

LES TAUX BAS : QUELLES CAUSES, ET QUELS EFFETS POUR LA FRANCE ?

Discours de **François Villeroy de Galhau**,
Gouverneur de la Banque de France

Université Paris Dauphine - PSL
Le 9 janvier 2020



**SOUS EMBARGO JUSQU'AU 9 JANVIER
SEUL LE PRONONCÉ FAIT FOI**

Contact presse

Mark Deen, mark.deen@banque-france.fr,

Déborah Guedj, deborah.guedj@banque-france.fr

Mesdames, Messieurs, chers professeurs et chers étudiants,

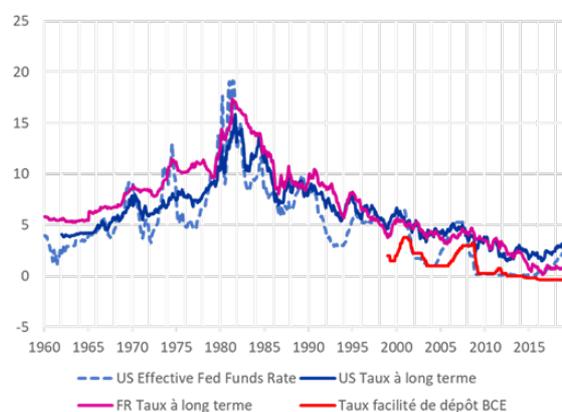
Je suis heureux de commencer cette année avec vous à Dauphine, et de vous présenter mes vœux les plus chaleureux. Le début d'année est souvent l'occasion des bonnes résolutions, mais c'est également un temps propice aux bilans. Parmi les surprises de 2019, il y a eu la prolongation des politiques monétaires très accommodantes, alors que beaucoup en attendaient – en espéraient ? – la normalisation. Et donc, des taux bas qui vont durer : « *low for longer* » ; un nombre croissant en redoute les conséquences pour les banques, les assurances, les épargnants. Que la politique monétaire soit objet de débat, c'est légitime ; mais qu'elle intéresse même le grand public, c'est nouveau. C'est pour cela que je suis devant vous ce soir, comme un des responsables de l'Eurosystème : pour rendre compte des **causes** des taux bas – ils ne tiennent pas qu'à la politique monétaire – avant d'évaluer leurs **conséquences** : les effets positifs restent dominants, même s'ils ont leurs limites aujourd'hui, je vous en parlerai aussi.

**

I. Les taux bas : pourquoi ?

Il faut commencer par un aveu d'humilité. Contrairement à un préjugé largement répandu, les banques centrales ne sont pas les seules responsables de la faiblesse des taux d'intérêt. La tendance à la baisse des taux d'intérêt nominaux mondiaux s'inscrit dans un mouvement de près de 40 ansⁱⁱ.

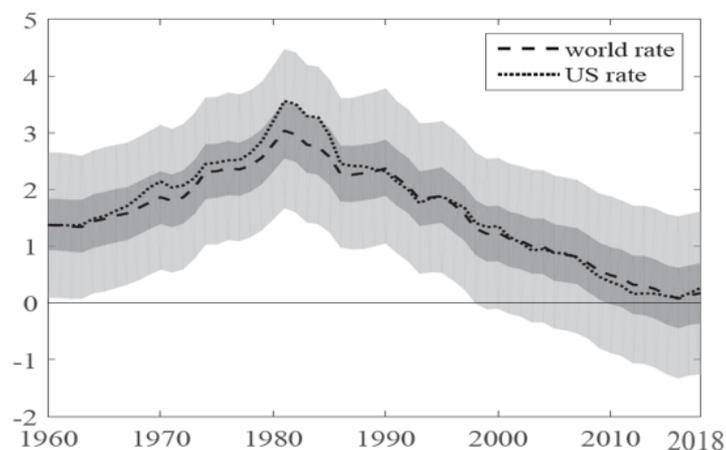
Taux d'intérêt nominaux (1960-2018)



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

La décennie de l'après-crise financière marque toutefois une rupture. Les taux nominaux ont continué de baisser et sont même devenus négatifs à court terme en zone euro depuis 2014, une innovation radicale partagée avec la Suède, la Suisse, ou le Japon depuis 2016. L'inflation s'est parallèlement stabilisée à un bas niveau, entraînant dans son sillage les taux d'intérêt réels. L'aperçu historique de l'évolution mondiale de ces **taux d'intérêt réels** montre que leur niveau actuel est au plus bas historiquement, alors que sur très longue période, les taux réels mondiaux de long terme se situent plutôt entre 2 et 4 %.

