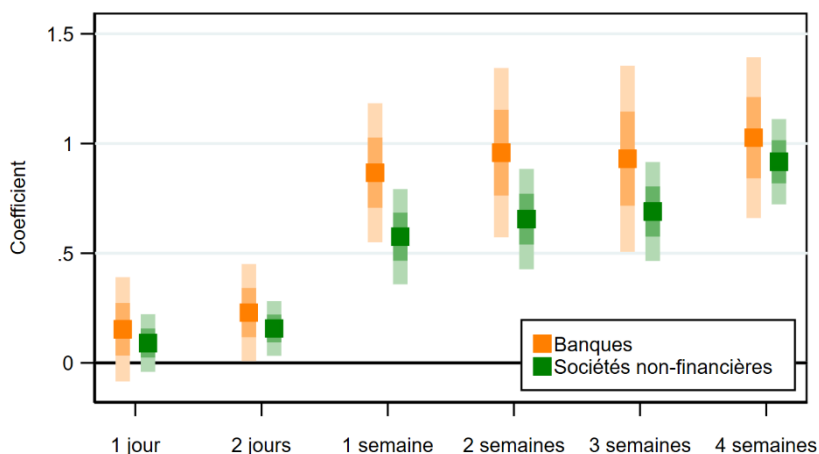


# La transmission de la politique monétaire au marché de la dette de court terme

Par Alice Algot-Samé, [Paul Hubert](#), Patrice Tauzin, Benoît Usciati

*Le marché de la dette de court terme joue un rôle clé en matière de financement des banques et des entreprises. Nous montrons que, sur la période janvier 2005 – novembre 2024, la transmission de la politique monétaire y a été totale au bout d'un mois pour toutes les catégories d'émetteurs. Pour les entreprises, la transmission y est relativement plus rapide que pour le crédit intermédié.*

**Graphique 1 – Transmission des changements de taux directeurs de la BCE aux taux à l'émission des NEU CP**



Source : Banque de France. Note : Période de janvier 2005 à novembre 2024. Intervalles de confiance à 1 et 2 erreurs-standards.

Ce billet de blog présente les principaux résultats d'une analyse de la transmission (ou *pass through*) des décisions de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) aux taux d'intérêt à l'émission observés sur le marché Negotiable EUropean Commercial Paper (NEU CP), premier marché de dette de court terme de l'Union Européenne (voir [Bloc-notes Éco n° 367](#)). Les principaux acteurs de ce marché (monétaire) sont des établissements financiers (plus de 85% des émissions), principalement des banques. Les autres catégories d'émetteurs sont des sociétés non-financières (SNF) et des entités publiques.

Cette analyse mobilise les données de marché granulaires collectées quotidiennement par la Banque de France auprès des domiciliataires du marché pour étudier l'effet de 200 décisions de taux directeurs (taux des opérations principales de refinancement ou de la facilité de dépôt), prises par le Conseil des Gouverneurs de la BCE entre janvier 2005 et novembre 2024, sur les conditions de financement des émetteurs du marché NEU CP, en particulier les banques et les entreprises. La transmission de la politique monétaire est appréciée à la fois du point de vue de la vitesse et de la magnitude de l'ajustement (voir aussi [Bloc-notes Éco n° 354](#) pour une analyse du pass-through à un horizon plus long, pour les ménages et entreprises).

## Une transmission complète à l'horizon d'un mois

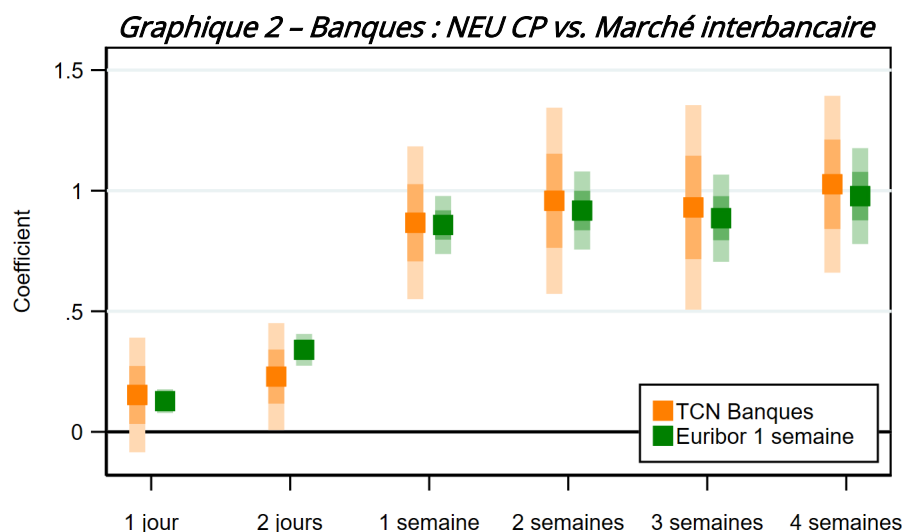
L'analyse consiste à étudier en premier lieu l'effet des variations de taux de la BCE sur les variations du taux moyen pondéré des émissions de titres NEU CP à différents horizons (allant de 1 jour à 4 semaines après la décision BCE), sur l'ensemble de la période, en différenciant les banques des sociétés non-financières. L'hypothèse testée est celle d'une transmission d'un-pour-un (ajustement complet), avec comme horizon maximum la prochaine décision de politique monétaire.

