

Perspectives

N°25/049 – 10 février 2025

PAROLE DE BANQUES CENTRALES – Taux d'intérêt d'équilibre, la BCE ne s'engage pas

Quand « l'incertitude sur le niveau du taux neutre et, plus généralement, sur la force de la transmission monétaire côtoie inévitablement l'incertitude sur les perspectives d'inflation et l'incertitude sur les perspectives ¹ », on ne peut pas résumer l'orientation monétaire à la comparaison du taux directeur à une estimation très incertaine du taux dit neutre.

C'est ce qui résulte de la communication tant attendue de la BCE sur son estimation du taux neutre ou taux d'équilibre. Ce message signifie que la conduite de la politique monétaire va continuer de s'opérer à petits pas, avec une attention particulière donnée aux derniers indicateurs sans que les agents économiques ne puissent ancrer leurs anticipations sur une valeur précise du taux d'intérêt d'équilibre (r^*).

Les règles de politique monétaire, telles que la « règle de Taylor » selon laquelle l'écart du taux directeur à ce taux d'équilibre est fonction de l'écart de l'inflation à la cible, de l'ampleur et du signe de l'écart de production mais aussi des objectifs de stabilisation de l'inflation et de l'activité stipulés dans les mandats des banques centrales, ne sont pas encore prêtes à être réutilisées. L'emploi de ces règles a été rendue de plus en plus complexe par l'incertitude autour de la valeur même de ce taux d'équilibre : du fait de sa baisse continue au cours des décennies passées, puis du fait de la multiplication des chocs récents qui a brouillé l'évaluation du régime d'inflation et l'estimation de la croissance potentielle de l'économie mais aussi du niveau d'équilibre du taux d'intérêt.

En effet, le taux d'intérêt naturel ou d'équilibre est le taux d'intérêt réel qui permet d'équilibrer l'épargne et l'investissement et qui prévaut en l'absence de cycle économique et de chocs avec une production au potentiel et une inflation stable. La probabilité d'une coïncidence de ces événements étant pratiquement nulle, ce taux n'est pas observable, mais au mieux estimé.

Au cours des dernières décennies les estimations ont montré un affaiblissement progressif de ce taux ².

Plusieurs explications sont avancées, dont la principale est un déséquilibre croissant entre épargne et investissement. Cette préférence pour l'épargne se justifie par le vieillissement des populations (ce facteur

Zone euro : estimations du taux d'intérêt d'équilibre



¹ Phillip Lane "A middle path for ECB monetary policy", discours au Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 5 février 2025

² Del Negro et al (2017); Holston et al (2023); Hördahl and Tristani (2014); Lubik and Matthes (2015); ECB; Federal Reserve Bank of Richmond; Federal Reserve Bank of New York.

expliquerait jusqu'à un tiers de la baisse du taux naturel), mais aussi la montée des inégalités des revenus et des richesses et l'augmentation des rentes oligopolistiques. Ces facteurs justifieraient une plus forte propension à épargner. À cela s'ajouterait l'incertitude croissante à la sortie des crises, notamment de la grande crise économique et financière, qui aurait alimenté la frilosité de l'investissement. Et il ne faut pas oublier que l'âge d'or de la politique monétaire, cette période de stabilité monétaire connue depuis les années quatre-vingt et jusqu'à la fin des années deux-mille, résultat de la réussite des politiques de ciblage de l'inflation par des banques centrales indépendantes, a contribué à des taux stablement bas. Victime de son succès, l'action des banques centrales a été renforcée, du moins dans la zone euro, par une politique budgétaire de stabilité, ayant contribué à la baisse de l'investissement public.

La crise de la Covid renforcée, en Europe, par la crise de l'énergie a ranimé l'inflation et posé la question d'un changement de régime. La forte reprise *post*-pandémique a alimenté une demande de travail importante qui a résorbé le taux de chômage cumulé dans la décennie précédente, modifiant la réaction des salaires aux variations de l'activité. Ce retour de l'inflation, mais aussi les nouveaux besoins d'investissement dans les deux transitions et dans la sécurisation des chaînes de valeur, peuvent contribuer à réduire le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Plusieurs estimations du taux d'intérêt naturel suggèrent qu'il pourrait avoir augmenté par rapport aux niveaux pré-pandémiques. La forte réponse de politique monétaire pourrait aussi avoir augmenté r^* et les perceptions de ce qu'il devrait être.

Lorsque le processus de désinflation conduit l'inflation près de la cible et que la phase de normalisation monétaire atteint sa fin, la question du taux « final » se pose. On attendait donc de la part des banques centrales une clarification par rapport au niveau du taux d'équilibre, nouveau ou vieux, soit-il.

La BCE a donc été contrainte de répondre à cette question mais elle l'a fait avec une grande prudence. Elle souligne que les évaluations du niveau et de la direction de r^* sont entourées d'une très grande incertitude, ce qui les rend floues.

En effet, parmi les différentes méthodes d'estimation retenues, si on se limite à celles fournies par des modèles de la structure par terme des taux d'intérêt et à celles qui mobilisent des modèles structurels, les estimations varient dans une fourchette de -0,5% à +0,5% pour le taux neutre réel et de +1,75% et +2,25% pour le taux neutre nominal³.