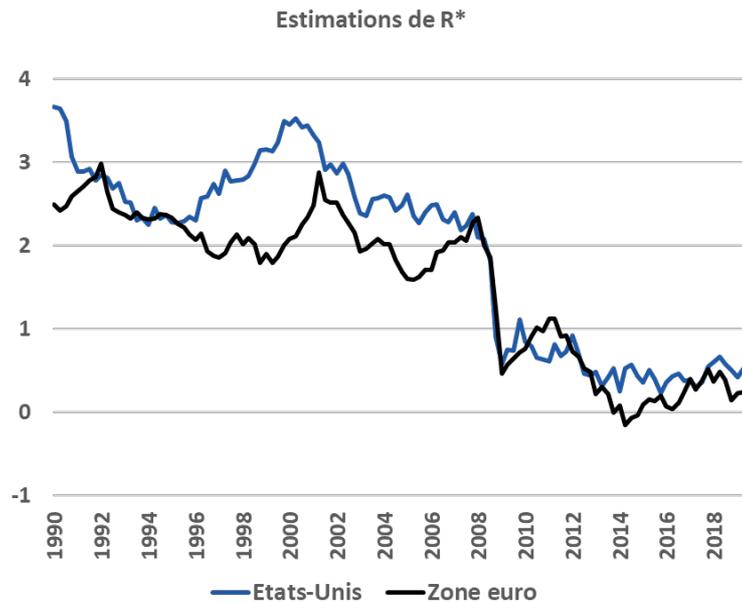
Taux d'intérêt réels mondiaux
(1960-2018)



Source: Banque de France estimates, based on Del Negro, M., D. Giannone, M. Giannoni and A. Tambalotti (2019) 'Global trends in interest rates', *Journal of International Economics*, Vol. 118, 248-262.)

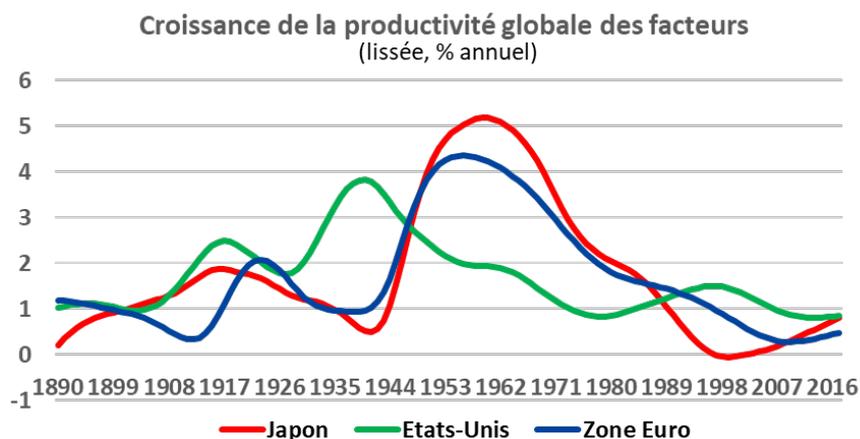
1.1 Des causes structurelles

Pour comprendre l'origine de la faiblesse des taux d'intérêt réels, il faut passer par le concept de **taux d'intérêt naturel** ou « neutre » : c'est le taux d'intérêt réel qui équilibrerait l'épargne et l'investissement dans un environnement de plein emploi et de stabilité des prix. Ce taux « R^* », décrit par l'économiste norvégien Wicksellⁱⁱⁱ en 1898, est revenu à l'avant-scène récemment. En zone euro comme aux États-Unis, R^* aurait baissé de 150 à 200 points de base au cours des 15 dernières années.



Source: Holston, Laubach, and Williams. 2017. "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," *Journal of International Economics* 108, supplement 1 (May): S39–S75.

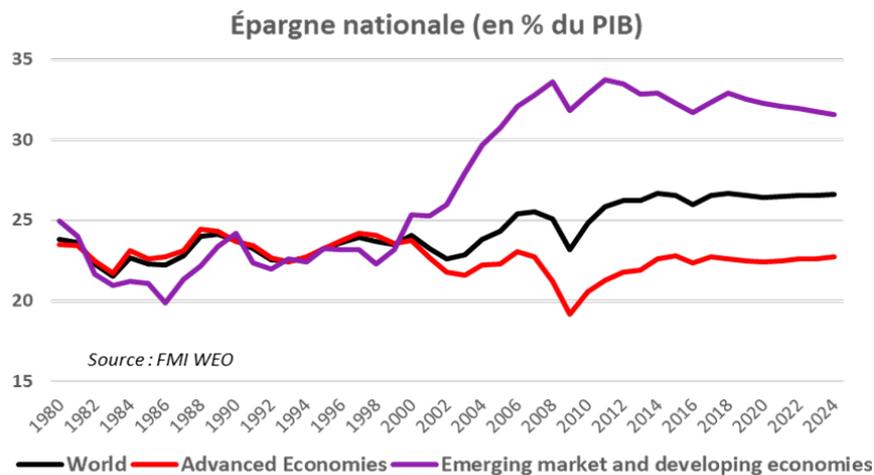
Seuls des changements structurels peuvent expliquer de telles variations. Les conséquences du ralentissement de la population active et la productivité globale des facteurs ont entraîné un **ralentissement du taux de croissance tendancielle du PIB** qui expliquerait environ un quart de cette baisse^{iv}.



