

BANQUE DE FRANCE

QUELQUES ELEMENTS SUR LES TAUX BAS

1. Les taux bas: les causes
2. La politique monétaire: objectif et impact macroéconomique
3. Impact sur les ménages
4. Impact sur les entreprises
5. Impact sur les finances publiques
6. Impact sur le secteur financier



1. Les taux bas: les causes



TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX : UNE TENDANCE BAISSIÈRE CONTINUE ET MONDIALE DEPUIS LES ANNÉES 1980



Source: FRED, Banque de France, Levy-Garboua et Monnet (2016), « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique »

TAUX D'INTÉRÊT RÉELS : PROCHES DE LEURS PLUS BAS NIVEAUX HISTORIQUES AU NIVEAU MONDIAL

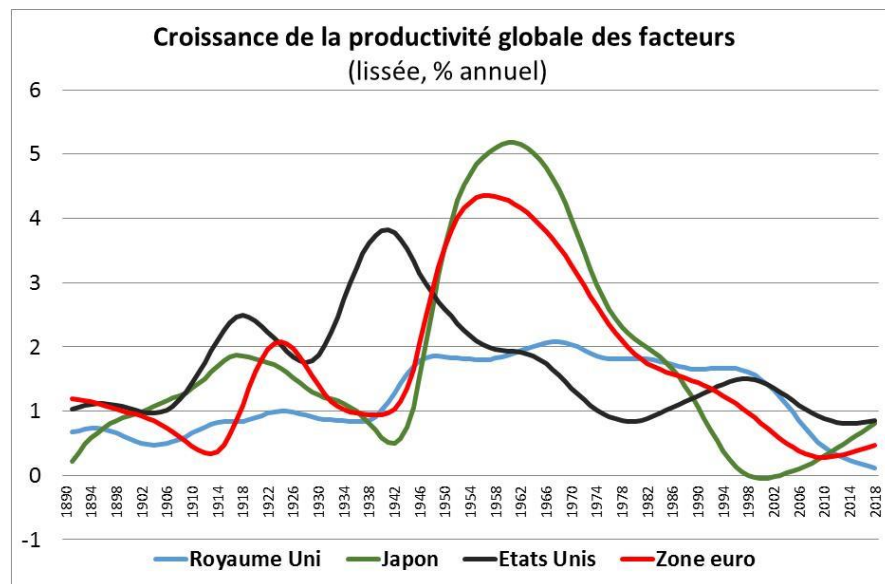
Taux d'intérêt réels à long terme mondiaux (1870-2016)



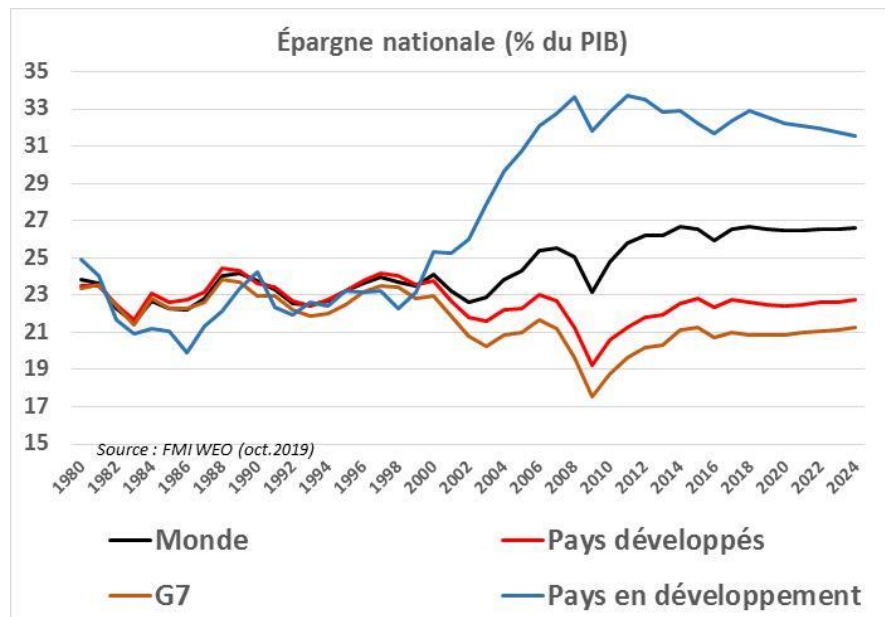
Source: Borio, Disyatat, Juselius et Rungcharoenkitkul (2017)

LE DÉCLIN DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS : DES CAUSES STRUCTURELLES DE LONG TERME

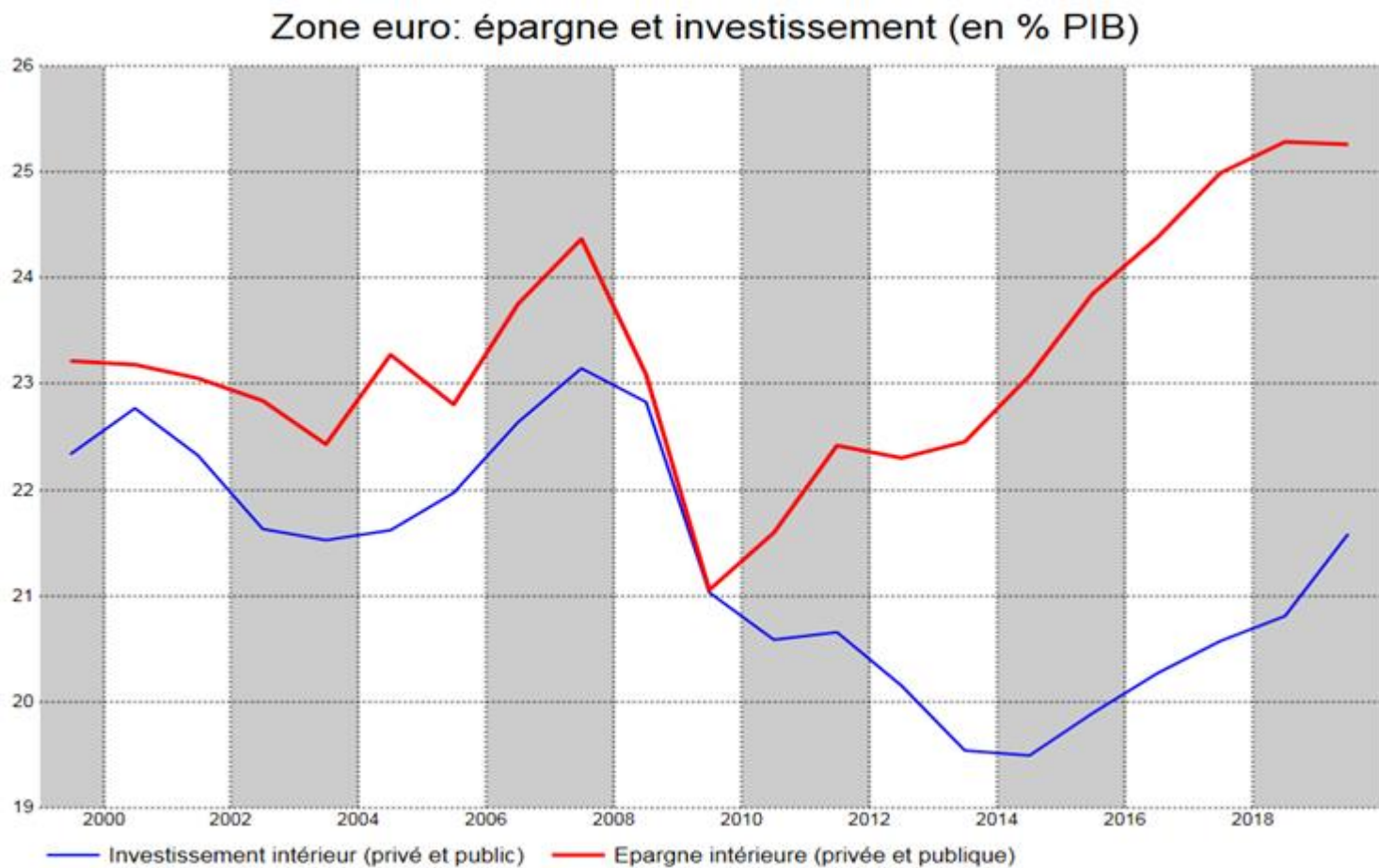
- **Ralentissement du taux de croissance tendancielle du PIB**
 - population active
 - productivité
- **Offre accrue d'épargne (à taux d'intérêt donnée)**
 - Allongement durée de vie à la retraite
 - Hausse des inégalités
 - Économies émergentes
- **Moindre demande d'investissement (à taux d'intérêt donné)**
 - Déclin du prix relatif des biens d'investissement
 - Économie immatérielle
 - Hausse de la concentration dans certains secteurs



Source : Bergeaud, Cette, Lecat, 2016



ZONE EURO : DÉFICIT D'INVESTISSEMENT PLUTÔT QUE D'ÉPARGNE



Source: Refinitiv Datastream

2. La politique monétaire: objectif et impact macroéconomique



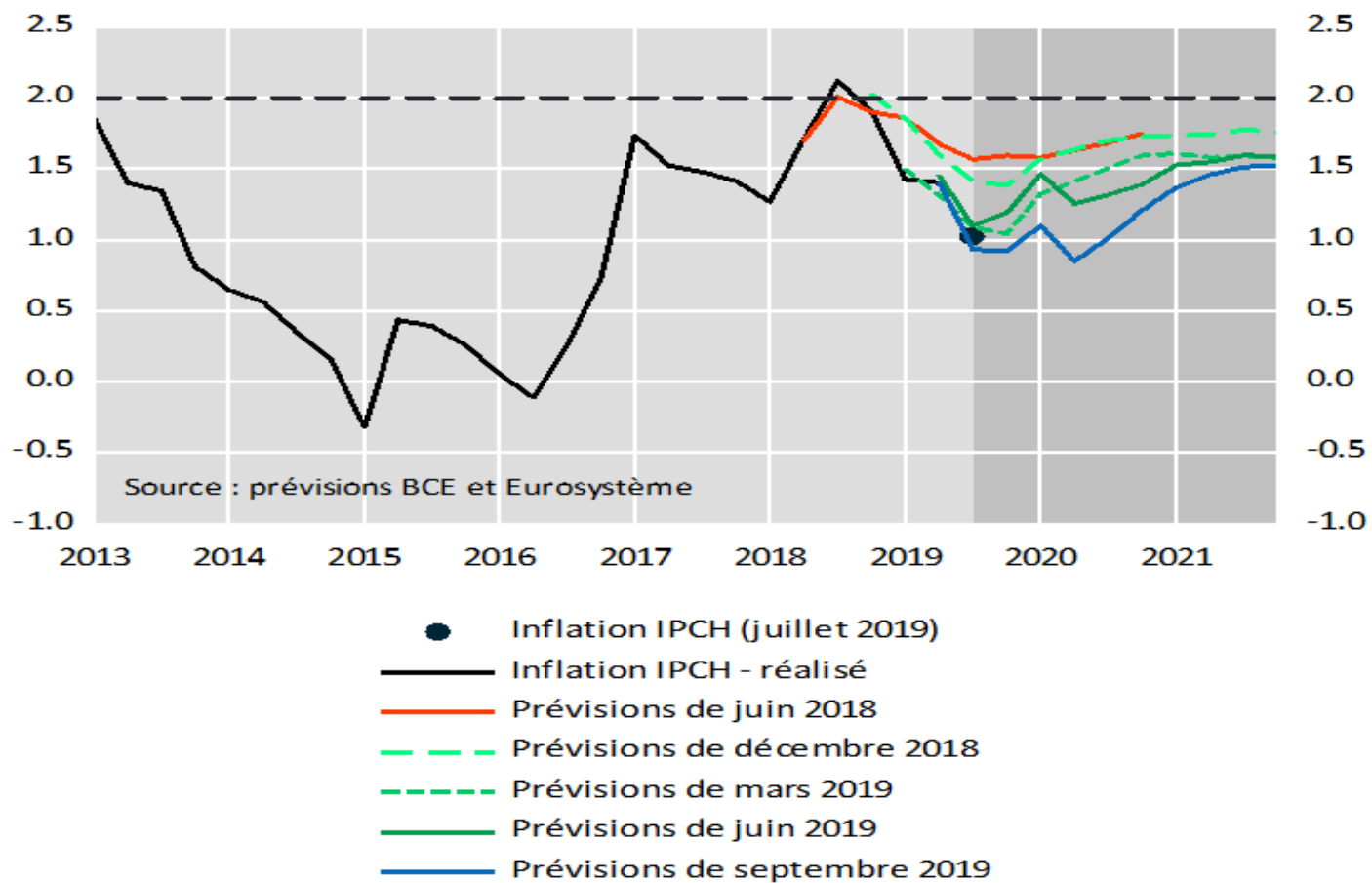
ZONE EURO: QUEL ÉCART À L'OBJECTIF D'INFLATION (« PROCHE MAIS INFÉRIEURE À 2% »)

