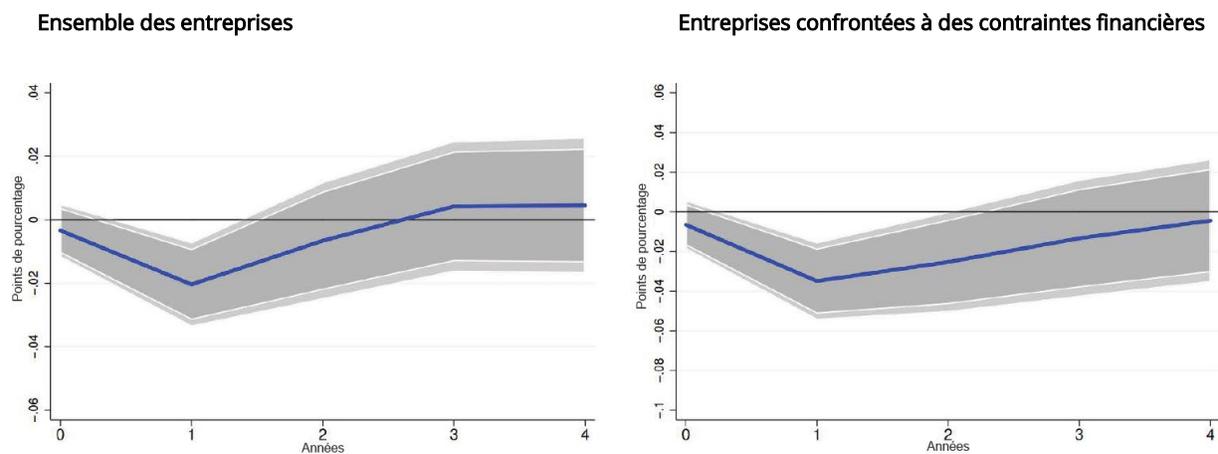


Comment l'incertitude sur les taux d'intérêt affecte-t-elle les entreprises ?

Anne Duquerroy, Klodiana Istrefi et Sarah Mouabbi

Quand l'incertitude sur les taux d'intérêt s'accroît, les entreprises de la zone euro réduisent leurs investissements futurs et leurs embauches. Elles adoptent également une approche plus prudente en augmentant leur liquidité et en réduisant les dividendes. L'effet négatif sur l'investissement est amplifié pour les entreprises confrontées à des contraintes financières et de fonds propres, ou dépourvues de stratégies de couverture.

Graphique 1. L'investissement baisse davantage pour les entreprises confrontées à des contraintes quand l'incertitude sur les taux d'intérêt augmente



Note : Impact de l'incertitude entourant le taux Euribor 3 mois sur l'investissement (à gauche : entreprise moyenne ; à droite : entreprise moyenne confrontée à des contraintes financières) Une entreprise confrontée à des contraintes financières présente une part importante de dette à court terme.

Après une décennie de taux d'intérêt contraints par leur plancher, les grandes banques centrales ont opéré ces deux dernières années des ajustements audacieux de taux en réponse à l'inflation croissante. Toutefois, ces modifications ont été entourées d'incertitude ([FEDS Notes, 2023](#), [Bulletin économique de la BCE, 2024](#)). Initialement, l'identification des sources sous-jacentes de l'inflation était complexe. Sur la période récente, le rythme de la désinflation a accru l'incertitude concernant les taux d'intérêt futurs.