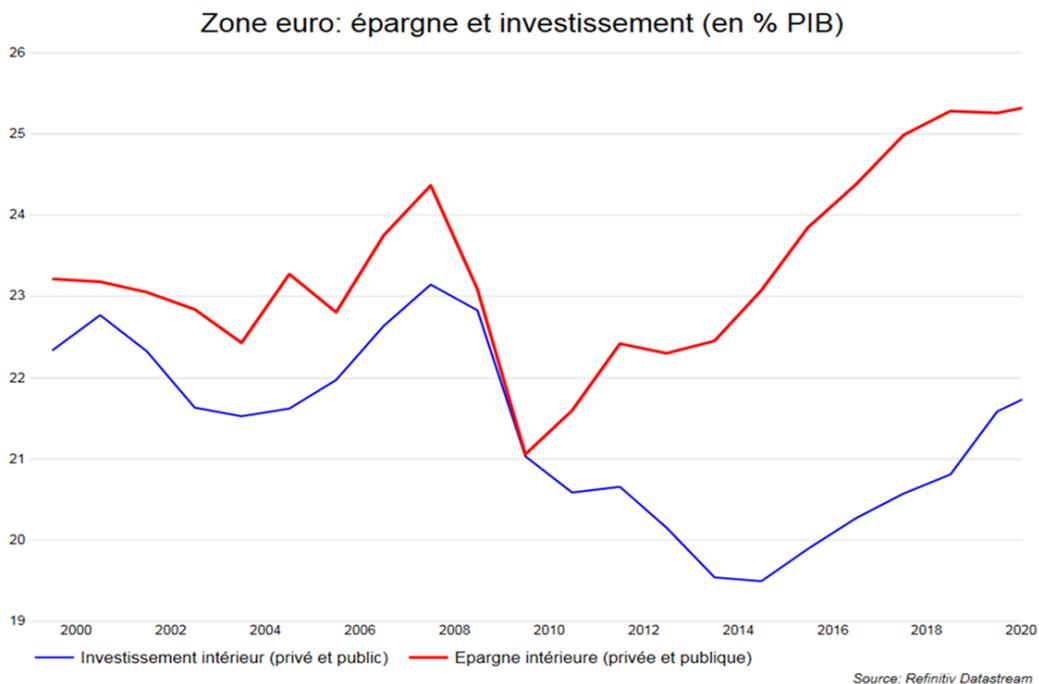
Source : Bergeaud, Cette, Lecat, 2016

Les trois autres quarts proviendraient d'une offre accrue d'épargne et d'une moindre demande d'investissement. **L'excès d'épargne mondiale** est alimenté par l'allongement de la durée de la vie, la hausse des inégalités – les plus âgés

et les plus riches épargnent davantage – et l'accumulation des réserves de change dans les pays émergents.



À l'inverse, la **moindre demande d'investissement** s'explique notamment par l'essor de l'économie immatérielle qui requiert plus de capital humain que d'investissements physiques, et sans doute une moindre confiance dans l'avenir. La zone euro particulièrement connaît, depuis la crise financière, à la fois une hausse du taux d'épargne, et une faiblesse prononcée du taux d'investissement.



Ces évolutions que l'on voit partout et depuis longtemps ne tiennent donc pas à la politique monétaire ; j'en viens pour autant au rôle des banques centrales.

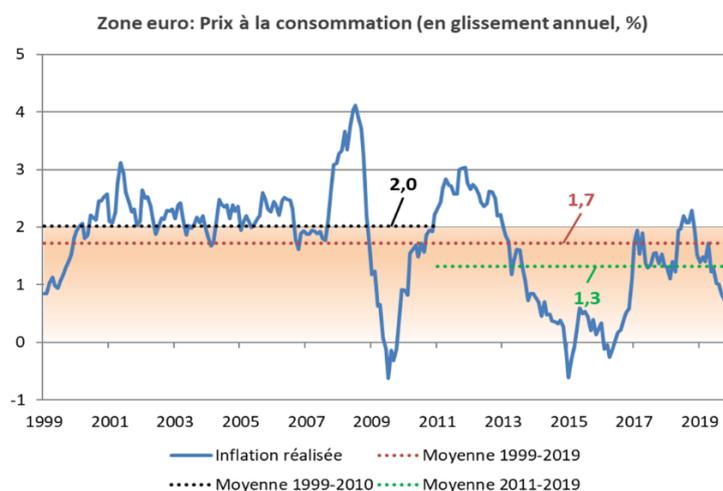
1.2 Les causes conjoncturelles

La mission première des banques centrales, et de la Banque centrale européenne (BCE) en particulier, est d'assurer la **stabilité des prix notamment en lissant conjoncturellement le cycle économique**. Et pour cela, elles fixent à court terme les taux d'intérêt.

La BCE a, dès 1998, donné une définition quantitative de la stabilité des prix, affinée en 2003 : maintenir des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. D'autres banques centrales, comme la Fed américaine ou la Banque du Japon, en 2012 et 2013 respectivement, ont adopté plus récemment cette cible d'inflation à 2 %.

