

La baisse des taux d'intérêt stimule l'investissement, même à bas niveau

Les entreprises suisses n'avaient jamais pu contracter de prêts aussi avantageux qu'après la réduction des taux d'intérêt par la BNS en 2015. Une étude montre que ce recul a eu un effet positif sur l'activité d'investissement des sociétés, notamment des PME.

Christian Eufinger, Andrej Gill, Yann Girard, Florian Hett, Tobias Waldenmaier

Abrégé Les économistes divergent quant à l'impact de la politique des taux d'intérêt bas sur l'économie réelle. Une étude commandée par le Secrétariat d'État à l'économie s'est penchée sur les conséquences des taux faibles sur les activités entrepreneuriales en Suisse en analysant le choc du franc – c'est-à-dire la baisse inattendue des taux d'intérêt et l'abandon du taux plancher liant le franc et l'euro par la Banque nationale suisse (BNS) en janvier 2015. Ces analyses sont souvent compliquées par l'interdépendance entre la politique de la banque centrale et l'activité économique réelle. L'abaissement inattendu du taux directeur par la BNS a constitué une occasion unique d'avoir une vision claire de cette interdépendance et d'étudier l'efficacité de la politique de taux d'intérêt en période de taux bas. L'analyse montre que la politique de taux d'intérêt fonctionne même dans un environnement de faible rendement avec, en l'occurrence, des effets positifs en particulier pour les PME.

La théorie économique postule généralement une corrélation positive entre la baisse des taux d'intérêt et l'activité économique. Mais si ces taux se situent déjà à un niveau très bas, voire négatif, l'efficacité de nouvelles baisses devient discutable et on peut même s'attendre à ce que l'effet stimulant s'inverse¹. En Suisse, la frontière des territoires négatifs profonds a été franchie et le taux directeur abaissé de 0 à -0,75 % à la suite de la suppression inattendue du taux plancher liant le franc et l'euro décidée

par la Banque nationale suisse (BNS) en 2015. Les entreprises exportatrices ont particulièrement souffert de la valorisation du franc par rapport à l'euro². Mais quelles ont été les conséquences de la baisse des taux d'intérêt ? Le Secrétariat d'État à l'économie (Seco) a fait examiner ce point par le cabinet de conseil Blacksquare Economics, basé à Francfort (Allemagne), dans le cadre de ses recherches sur les effets de l'environnement de taux d'intérêt bas³.

Les nouvelles données disponibles au niveau des entreprises (voir encadré 1) ont été utilisées pour répondre à cette question. Cette méthode a permis d'analyser le choc du franc sous un angle nouveau et de séparer l'effet du taux de change de celui du taux d'intérêt (voir encadré 2, p. 20). Trois informations essentielles ont ainsi pu être obtenues. Premièrement, l'effet positif des baisses de taux d'intérêt sur l'activité entrepreneuriale – notamment en matière de coûts de financement, d'emploi et d'investissement – se confirme même dans un univers de taux bas. Deuxièmement, l'extension du champ d'observation au-delà des entreprises fortement exportatrices montre que la baisse des taux décidée

¹ Voir Brunnermeier et Koby (2019).

² Voir Kaiser et al. (2018).

³ Pour l'étude complète, voir Eufinger et al. (2021).

Encadré 1 : nouvelles données de recherche sur les entreprises

Toute la gamme des données d'entreprise disponibles et exploitées scientifiquement a été utilisée pour l'étude. La base de données internationale Orbis a permis d'analyser les quelque 700 plus grandes sociétés suisses, qui assurent environ 30 % de l'activité économique du pays. La Suisse est également présente depuis peu dans la base de données Compnet, qui ne comportait jusqu'ici que des chiffres des

pays de l'Union européenne. Compnet fournit des microdonnées représentatives de l'univers des entreprises suisses (compétitivité, finances, productivité, etc.). La confidentialité des entreprises est assurée par l'agrégation des données en indicateurs représentatifs des catégories en termes de tailles et d'industries. Compnet permet ainsi d'analyser un plus grand nombre d'entreprises sous

forme agrégée. Pour étudier l'effet de la réduction des taux d'intérêt par la Banque nationale suisse sur l'activité d'investissement et l'emploi, le comportement des entreprises suisses avant et après le choc des taux d'intérêt a été comparé avec celui d'entreprises similaires en Allemagne et dans d'autres pays européens.



par la BNS a en moyenne eu un effet positif pour les entreprises suisses étudiées⁴ malgré la hausse du franc, compensant ainsi l'effet négatif du taux de change pour ces dernières. Troisièmement, les effets positifs de cette baisse des taux sur l'investissement et l'emploi sont particulièrement évidents pour les PME. Cela indique que la réalisation d'investissements productifs dépend de la situation financière des entreprises – en particulier les plus petites – et que celles-ci profitent donc fortement du faible niveau des rendements.

