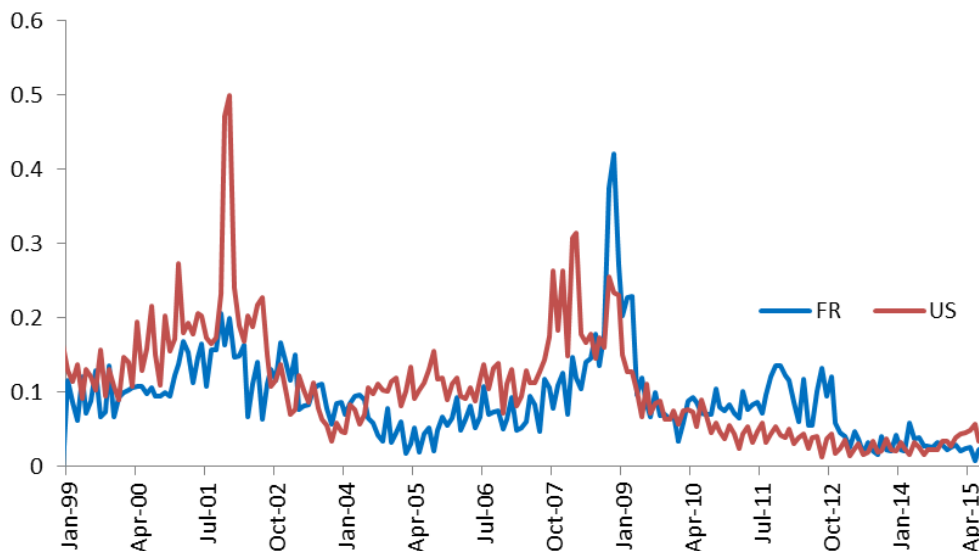


L'incertitude relative aux taux d'intérêt a des effets négatifs sur l'économie

Par [Klodiana Istrefi](#) et [Sarah Mouabbi](#)

L'incertitude relative à la trajectoire future des taux d'intérêt exerce un impact négatif sur l'économie. Une nouvelle mesure de l'incertitude sur les taux d'intérêt a été élaborée pour les pays du G7, l'Espagne et la Suède, sur la période 1993-2015. Une incertitude sur les taux d'intérêt d'une ampleur telle que celle observée durant la crise récente peut entraîner une baisse de la production allant jusqu'à 3,8 %, une baisse de l'inflation mesurée par l'IPC allant jusqu'à 1 point de pourcentage et une hausse du chômage jusqu'à 1,2 points de pourcentage.

Graphique 1 : L'incertitude sur les taux d'intérêt fluctue considérablement au fil du temps



Note : L'incertitude sur les taux d'intérêt à court terme en France et aux États-Unis (1999-2015), d'après [Istrefi et Mouabbi \(à paraître\)](#). Le taux d'intérêt français correspond au taux interbancaire à 3 mois. Le taux d'intérêt américain à court terme correspond au taux des bons du Trésor à 3 mois.

Comme le disait Niels Bohr, prix Nobel de physique, « La prédiction est un art difficile, surtout quand elle concerne le futur ». Incontestablement, faire des prévisions en matière d'économie est déjà difficile en temps normal, mais cet exercice peut s'avérer encore plus délicat en périodes de grande incertitude. Nous sommes confrontés à une forte incertitude lorsque, par exemple, nous nous interrogeons sur l'orientation future de l'économie, l'issue d'une élection, etc. De telles inconnues concernant le futur affectent nos décisions de consommation, d'investissement, d'embauche ou de licenciement.

Pourquoi des taux d'intérêt ?