- BCE
 - 1998: "Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the HICP for the euro area of below 2%."
 - 2003: "in order to fulfil its price stability objective, the Governing Council aims to maintain HICP inflation below but close to 2% over the medium term".
- Federal Reserve
 - 2012: "inflation at the rate of 2 percent (as measured by the annual rate of change in the PCE deflator) is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate."
- Banque du Japon
 - 2013: "the "price stability target" at 2 per cent in terms of the year-on-year rate of change in the consumer price index (CPI)"
- Banque d'Angleterre
 - 1997: "the operational target for monetary policy is an underlying inflation rate (measured by the 12-month increase in the RPIX) of 2½ per cent."
 - 2003: "the new operation target for monetary policy will be 2 per cent as measured by the 12-month increase in the CPI."

Depuis 1999, notre politique monétaire poursuit cet objectif d'inflation avec des résultats tangibles : l'inflation a été, à 1,7 % en moyenne, proche de sa cible.



Source : Eurostat

Sur la dernière décennie cependant, dans la zone euro, l'inflation est restée trop basse : 1,3 % en moyenne entre 2011 et 2019, et 1,3 % aujourd'hui [inflation « core »^v à 1,3 %]. Cette faiblesse de l'inflation, que l'on retrouve dans la plupart des économies avancées, relance le débat sur l'objectif de 2 %. Certains proposent de se contenter du 1 % actuel, comme Jacques de Larosière, un de mes grands anciens. D'autres, à l'inverse, tel Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, plaident un objectif plus élevé jusqu'à 4 %, pour avoir plus de marge pour baisser les taux d'intérêt en bas de cycle. Il est tentant de simplement les renvoyer dos à dos. Mais je prends au sérieux ce débat sur l'objectif d'inflation, qui sera au cœur de la « revue stratégique » que le Conseil des gouverneurs, présidé par Christine Lagarde, va lancer à la fin de ce mois. Sans préjuger du résultat, j'avance devant vous trois qualificatifs :

- Notre objectif d'inflation doit être **symétrique** : si notre cible centrale est perçue comme un plafond, nous avons moins de chance de l'atteindre.
- Il doit être **flexible**, et nous devons dire dans quelle mesure et/ou à quel horizon : nous ne pouvons garantir le 2,0 %, ni tout le temps, ni tout de suite.
- Il doit enfin être **crédible**, et pas seulement vis-à-vis des marchés financiers : nous devons plus encore communiquer avec les ménages et les entreprises ; ce sont eux qui *in fine* fixent les prix et les salaires dans l'économie. Nous devons les écouter, c'est-à-dire mesurer leurs propres anticipations d'inflation, et choisir l'indice d'inflation le plus pertinent. Et nous devons en parallèle mieux leur parler sur notre objectif : ils nous croient sur l'impératif d'éviter les deux maladies opposées que sont l'inflation trop forte, ou la déflation ; mais reconnaissons qu'ils sont aujourd'hui moins convaincus que les économistes de la nécessité de passer de 1 % à 2 % de hausse des prix. Je crois aux analyses et théories économiques ; mais je crois aussi qu'elles ne changent le réel que si elles sont perçues, acceptées, intégrées par le sens commun de l'opinion. C'est d'ailleurs le champ connexe des « *behaviorial economics* » et des travaux du prix Nobel Robert Schiller^{vi}.

Reste une évidence, pour respecter notre mandat confié par les Traités : face à une inflation trop faible liée au refroidissement de l'activité économique depuis la fin 2018, notre devoir est de maintenir une politique monétaire accommodante en soutien à l'activité. La BCE a, ainsi, annoncé en septembre dernier un nouveau paquet de mesures dont la plus innovante est le renforcement de sa *forward guidance* donnant de la prévisibilité sur les taux courts à venir.

Nous avons noté toutefois dans notre réunion de décembre une **amorce de stabilisation économique** qui correspond à une réduction relative des incertitudes commerciales. Si cette stabilisation se confirme, il devrait s'ensuivre une stabilisation de la politique monétaire. Pour le dire autrement, le point bas observé de la croissance justifie un « *Low for longer* » des taux, mais pas aujourd'hui un « *Lower for longer* ».

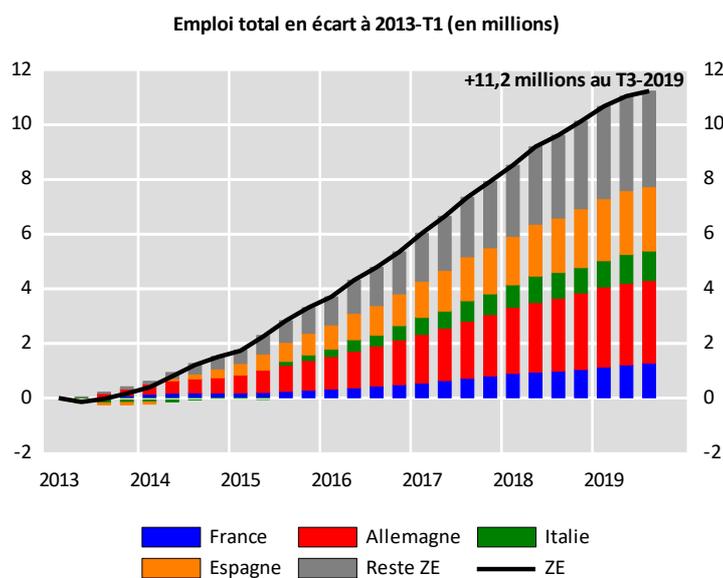
II. Les taux bas : quels effets ?

