

Depuis la mi-2024, la transmission des baisses des taux directeurs aux taux des prêts aux entreprises françaises est freinée par la réduction du bilan de la BCE, l'incertitude politique et les mouvements de taux obligataires aux États-Unis

Depuis juin 2024, la BCE a initié une baisse de ses taux directeurs, qui encadrent les coûts de refinancement interbancaire à court terme. Selon la modélisation proposée dans le présent éclairage, les banques transmettent rapidement les fluctuations de politique monétaire aux agents privés, et une baisse des taux directeurs de 100 points de base se traduit par une baisse de l'ordre de 50 points de base des taux de crédit aux entreprises françaises à un horizon de deux ans, dont 40 points de base dès la première année. Toutefois, les taux sur les nouveaux crédits contractés par les entreprises baissent moins fortement que ce que permettrait l'assouplissement monétaire en cours. Plusieurs facteurs expliquent cette moindre transmission, dont certains sont communs à tous les pays de la zone euro. D'abord, l'effet de la baisse des taux directeurs est en partie contrebalancé par la réduction du bilan détenu par la BCE, qui est composé de titres de plus long terme : ainsi, si les taux de court terme réagissent fortement à l'assouplissement monétaire, les taux de moyen et long termes sont plus inertes. De plus, les fluctuations du marché obligataire américain se transmettent en partie aux taux des agents européens, indépendamment de la politique monétaire menée par la BCE ; ce facteur a plutôt joué à la baisse depuis un an mais s'inverse depuis la fin 2024 du fait de l'incertitude sur l'orientation de la politique budgétaire outre-Atlantique. Enfin, plus spécifiquement à la France, la prime de risque du taux souverain français, définie comme l'écart entre ce dernier et le taux souverain allemand, a augmenté depuis l'été 2024 dans un contexte d'incertitude politique, freinant aussi la transmission de la politique monétaire aux taux des prêts aux entreprises françaises.

À l'horizon de la mi-année 2025, les facteurs limitant la transmission de la baisse des taux directeurs ne se lèveraient que partiellement. Le spread franco-allemand semble se stabiliser et les taux directeurs de la BCE continueraient de diminuer, ce qui contribuerait à la baisse des taux privés français, mais la contraction du bilan de la BCE jouerait en sens inverse sur les taux de long et moyen termes. Enfin, les taux américains pourraient continuer de freiner la baisse des taux souverains et privés en Europe si les craintes suscitées par la mise en œuvre des politiques budgétaires et commerciales de la nouvelle administration venaient à se concrétiser. De même, la hausse du taux souverain allemand après l'annonce d'une hausse des dépenses de défense début mars s'est transmise à l'ensemble du marché obligataire européen et pourrait aussi freiner la baisse des taux aux agents privés. Au final, ces facteurs atténuent la diffusion du soutien monétaire à l'investissement via le canal du crédit.