Un effet par deux canaux

Selon la littérature scientifique traitant le mécanisme d'action des taux d'intérêt sur les décisions entrepreneuriales, le « canal du crédit » est essentiel en ce qui concerne leur direction et leur ampleur⁵. Ce canal implique que la structure du bilan des entreprises ainsi que l'organisation

La réduction des taux d'intérêt décidée par la Banque nationale suisse en 2015 a eu un effet positif sur les investissements et l'emploi, notamment dans les PME.

et la stabilité des marchés bancaires de financement et des capitaux déterminent la portée et, surtout, l'intensité de l'influence des baisses des taux sur les activités des entreprises.

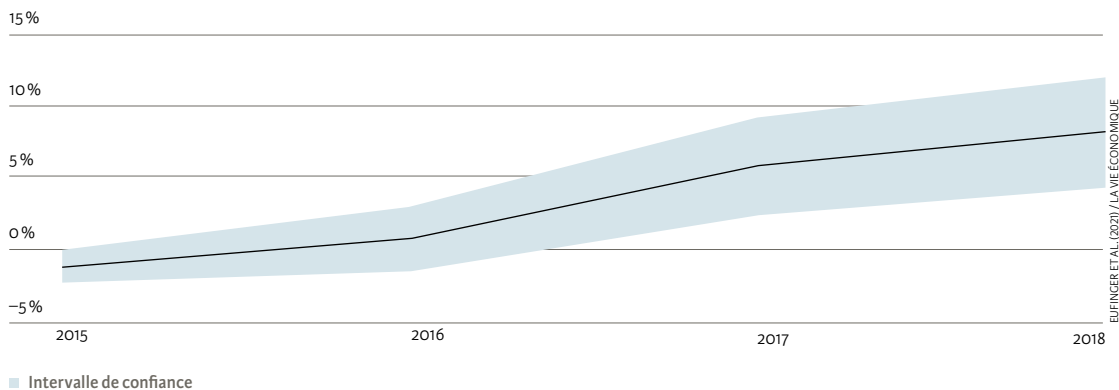
Les taux d'intérêt déterminent le coût de financement des entreprises et donc leur capacité à investir et à croître. Certaines entreprises peuvent en outre être limitées dans leur accès au financement extérieur, indépendamment de leur volonté d'emprunter. Cette restriction dépend notamment de la valeur des garanties qu'elles peuvent fournir. La banque peut ne pas approuver un prêt pour un investissement dans une nouvelle technologie parce que la valeur des garanties avancées est insuffisante pour couvrir le crédit. En revanche, si les taux d'intérêt baissent, la valeur de la garantie augmente du fait d'un facteur d'actualisation plus faible.

Une variation des taux d'intérêt affecte donc à la fois les coûts de financement des entreprises et la valeur des garanties potentielles. Deux

⁴ Voir l'encadré 1 sur les microdonnées concernant la Suisse.

⁵ Voir Bernanke et Gertler (1995).

Effet de la baisse des taux d'intérêt sur le taux d'investissement net des entreprises suisses (2015–2018)



Le graphique montre uniquement « l'effet » de la baisse des taux d'intérêt de la BNS en 2015 sur le taux d'investissement net des entreprises suisses par rapport aux sociétés allemandes. Le taux d'investissement net en Suisse atteignait 11,3 % en 2015.

effets doivent donc être examinés, en particulier pour les entreprises qui manquent de garanties et connaissent par conséquent des difficultés de financement : le développement de l'investissement dû respectivement à des conditions de financement favorables et à l'élimination du retard d'investissement qui limitait auparavant l'accès de ces entreprises au financement à cause de garanties insuffisantes.

Toutefois, plus le niveau des rendements est faible, plus il est probable que les effets positifs s'inversent. Des taux d'intérêt particulièrement bas font qu'il est ainsi plus difficile pour les banques de répercuter les variations de ces taux sur leurs déposants. Leurs marges d'intérêt s'en ressentent, ce qui peut avoir une influence négative sur leur politique de prêts. Plus les taux

d'intérêt sont bas, plus il est difficile de savoir si de nouvelles baisses contribueront vraiment à stimuler l'économie réelle, ou si leur effet s'estompera, voire s'inversera.

La baisse de taux a un effet net positif

L'analyse montre que la corrélation observée à l'échelle européenne entre les faibles coûts de financement et les investissements se vérifie aussi en Suisse. En 2019 – quatre ans après la réduction des taux d'intérêt par la BNS – les coûts de financement des entreprises helvétiques sont en moyenne inférieurs de 2,5 points de pourcentage à ceux des sociétés allemandes comparables. Dans ce contexte, l'endettement

Encadré 2 : identifier l'effet causal, mais comment ?

Le taux d'intérêt d'équilibre, en tant que prix du marché pour le crédit, résulte de l'offre et de la demande de fonds. Cependant, les facteurs qui déterminent l'offre et la demande, comme la propension des entreprises à investir, sont eux-mêmes influencés par le niveau des taux d'intérêt. Ce « problème d'endogénéité » rend difficile l'identification des relations causales.