2.1 Des politiques efficaces pour soutenir l'inflation et l'économie

Justifiées dans leurs causes, ces politiques monétaires accommodantes sont-elles pour autant efficaces dans leurs effets ? Là aussi, nous devons rendre compte, et aussi bien globalement que pour chaque catégorie d'agent économique. D'un point de vue **macroéconomique**, les taux bas, et plus largement les politiques accommodantes, ont effectivement soutenu l'économie. Ainsi, le FMI estime^{vii} que sans les relances monétaires conduites au sein des économies avancées, la croissance mondiale aurait été inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2019 comme en 2020. En zone euro même, les effets de la politique monétaire ont fait l'objet de plusieurs estimations^{viii}, convergentes : de 2 à 2,5 points de pourcentage pour la croissance et environ 1,5 points de pourcentage d'inflation cumulés sur quatre ans.

Study	Estimation Method	Real GDP Growth	HICP Inflation
Hartmann and Smets (2018)	Combination of VARs and DSGE models – details are ECB internal	1.9% cumulatively from 2016 to 2019 (four years)	≈1.9% cumulatively from 2016 to 2019 (four years)
Rostagno et al. (2019)	VAR – details are ECB internal	2.5% cumulatively from 2015 to 2018 (four years)	≈1.2% cumulatively from 2015 to 2018 (four years)

Ces effets sont proches pour la France même. Plus de croissance grâce aux taux bas, c'est aussi moins de chômage : la zone euro a créé plus de onze millions d'emplois entre 2013 et 2019 dont deux à trois millions reviendraient directement aux effets de la politique monétaire, compte tenu de sa part dans la croissance.

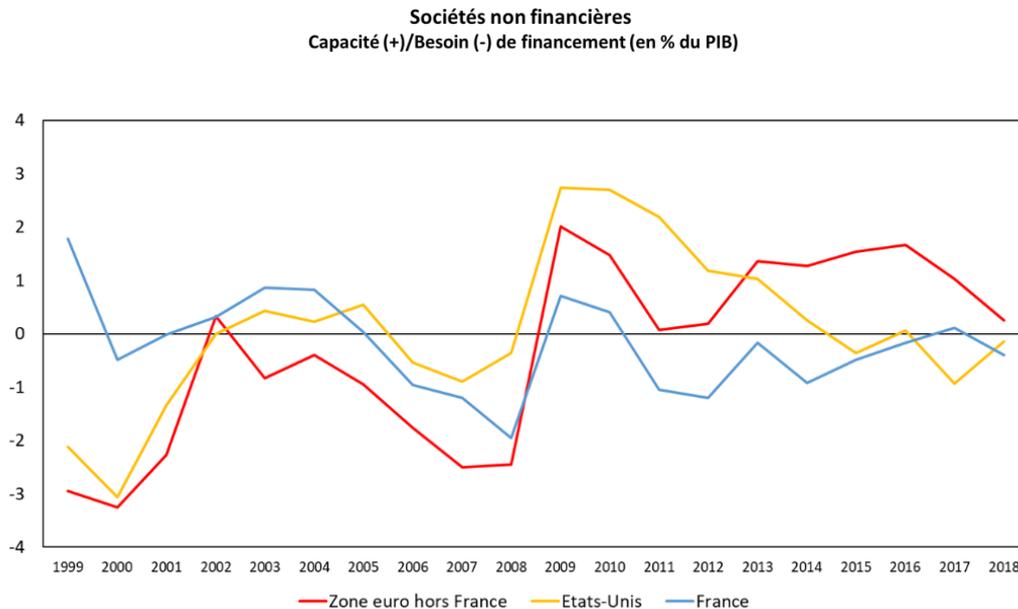


Source : Eurostat

L'effet des taux bas peut aussi être apprécié en fonction du **profil financier des acteurs économiques**. Les ménages, lorsqu'ils **empruntent**, sont gagnants grâce à des taux d'emprunt historiquement faibles, notamment en France. Leur patrimoine immobilier a pris de la valeur, comme les actions. Les ménages, y compris les plus défavorisés, sont les bénéficiaires de la reprise de **l'emploi**. En revanche, le rendement de l'épargne en produits de taux est naturellement moins dynamique. Il y a même parfois la crainte d'un taux négatif sur les dépôts, une « taxation de l'épargne ». Cela reste et devra rester une hypothèse intellectuelle en France. Clairement, je n'estime ni probable, ni souhaitable, l'application des taux négatifs aux particuliers – hors certains gros patrimoines – ou aux PME.