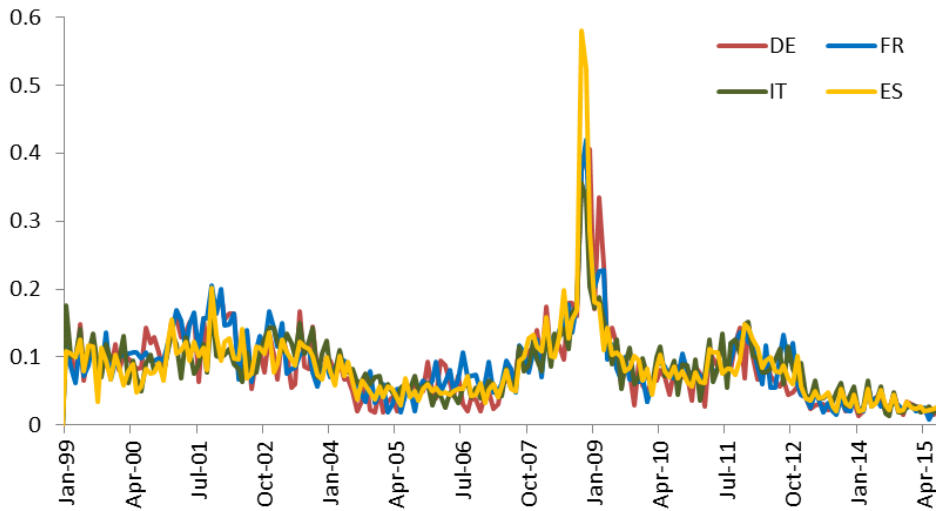
Les taux d'intérêt ont une grande importance pour les épargnants, les débiteurs, et l'économie dans son ensemble. Plus particulièrement, ils jouent un rôle essentiel pour la transmission des décisions de politique monétaire à l'économie. Ces dix dernières années, les taux d'intérêt nominaux et réels ont été exceptionnellement bas. En réponse à la crise financière de 2008, les grandes banques centrales ont ramené leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas et ont maintenu cette situation sur une période prolongée. Au fur et à mesure que les économies se redressent, les marchés forment des anticipations relatives au calendrier et à l'ampleur des futures hausses du taux d'intérêt. Aux États-Unis par exemple, les spéculations relatives à la normalisation des taux d'intérêt se sont intensifiées à partir de fin 2014, augmentant l'incertitude sur les taux d'intérêt bien avant que la banque centrale américaine (Fed) ne relève effectivement son taux directeur pour la première fois, en décembre 2015. Depuis, la Fed a procédé à trois nouvelles hausses, dont la dernière en juin 2017. Dans la zone euro, les marchés prévoient que les taux directeurs resteront à leur niveau actuel pendant au moins plusieurs trimestres, contrairement au Royaume-Uni, où les spéculations relatives au calendrier du premier relèvement des taux directeurs s'intensifient.

Comment se comporte l'incertitude relative aux taux d'intérêt ?

[Istrefi et Mouabbi \(à paraître\)](#) construisent une nouvelle mesure qui synthétise l'incertitude relative aux taux d'intérêt futurs des prévisionnistes professionnels des institutions économiques privées et publiques dans plusieurs pays. Cette incertitude porte sur le taux d'intérêt à 3 mois à un horizon de 3 mois, d'après les prévisions des prévisionnistes professionnels provenant des enquêtes du *Consensus Economics* (CE). En utilisant ces prévisions sur les taux d'intérêt et les taux observés correspondants, nous élaborons une mesure de l'incertitude sur les taux d'intérêt à partir de la somme de deux composantes : i) le désaccord entre les prévisionnistes ; ii) la variabilité des erreurs de prévision moyennes. Les prévisionnistes professionnels ont des opinions divergentes sur le niveau futur des variables économiques, notamment concernant les taux d'intérêt. Par exemple, même si leurs estimations des taux d'intérêt futurs sont fondées sur les mêmes données disponibles, les prévisionnistes peuvent les interpréter de différentes façons, et faire ainsi des prévisions différentes. C'est ce désaccord qui est mis en évidence par la première composante. La seconde rend compte de la difficulté qu'ont tous les prévisionnistes à prévoir les taux d'intérêt futurs.

L'incertitude sur les taux d'intérêt fluctue considérablement au cours du temps (Figures 1 et 2). Par exemple, les États-Unis affichent des niveaux élevés d'incertitude sur le taux d'intérêt au début des années 2000, juste après la bulle internet et les attentats du 11 septembre. Dans tous les pays, l'incertitude relative aux taux d'intérêt atteint un pic pendant la Grande Récession de 2008. Elle est à son niveau le plus bas à partir de fin 2008 pour les États-Unis et de mi-2013 pour la zone euro. Ces bas niveaux d'incertitude reflètent non seulement les faibles niveaux de désaccords entre prévisionnistes concernant la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme, mais aussi la faible variabilité des erreurs de prévisions. En effet, au cours de ces périodes, les taux directeurs ont atteint des niveaux proches de zéro (et parfois même légèrement négatifs), et les banques centrales ont annoncé, dans leurs indications sur la trajectoire future de leurs taux directeurs (*forward guidance*), qu'elles maintiendraient des taux bas pour une période prolongée.

Graphique 2 : Après le pic atteint durant la Grande Récession, l'incertitude sur les taux d'intérêt est retombée à son plus bas niveau



Note : Mesures de l'incertitude sur les taux d'intérêt à court terme pour une sélection de pays de la zone euro sur la période 1999-2015. Le taux à court terme correspond au taux interbancaire à trois mois.

