

Flash Economie

4 février 2020 - 162

On peut douter légitimement de l'effet positif des taux d'intérêt très bas sur la croissance

La BCE indique régulièrement que ses modèles montrent que la politique des taux d'intérêt très bas a eu un effet positif sur la croissance de la zone euro (voir par exemple ⁽¹⁾ et ⁽²⁾) : sans la politique monétaire très expansionniste, la BCE estime que le PIB de la zone euro aurait été plus bas de 2,7% à la fin de 2018).

Ce point de vue paraît cependant difficilement compatible avec :

- la remontée du taux d'épargne des ménages (probablement avec l'effet de revenu) ;
- l'absence de hausse nette du taux d'investissement des entreprises, la faiblesse de la croissance du capital et l'absence de baisse de la rentabilité du capital physique ;
- le maintien d'un investissement en logement faible (mais la remontée des prix de l'immobilier) ;
- la faiblesse du redressement du crédit ;
- l'accumulation de cash par les entreprises.

(1) C. ALTAVILLA, L. BURLON, M. GIANNETTI, S. HOLTON "Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms" ECB Working Paper n°2289, 7 juin 2019

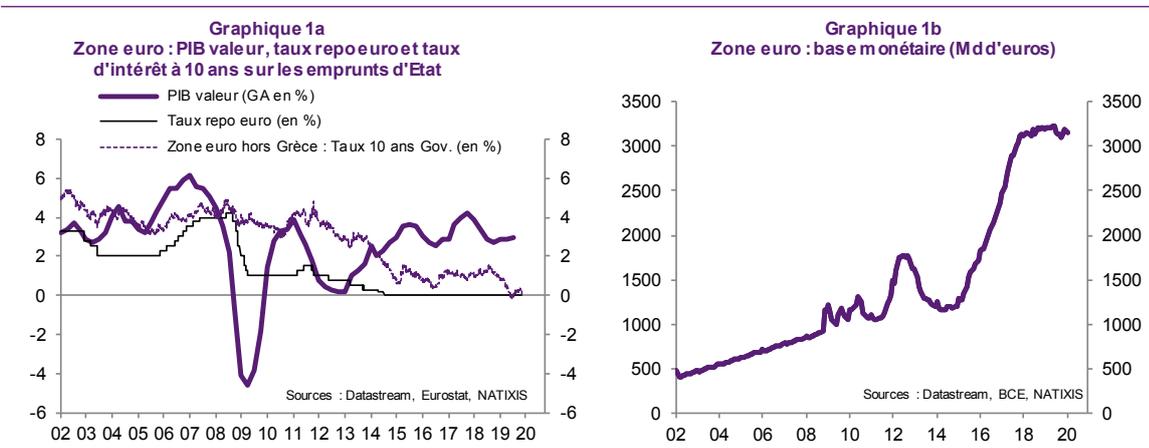
(2) M. ROSTAGNO, C. ALTAVILLA, G. CARBONI, W. LEMKE, R. MOTTO, A. SAINT GUILHEM, J. YIANGOU "A Tale of Two Decades: the ECB's Monetary Policy at 20" ECB Working Paper n°2346, décembre 2019