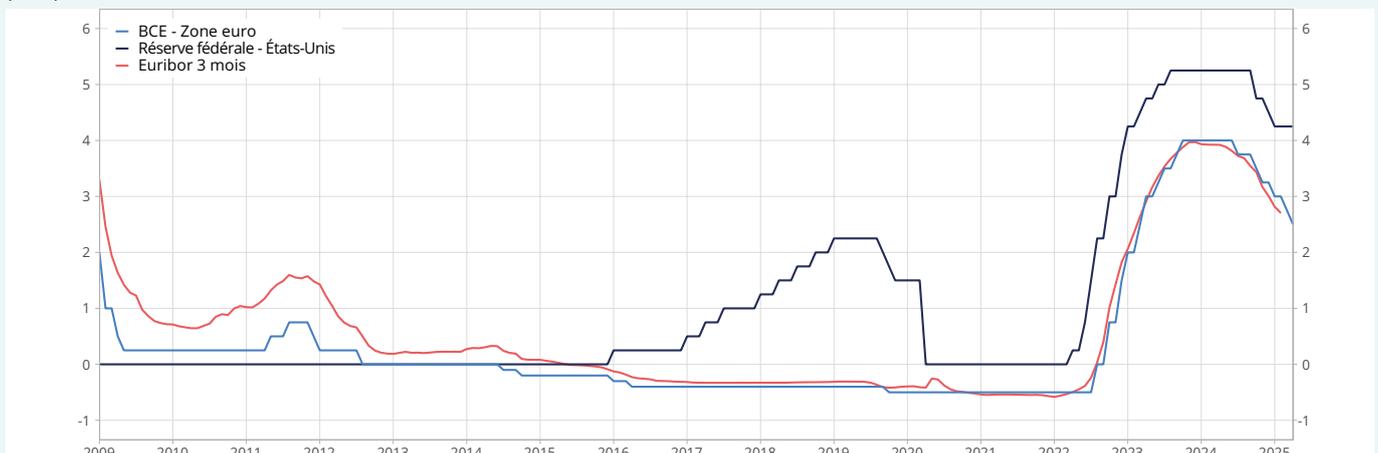
Raphaële Adjerad, Gaston Vermersch

Les banques centrales ont engagé une baisse de leur taux d'intérêt directeur de part et d'autre de l'Atlantique en 2024

En 2024, dans un contexte de désinflation, la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine

ont engagé des cycles de baisses de leurs taux directeurs (► **figure 1**). La BCE a initié ce mouvement dès juin en baissant le taux de la facilité de dépôt de 4,00 % à 3,75 %, suivi par de nouvelles réductions en septembre, octobre, décembre, février et mars 2025 pour atteindre 2,50 %.

► 1. Taux d'intérêt directeurs des banques centrales (en %)



Dernier point : mars 2025 pour les taux de la BCE et de la Réserve fédérale et janvier 2025 pour l'Euribor.

Note : le taux considéré pour la politique monétaire de la BCE est à présent le taux de facilité de dépôt et pour la Réserve fédérale, le plancher de l'Effective Federal funds rate.

Source : BCE, Federal Reserve.

Conjoncture française

L'Euribor à trois mois a suivi les ajustements du taux de la facilité de dépôt de la BCE (► [Banque d'Espagne, 2023](#))¹. La Réserve fédérale, quant à elle, a commencé à réduire son taux en septembre, avec une forte baisse de 50 points de base, passant le plancher du taux effectif des fonds fédéraux de 5,25 % à 4,75 %, avant de procéder à deux autres baisses en novembre et décembre, clôturant l'année à 4,25 %.

Cette baisse s'est traduite par une diminution modeste des taux souverains et des taux privés européens à moyen terme, en particulier en France

Depuis mi-2023, les taux des obligations d'État des pays de la zone euro sont également en léger recul. Cependant, à partir de l'été 2024, l'écart de rendement (spread) entre les obligations françaises (OAT) et allemandes (Bund) s'est notablement creusé : ainsi, les taux à trois ans² de la France et de l'Allemagne s'établissent respectivement à 2,6 % et 2,2 % en janvier 2025, soit un écart de 41 points de base, alors que cet écart était seulement de 23 points de base en mai 2024. Cette divergence s'explique principalement par les incertitudes politiques en France, notamment la dissolution de l'Assemblée nationale et les tensions entourant l'adoption du budget pour 2025. De même, alors que le taux à trois ans pour la France était inférieur de 11 points de base à celui de l'Espagne en mai, c'est désormais le taux souverain espagnol qui est légèrement inférieur au taux français (de 6 points de base en janvier).

En ce qui concerne le secteur privé, depuis le début de l'année 2024, les taux des nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières (SNF) dans la zone euro ont diminué moins vite que les taux directeurs (► [figure 2](#)). En France spécifiquement, la diminution des taux des

nouveaux crédits est légèrement moins prononcée que celle de l'ensemble de la zone euro : depuis le deuxième trimestre 2024, la baisse mensuelle moyenne en points de base en France reste systématiquement inférieure à celle enregistrée dans la zone euro (12 points de base en moyenne au quatrième trimestre contre 14 dans la zone euro, 6 points de base au troisième trimestre contre 10 dans la zone euro, 3 points de base au deuxième trimestre contre 4 dans la zone euro).

Cette modeste diminution des taux de crédits aux entreprises françaises contraste avec les réductions plus significatives des taux directeurs de la BCE au cours de la même période. L'analyse des canaux de transmission des baisses de taux de la banque centrale aux obligations d'État puis aux entreprises privées permet de détailler les facteurs explicatifs de cette divergence, dont certains sont communs à tous les pays de la zone euro et d'autres spécifiques à la France.

La transmission des chocs de politique monétaire aux taux privés n'est pas immédiate et dépend en outre de la maturité et du risque

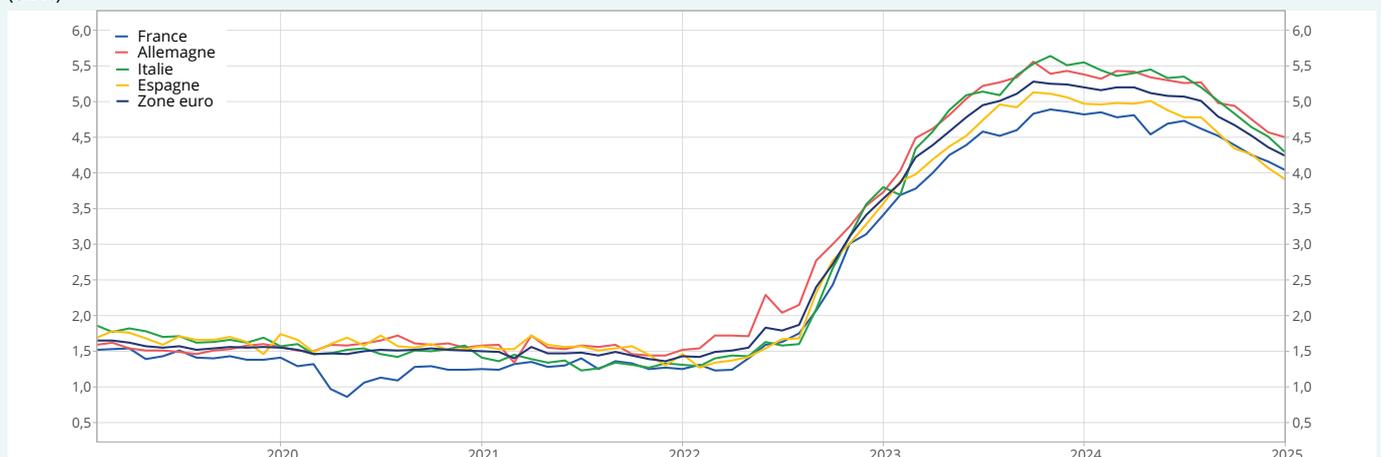
Les banques centrales définissent des taux directeurs qui déterminent les taux interbancaires de très court terme. Plusieurs facteurs influencent la transmission. En premier lieu, les banques n'ajustent pas immédiatement leurs barèmes. Il existe donc un délai de transmission : sur la base des évolutions passées, on constate que les chocs de politique monétaire se transmettent effectivement aux taux privés dans un délai relativement court, de l'ordre de 12 mois (► [Jude et Levieuge, 2024](#)).

¹ Depuis le début des années 2010, les taux interbancaires en zone euro suivent le taux de facilité de dépôt de la BCE du fait de l'excédent de liquidité. Auparavant, ils suivaient davantage le taux des opérations principales de refinancement.

² Dans cet éclairage, la maturité retenue pour les taux souverains et ceux appliqués aux entreprises est de trois ans, car il s'agit de la maturité moyenne de la dette des entreprises (cf. infra).

► 2. Taux d'emprunt pour les SNF en zone euro (2019-2024)

(en %)



Dernier point : janvier 2025.

Lecture : le taux d'emprunt pour les nouveaux prêts aux sociétés non financières (SNF) en France en janvier 2025 était de 4,0 %.

Source : Banque Centrale européenne.

Par ailleurs, les taux des prêts aux agents privés sont souvent contractés à un horizon de moyen ou long terme, à l'image de la maturité de la dette des entreprises en France, de trois ans en moyenne (► [Gueuder et Ray, 2022](#)). Dès lors, la transmission de la politique monétaire vers les agents privés n'est pas totale. Les taux accordés aux entreprises peuvent s'analyser comme la somme de trois composantes : une anticipation des taux d'intérêt futurs de court terme, une éventuelle prime de terme et des primes de risque (► [Barthélémy, 2024](#)). L'anticipation des taux d'intérêt de court terme dépend notamment des anticipations d'inflation sur lesquelles les banques centrales peuvent agir via leur politique monétaire, soit par la variation de leur taux directeur, soit par la variation du bilan d'actifs détenus par la banque centrale. La prime de terme correspond à la rémunération de l'illiquidité subie par le prêteur en prêtant à taux fixe. Enfin les primes de risque comportent une prime de risque macroéconomique qui dépend de l'environnement économique international, d'un potentiel risque souverain spécifique à chaque pays et d'un risque de défaut propre à chaque agent économique, estimé par la banque prêteuse et qu'elle lui facture.

La contraction du bilan de la BCE se traduit par une « repentification » de la courbe des taux

Dans un environnement économique et financier classique, les taux d'intérêt sont croissants en fonction de la maturité du prêt : on dit alors que la courbe des taux est croissante. C'était par exemple le cas en France en 2012 pour la courbe des taux des OAT (► [figure 3](#)).

Avec la mise en place des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE à partir du milieu des années 2010, cette courbe s'est ensuite aplatie jusqu'en 2019

(tout en restant croissante), du fait de la hausse du bilan de BCE, en particulier l'acquisition de titres souverains de moyen et long termes. C'était d'ailleurs l'un des objectifs affichés de la BCE : face à un risque accru de déflation et avec des taux directeurs proches de zéro, les politiques non conventionnelles visaient à stimuler la demande en abaissant les taux longs.

La situation a changé après la crise sanitaire dans un contexte de poussée inflationniste. La BCE a rapidement redressé son taux directeur en 2022 en réponse, et les taux à court terme ont augmenté, davantage que les taux longs qui dépendent eux des anticipations à long terme d'inflation et sont moins sensibles aux variations du taux directeur de la BCE notamment si la politique monétaire est parfaitement anticipée par les marchés : ainsi, la courbe des taux présentait une forme en « L » fin 2023.

En 2024, le phénomène inverse se produit : la BCE a amorcé une baisse de son taux directeur dans un contexte de désinflation engendrant une baisse des bons du Trésor à court terme, plus sensibles que les obligations à long terme à une variation du taux directeur. Ce mouvement de repentification de la courbe des taux est amplifié par la politique de resserrement du bilan des actifs de la BCE en 2024, ce qui tire à la hausse les taux souverains de tous les pays de la zone euro à long terme. Ainsi, fin 2024, la courbe des taux prend une forme en « U » : les taux courts baissent par rapport à 2023, mais restent toujours supérieurs au taux de moyen terme (3 à 7 ans), alors que les taux à long terme poursuivent leur hausse du fait de la restriction du bilan d'actifs détenu par la BCE. Finalement, les taux à trois ans ont moins diminué que les taux directeurs de la BCE, de la même manière qu'ils avaient moins augmenté auparavant.

► 3. Pente des taux souverains français en fonction de la maturité des obligations (OAT) (en %)



Lecture : en décembre 2024, le taux des bons du trésor à taux fixe à horizon 3 mois est de 2,89 %.

Source : Banque de France, Agence France Trésor.

Les taux américains ont également un impact sur les taux européens

Si les taux souverains et privés dans la zone euro sont affectés par les décisions de politiques monétaires de la BCE, ils sont aussi sensibles, dans une moindre mesure, à l'environnement obligataire mondial, et en particulier aux taux américains. À titre d'exemple, fin 2023, 29 % de la dette publique française était détenue par des non-résidents hors zone euro d'après la Banque de France. La littérature économique montre qu'un choc sur le taux souverain américain (► [Brandt et al, 2021](#)) ou l'environnement financier international (► [Girotti et al, 2022](#)) affecte simultanément les prix des actifs et des obligations en zone euro et ce, indépendamment de la réaction de politique monétaire de la BCE.

Si la baisse des taux obligataires était relativement parallèle de part et d'autre de l'Atlantique entre fin 2023 et fin 2024, les résultats de l'élection présidentielle américaine ont contribué à un regain des taux américains, contaminant le marché européen. En effet, si les perspectives de baisses de taux futures de la BCE sont solidement ancrées dans un contexte de baisse de l'inflation et de ralentissement marqué de l'activité sur le Vieux continent, les anticipations sont nettement plus fluctuantes outre-Atlantique, où l'activité continue de se montrer vigoureuse et où l'inflation peine à baisser. À cela s'ajoutent les politiques commerciales et budgétaires prévues par la nouvelle administration qui alimentent les craintes d'un regain inflationniste aux États-Unis, ce qui joue à la hausse sur les taux américains, et qui limite donc indirectement la baisse des taux européens, notamment français.