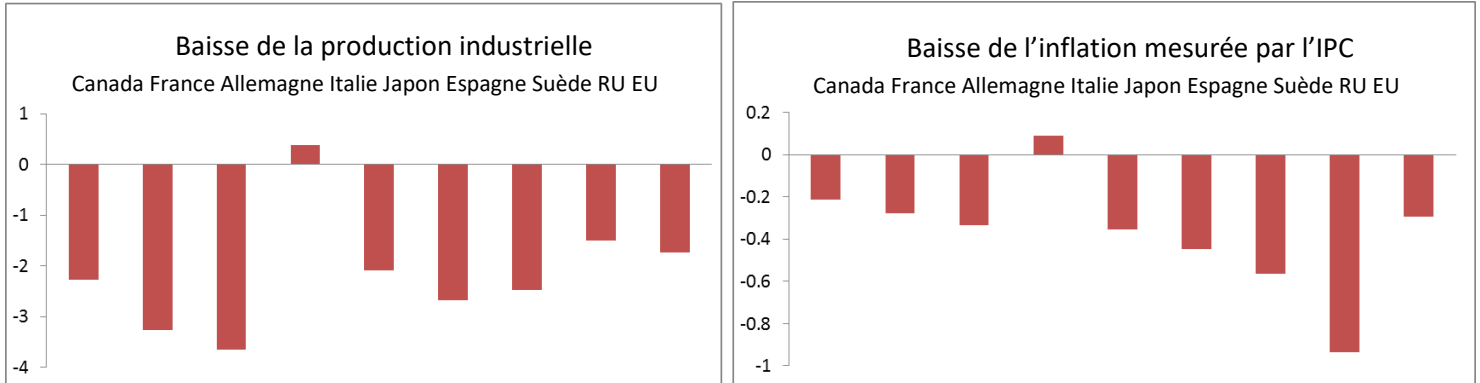
L'incertitude sur les taux d'intérêt peut être reliée à l'incertitude sur la politique monétaire, les taux d'intérêt jouant un rôle clé dans la transmission des décisions de politique monétaire à l'économie. De fait, jusqu'en 2008, l'incertitude sur les taux d'intérêt aux États-Unis est corrélée aux mesures existantes de l'incertitude sur la politique monétaire. En revanche, après 2008, alors que l'incertitude sur les taux d'intérêt est à son plus bas niveau, l'incertitude sur la politique monétaire demeure élevée, reflétant l'incertitude entourant les mesures de politique monétaire non conventionnelles et leur suppression progressive.

L'incertitude sur la trajectoire future des taux d'intérêt a des effets négatifs sur l'économie

L'incertitude sur les taux d'intérêt a des effets négatifs sur la production industrielle, les prix et l'emploi. Il est intéressant de noter que ces effets varient selon les pays (Figure 3). Par exemple, pour des fluctuations de l'incertitude sur les taux d'intérêt d'une ampleur telle que celle observée durant la crise récente, la baisse de la production industrielle varie de 0,4 % à 3,8 %. En réponse à cette incertitude, le taux de chômage s'aggrave, augmentant de 0,15 à 1,2 point de pourcentage. De plus, l'inflation mesurée par l'IPC enregistre une baisse pouvant atteindre 1 point de pourcentage et l'économie ne se redresse que lentement, au bout de 3 à 5 ans environ.

Pourquoi certains pays souffrent-ils davantage que d'autres de l'incertitude sur les taux d'intérêt? Cela peut refléter des différences de structure et l'hétérogénéité des cadres institutionnels. Par exemple, les pays les plus affectés sont ceux où la part de la production manufacturière dans l'économie est importante (tels que l'Allemagne et la Suède) car l'activité de ce secteur repose sur des projets de long terme sensibles aux variations des taux d'intérêt. Les pays dont la réglementation du travail est plus rigide (tels que la France et l'Espagne) tendent également à être plus affectés, dans la mesure où les rigidités du marché du travail rendent difficile de revenir sur les choix d'embauche si le climat économique se révèle différent de ce qui était attendu.

Graphique 3 : L'incertitude sur les taux d'intérêt a des effets récessionnistes et Déflationnistes



Note : Les données se rapportent à la baisse maximale (c'est-à-dire les points bas) en termes de production industrielle et d'inflation annuelle mesurée par l'IPC en réaction aux fluctuations transitoires de l'incertitude sur les taux d'intérêt tels qu'estimée par [Istrefi et Mouabbi \(à paraître\)](#) pour la période 1993-2015.

Les banques centrales à la rescousse : prendre en considération, communiquer, contenir

Les banques centrales prêtent une grande attention aux anticipations de marché et en suivent en permanence les évolutions. Elles conçoivent des cadres opérationnels, tels que le ciblage d'inflation, qui contribuent à structurer leur communication et à éviter un degré inutile d'incertitude sur les taux d'intérêt. Elles ajustent également leur communication en fonction de l'évolution des anticipations. Par exemple, durant la Grande Récession, de nombreuses banques centrales dans le monde ont annoncé des politiques qui ont contribué à réduire l'incertitude sur la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme.

Toutefois, le signal reçu par les marchés n'est pas toujours celui qui avait été prévu. Malgré des indications prospectives allant dans le sens d'un maintien des taux à un bas niveau sur une période prolongée, l'épisode de *tapering* en 2013 aux États-Unis constitue un exemple de turbulences sur les marchés provoquées par des anticipations prématurées de hausses des taux d'intérêt. En réaction, la Fed a fermement réaffirmé que ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt restaient inchangées, malgré des débats sur le rythme de ses achats d'actifs, contenant ainsi l'incertitude sur les taux d'intérêt.