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

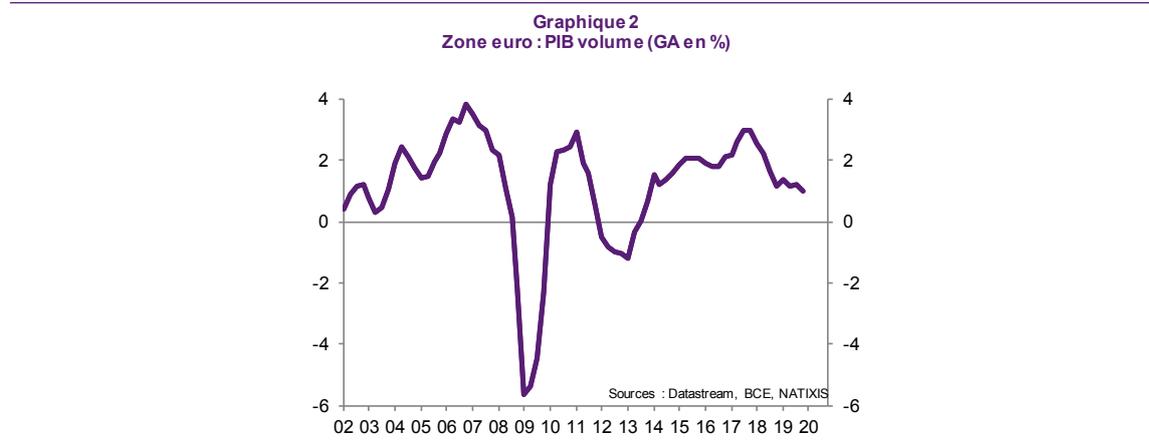
www.research.natixis.com

Pour la BCE, la politique monétaire très expansionniste a fortement soutenu la croissance

La BCE mène une **politique monétaire très expansionniste depuis 2014**, ce qui a conduit à des taux d'intérêt très bas (**graphique 1a**) et à une forte progression de la liquidité (**graphique 1b**).



Dans différents travaux de recherche (voir plus haut), **la BCE conclut que cette politique a fortement soutenu l'activité réelle** (elle avance que, sans cette politique, le PIB de la zone euro, **graphique 2**, aurait été plus faible de 2,7% à la fin de 2018).



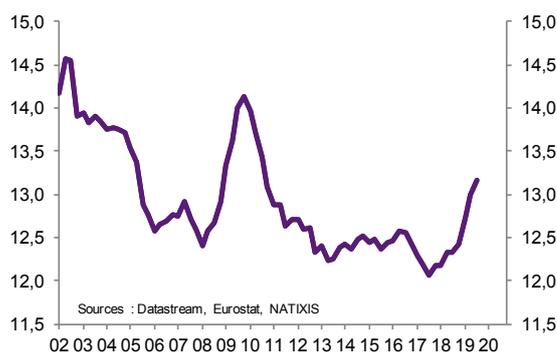
Mais, quand nous regardons l'évolution des différentes composantes de la demande, **nous avons du mal à croire que la politique monétaire de la BCE ait vraiment eu cet effet très positif sur la croissance.**

Honnêtement, on ne voit pas d'effet très positif de la politique monétaire de la BCE

On observe en effet depuis 2014 **des évolutions qui ne semblent pas indiquer un fort effet positif de la politique monétaire sur la croissance.**

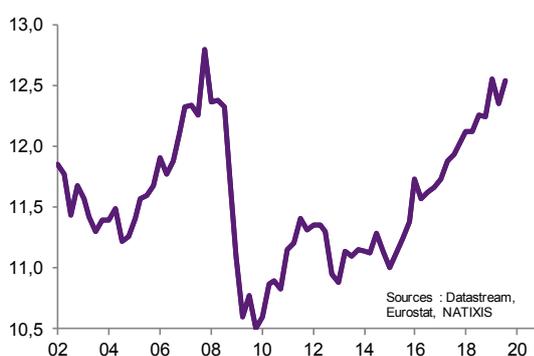
- 1- **Le taux d'épargne des ménages (graphique 3) remonte depuis le milieu de 2017**, ce qu'on attribue usuellement à **l'effet de revenu** : les épargnants essaient de maintenir le revenu de leur épargne malgré les taux d'intérêt très bas.