La littérature recourt donc d'une part à l'observation des variations des taux directeurs par les banques centrales, et d'autre part à l'application de méthodes

empiriques ou théoriques. Dans certains cas, elle examine aussi l'évolution des prix des instruments de taux d'intérêt négociés en bourse afin d'isoler la partie de la variation des taux d'intérêt qui ne réagit pas aux conditions économiques réelles.

L'analyse présentée dans cet article s'est appuyée en guise de stratégie d'identification sur l'expérience réelle qu'a été l'abaissement du taux directeur par la Banque nationale suisse en janvier 2015. Pour les acteurs du marché, la chute du taux à -0,75 % était inattendue et ne se

justifiait pas particulièrement par les conditions économiques réelles prévalant en Suisse. Cette baisse a donc fait office d'expérience aléatoire, dans laquelle les entreprises suisses constituent le groupe observé. Parallèlement, une sélection d'entreprises allemandes comparables a formé le groupe de contrôle. La comparaison entre l'activité entrepreneuriale en Suisse et en Allemagne avant et après la baisse des taux d'intérêt a donc constitué le cœur de l'analyse.

des entreprises suisses a progressé d'environ 20 points. Parallèlement, l'investissement net et l'emploi ont respectivement augmenté de 8 et 7,5 points, ce qui est énorme. Si l'on sépare l'effet du taux d'intérêt de celui du cours de change en fonction de l'orientation exportatrice des entreprises individuelles, l'effet négatif du cours de change lors du choc du franc sur les entreprises tournées vers l'étranger est confirmé. Mais cette analyse isolée montre précisément que l'effet (désormais corrigé) des taux d'intérêt de 8 % concernant les investissements nets (voir *illustration*) et de 7,5 % concernant l'emploi a un impact positif mesurable sur le paysage des entreprises suisses.

Les données concernant la taille et la solidité financière des entreprises ont été utilisées pour savoir lesquelles ont particulièrement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt. Il apparaît en particulier que les petites sociétés et celles financièrement moins solides ont vu leurs activités d'investissement et l'emploi se développer après cette baisse des taux. Les petites entités ont en outre réagi immédiatement après la baisse, les ajustements ayant été plus longs parmi les grandes sociétés.

Les asymétries d'information sont généralement plus importantes dans les petites entreprises, lesquelles sont par ailleurs souvent considérées comme étant plus à risque. Ces résultats suggèrent donc que même dans un environnement de taux d'intérêt bas pré-existant, les contraintes structurelles limitant l'accès au financement ont été au moins partiellement allégées par la baisse des taux. Ils indiquent aussi que l'amélioration du climat

financier a permis aux entreprises en difficulté d'éviter le défaut de paiement. Enfin, cela s'est traduit par une augmentation de la proportion d'entreprises financièrement faibles dans le paysage des sociétés suisses.

Les PME méritent donc une attention particulière. Un haut degré de transparence concernant les structures, les effets et l'état de ces entreprises est essentiel pour identifier les corrélations et les développements à un stade précoce et y répondre si nécessaire. Des efforts supplémentaires pour améliorer la base de données peuvent y contribuer de manière significative. Il est important d'agir vite, car même si la plus forte sensibilité des petites entreprises est un avantage économique lorsque les taux d'intérêt baissent, celui-ci peut rapidement s'inverser en cas de hausse des taux.

Christian Eufinger

Professeur associé de gestion financière à l'Institut d'études supérieures de commerce (Iese) de Barcelone (Espagne), économiste à Blacksquare Economics à Francfort-sur-le-Main (Allemagne)

Andrej Gill

Professeur de financement des entreprises à l'Université Johannes-Gutenberg de Mayence (Allemagne), économiste à Blacksquare Economics à Francfort-sur-le-Main (Allemagne)

Yann Girard

Économiste, Blacksquare Economics, Francfort-sur-le-Main (Allemagne)

Florian Hett

Professeur d'économie numérique à l'Université Johannes-Gutenberg de Mayence (Allemagne), économiste à Blacksquare Economics à Francfort-sur-le-Main (Allemagne)

Tobias Waldenmaier

Économiste, Blacksquare Economics, Francfort-sur-le-Main (Allemagne)

Bibliographie

Bernanke B. S. et Gertler M. (1995). « Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission ». *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27–48.
 Brunnermeier M. K. et Koby Y. (2019). *The reversal interest rate*. Document de travail.

Eufinger C., Gill A., Girard Y., Hett F. et Waldenmaier T. (2021). « The impact of an interest rate cut on corporate activities in a low interest rate environment ». *Grundlagen für die Wirtschaftspolitik*, N°27, Secrétariat d'État à l'économie, Berne.

Kaiser B., Siegenthaler M., Spescha A. et Wörter M. (2018). « The impact of real exchange rates on Swiss firms: Innovation, investment, productivity and business demography ». *KOF Studies*, 109.