

■ De l'impact des taux directeurs sur l'investissement

Par **Edouard Challe**, chargé de recherches au CNRS, Dauphine Recherche en Management et **Gilles Chemla**, directeur de recherches au CNRS, Dauphine Recherche en Management

La relative prudence de la BCE quant à la fréquence de ses changements de taux n'est peut-être pas si mal avisée.

La Banque centrale européenne (BCE) et la Federal Reserve américaine ont réagi de manière fort contrastée à la crise qui secoue les marchés financiers depuis l'été 2007. Alors que la Fed a baissé le loyer de l'argent pas moins de six fois depuis le mois de septembre (y compris à l'aide de deux baisses historiques de 75 points de base), la BCE est restée impassible et focalisée sur les tensions inflationnistes qui frappent actuellement la zone euro. Cette différence de réaction entre les deux banques centrales, si elle est exceptionnelle par son ampleur, n'est pas totalement nouvelle : depuis l'avènement de la BCE, les variations des taux directeurs sont à la fois moins fréquentes et moins prononcées chez nous qu'elles ne le sont outre-Atlantique (voir le graphique ci-dessous). L'explication la plus courante aux changements de taux d'intérêt par la Banque centrale est bien connue : lorsque cette dernière est confrontée à une surchauffe de l'activité et des prix, elle augmente ses taux directeurs. Si les agents anticipent que cette augmentation est durable, celle-ci conduira à une élévation des taux longs qui augmentera le coût du capital pour les entreprises et le loyer de l'argent pour les consommateurs ; in fine, la demande agrégée et l'inflation s'en trouveront réduites. A l'inverse, lorsque la demande agrégée est trop peu dynamique, la Banque centrale baisse ses taux de manière à stimuler l'investissement et la consommation. Si l'actuelle inertie de la BCE est sujette à de si virulentes critiques, c'est précisément parce qu'on lui reproche de se priver de ce canal de relance alors même que le contexte macroéconomique international est particulièrement défavorable.

Cette vision simple de l'action de la Banque centrale sur l'économie se heurte néanmoins à une objection de taille : l'investissement agrégé, qui est la compo-

sante la plus volatile de la demande et qui contribue le plus aux fluctuations macroéconomiques, ne réagit que faiblement aux variations de taux d'intérêt. Pendant longtemps, les économètres ont même désespéré de trouver un lien significatif robuste entre les deux variables. Si des études plus récentes parviennent à débusquer cette relation, celle-ci reste quantitativement ténue.

La théorie moderne de l'investissement en incertain offre une explication assez convaincante à cette faible réponse de l'investissement aux taux d'intérêt. Par nature, les gains futurs liés à un projet d'investissement sont incertains, mais cette incertitude tend à se réduire dans le temps à mesure que les entreprises affinent l'information dont elles disposent. Dans ce contexte, il peut être préférable de différer un investissement potentiel afin d'acquérir davantage d'information : il y a donc une «valeur à patienter». De ce point de vue, détenir une opportunité d'investissement qui peut être différée dans le temps revient à détenir une option de type call sur cet investissement. Comme toute option, sa valeur augmente avec l'incertitude : plus le risque que l'investissement se révèle finalement non rentable est important plus l'entreprise qui détient l'option

L'investissement agrégé ne réagit que faiblement aux variations de taux d'intérêt.

gagne à la conserver, plutôt qu'à l'exercer immédiatement.

Pour comprendre l'effet global des variations du taux d'intérêt sur l'investissement, il ne faut donc pas seulement considérer l'impact négatif direct sur le coût du capital mais également son effet indirect passant par l'incertitude et la «valeur à patienter». Or cet effet indirect tend à jouer en sens inverse de l'effet direct pour au moins deux raisons. D'une part, une baisse du taux d'intérêt réduit le coût d'opportunité lié à la perte immédiate de cash-flow lorsque le projet est différé (à l'inverse, un taux d'intérêt élevé peut induire une entreprise à investir immédiatement, plutôt que dans l'avenir, de manière à récolter rapidement les cash-flows qui réduiront le poids de sa dette). D'autre part, un faible taux d'intérêt peut augmenter l'incertitude macroéconomique, et donc réduire l'incitation à investir immédiatement, si elle conduit les agents à anticiper des fluctuations importantes de l'inflation ou des taux d'intérêt futurs. Ces arguments suggèrent que la relative prudence de la BCE quant à la fréquence de ses changements de taux n'est, en définitive, peut-être pas si mal avisée. ■