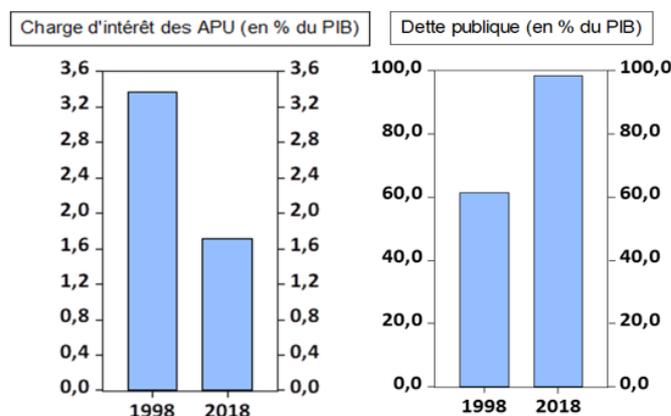
Les **entreprises** en zone euro, notamment les PME et TPE^{ix}, ont bénéficié d'un accès facilité au crédit à taux bas : il faut noter cependant qu'elles ont cessé

globalement d'être emprunteuses nettes, c'est-à-dire qu'elles peuvent autofinancer complètement leurs investissements ; cette inversion historique, et peut-être temporaire, est toutefois moins marquée en France.



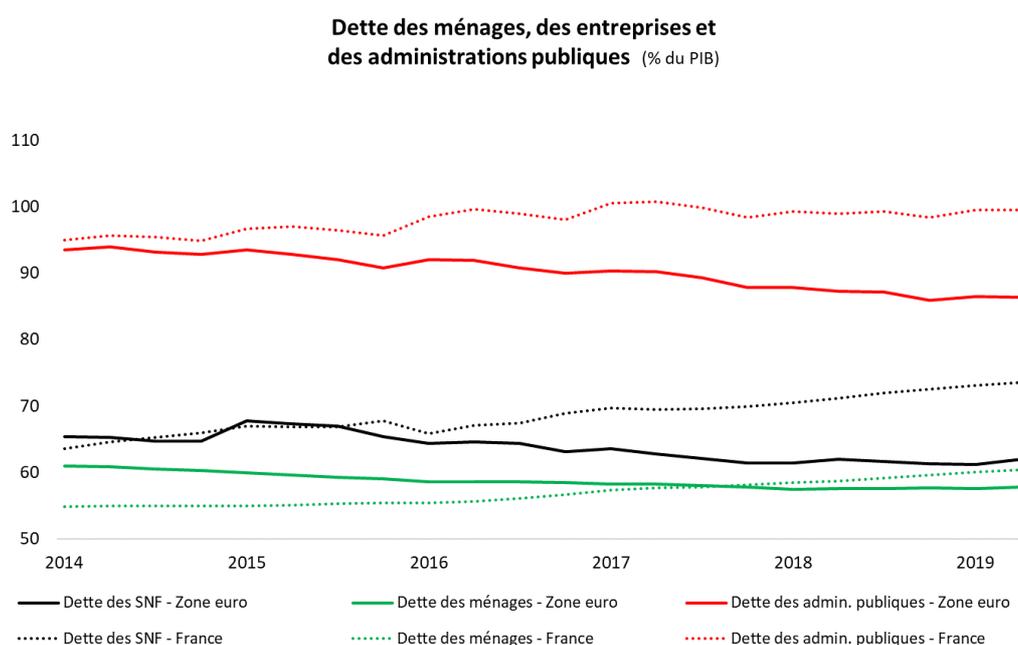
Source : Eurostat, Fed, BEA

Enfin, les **États** sont clairement gagnants, et avec eux les contribuables, grâce aux économies sur la charge de leurs dettes. Ainsi, dans le cas de la France – qui s'endette à taux négatif jusqu'à 9 ans – la charge d'intérêt, en % du PIB, a été divisée par deux en vingt ans, depuis 1998, alors même que la dette a été multipliée par 1,6^x [en % du PIB].



Source : INSEE

Mais ce gain même suscite une interrogation : les taux bas sont-ils responsables de l'augmentation de l'endettement des États, comme de celle des acteurs privés – ménages et entreprises ? En France incontestablement, ils l'ont facilitée. Mais la spécificité même de la situation française interdit d'en faire l'explication centrale : les taux sont bas dans toute la zone euro, et pourtant en moyenne les dettes des ménages, des entreprises, et des États y **reculent** en % du PIB, alors qu'elles augmentent en France.



[Source: Eurostat, Banque de France](#)

Ceci justifie plutôt une vigilance plus grande dans notre pays. J'en viens ainsi à deux limites actuelles de la politique monétaire.

2.2 Deux limites à traiter avec vigilance

La stabilité financière

La première vigilance porte sur les conséquences des taux bas sur la **stabilité financière**. Il faut d'abord souligner que la capacité du secteur financier à absorber les chocs a été considérablement renforcée depuis la grande crise de 2008-2009 : les bilans ont été assainis avec un renforcement de la solvabilité et de la liquidité des banques grâce à la réglementation européenne et internationale dite de « Bâle 3 », et à une réduction très significative du poids