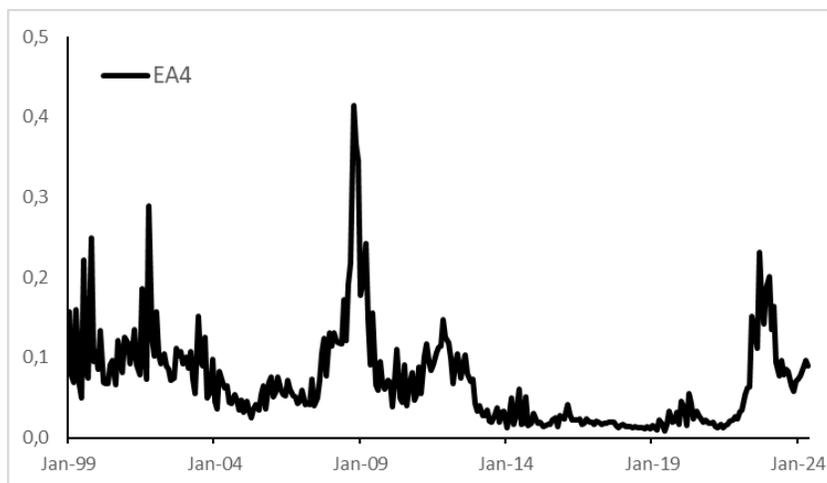
Dans un article récent ([Duquerroy, Istrefi et Mouabbi, 2024](#)), nous examinons comment, de 2005 à 2017, l'incertitude sur la trajectoire future des taux d'intérêt affecte les décisions réelles et financières des entreprises de la zone euro. La zone euro fournit un cadre particulièrement intéressant pour étudier les effets hétérogènes de l'incertitude concernant les taux d'intérêt, au-delà des caractéristiques standard des entreprises telles que les possibilités d'investissement, la santé financière et la taille. Dans cet environnement, les entreprises sont confrontées à une politique monétaire commune tout en étant exposées à des risques souverains spécifiques à chaque pays qui affectent leurs taux d'intérêt et leurs coûts de financement de manière différente. De plus, les entreprises de la zone euro présentent des différences en matière de structures financières, telles que la combinaison de prêts bancaires et d'obligations d'entreprises, ainsi que l'utilisation d'instruments à taux fixe ou à taux variable dans les différents pays.

L'incertitude relative aux taux d'intérêt futurs a des effets négatifs sur l'investissement des entreprises.

Nous examinons l'impact exercé par l'incertitude entourant les taux d'intérêt sur les décisions d'investissement et financières à l'aide d'un échantillon d'environ 900 entreprises cotées des quatre principaux pays de la zone euro : France, Allemagne, Italie et Espagne, pour la période 2005-2017. Suivant [Istrefi et Mouabbi \(2018\)](#), l'incertitude entourant les taux d'intérêt est mesurée comme l'incertitude perçue par les prévisionnistes professionnels dans la zone euro concernant la trajectoire future du taux Euribor 3 mois (cf. [Bloc-notes Éco, 2017](#)). Cette mesure se compose (a) du désaccord entre les prévisionnistes et (b) de la variabilité dans le temps des erreurs de prévision moyennes. La première composante met en évidence l'idée que les prévisionnistes peuvent interpréter les données de façon différente, ce qui entraîne des prévisions différentes, et par conséquent des désaccords, tandis que 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 dans la zone euro a fluctué dans le temps avec des pics notables pendant la Grande Récession de 2008 et la poussée d'inflation de 2022 (graphique 2). Après 2012, cette mesure a atteint son point bas historique. Cette période correspond à l'introduction des indications sur la trajectoire future de ses taux directeurs par la BCE (*forward guidance*, qui a débuté en juillet 2013 et s'est achevée en juillet 2022), le Conseil des gouverneurs indiquant que les taux directeurs resteraient bas pour une période prolongée. De ce fait, la faiblesse de l'incertitude sur les taux d'intérêt après 2012 reflète la *forward guidance* concernant la politique monétaire, mais également les anticipations selon lesquelles les taux étaient proches de leur plancher effectif. En 2022, l'incertitude concernant la trajectoire future du taux Euribor 3 mois a augmenté, dans un contexte d'incertitude élevée autour des perspectives d'inflation.

Graphique 2. Incertitude sur les taux d'intérêt de la zone euro



Notes : Incertitude concernant le taux Euribor 3 mois, mesurée comme dans [Istrefi et Mouabbi \(2018\)](#). EA4 représente la moyenne de l'incertitude relative aux taux d'intérêt pour les quatre principaux pays de la zone euro. Dernière observation : mai 2024.

