. Balta, *Investment dynamics in the euro area since the crisis*, DG ECFIN, March 2015

■ Closing the gap

Total investment in the Eurozone, with trend (households, companies and public sector, 100 = 1995, in volume)

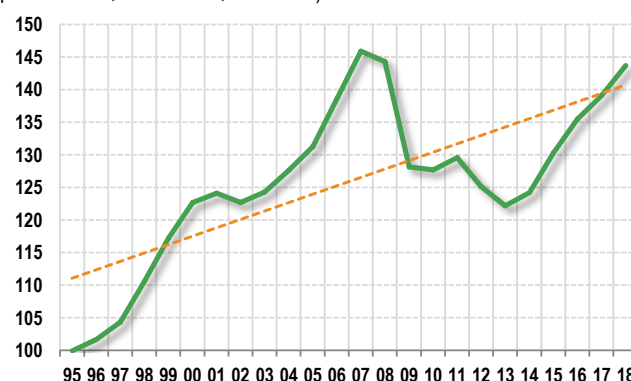


Chart 1

Source: Eurostat

■ Disparities between countries

Total investment rate (households, companies and public sector, % of nominal GDP)

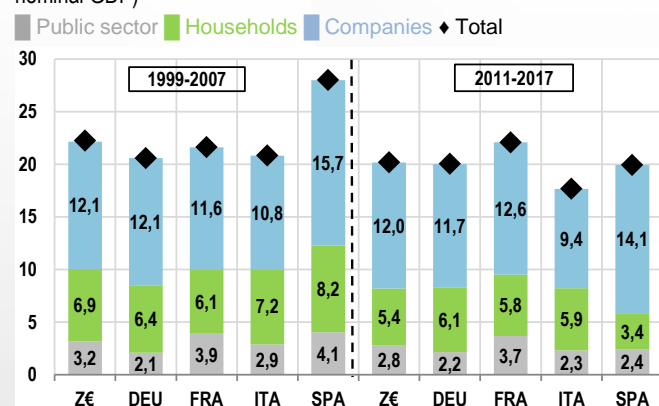


Chart 2

Source: Eurostat



ECONOMIC RESEARCH DEPARTMENT



BNP PARIBAS

The bank
for a changing
world

most of the major economies⁴, with the exception of France, where the investment rate increased slightly to an average of 22% of GDP in the post-crisis period⁵ (see chart 2). Although the investment rate did not decline much in Germany, it fell much more sharply in Italy (-3.2 points to 17.7% of GDP) and especially in Spain (-8 points to about 20%). This suggests a correction following the emergence of major surplus capacity before the crisis, notably in the construction sector⁶.

In the eurozone, the average growth in volume of investment (see chart 3) was cut in half between the two periods (from an annual average of 3.2% in 1999-2007 to 1.5% in 2011-2018). The slight decline in Germany's investment rate masks a sharp acceleration in the volume of GFCF. After a period of sluggish growth before the crisis (averaging about 1%), the total volume of investment rose 2.5% in Germany in the post-crisis period. All in all, Germany made a strong contribution to the investment dynamics of the eurozone as a whole during this period.

In Spain, where investment had reached levels that were hardly sustainable, the 2008 crisis triggered a sharp correction that brought investment in 2013 to the 1999 level. Since then, there has been a strong and sustained rebound in investment. Italy's investment profile is unique. After declining for seven consecutive years (2008-2014), the volume of investment returned to positive growth in 2015, but by 2018, it had only barely returned to the 1999 level (see chart 4).

Greater investment in intangible assets

The decline in the eurozone's overall investment rate was accompanied by a slight shift in its composition between the pre-crisis and post-crisis periods. Intangible assets⁷ as a share of total GFCF increased to about 20% to the detriment of tangible assets, including buildings and "machinery and equipment" (see chart 5). The growing importance of intangibles as a share of investment can be seen in the four major eurozone economies. Yet the share is still relatively small in Spain (averaging 14.5% of the total in the post-crisis period) and Italy (15.7%), compared to France (23.4%) and to a lesser extent Germany (18.1%). Inversely, "machinery and equipment" as a share of GFCF was not as high in France as in the other three major economies, reflecting in part the relative weakness of industrial value added (excluding construction) as a share of total value added (14% in 2018 in France vs. 26% in Germany and a little less than 20% in Italy and Spain).

Investment profiles in volume confirm the dynamic pace of investment in "intellectual property rights"⁸ (see chart 6). Investment spending on "machinery and equipment" was hard hit by the crisis, and notably by the world trade shock of 2009. Inversely, investment spending on "intellectual property rights"

⁴ The selection used here comprises Germany, France, Italy and Spain, and accounts for ¾ of the eurozone's total nominal GFCF in 2018.