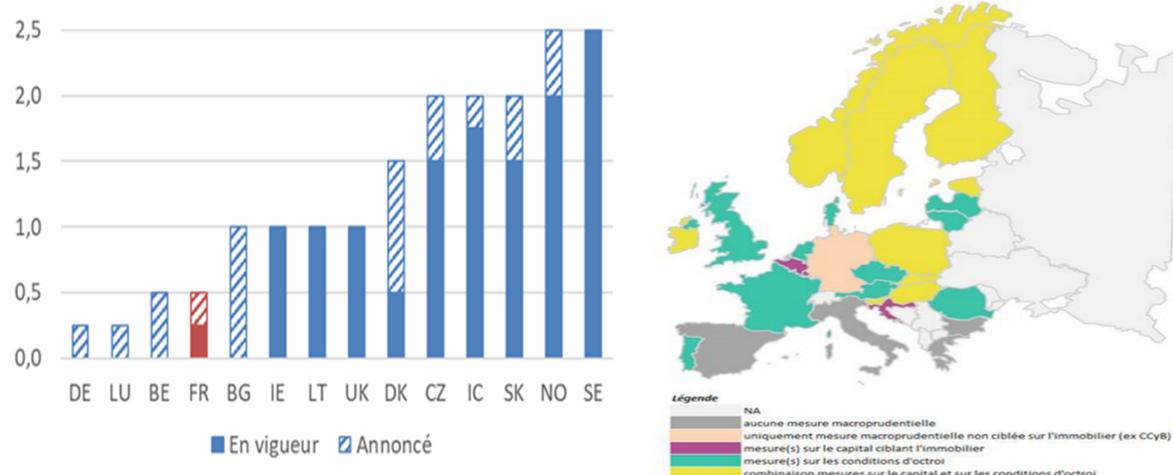
des créances non performantes. C'est pourquoi, la transposition raisonnable et équitable de l'accord de Bâle III est indispensable.

Par ailleurs, l'effet de la politique monétaire comporte des aspects positifs^{xi} que les banques omettent trop souvent : des coûts de financement plus faibles ; un coût du risque en baisse en raison de l'amélioration de la solvabilité des emprunteurs. Toutefois, autant la politique monétaire accommodante profite aux acteurs **économiques**, autant sa prolongation met sous pression la rentabilité des acteurs **financiers**, banques comme assurances. Le reconnaître ne vaut pas condamnation des taux bas : ils sont mis en œuvre pour le bien commun, et pas pour celui des seules banques ou assurances. Mais le reconnaître vaut nécessité d'adaptation : un secteur financier solide en Europe constitue un atout.

Pour les assureurs d'abord, nous soutenons cette impérieuse nécessité d'adaptation. Les taux bas y ont un double effet de renchérissement des engagements au passif – par la réduction du taux d'actualisation – et de baisse du rendement des placements à l'actif. Les assureurs doivent donc engager une réflexion de fond sur leur offre et leur positionnement. De même pour les banques, la première part de cette adaptation doit revenir à leurs propres stratégies de digitalisation et de consolidation. Mais une part nous en incombe : ainsi depuis septembre 2019, nous avons décidé un dispositif dit de « tiering », qui réduira cette année le coût des taux négatifs de près de 4 milliards pour les banques européennes, dont environ 800 millions pour les établissements français. Nous menons une politique macro prudentielle pour inciter les banques à une gestion prudente de leurs risques. C'est le rôle du Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) qui a mis en place depuis 2018 un « coussin contracyclique » de capital supplémentaire (CCyB), puis en décembre 2019, des recommandations en matière de crédit immobilier qui, si nécessaire, seront transformées en règles contraignantes.

La France n'est, du reste, pas un cas à part puisque plusieurs pays européens ont déjà pris des mesures macroprudentielles.

Mise en oeuvre du CCyB



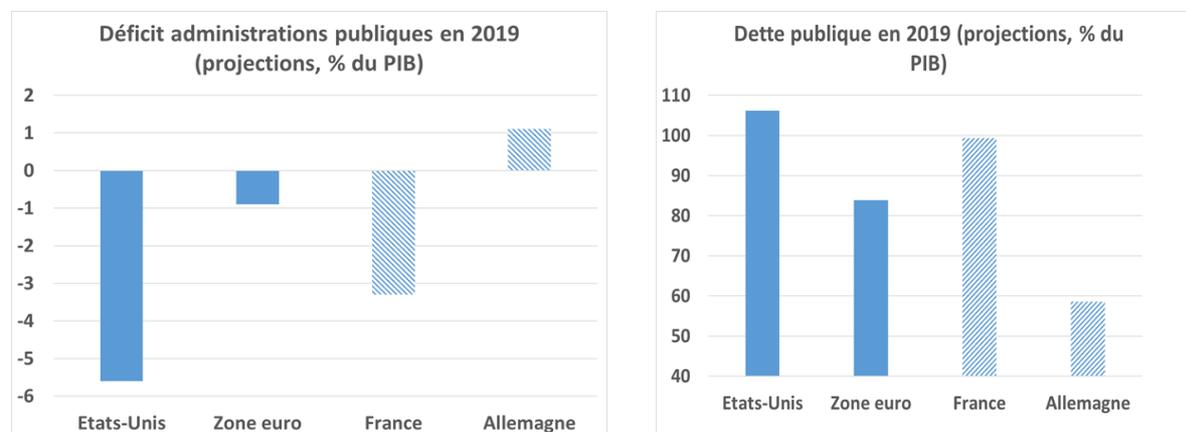
Source: ESRB

Pour autant, ne surestimons pas l'efficacité de celles-ci. La politique monétaire ne peut donc à mes yeux ignorer la stabilité financière, comme le prétendent les puristes d'un strict « principe de séparation ». Je plaide plutôt pour une coordination intelligente, et ce sera un des enjeux de la prochaine revue stratégique. La politique monétaire doit rester accommodante mais être plus attentive.