Zone euro: Prix à la consommation (en glissement annuel, %)



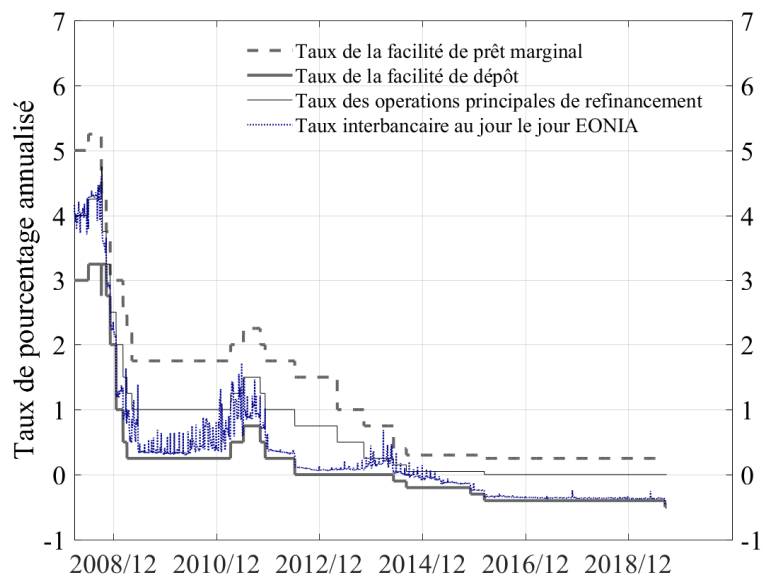
Source: Refinitiv Datastream

ZONE EURO: RÉVISION EN BAISSÉ DES PERSPECTIVES D'INFLATION...

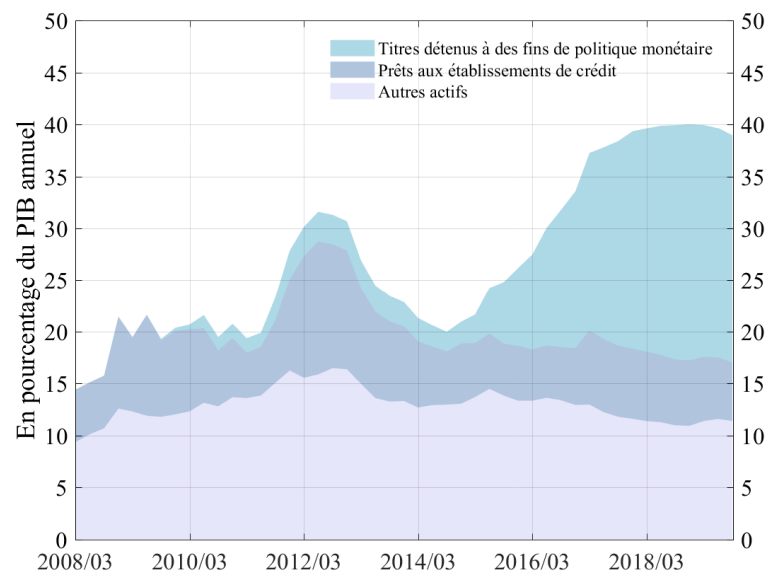


BCE : TAUX D'INTÉRÊT PLANCHER À -0.5% ET ACHATS NETS D'ACTIFS (20 MDS EUR) AUSSI LONGTEMPS QUE NÉCESSAIRE

Taux directeurs de l'Eurosystème



Bilan de l'Eurosystème en % du PIB

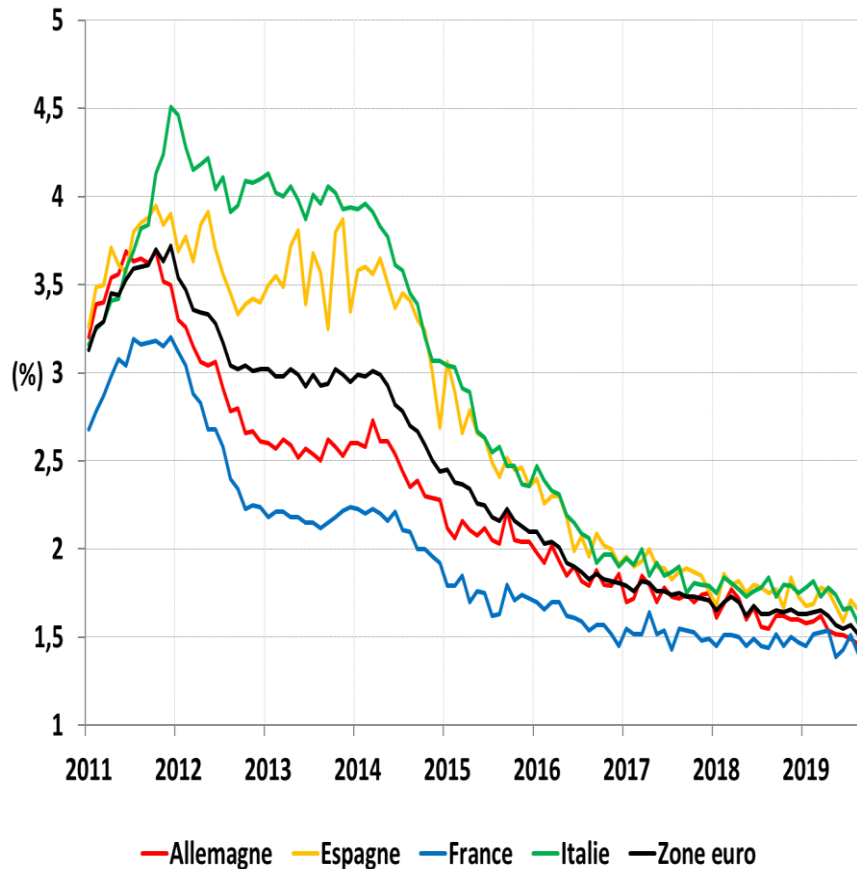


Source: BCE et Banque de France

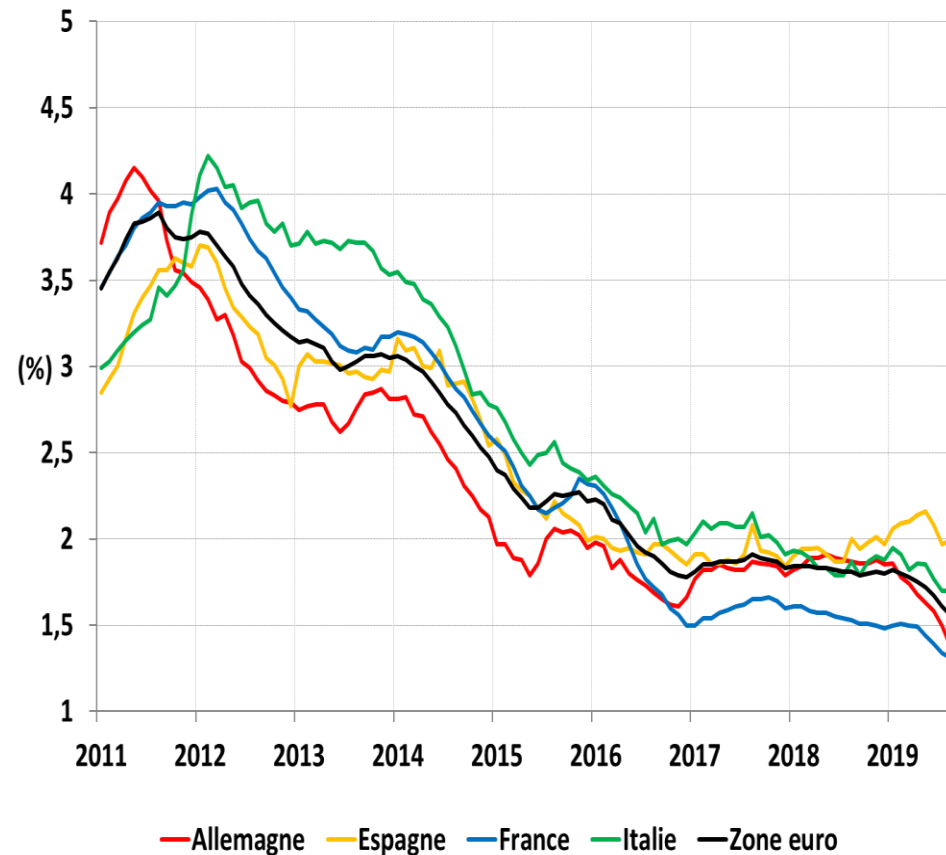
QUELLE TRANSMISSION VIA LE CRÉDIT BANCAIRE ? (1/2)

BAISSE DES TAUX DES CRÉDITS À DES NIVEAUX HISTORIQUEMENT BAS

Taux des nouveaux crédits bancaires aux SNF



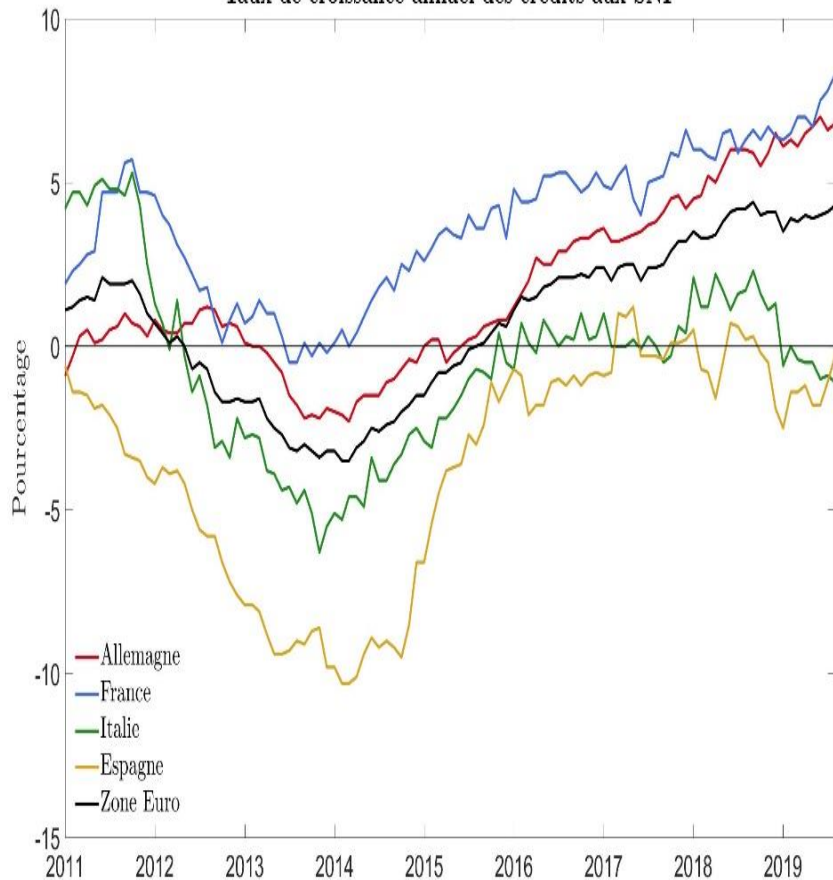
Taux des nouveaux crédits bancaires à l'habitat des ménages



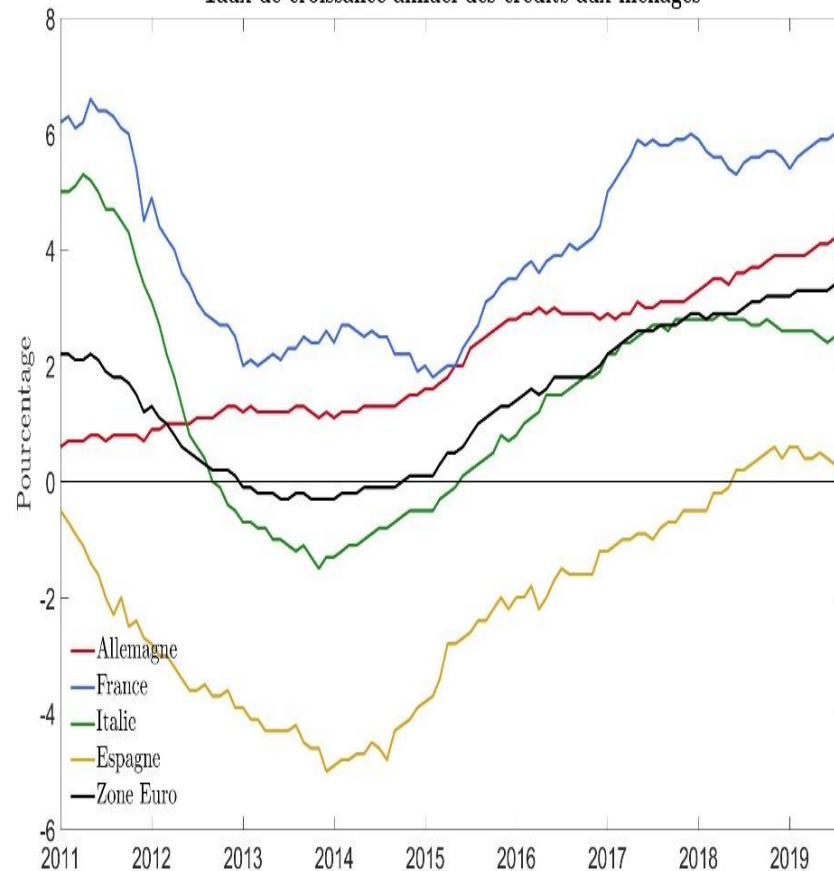
QUELLE TRANSMISSION VIA LE CRÉDIT BANCAIRE ? (2/2)

HAUSSE DES ENCOURS DE CRÉDIT AUX ENTREPRISES ET AUX MÉNAGES

Taux de croissance annuel des crédits aux SNF

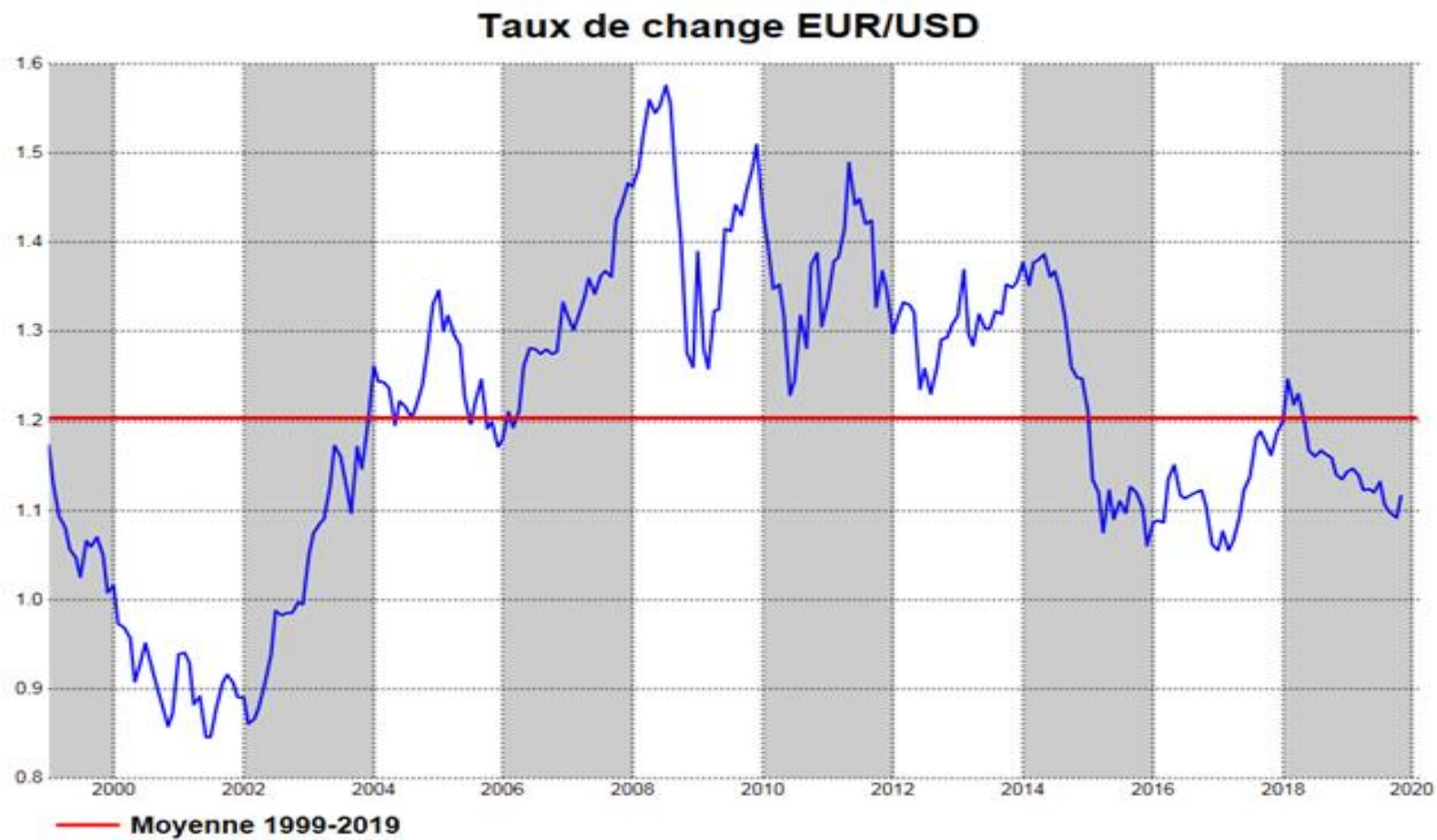


Taux de croissance annuel des crédits aux ménages



Source: ECB-SDW

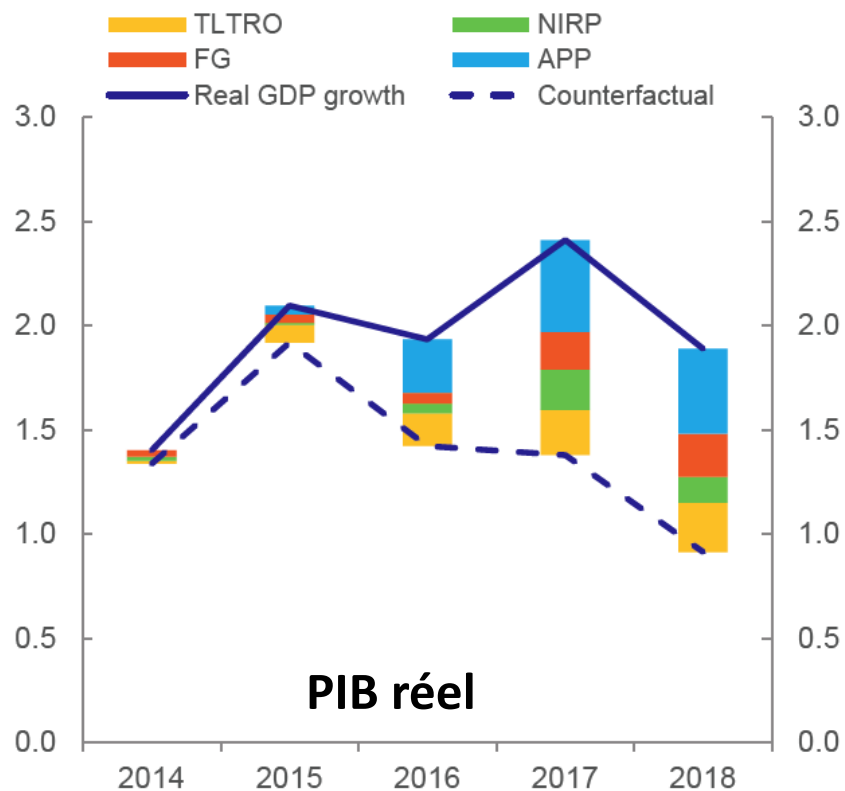
QUELLE TRANSMISSION VIA LE TAUX DE CHANGE ?