Graphique 3
Zone euro : taux d'épargne brute des ménages (en %)

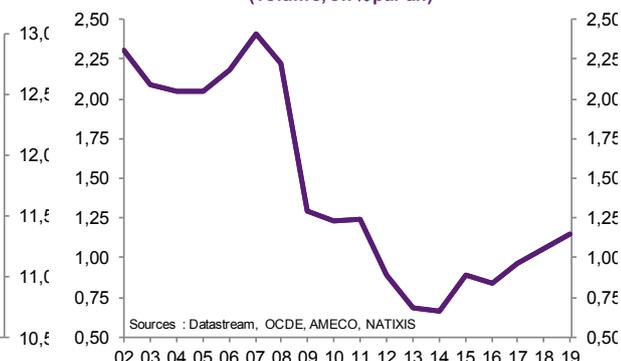


2- Le taux d'investissement des entreprises (graphique 4a : nous enlevons l'Irlande en raison de problèmes statistiques) est à peine revenu au niveau de 2008 ; on voit que le capital productif croît faiblement depuis 2009 (graphique 4b).

Graphique 4a
Zone euro hors Irlande : investissement total des entreprises (valeur, en % du PIB valeur)

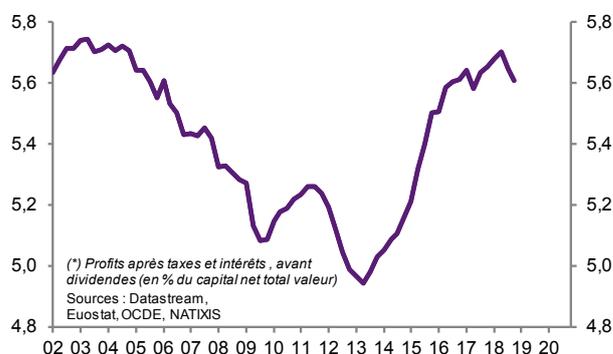


Graphique 4b
Zone euro : stock de capital net (volume, en % par an)



Un signe défavorable est le fait que la rentabilité du capital physique n'a pas baissé (graphique 5).

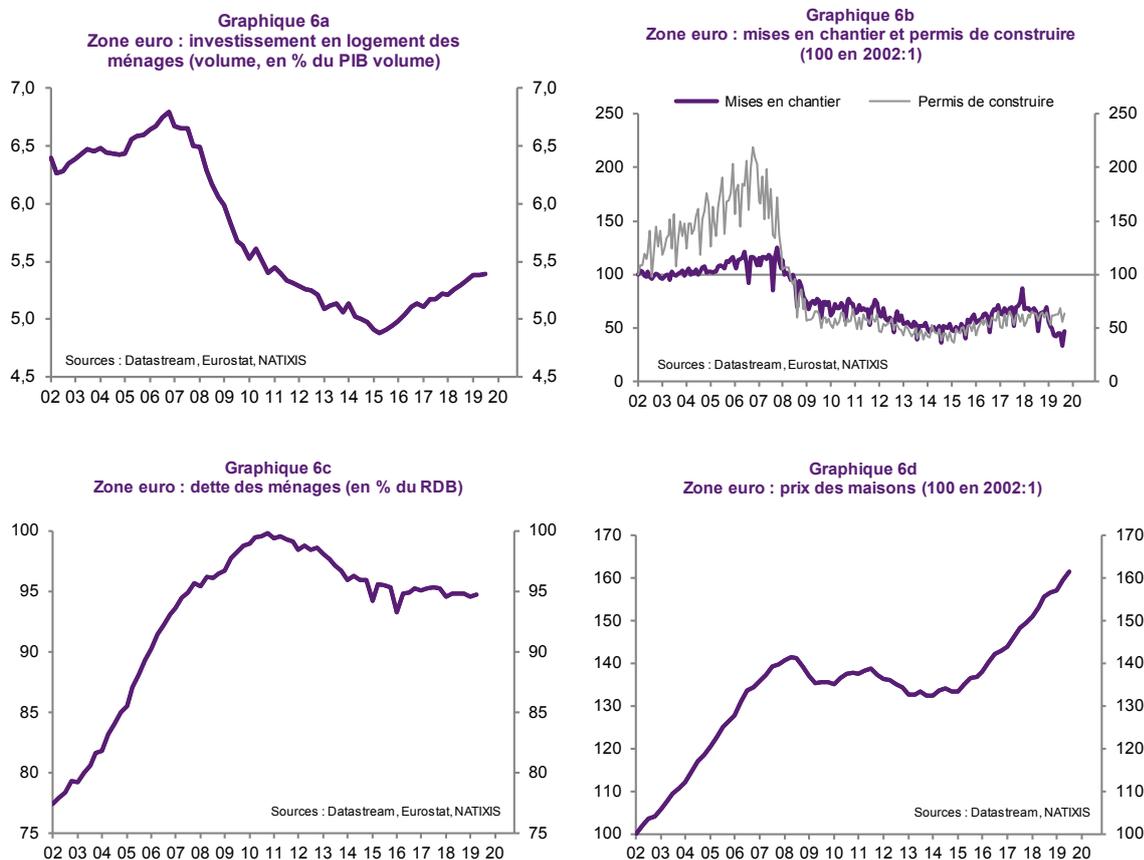
Graphique 5
Zone euro : rentabilité du capital (ROACE*, en %)