Nous constatons un effet significatif de l'incertitude concernant les taux d'intérêt sur les entreprises opérant dans la zone euro, au-delà des autres facteurs macroéconomiques (chômage, croissance du PIB, inflation) et des caractéristiques des entreprises. Une hausse de l'incertitude sur les taux d'intérêt est associée à une baisse des investissements futurs des entreprises (graphique 1, à gauche) et une contraction des ventes et de l'embauche. De plus, l'entreprise moyenne de la zone euro tend à thésauriser des liquidités et à réduire les paiements de dividendes afin de limiter l'impact potentiel des futurs chocs défavorables. Globalement, nos résultats suggèrent que l'incertitude relative aux taux d'intérêt est importante pour les décisions tant réelles que financières de l'entreprise moyenne.

S'agissant de l'ampleur, une hausse à hauteur d'un écart type de l'incertitude correspond à une réduction de 1,5 point de pourcentage du taux de croissance de l'investissement. Notre échantillon inclut des épisodes de hausse de l'incertitude supérieure à trois écarts types (comme la période comprise entre la Grande Récession et la crise de la dette souveraine en Europe), suggérant des contractions importantes du taux d'investissement des entreprises.

Les entreprises confrontées à des contraintes financières sont les plus affectées par l'incertitude sur les taux d'intérêt

Les caractéristiques liées à l'exposition d'une entreprise au risque de taux d'intérêt sont importantes pour la sensibilité de l'investissement à l'incertitude sur les taux d'intérêt. Par exemple, nous montrons que les entreprises qui présentent une part plus élevée de dette à court terme réduiront davantage leurs investissements lorsque l'incertitude est élevée, car elles sont plus susceptibles de chercher de nouveaux financements, ce qui suggère l'existence d'un canal

du financement en matière d'incertitude sur les taux d'intérêt (graphique 1, à droite). De même, les entreprises dont les flux de trésorerie (*cash flows*) diminuent lorsque les taux d'intérêt augmentent sont plus sensibles à l'incertitude sur les taux d'intérêt, ce qui met en lumière un canal des flux de trésorerie. De plus, il existe une forte relation négative entre l'investissement et l'incertitude pour les entreprises confrontées à des contraintes financières et de fonds propres, que l'on mesure par taille d'entreprise et collatéral.

La littérature sur l'incertitude met en lumière le canal des options réelles ([Bernanke, 1983](#) ; [Bloom, 2009](#)), par lequel les entreprises confrontées à l'incertitude reportent des investissements en raison de leur irréversibilité. Nos résultats suggèrent que, au-delà de ce canal standard, un canal du financement et un canal des flux de trésorerie sont également à l'œuvre. Enfin, disposer de pratiques de gestion du risque (couverture) est important dans la mesure où les effets de l'incertitude entourant les taux d'intérêt sur l'investissement sont plus prononcés pour les entreprises qui n'ont pas de stratégies de couverture et encore davantage pour les entreprises présentant un risque de refinancement élevé.

Globalement, notre analyse fournit des données empiriques provenant d'entreprises de la zone euro qui vont dans le sens d'un multiplicateur financier de l'incertitude, comme dans [Alfaro, Bloom et Lin \(2024\)](#), par lequel la combinaison des canaux des options réelles, du financement et des flux de trésorerie amplifie les effets de l'incertitude sur les décisions des entreprises. Même si nous montrons que ces effets sont importants économiquement parlant, ils sont susceptibles de se révéler modérés pour les raisons suivantes. Premièrement, une large proportion de notre échantillon se caractérise par une faible incertitude sur les taux d'intérêt, en conséquence de niveaux historiquement bas des taux d'intérêt et de la *forward guidance* de la BCE. Deuxièmement, depuis 2008, la BCE a adopté d'autres mesures non conventionnelles, telles que des mesures sans précédent de soutien des marchés monétaires, des programmes de prêts spéciaux et des achats massifs d'actifs, encourageant les prêts bancaires et stimulant l'économie réelle. Enfin, les résultats sont fondés sur un échantillon d'entreprises cotées qui ont tendance à être plus grandes et ont accès à diverses sources de financement externe, et sont donc moins susceptibles d'être soumises à des contraintes financières que les petites et moyennes entreprises.