⁵ The conclusion is the same if we limit the scope of our analysis to the non-farm market sectors.

⁶ P. Butzen, *Why is investment in the euro area continuing to show only weak recovery?*, National Bank of Belgium Economic Review, September 2016

⁷ Intangible assets comprise "intellectual property rights", which cover notably investment spending on R&D as well as "software and databases".

⁸ The strong increase in investment spending on R&D in 2015 can be attributed in part to a change in the R&D accounting method in Ireland that year (see: *Is Irish growth real?*, CEPII, November 2017)

Southern Europe is lagging

Contributions to total investment growth (pp, in volume)

Germany France Italy Spain Others ♦ Eurozone

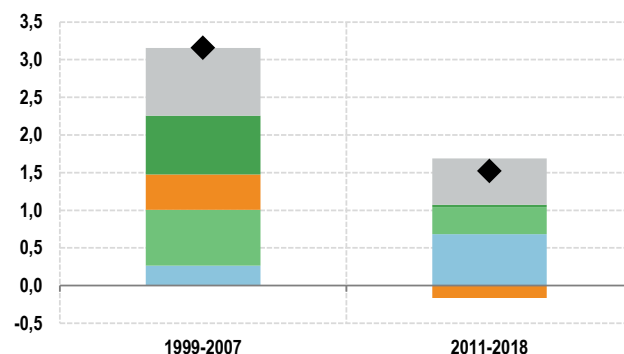


Chart 3

Source: Eurostat

Unequal catching-up movements

Change in total investment in volume (100 = 1999)

Eurozone Germany France Italy Spain

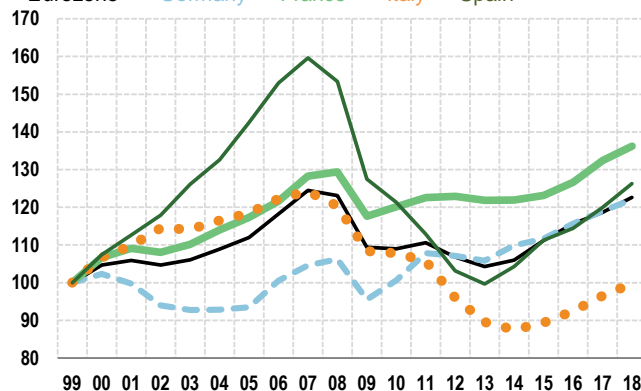


Chart 4

Source: Eurostat

More intangibles, fewer buildings

Breakdown of total eurozone investment by asset category (%)

1999-2007 2011-2018



Chart 5

Source: Eurostat

does not seem to have been hit as hard: it remained virtually flat in 2007-2009 before picking up again as of 2010. This resilience can be seen not only in Germany and France (bolstered by the research tax credit reforms⁹) but also in Spain.

R&D effort must still be confirmed

Among the market sectors in the major eurozone economies, investment rates are especially high for industry (excluding construction) and “information and communication services”, suggesting a high level of capital intensity.

In industry, the average investment rate increased in the post-crisis period in France and Spain, whereas it declined slightly in Germany and Italy (see chart 7). Yet industry's investment rate in intangible assets increased across the board¹⁰, especially for “research and development” (R&D). In this segment, the investment rate remained relatively low in Spain (2.2% of industrial value added) and Italy (3.6%) compared to Germany (7.1%) and especially France (9%). This latter observation must be kept in perspective, however, given industry's relatively weak position in France's productive fabric. In information and communications services, where productivity is relatively high and dynamic, the investment rate also increased for intangible assets in the major eurozone economies, following the same trend as industry. Moreover, it reached a relatively high level compared to other market services. This dynamic pace could partially reflect an intensely competitive environment, which encourages companies to move upmarket, and in general, tends to exclude the weakest companies from the market.