Les estimations (Graphique 1) montrent une faible transmission sur les premiers jours qui s'explique par deux facteurs mécaniques. Premièrement, une pratique sur ce marché consiste à effectuer les transactions prioritairement le matin, c'est-à-dire avant de connaître la nature de la décision du Conseil qui est annoncée en début d'après-midi. Deuxièmement, la date à laquelle le changement de taux devient effectif pour les contreparties de politique monétaire se situe normalement 6 jours calendaires après l'annonce de la décision de la BCE (c'est-à-dire le mercredi de la semaine suivante), soit 4 jours ouvrés après l'annonce. Les émissions dont la maturité est inférieure à 5 jours ne devraient donc pas réagir car les conditions de financement en vigueur restent celles d'avant l'annonce et plus généralement, un changement de taux ne peut influencer que les conditions des émissions de maturités supérieures à 5 jours. Une semaine après l'annonce de la BCE, la transmission s'accélère et devient complète (coefficient égal à 1) à 4 semaines pour les titres émis par les banques et les sociétés non-financières.

À un horizon d'un mois sur le marché des NEU-CP il n'y a pas de différences significatives selon l'ampleur (variations de 25 points de base versus variations supérieures à 25 points de base) ou le sens (hausse ou baisse) des changements de taux directeurs décidés. Des estimations par sous-périodes montrent, par ailleurs, que si lors de la période 2014-2021, durant laquelle les taux directeurs ont connu une très forte stabilité à des niveaux historiquement bas et négatifs (5 mouvements de taux en 8 ans et la majorité des décisions parfaitement anticipées lorsque les taux directeurs sont proches de leur borne inférieure), il n'est par construction pas possible d'identifier de transmission de la politique monétaire, le mécanisme est réactivé à partir de 2022 et le début de la phase de normalisation de la politique monétaire de la BCE (10 hausses de taux entre juillet 2022 et septembre 2023), avec une transmission du même ordre comparé à ce qui prévalait avant 2014. Une analyse par pilier de maturités (de 1 jour à 1 an) à l'émission montre qu'à l'horizon de 4 semaines après l'annonce de la BCE, l'influence des changements de taux directeurs concerne toutes les maturités avec la même ampleur.

## Une transmission comparable au marché interbancaire pour les émetteurs financiers

L'analyse se concentre ensuite sur les différences de transmission de la politique monétaire aux marchés alternatifs vers lesquels les émetteurs peuvent se tourner : les variations de taux directeurs sont transmises dans des proportions très similaires (Graphique 2) à un autre segment du marché monétaire : le marché interbancaire (EURIBOR 1 semaine).

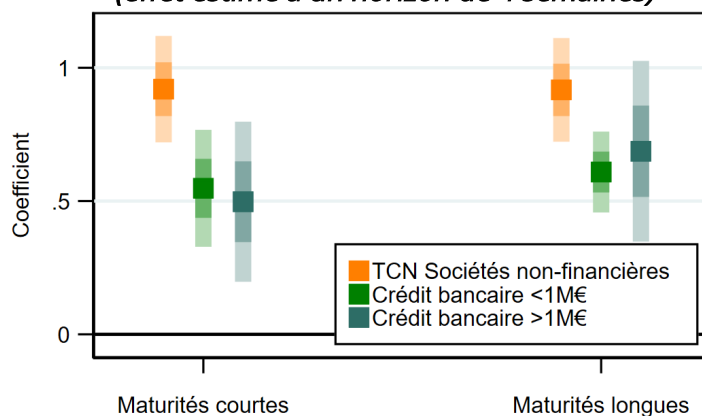


Source : Banque de France. Intervalles de confiance à 1 et 2 erreurs-standards. Paramètres estimés avec la méthode des MCO. L'équation est estimée pour les banques sur le marché NEU CP et pour les taux d'intérêts de l'Euribor 1 semaine.

## Une transmission plus forte qu'aux taux des crédits bancaires pour les émetteurs non-financiers

Pour les sociétés non-financières, la comparaison avec les taux qu'elles peuvent obtenir via des crédits bancaires alternatifs révèle une transmission relativement plus forte sur le marché NEU CP à l'horizon de 4 semaines (Graphique 3). L'ajustement incomplet après 4 semaines (et au-delà) des taux sur les crédits bancaires est largement documenté dans la littérature ([de Bondt, Mojon et Valla 2005](#), [Blot et Labondance 2013](#), [Gregor, Melecký et Melecký 2021](#), [Beyer et al. 2024](#)). Cette littérature montre qu'il s'approche de 0,8 à plus long terme. Pour les entreprises, en tant que source de diversification des financements (voir [Fourel et Schwenninger 2024](#)), le recours au marché du NEU CP offre ainsi des avantages en termes de conditions de financement, non seulement de façon structurelle en termes de niveaux (les taux moyens payés sur le marché étant plus bas que les taux des crédits bancaires, et moins rigides à la baisse) mais également lors des phases d'assouplissement monétaire du fait de la transmission plus rapide.

**Graphique 3 – Sociétés non-financières : NEU CP vs. Crédit bancaire (effet estimé à un horizon de 4 semaines)**



Source : Banque de France. Intervalles de confiance à 1 et 2 erreurs-standards. Paramètres estimés avec la méthode des MCO. Les maturités courtes sont celles inférieures à 3 mois, les maturités longues celles inférieures à 1 an.