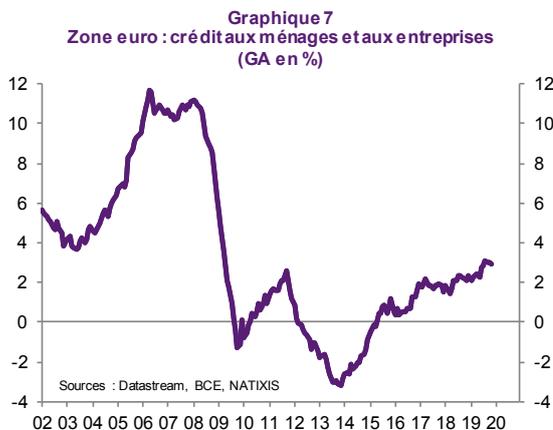
Si la baisse des taux d'intérêt n'a pas fait baisser la rentabilité exigée du capital, elle n'a pas soutenu l'investissement.

3- L'investissement en logements est resté faible (graphiques 6a/b) et les ménages ont continué à se désendetter depuis 2010 (graphique 6c).

Par contre, la politique monétaire expansionniste, si elle n'a pas soutenu l'investissement en logements en volume, **a fait monter les prix de l'immobilier (graphique 6d).**

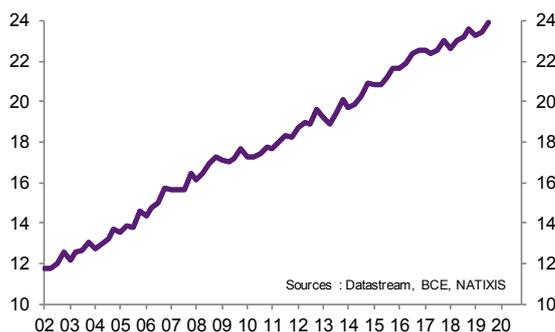


4- Le redressement du crédit est faible (graphique 7) ;



5- Les entreprises ont continué à accumuler une quantité très importante de cash (graphique 8), ce qui montre que les taux d'intérêt très bas ne les ont pas poussées à utiliser ce cash pour investir davantage.

Graphique 8
Zone euro : actifs liquides et monétaires à l'actif
des entreprises non financières
(en % du PIB valeur)



Synthèse : les évolutions macroéconomiques ne semblent pas montrer un fort effet positif des taux d'intérêt très bas sur l'économie de la zone euro

La recherche de la BCE conclut à un fort effet positif des taux d'intérêt très bas sur le PIB.

Mais pourtant, la politique monétaire très expansionniste de la BCE semble avoir été peu efficace :

- le taux d'épargne des ménages remonte ;
- le taux d'investissement des entreprises n'a pas fortement progressé et la baisse des taux d'intérêt n'a pas fait baisser la rentabilité exigée du capital ;
- si les prix de l'immobilier ont beaucoup monté, le volume de l'investissement en logements est resté faible ;
- le crédit au secteur privé s'est peu redressé ;
- les entreprises ont continué à accumuler du cash.