Although eurozone investment has been slowing on the whole, it has tended to shift increasingly towards intangible assets, notably in industry and certain productive services. Investment in R&D will have beneficial effects on the dynamics of productivity in both the short and long term. R&D efforts will have to be maintained and supported. All other factors being the same, although the level of productivity in the eurozone countries is relatively high, in terms of GDP per hour worked, the eurozone has fallen behind the United States since the crisis (see chart 8). There is thus room to close the gap.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

⁹ S. Guillou et al. *L'investissement des entreprises françaises est-il efficace?*, France Stratégie, October 2018

¹⁰ Among intangible assets, country comparisons of “software and databases” must be made cautiously due to possible accounting differences (see: S. Guillou, *On French corporate immaterial investment*, OFCE, February 2019)

Resilient investment in intellectual property

Investment trends in volume, by asset category (100 = 1999)

--- Total — Buildings — Machinery and equipment — Intellectual property rights

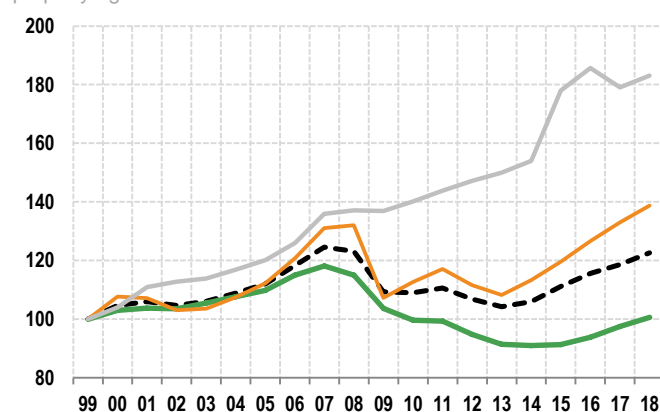


Chart 6

Source: Eurostat

Industry is more innovative

The investment rate for industry (excluding construction) per asset category (% of industrial value added)

◆ Total — Buildings — Machinery and equipment — R&D — Software and databases — Others

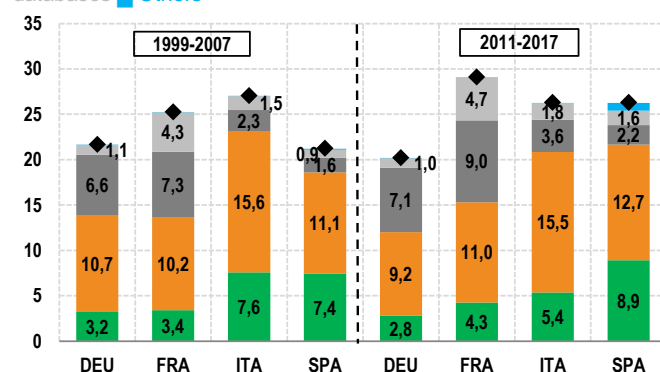


Chart 7

Source: Eurostat

Note: for Italy and Spain, the last data point is 2016

Narrowing the gap with the US

GDP per hours worked (constant USD, 2010 PPP)

— Eurozone — United States — Germany — France — Italy — Spain

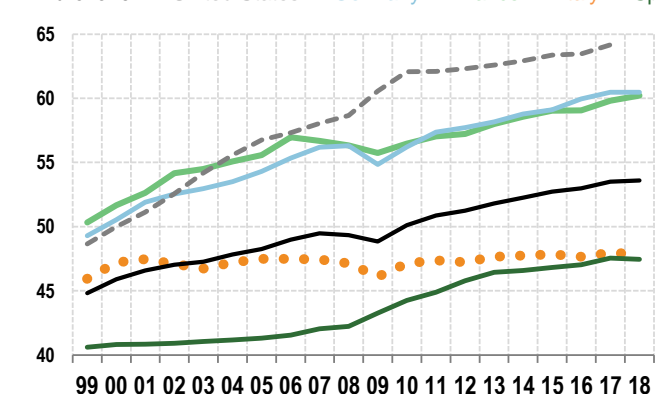


Chart 8

Source: OCDE

Note: Last data point is 2018, except for the US (2017)

Recherche Economique Groupe

William De Vijlder
Chief Economist

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ADVANCED ECONOMIES AND STATISTICS

Jean-Luc Proutat

Head – United States, United Kingdom

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Labour markets

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

European Central Bank watch, Euro area global view, Japan

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Euro area (European governance and public finances), Spain, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Nordic countries – World trade – Education, health, social conditions

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Germany, Netherlands, Austria, Switzerland – Energy, climate – Long-term projections

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistics

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

BANKING ECONOMICS

Laurent Quignon

Head

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

EMERGING ECONOMIES AND COUNTRY RISK

François Faure

Head

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Deputy Head – Greater China, Vietnam, South Africa

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Africa (French-speaking countries)

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turkey, Ukraine, Central European countries

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Africa (Portuguese & English-speaking countries)

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Middle East, Balkan countries

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Korea, Thailand, Philippines, Mexico, Andean countries

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Latin America

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

India, South Asia, Russia, Kazakhstan, CIS

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi ou diriger auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP