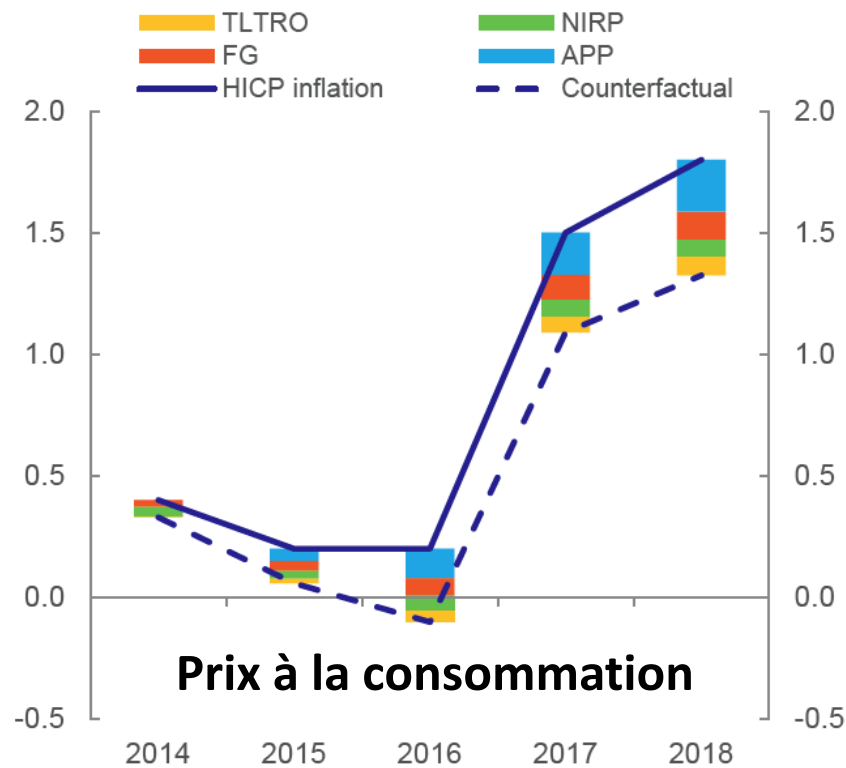
Source: Refinitiv Datastream

QUEL IMPACT SUR LA CROISSANCE ET L'INFLATION ?

Zone euro : contributions des mesures de politique monétaire (par rapport à un contrefactuel en l'absence de mesures)



Cumul 2014 – 2018 : ~ +2,5pp

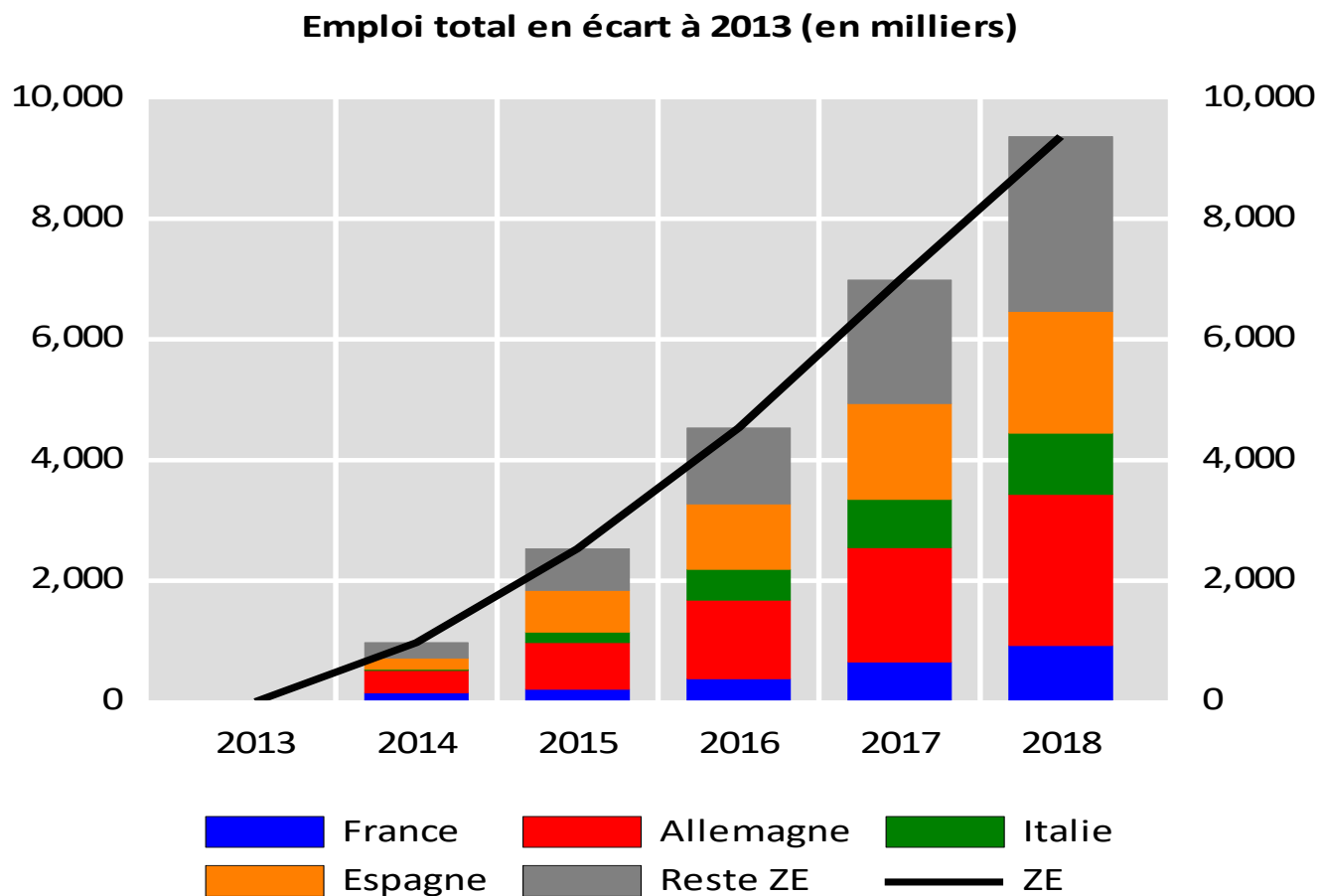


Cumul 2014 – 2018 : ~ +1,25pp

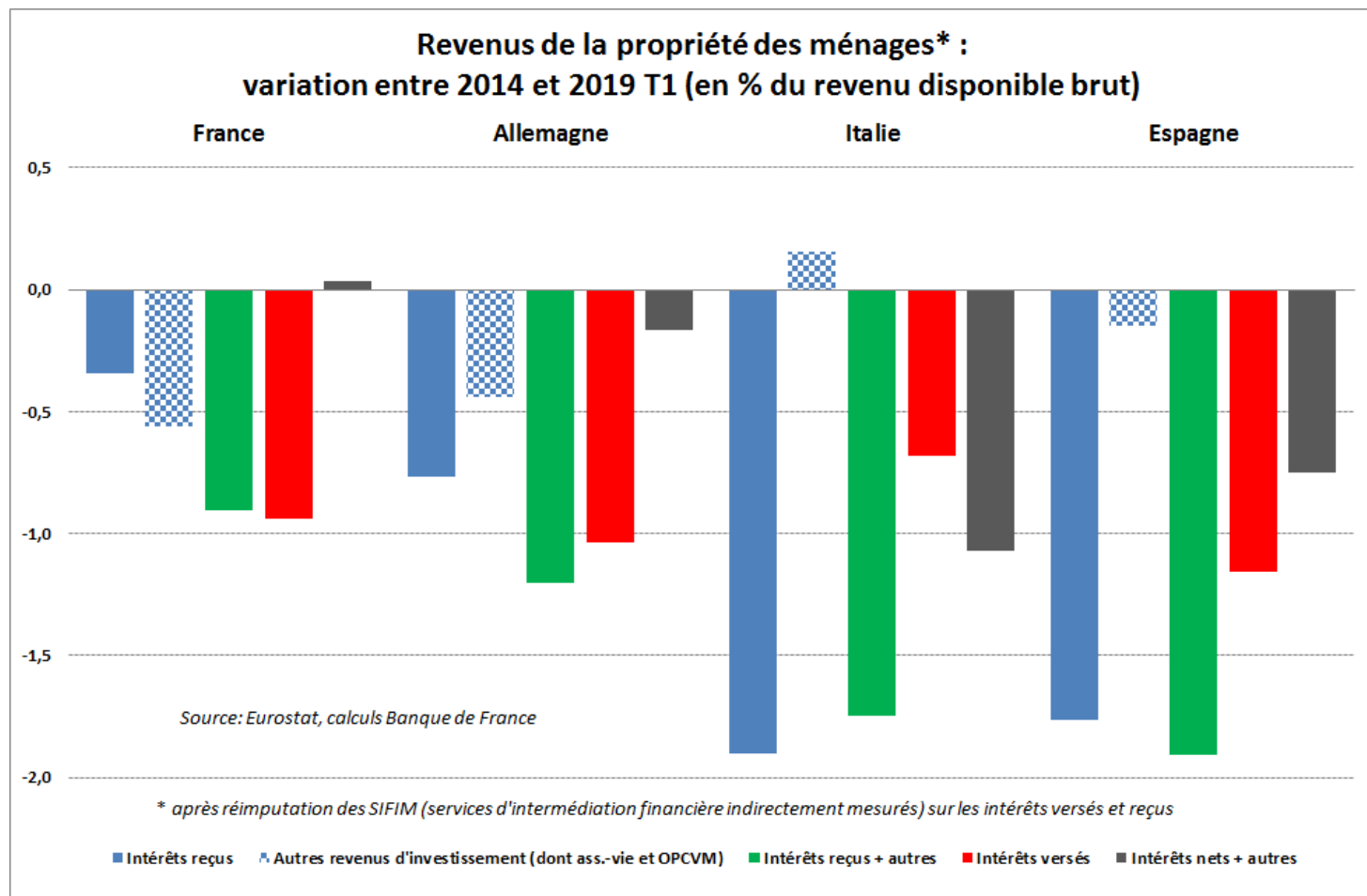
3. Impact sur les ménages



LES MÉNAGES BÉNÉFICIENT DE LA HAUSSE DE L'EMPLOI

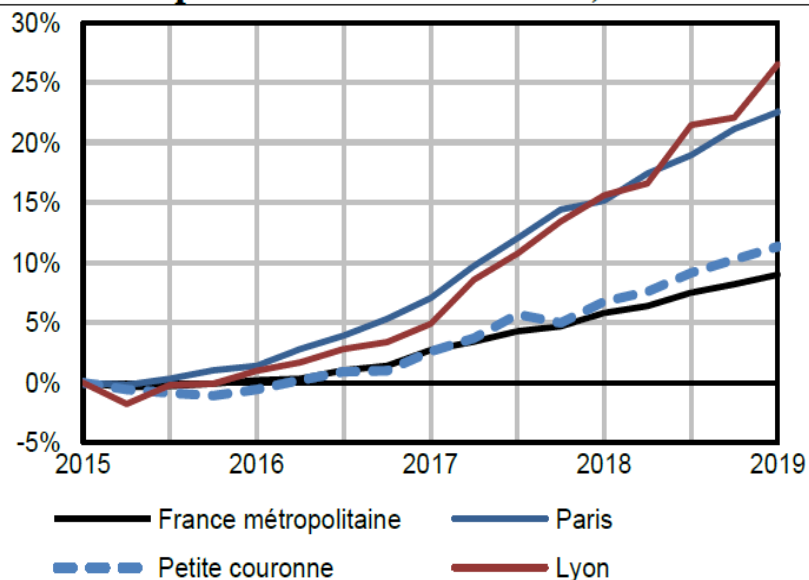


BAISSE DES TAUX : EFFETS OPPOSÉS SUR LES ÉPARGNANTS ET SUR LES EMPRUNTEURS, QUI SE COMPENSENT EN FRANCE



LES DÉTENTEURS DE PATRIMOINE ONT PAR AILLEURS BÉNÉFICIÉ DE LA HAUSSE DES PRIX DES LOGEMENTS ET DES ACTIONS

Croissance cumulée des prix à Paris et Lyon depuis le 1^{er} trimestre 2015, en %