Le relais nécessaire par les politiques budgétaires et structurelles

La deuxième limite est, à nouveau, une vérité d'humilité. Nous l'avons vu, la politique monétaire a fait plus que son devoir. Mais elle n'est pas – moins que jamais – omnipotente, et ne peut faire des miracles. La politique monétaire n'a pas de prise sur les changements structurels à l'origine du niveau exceptionnellement bas du taux d'intérêt naturel. Pour combler le déficit d'investissement – privé et public – dont souffre la zone euro au regard de son épargne abondante, des politiques structurelles de croissance doivent promouvoir l'innovation et la productivité. Ceci passe aussi par une utilisation

plus adaptée et différenciée de la politique budgétaire. La zone euro sous-utilise ici ses marges de manœuvre : sa dette publique (84%) et son déficit (-0,9 %) sont plus faibles que ceux des États-Unis (106 % et – 5,6 %) ou du Japon (238 % et – 3 % en 2019).



Source: FMI Moniteur des finances publiques Oct 2019, FMI Perspectives de l'économie mondiale Oct 2019.

La politique budgétaire, notamment dans les pays européens disposant d'excédents, doit donc être plus activement et sélectivement mobilisée. En Allemagne, le débat a commencé ; les Pays-Bas ont montré l'exemple avec l'annonce de la création d'un fonds d'investissement pour l'avenir. Les taux bas, là et ailleurs, peuvent être une opportunité pour financer des dépenses si – et seulement si – celles-ci sont porteuses de croissance potentielle accrue : transition écologique, digitalisation, éducation et recherche. Nous devons pour cela centrer – enfin ! – notre débat budgétaire sur la **qualité** des dépenses et investissements, et non plus sur leur seule quantité. **À l'échelle européenne elle-même, nous avons une capacité d'emprunt significative : nous devrions l'utiliser**, dès lors que nous saurons bien choisir ces priorités, au-delà du succès du plan Juncker, ou de InvestEU.

**

Je conclurai par une considération plus « philosophique » : le taux d'intérêt, c'est aussi le prix du temps. Ma génération a fait l'euro, et essayé de traiter la crise financière. La vôtre hérite d'un monde pour le moins ambivalent : l'explosion positive des innovations et des interdépendances, mais aussi celles

de la menace climatique et des inégalités, le tout avec un affaiblissement inquiétant partout de la gouvernance publique. Un prix du temps bas, c'est une menace autant qu'une opportunité : une menace si nous cédon à court terme à la facilité des liquidités abondantes et laissons croître l'instabilité financière ; une opportunité si nous utilisons collectivement les taux bas pour investir dans l'avenir, de la transition écologique à l'éducation. Comptez sur notre détermination à agir du côté monétaire. Mais le combat est plus large – c'est notre défi politique, collectivement, comme Européens –, et il est plus long : ce sera le défi de votre génération. Je souhaite à chacun d'entre vous d'y contribuer avec succès. Merci de votre attention.

Références

ⁱ Je remercie notamment Chahinez BENMISSI, Jean BOISSINOT, Adrian PENALVER, Bérengère RUDELLE, et Giulia SESTIERI pour leur aide dans la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ Pour une discussion générale, voir GARNIER O. ; LHUISSIER S. ; PENALVER A., « Taux d'intérêt bas, quelle responsabilité de la politique monétaire ? », Risques n° 120, Décembre 2019.

ⁱⁱⁱ WICKSELL K., *Interest and Prices*, 1898.

^{iv} RACHEL L.; SMITH T., "Are Low Real Interest Rates Here to Stay?", *International Journal of Central Banking*, Septembre 2017.

^v Hors énergie et alimentation totale.

^{vi} Voir notamment : Panel on "Behavioral Economics and Economic Policy in the Past and Future" Federal Reserve Bank of Boston Conference: "Implications of Behavioral Economics for Economic Policy" Boston, Massachusetts, discours de Janet L. Yellen, President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco. <https://www.frbsf.org/our-district/files/0928.pdf> ou DUCA I; KENNY G.; REUTER A., "How do inflation expectations impact consumer behaviour?", *ECB Paper*, Août 2016.

^{vii} International Monetary Fund, *World Economic and Market Developments*, Gita Gopinath, Octobre 2019.

^{viii} Voir notamment ROSTAGNO et al. (2019), *A tale of Two Decades: the ECB's Monetary Policy at 20*; HARTMANN and SMETS (2018).

^{ix} DE PASTOR R., « Les PME et TPE en France : une situation financière améliorée et un accès au crédit plus facile », *Bulletin de la Banque de France* n° 226, Décembre 2019.

^x INSEE.

^{xi} ALTAVILLA C.; BOUCINHA M; PEYDRÓ J., *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment*, *Economic Policy*, Volume 33, Issue 96, October 2018, Pages 531–586.