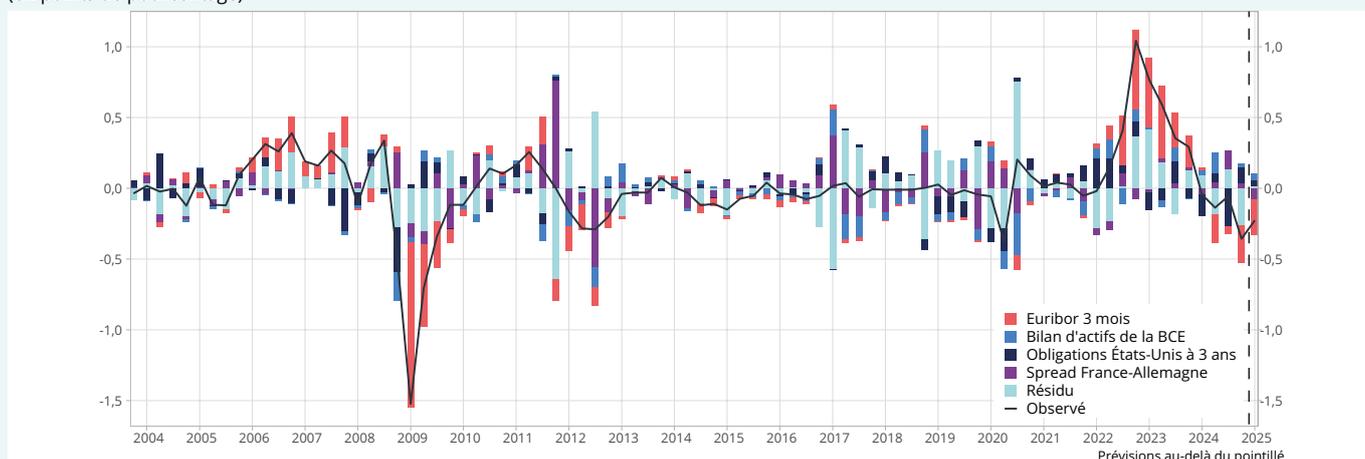
La baisse des taux d'emprunt pour les entreprises en France en 2024 a été freinée par la contraction du bilan de la BCE et par une prime de risque plus élevée

La baisse modeste du taux d'emprunt des SNF en France peut faire l'objet d'une modélisation économétrique, afin de distinguer dans ce mouvement ce qui relève d'une part de facteurs communs à tous les pays de la zone euro, notamment la politique monétaire de la BCE ou encore l'environnement économique et financier international, et d'autre part de facteurs dépendant plus spécifiquement du contexte national (► [encadré méthodologique](#)).

Afin d'étudier les différentes étapes de la transmission de la politique monétaire de la BCE, il est nécessaire de choisir un taux sans risque qui reflète les seules anticipations d'inflation et les primes de terme. En pratique, ce taux sans risque « pur » n'existe pas mais la littérature choisit de retenir le taux souverain. Pour la zone euro, le taux souverain le plus faible et pour lequel le marché présente la plus grande profondeur – donc ne souffre pas de problème de liquidité – est le taux allemand (Bund). On modélise ainsi dans un premier temps, sous la forme d'un modèle à correction d'erreur, le taux des obligations allemandes à trois ans en fonction du taux interbancaire à trois mois (Euribor), du bilan d'actifs détenu par la BCE, ainsi que du taux souverain américain de même maturité. Ensuite, le taux des obligations françaises (OAT) peut être décomposé comptablement comme la somme du taux souverain allemand (apparenté au taux sans risque en zone euro) et d'une prime de risque, communément appelée « spread », qu'on postule représentative de la

► 4. Contributions à l'évolution trimestrielle du taux sur les nouveaux crédits versés par les SNF en France

(en points de pourcentage)



Dernier point : premier trimestre 2025.

Lecture : au quatrième trimestre 2024, les taux versés par les SNF sur les nouveaux crédits contractés baissent de 0,4 point de pourcentage. La baisse des taux interbancaires contribue pour -0,3 point à cette évolution d'après la modélisation retenue.

Source : Banque Centrale Européenne, Agence France Trésor, *Bundesbank*, S&P, modélisation et calculs Insee.

prime de risque macroéconomique française, du fait de l'incertitude spécifique à la France. Enfin, le taux sur les nouveaux crédits octroyés aux SNF françaises est modélisé par un modèle à correction d'erreur à partir du taux des obligations françaises. Ainsi, par l'enchaînement de ces différentes étapes, il est possible d'explicitier la contribution aux évolutions des taux auxquels se financent les SNF françaises du « spread » entre la France et l'Allemagne d'une part, et des facteurs communs aux différents pays de la zone euro d'autre part, comme le taux Euribor, le bilan de la BCE ou encore le taux souverain américain.