Source : INSEE

Note : prix de l'ancien pour la France entière, prix des appartements anciens pour Paris, petite couronne (92, 93, 94) et Lyon
Dernier point : T1 2019

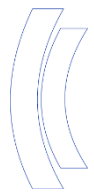
France: indice actions CAC 40



Source: Refinitiv Datastream

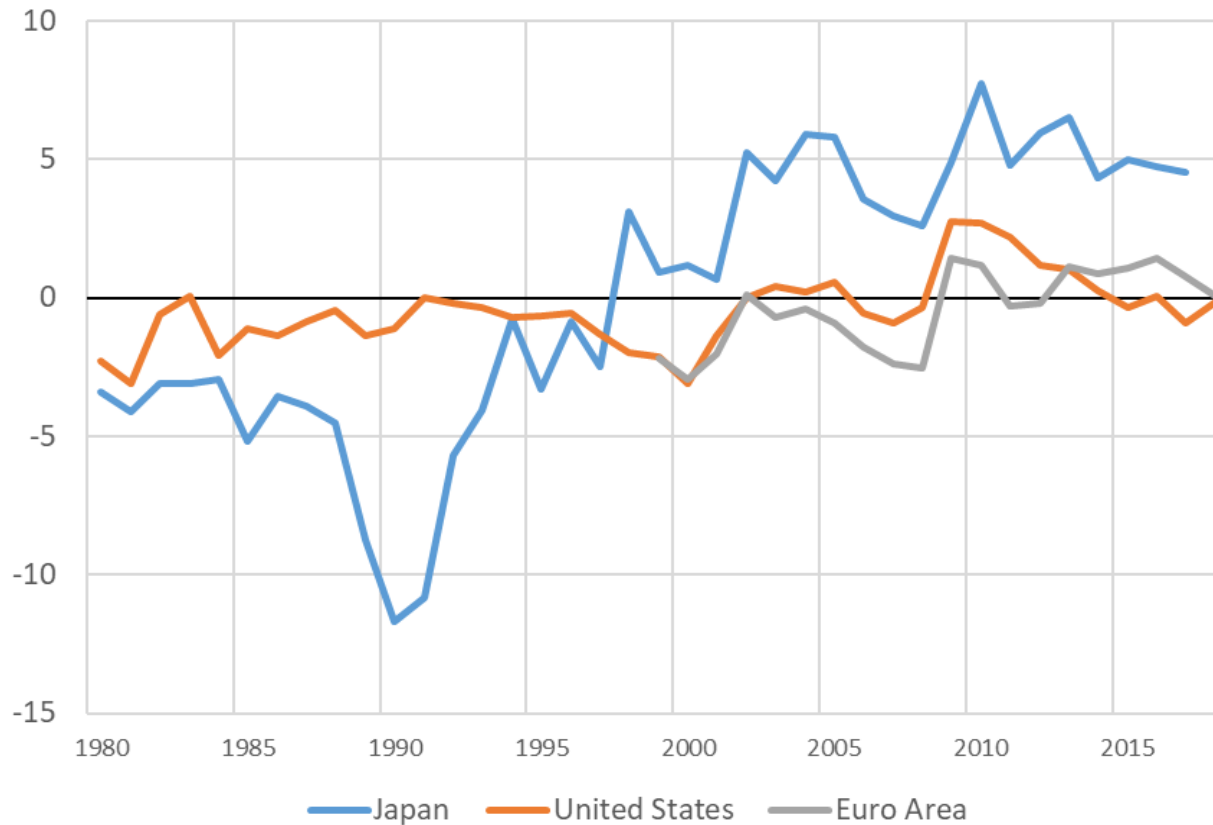
4. Impact sur les entreprises





LES ENTREPRISES DÉGAGENT UNE CAPACITÉ DE FINANCEMENT DEPUIS LES ANNÉES 2000

Sociétés non financières Capacité (+)/Besoin (-) de financement (en % du PIB)

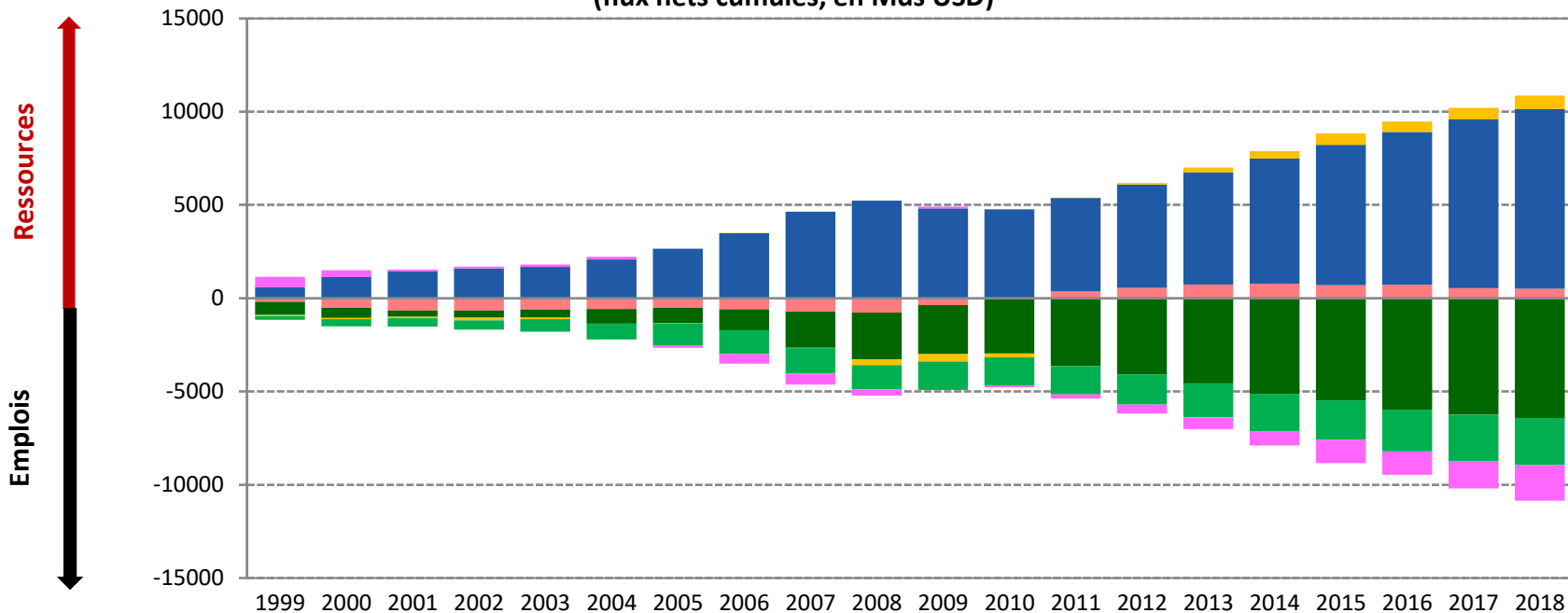


Source: BEA, Fed, OECD, ECB, Eurostat

ÉTATS-UNIS : LA DETTE DES ENTREPRISES FINANCE PRINCIPALEMENT DES RACHATS D'ACTION

États-Unis – Entreprises non financières

(flux nets cumulés, en Mds USD)

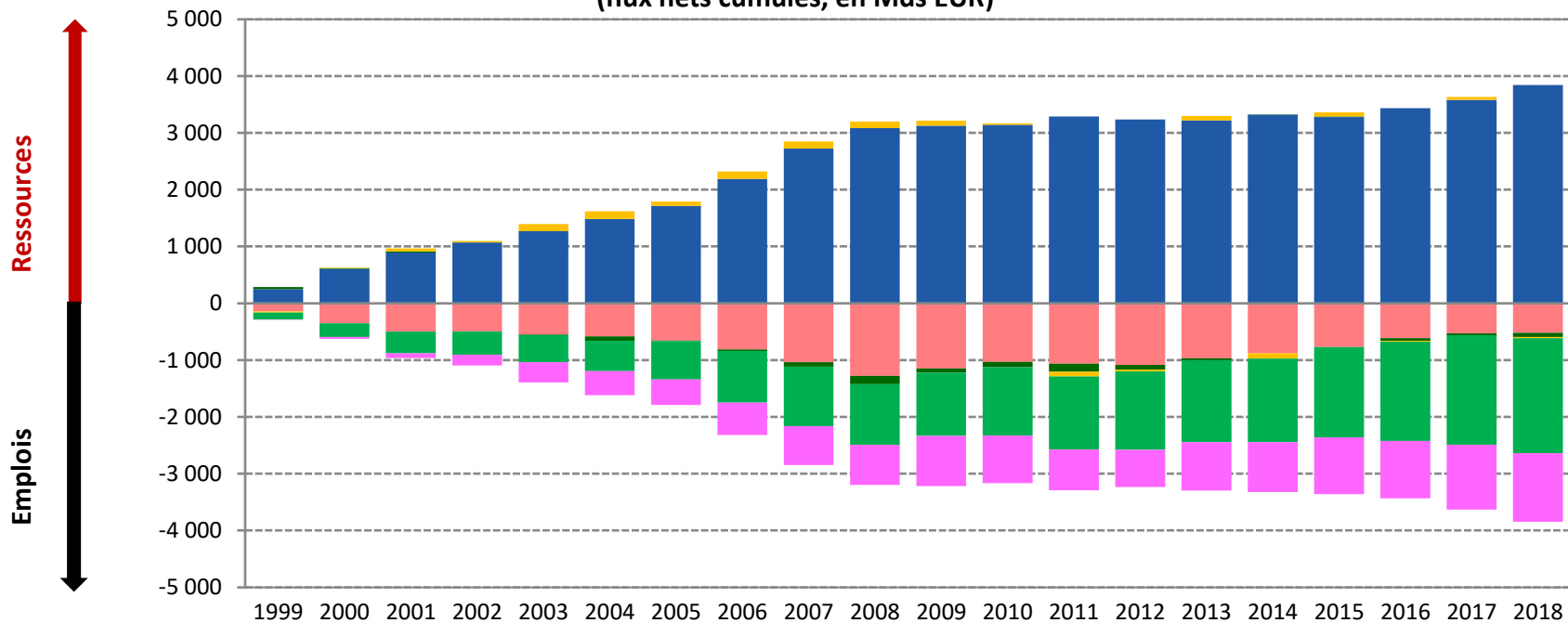


- Capacité/besoin de financement
- Titres de dette, net
- Actions cotées émissions nettes
- Actions non cotées émissions nettes
- Liquidités
- Autres