En dépit de l'amplitude de la fourchette d'estimation, il semble que, dans l'environnement *post*-pandémique, il y ait eu une certaine augmentation de r^* . Cependant, les estimations actuelles restent sensiblement inférieures à celles qui prévalaient avant la crise financière mondiale, ce qui laisse présager la persistance de risques baissiers en cas de chocs désinflationnistes suffisamment importants.

³Brand, Lisack, Mazeli "Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings", ECB Economic bulletin, 1,

☑ **Notre opinion** – *L'attente était forte pour un guidage après que la succession des crises, des chocs et le retournement des politiques économiques avaient balayé le peu de certitude autour du rythme de croissance potentiel, de l'ampleur de l'écart de production, du type de régime d'inflation. L'incertitude croissante sur l'environnement géo-économique ne fait qu'augmenter le risque d'événements à la fois plus fréquents et plus extrêmes et affaiblit l'ancrage des anticipations autour d'un seul équilibre.*

Dans cet environnement, le risque de divergence de ces anticipations et de trajectoires auto-réalisatrices conduisant à des équilibres multiples requiert à la fois des coupe-circuits puissants et un guidage explicite. Mais cet environnement de fragmentation et de tension augmente aussi la volatilité de l'inflation, à la hausse comme à la baisse. Un tel contexte justifierait donc aussi une réactivité et une flexibilité plus fortes de la politique monétaire. Par ailleurs, compte tenu de politiques budgétaires contraintes par les niveaux élevés des dettes publiques, de politiques de bilan des banques centrales rendues plus prudentes par leurs conséquences négatives en termes de bulles d'actifs et de pertes en bilan, un rôle plus important pourrait être dévolu au taux d'intérêt comme outil de stimulation de la demande. Avec un taux d'équilibre toujours faible, la perspective de taux d'intérêts négatifs n'est pas à exclure.

Article publié le 07 février 2025 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
06/02/2025	<u>En Inde, le ralentissement de la croissance complique les arbitrages</u>	Asie
06/02/2025	<u>Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : le budget d'automne 2024 complique les perspectives économiques</u>	Royaume-Uni
05/02/2025	<u>Chine – "Le rôle démesuré de la Chine dans la dynamique économique mondiale"</u>	Monde
04/02/2025	<u>Zone euro : un ralentissement généralisé de la croissance au T4 2024</u>	Zone euro
04/02/2025	<u>Italie : le taux de chômage augmente en décembre</u>	Italie
03/02/2025	<u>Espagne – Secteur manufacturier : résilience et transformation</u>	Zone euro
31/01/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/01/2025	<u>Allemagne – Scénario 2025-2026 : la locomotive de l'Europe à l'arrêt</u>	Zone euro
30/01/2025	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : légère baisse de l'activité au T4, la croissance annuelle stable</u>	France
30/01/2025	<u>Égypte – Un état des lieux de la liquidité extérieure</u>	Moyen-Orient
30/01/2025	<u>Italie – Scénario 2025-2026 : la malédiction de la croissance faible dans un monde incertain</u>	Italie
30/01/2025	<u>Actifs numériques, un champ de bataille pour la souveraineté européenne</u>	Banque, fintech
29/01/2025	<u>Colombie – La Telenovela du budget 2025</u>	Amérique latine
29/01/2025	<u>Zone euro – Scénario 2025-2026 : une reprise poussive à un rythme inférieur au potentiel</u>	Zone euro
28/01/2025	<u>Union européenne – L'investissement visant à atténuer le changement climatique à 0,55% du PIB</u>	Union européenne
28/01/2025	<u>France : en janvier, le climat des affaires se stabilise à un niveau relativement bas</u>	France
24/01/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/01/2025	<u>France – Scénario 2025-2026 : en quête de stabilité politique, la croissance fragilisée par l'incertitude</u>	France
23/01/2025	<u>Pays baltes – Une année 2025 sous le signe des tensions géopolitiques</u>	PECO
23/01/2025	<u>K-Drama à Séoul</u>	Asie
22/01/2025	<u>Zone euro – Première baisse du taux d'épargne depuis un an et demi</u>	Zone euro
21/01/2025	<u>Brésil – L'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance</u>	Amérique latine
20/01/2025	<u>France – L'activité devrait rester stable fin 2024, tandis que l'inflation a fortement ralenti en 2024</u>	France
17/01/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/01/2025	<u>Espagne – Scénario 2025-2026 : la croissance garde le pas</u>	Zone euro
16/01/2025	<u>Trump et la peur, ou la nouvelle alliance du mercantilisme et de la géopolitique</u>	Géopolitique
16/01/2025	<u>L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine?</u>	Moyen-Orient
15/01/2025	<u>Argentine – Des progrès mais il semble raisonnable d'attendre</u>	Amérique latine
14/01/2025	<u>France – Nouvel effritement de la confiance des ménages</u>	France
14/01/2025	<u>Fintech Outlook Bilan 2024 – La bonne année ?</u>	Fintech
10/01/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/01/2025	<u>Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?</u>	Amérique latine
02/01/2025	<u>Royaume-Uni – L'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers</u>	Royaume-Uni

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Victor Moulin

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.