Selon la modélisation retenue, l'effet d'une hausse de 100 points de base du taux interbancaire à trois mois, sensible à l'évolution du taux directeur de la BCE, est à terme de 50 points de base sur le taux des nouveaux crédits aux SNF françaises et se diffuse pour 40 points de base dès la première année. Inversement, une hausse du bilan d'actifs de la zone euro équivalente à 1 point de PIB de la zone euro entraîne à terme une baisse de 0,6 point de base du taux de crédit aux SNF françaises à un horizon de deux ans.

Entre le quatrième trimestre 2023 et le quatrième trimestre 2024, les taux des nouveaux crédits des SNF françaises ont baissé de 0,6 point. L'assouplissement de la politique monétaire courant 2024 a contribué à cette baisse des taux payés par les SNF. La baisse du taux interbancaire européen, permise notamment par celle du taux directeur, aurait contribué pour -0,5 point. Néanmoins, cet effet est en partie contrebalancé par la poursuite de la réduction du bilan d'actifs de la BCE, qui a contribué positivement, pour +0,2 point. La baisse des taux américains a contribué

à hauteur de -0,2 point à la baisse des taux aux SNF françaises ; ce facteur s'est toutefois inversé lors du dernier trimestre de l'année et a contribué à freiner le mouvement de baisse (contribution de +0,1 point, ► [figure 4](#)). Quant à l'incertitude politique en France, reflétée par l'écart de taux souverain entre la France et l'Allemagne (spread), elle a progressé à l'été et aurait, toutes choses égales par ailleurs, rehaussé le taux des crédits aux SNF françaises de +0,2 point sur un an fin 2024. Enfin, les facteurs inexplicables par la modélisation contribueraient à baisser de -0,2 point le taux des crédits des SNF sur la période : le resserrement des conditions de financement a été plus fort en 2023 que ce que suggérait la modélisation et la détente est, en contrepartie, légèrement plus rapide (► [figure 4](#)).

À l'horizon de la mi-année 2025, les taux des prêts aux SNF baisseraient légèrement moins qu'en fin d'année 2024. La BCE continuerait de baisser ses taux directeurs, ce qui contribuerait à la baisse des taux privés, mais également de contracter son bilan, ce qui jouerait en sens inverse sur les taux de long et moyen terme. Par ailleurs, les taux américains pourraient continuer de freiner la baisse des taux souverains et privés en Europe si les craintes suscitées par la mise en œuvre des politiques budgétaires et commerciales de la nouvelle administration venaient à se confirmer. Enfin, la hausse du taux souverain allemand consécutive à l'annonce d'une hausse des dépenses de défense début mars s'est transmise à l'ensemble du marché obligataire européen. Une hausse durable du taux souverain allemand pourrait, là encore, freiner la baisse des taux aux agents privés. ●

Méthodologie : Modélisation en deux étapes du taux sur les nouveaux emprunts contractés par les sociétés non financières en France

Afin de distinguer les contributions de la politique monétaire et de l'environnement économique et financier international à l'évolution du taux sur les nouveaux crédits payés par les sociétés non financières (SNF) françaises, une modélisation en plusieurs étapes est proposée, en utilisant notamment des modèles à correction d'erreur.

Dans un premier temps, on modélise le taux souverain allemand (*Bund*) à trois ans, apparenté au taux sans risque dans la zone euro (► [figure 5](#)). À long terme, le Bund à trois ans dépend du taux interbancaire à trois mois (effet d'une variation du taux directeur de la BCE, *Euribor*), du taux souverain américain (de même maturité, *Bond US*), de la taille du bilan d'actifs de la BCE (effet sur le taux souverain à moyen et long termes, *Bilan BCE*) et d'une indicatrice à partir de la décennie 2010. À court terme, la variation du Bund dépend des mêmes déterminants. La modélisation indique qu'une hausse du bilan d'actifs détenus par la BCE d'un équivalent de 1 point du PIB de la zone euro est associée, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse à long terme de 0,72 point de base du Bund allemand à trois ans. Cette élasticité est plus faible que celle estimée par la BCE dans des travaux récents (► [Akkaya et al, 2024](#)).