ZONE EURO : LA DETTE DES ENTREPRISES FINANCE DE PLUS EN PLUS DES ACTIFS FINANCIERS

Zone euro – Entreprises non financières

(flux nets cumulés, en Mds EUR)



■ Capacité/besoin de financement

■ Titres de dette, net

■ Actions cotées émissions nettes

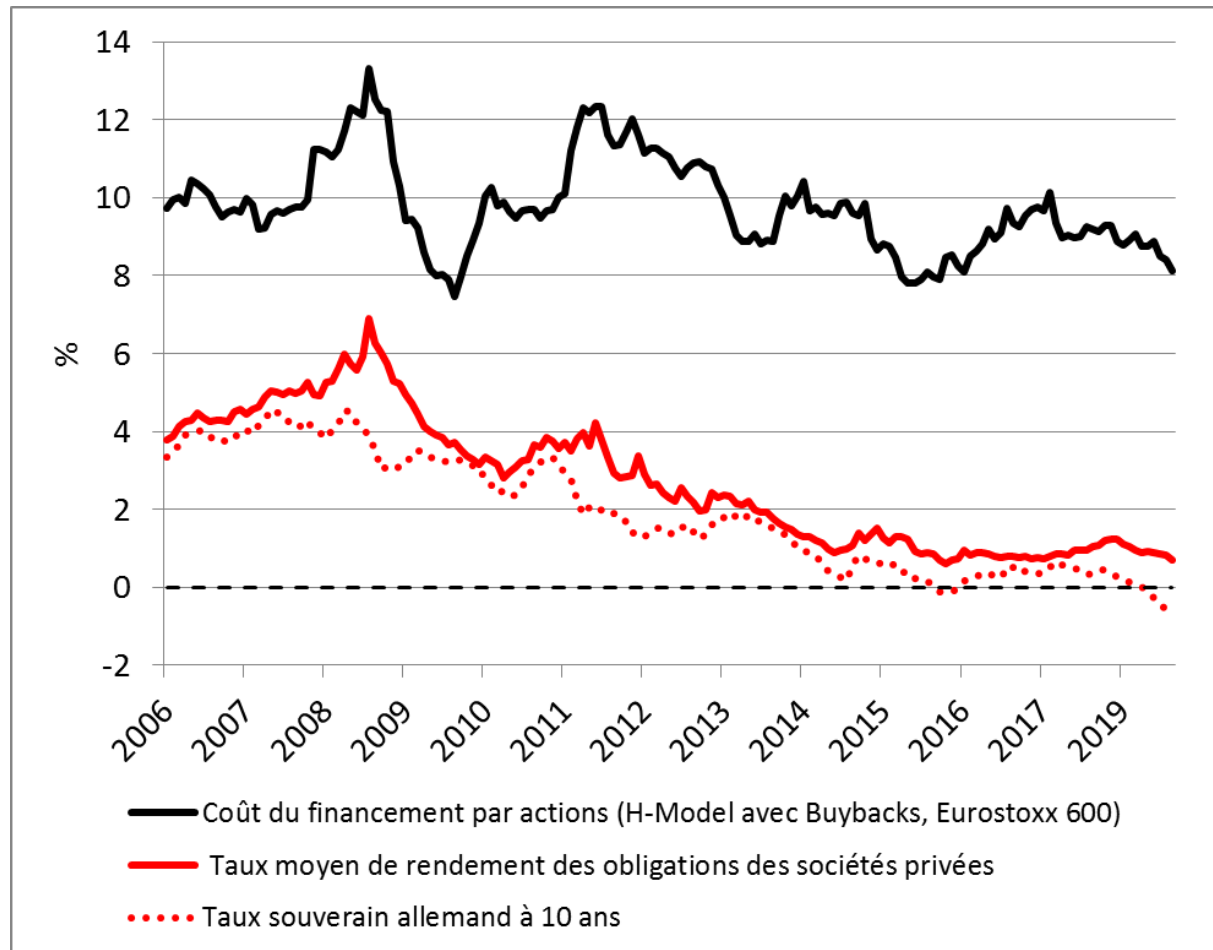
■ Actions non cotées émissions nettes

■ Liquidités

■ Autres

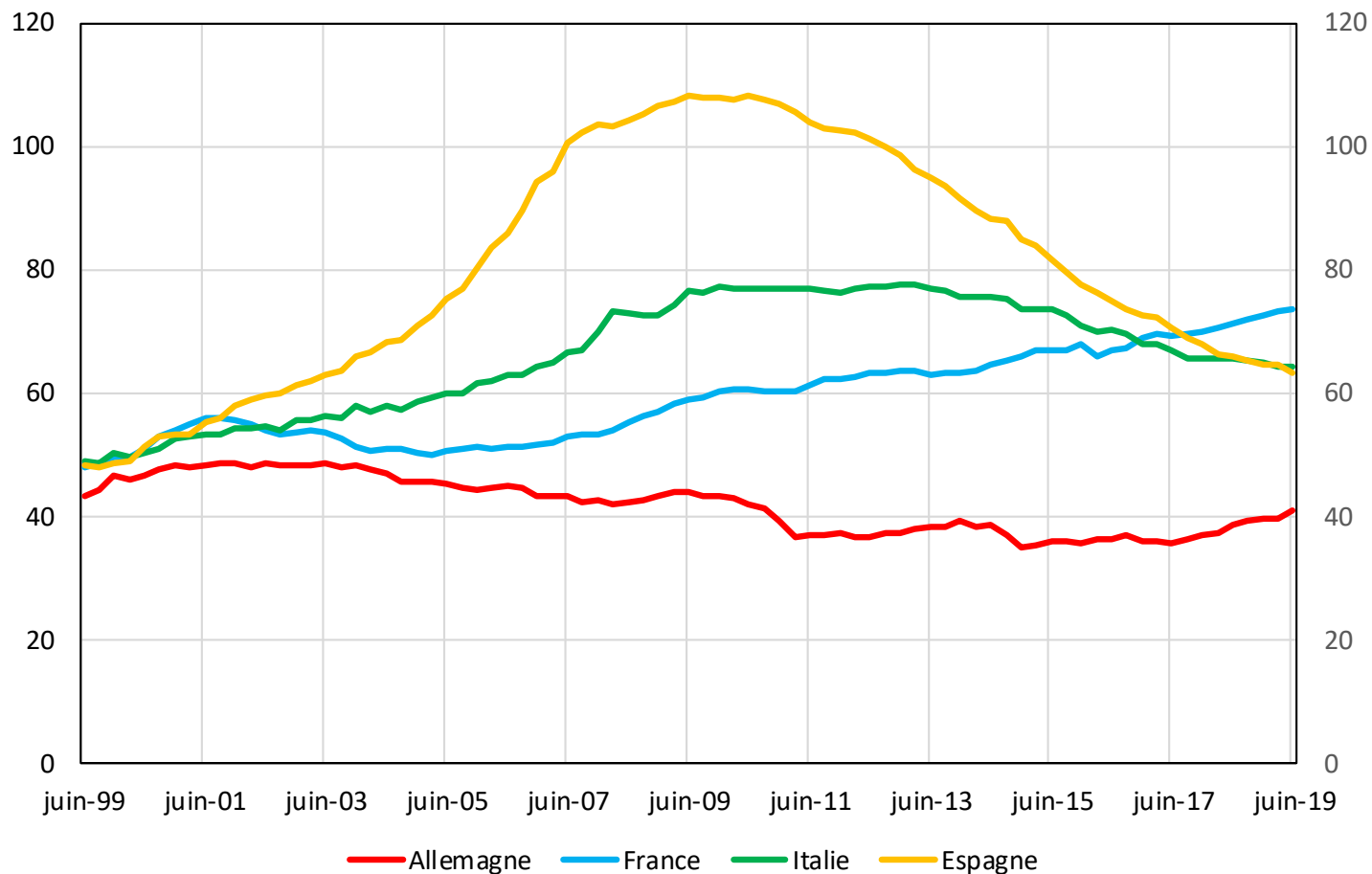
BAISSE DU COÛT DE LA DETTE DES ENTREPRISES MAIS PAS DU COÛT DES FONDS PROPRES

Zone Euro : entreprises non financières



DETTE DES ENTREPRISES: POURSUITE DE LA HAUSSE EN FRANCE, CONTRAIREMENT AU RESTE DE LA ZONE EURO

Dette des sociétés non financières (en % du PIB)