Étape 1 :

$$\Delta(Bund_t) = 0,00 + 0,54 \times \Delta(Euribor)_t^{***} + 0,37 \times \Delta(Bond\ US)_t^{***} - 0,57 \times \Delta(Bilan\ BCE)_t$$

$$- 0,35^{***} \times [Bund_{t-1} - (0,60 \times Euribor_{t-1}^{***} + 0,11 \times Bond\ US_{t-1}^{***} - 0,72 \times Bilan\ BCE_{t-1}^{***} - 0,68 \times \mathbb{1}_{t \geq 2011}^{***})] + \epsilon_t$$

(0,02) (0,08) (0,08) (0,39) (0,07) (0,04) (0,03) (0,13) (0,15)

$R^2 = 0,69$; période d'estimation : 2003-T1 : 2020-T4

*** : p-valeur $\leq 0,01$

Ensuite, le taux souverain français à trois ans est reconstitué comptablement : on peut en effet écrire le taux de l'OAT comme la somme du taux souverain allemand (apparenté au taux européen sans risque) et d'une prime de risque (ou spread).

Équation comptable : $OAT_t = Bund_t + (OAT_t - Bund_t) = Bund_t + spread_t$

Dans un second temps, on modélise les déterminants du taux des crédits payés par les SNF à partir du taux de l'OAT à trois ans (► **figure 6**), en supposant que l'OAT intègre la prime de risque macroéconomique spécifique à la France. À long terme, les prêts aux agents privés sont ainsi supposés dépendre du taux souverain de la France à un horizon de trois ans, qui correspond à la maturité moyenne des prêts aux SNF (► **Gueuder et Ray, 2022**). Par ailleurs, afin de rendre compte d'une hausse des primes de risque spécifiques aux entreprises pendant la décennie 2010, une indicatrice postérieure à l'année 2011 est rajoutée dans la relation de long terme. À court terme, la variation du taux des SNF dépend du retard immédiat de cette variable et de la variation du taux souverain français.

Étape 2 : Modélisation à correction d'erreur du taux des crédits nouveaux versé par les SNF

$$\Delta(Taux\ SNF_t) = 0,00 + 0,44 \times \Delta(Taux\ SNF)_{t-1}^{***} + 0,35 \times \Delta(OAT)_t^{***}$$

$$- 0,34^{***} \times [Taux\ SNF_{t-1} - (0,85 \times OAT_{t-1}^{***} + 0,46 \mathbb{1}_{t \geq 2011}^{***})] + \epsilon_t$$

(0,02) (0,06) (0,05) (0,05) (0,05) (0,15)

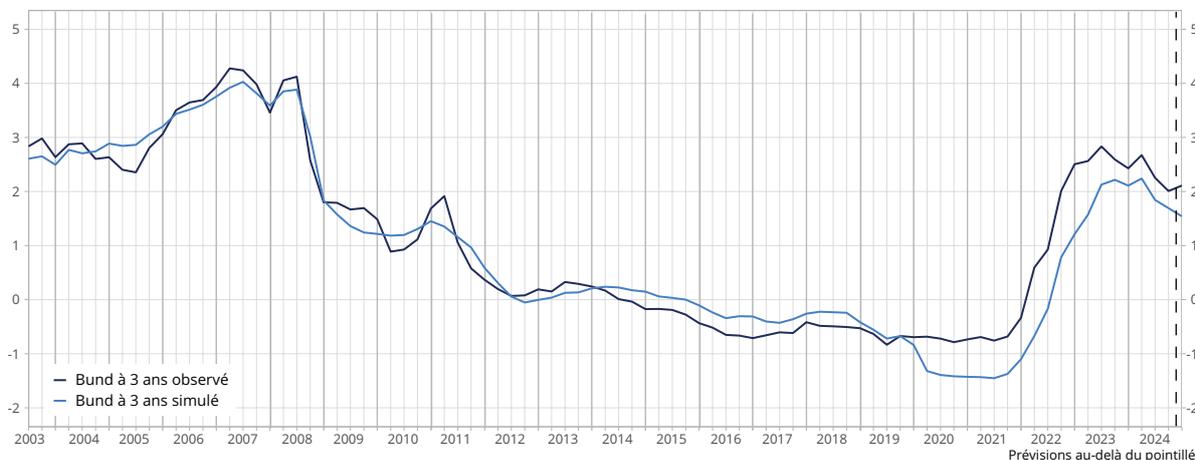
$R^2 = 0,76$; période d'estimation : 2003-T1 : 2020-T4

*** : p-valeur $\leq 0,01$

En combinant ces trois équations, le taux des crédits aux SNF à trois ans peut donc s'écrire en niveau comme la somme d'une contribution des taux interbancaires européens, des taux américains, du bilan de la BCE (qui sont tous les trois des facteurs communs à tous les pays de zone euro), du spread et d'une composante résiduelle (correspondant aux erreurs des deux modèles économétriques ainsi qu'à la contribution des indicatrices dans ces mêmes modèles). ●

► 5. Taux du Bund allemand à 3 ans observé et simulé à partir du modèle (étape 1)

(en %)



Dernier point : premier trimestre 2025.

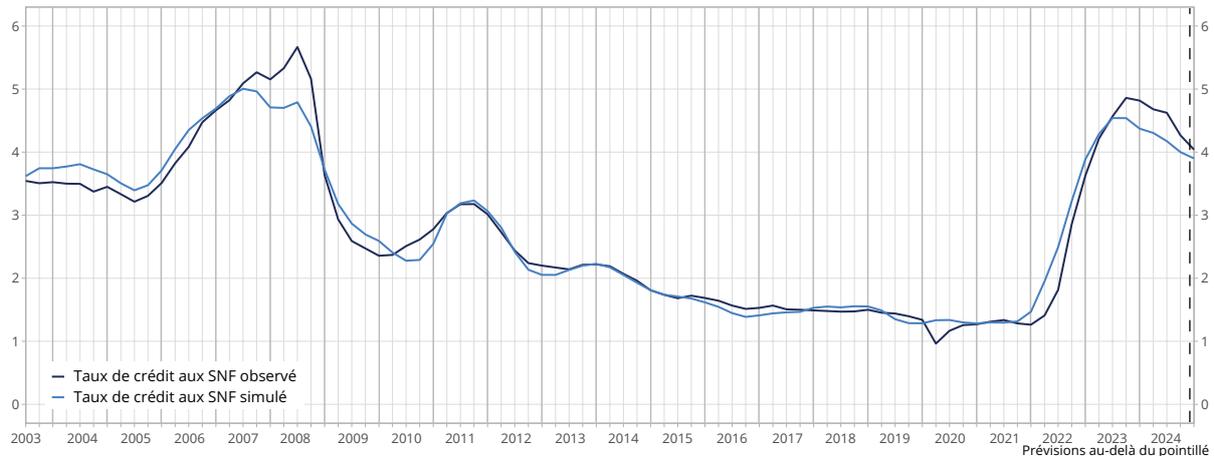
Note : l'observé au premier trimestre 2025 est un acquis au mois de janvier.

Lecture : au quatrième trimestre 2024, le Bund allemand observé est de 2,01 %, celui simulé par le modèle est de 1,69 %.

Source : Bundesbank, modélisation Insee.

► 6. Taux des nouveaux crédits aux SNF observé et simulé à partir du modèle (étape 2)

(en %)



Dernier point : premier trimestre 2025.

Note : l'observé au premier trimestre 2025 est un acquis au mois de janvier.

Lecture : au quatrième trimestre 2024, le taux des nouveaux crédits aux SNF observé est de 4,27 %, celui simulé par le modèle est de 4,00 %.

Source : BCE et modélisation Insee.

Bibliographie

Akkaya Y., Hutchinson J., Jorgensen K., Skeppas E. (2024), « [Quantitative tightening: how do shrinking Eurosystem bond holdings affect long-term interest rates?](#) », Blog de la BCE, novembre 2024.

Banque d'Espagne (2023), « [Which ECB interest rate affects my loan or mortgage?](#) », Billet de blog, octobre 2023.

Barthélémy J. (2024) « [La réactivité de la politique monétaire vue par les marchés](#) », Billet de Blog, n°359, Banque de France, juillet 2024.

Brandt L., Saint Guilhem A., Schröder M., Van Robays I. (2021), « [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#) », Working Paper Series, n°2560, Banque Centrale Européenne, mai 2021.

Girotti M., Horny G., Penalver A., Petronevich A. (2022), « [Un choc mondial sur les rendements obligataires ?](#) », Billet de Blog, Banque de France, août 2022.

Gueuder M., Ray S. (2022), « [Rise in interest rates: European companies will not be affected at the same pace](#) », Banque de France Bulletin n° 243, 22 décembre 2022, Banque de France.

Hissler S. (2005), « [Les déterminants des taux longs nominaux aux États-Unis et dans la zone euro ?](#) », Economie & prévision, n°167, pp.141-147.

Jude C., Levieuge G. (2024), « [The pass-through of monetary policy tightening to financing conditions in the Euro area and the US. Is this time different?](#) », SUERF Policy Note, n°342, mars 2024. ●