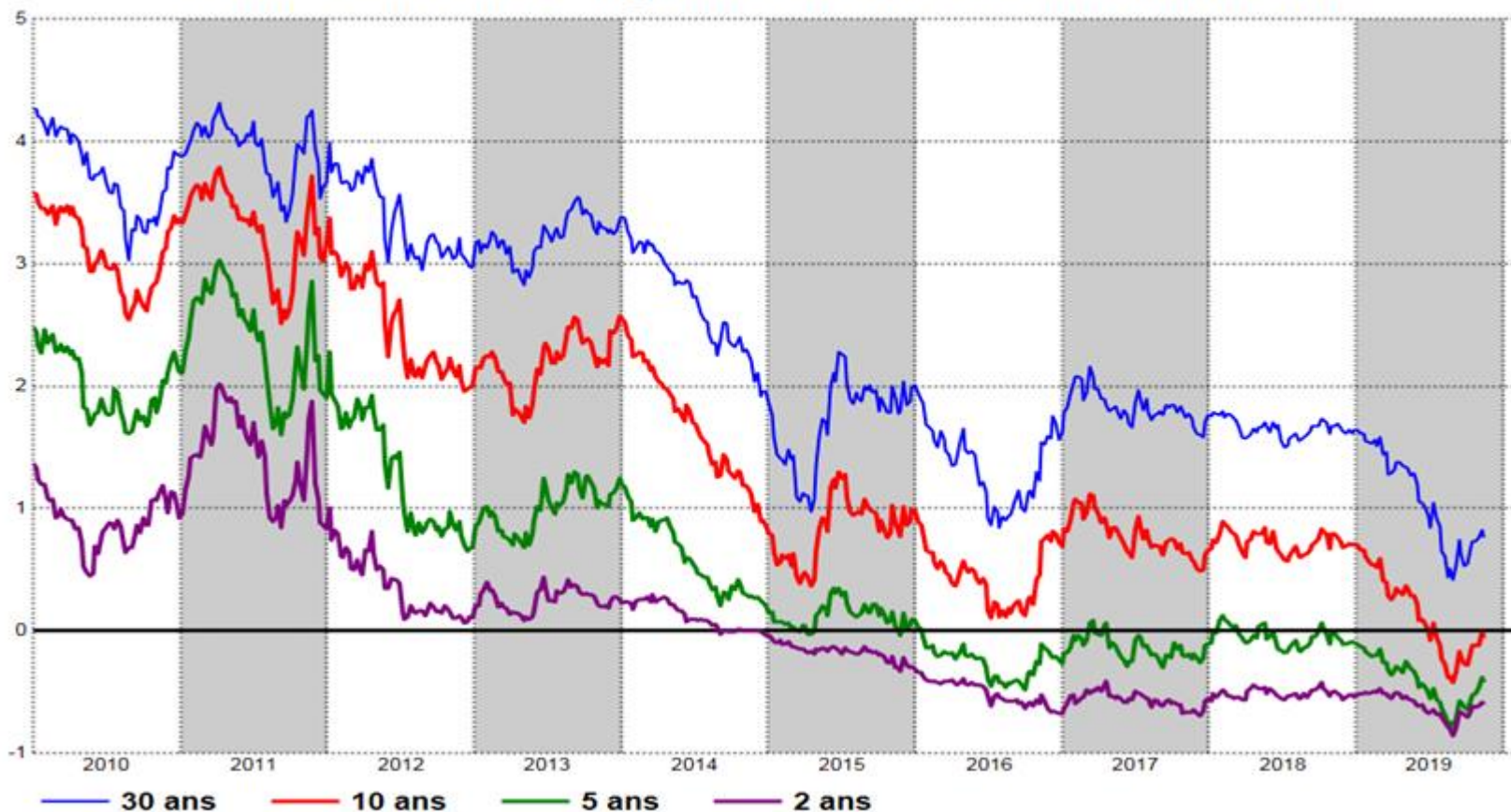


5. Impact sur les finances publiques



L'ÉTAT FRANÇAIS S'ENDETTE DÉSORMAIS A TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF JUSQU'À LA MATURITÉ 10 ANS

France: taux des obligations du Trésor selon la maturité

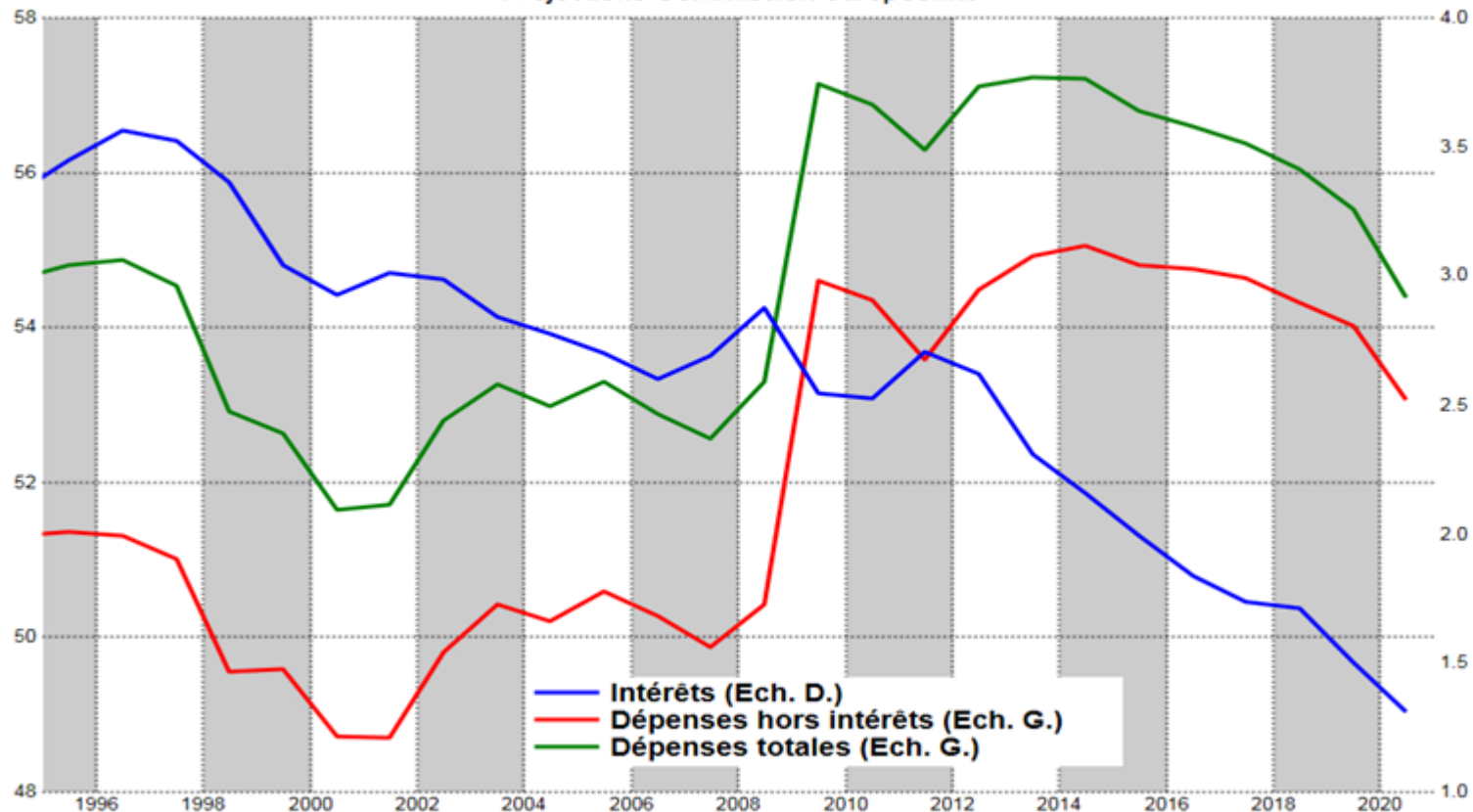


Source: Refinitiv Datastream

LA BAISSÉ DE LA CHARGE D'INTÉRÊTS CONTRIBUE POUR UNE BONNE PART A LA RÉDUCTION DES DÉPENSES PUBLIQUES...

France: dépenses des administrations publiques (en % du PIB)

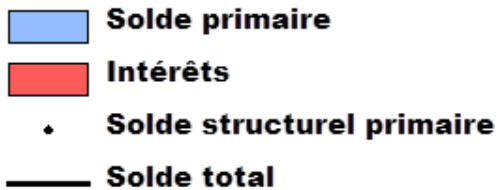
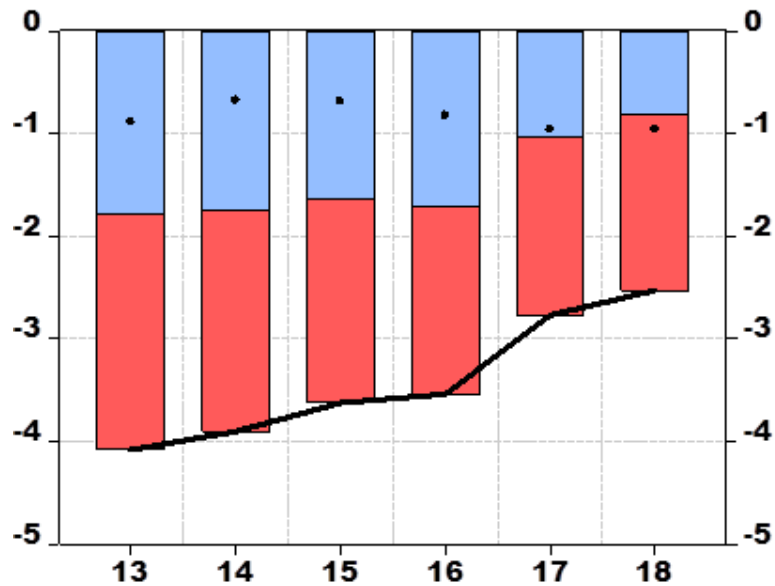
Projections Commission européenne



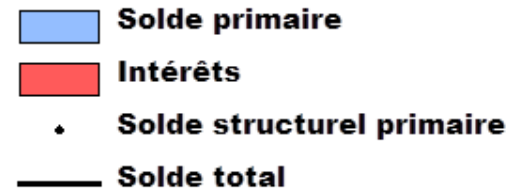
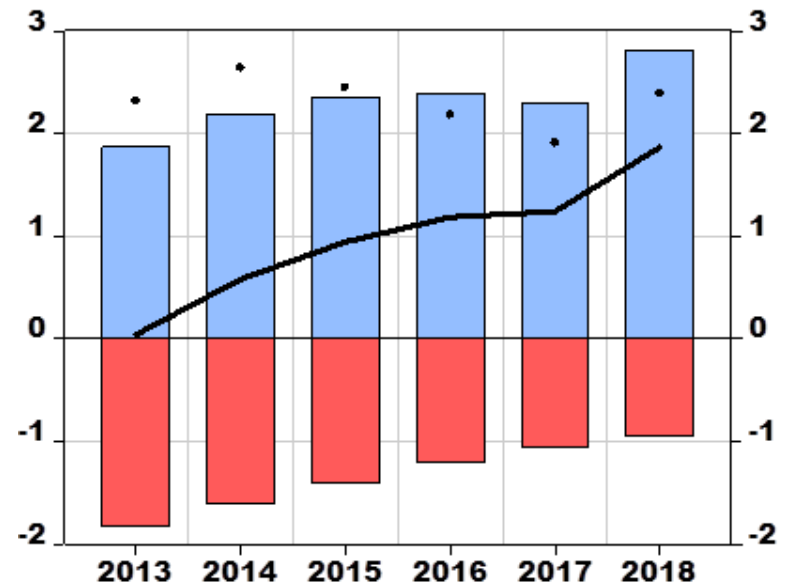
Source: Refinitiv Datastream

...ET À LA RÉDUCTION DES DÉFICITS PUBLICS

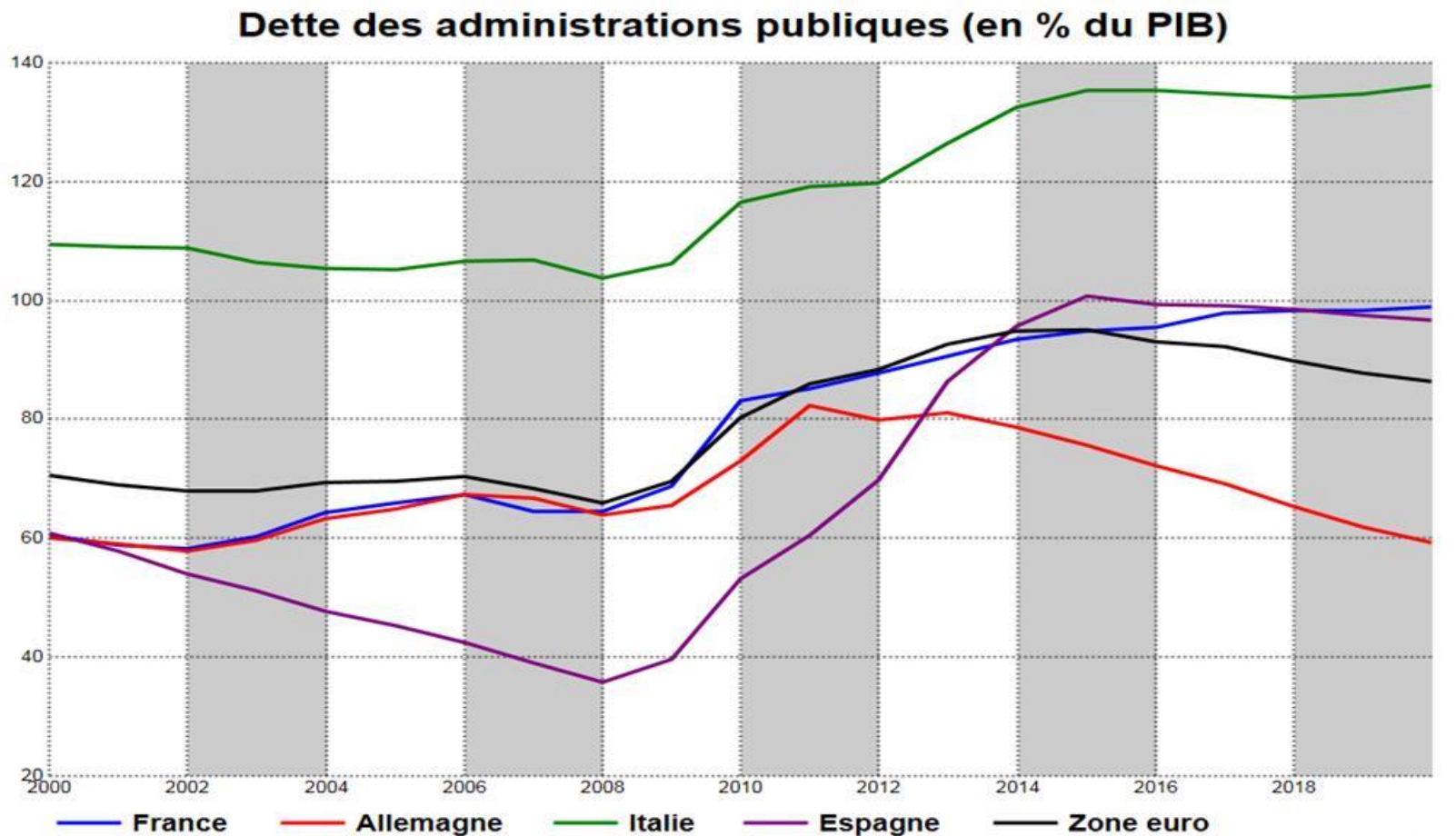
France



Allemagne



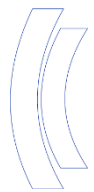
RATIOS DE DETTE PUBLIQUE: BAISSÉ EN ALLEMAGNE, STABILISATION DANS LE RESTE DE LA ZONE EURO (DONT FRANCE)



Source: Refinitiv Datastream

6. Impact sur le secteur financier

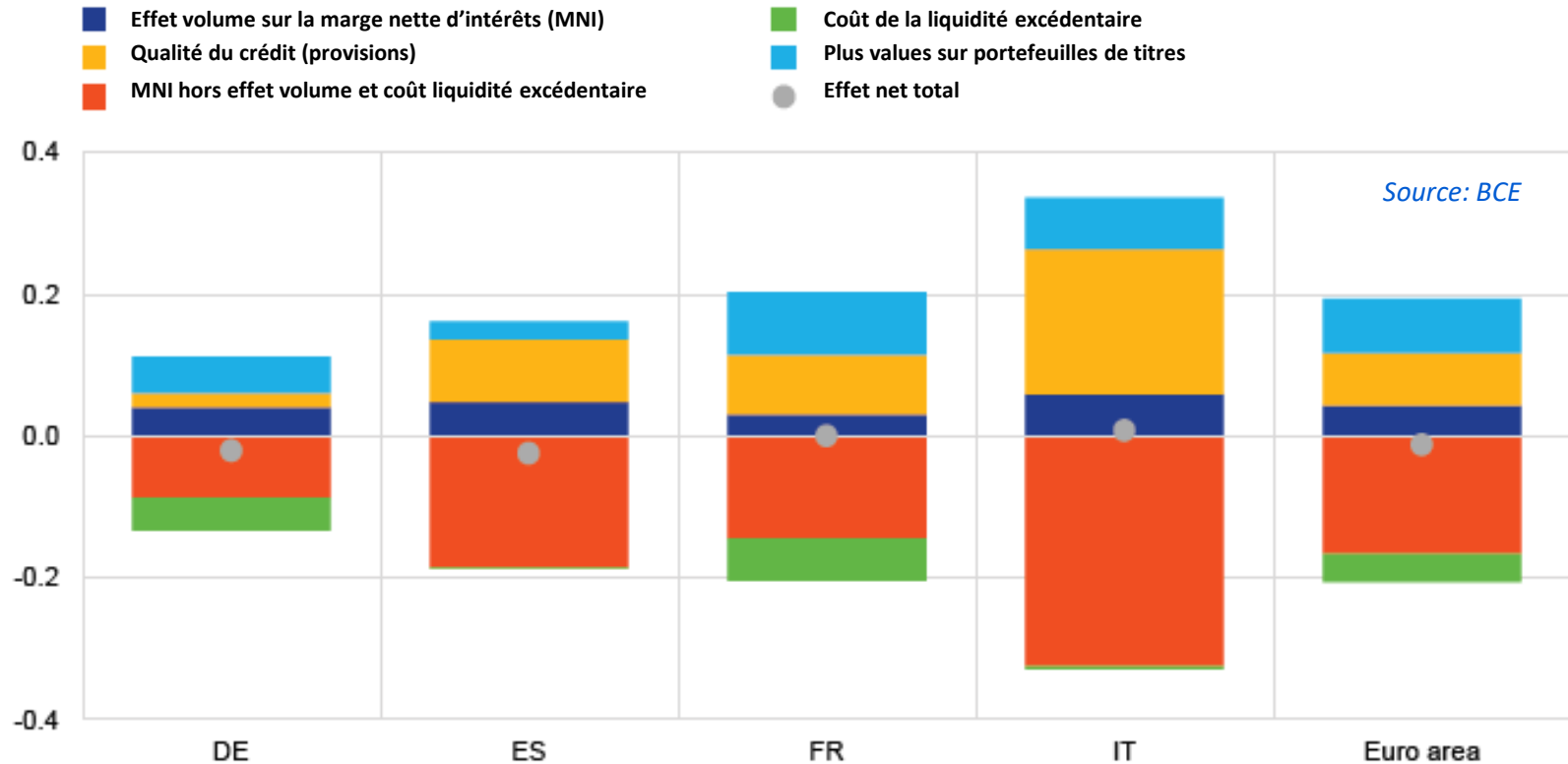




IMPACT SUR LA PROFITABILITÉ DES BANQUES

Banques des la zone euro

Impact cumulé de la politique monétaire sur le taux de rentabilité des actifs (2014-2017)

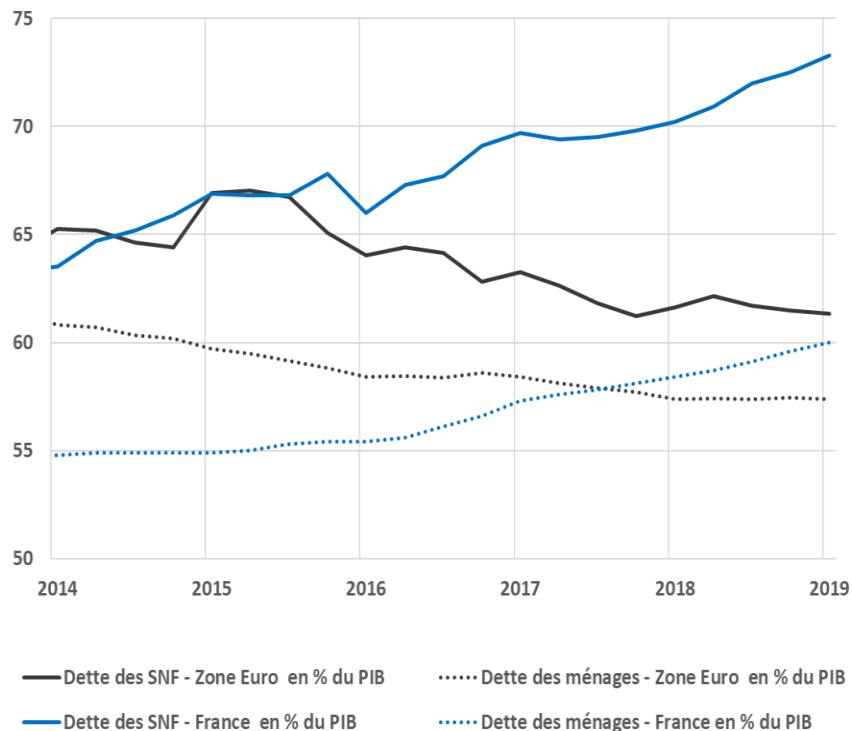


Impact globalement neutre sur 2014-2017:

- effets négatifs dus à la compression de la marge d'intérêts et au coût de la liquidité excédentaire...
- ... compensés jusqu'ici par la baisse des provisions et les plus values sur les portefeuilles de titres (mais ces effets compensatoires sont par nature transitoires)

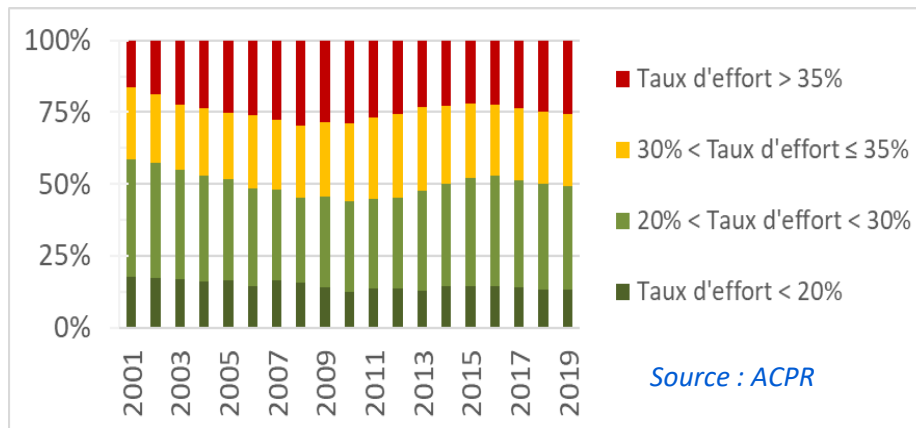
MAITRISER LES RISQUES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE : LE RÔLE DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE

Dettes des ménages et des entreprises (en % du PIB)



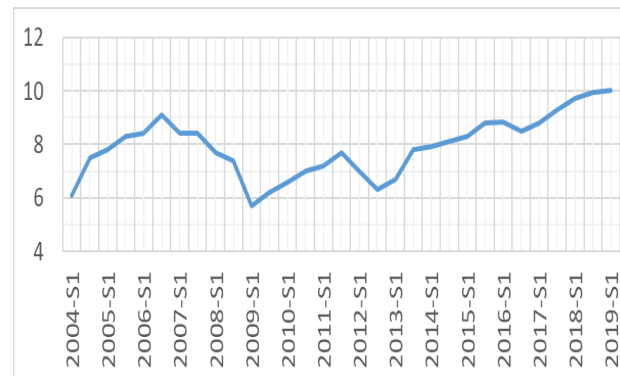
Source: Eurostat, Banque de France, ACPR

France : distribution des taux d'effort des emprunteurs sur les nouveaux crédits immobiliers



Source : ACPR

Valorisation des entreprises non cotées (multiples d'EBITDA)



Source : Argos Index mid-market



CONCLUSIONS

- Les taux d'intérêt vont probablement rester bas pendant longtemps
- La politique monétaire ne peut pas demeurer le seul instrument de politique macroéconomique
- Les politiques structurelle et budgétaire doivent jouer un rôle plus important