

Zone euro

TLTRO, démarrage timide, mais montée en régime probable

■ La BCE a procédé cette semaine à sa première opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO). La demande s'établit à EUR 82,6 mds, un niveau inférieur aux anticipations.

■ Les banques devraient reporter leur demande sur la TLTRO de décembre. La demande cumulée va probablement compenser l'effet lié à la liquidité retirée avec l'arrivée à maturité des deux LTRO à 3 ans au début de l'année prochaine.

■ Pour ramener son bilan au niveau de début 2012, la BCE devra lancer un important programme de rachat d'ABS (titres adossés à des actifs) et de *covered bonds* (obligations sécurisées).

La BCE a procédé cette semaine à la première de ses huit opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO). La demande s'élève à EUR 82,6 mds, en retrait par rapport aux attentes du consensus (EUR 130-150 mds). Nous revenons, dans cet article, sur les raisons de ce démarrage prudent et proposons un chiffrage des montants qui pourraient être alloués lors des prochaines opérations. Nous évoquons aussi les effets à attendre (sur la liquidité, les taux d'intérêt, le taux de change...) du train de mesures adoptées par la BCE.

Démarrage timide, mais montée en charge probable

Les modalités des deux premières TLTRO (TLTRO 1 & 2) sont différentes des six autres¹. Alors que la participation aux TLTRO 1 & 2 n'est soumise, *de facto*, à aucune contrainte, le montant d'emprunt supplémentaire autorisé dans le cadre des six opérations suivantes sera fonction de l'évolution des prêts nets accordés au secteur privé (hors prêts immobiliers) entre le mois d'avril 2014 et le mois de référence de la TLTRO concernée. Si les TLTRO 1 & 2 visent notamment à faire face au remboursement des prêts à trois ans consentis par la BCE entre fin 2011 et début 2012, les six autres visent à stimuler le crédit au secteur privé. Le montant total que les banques peuvent en théorie emprunter lors des TLTRO 1 & 2 est d'environ EUR 400 mds, une somme qui correspond quasiment au montant résiduel des LTRO à 3 ans (encours à la mi-septembre) arrivant à maturité en janvier et en février 2015 (voir graphique 1).

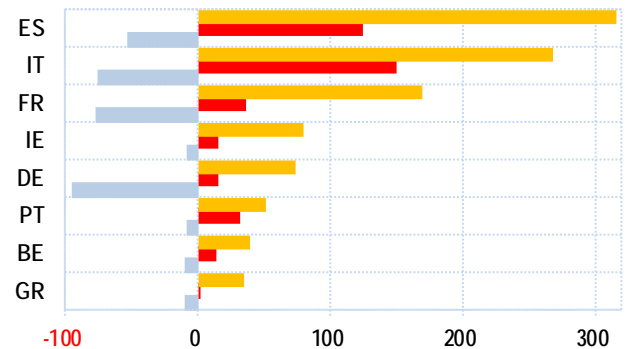
Les besoins de liquidités varient toutefois considérablement selon les pays. Les banques italiennes et espagnoles ont massivement emprunté lors des LTRO à 3 ans et doivent encore rembourser les deux-tiers de l'encours. En revanche, les banques des pays du « noyau dur » ne détiennent plus qu'une infime partie des sommes allouées lors des précédentes LTRO. Ce qu'elles ont à rembourser est très inférieur au montant mobilisable dans le cadre des TLTRO

¹ Voir encadré dans « La BCE frappe fort » EcoWeek 06/06/14).

TLTRO 1 & 2 et opérations LTRO en cours

Encours des LTRO en.. — Avril 2012, — Août 2014

— Montant maximum allouable lors des TLTRO 1&2



Graphique 1

Sources : BCE, Banques centrales nationales, BNPP

- Le montant maximum d'emprunt autorisé lors des TLTRO 1 et 2 est égal à 7 % de l'encours total des prêts au secteur privé, hors crédit immobilier, à la date du 30 avril 2014, soit environ EUR 400 mds pour la zone euro dans son ensemble.

1&2 (graphique 1). On peut donc raisonnablement s'attendre à ce que les banques des pays « périphériques » empruntent l'intégralité des liquidités mises à leur disposition, et celles du « noyau dur » une partie seulement². Cependant, comme les conditions sont attractives en termes de prix comme de durée (0,15 % sur 4 ans), la demande totale pour les TLTRO 1&2 devrait atteindre 40 % à 60 % du montant autorisé, soit EUR 250 mds à EUR 300 mds. Pourquoi le démarrage est-il si timide ? L'une des raisons tient au coût d'opportunité de l'opération, qui incite à attendre celle de décembre. Les TLTRO sont, en effet, assorties d'un taux d'intérêt de 0,15% alors que celui des LTRO « classiques » à 3 mois, - égal au taux *refi* - est de dix points de base inférieur (0,05%). Trois opérations de ce type auront lieu d'ici au 11 décembre 2014³, date de la deuxième TLTRO, les banques ayant par ailleurs toujours la possibilité d'obtenir des liquidités à 0,05 % via les opérations principales de refinancement. Nous anticipons finalement une demande beaucoup plus forte de leur part lors de la seconde opération, de l'ordre de EUR 170-220 mds.

Où va le bilan de la BCE ?

Lors des deux premières opérations de refinancement à trois ans conduites en décembre 2011 et février 2012, la BCE en a injecté EUR 1000 mds de liquidités au point d'entraîner une nette expansion de son bilan qui s'élevait, à la mi-2012, à EUR 3 000 mds (graphique

² D'autant que le calcul du montant d'emprunt autorisé accorde une part nettement plus importante de liquidités aux banques du noyau dur qu'aux établissements périphériques.

³ Les LTRO classiques ou opérations de refinancement à taux fixe a été prolongée jusqu'à la fin 2016.

2). Depuis cette date, cependant, la taille du bilan de la BCE s'est réduite, les banques ayant pu procéder à de remboursements anticipés. Dans le cadre des procédures d'appels d'offres à taux fixe intégralement servis, ce sont ces dernières, et non la BCE, qui déterminent la demande de liquidité ; la BCE se contente d'allouer les montants demandés. Dans ces conditions, elle ne contrôle pas la taille de son bilan, le processus étant, en grande partie, endogène⁴. La diminution automatique du bilan de la BCE se traduit par une orientation de politique monétaire moins accommodante, alors que la situation économique dans la zone euro exigerait le contraire. Les montants injectés lors des TLTRO 1&2 ne vont pas modifier sensiblement la donne ; en effet, comme déjà indiqué, ces montants correspondent peu ou prou à ceux qui seront remboursés au titre des deux précédentes opérations à 3 ans⁵.

Les choses n'en resteront toutefois pas là. Tout d'abord, la demande lors des TLTRO conditionnelles suivantes en 2015 et 2016 devrait être relativement soutenue. Selon la BCE, elle pourrait représenter au total EUR 600 mds. Certes, ce scénario peut sembler optimiste, mais un montant compris entre EUR 300 et 400 mds reste probable. Là encore, il s'agirait d'une expansion endogène, alors que, selon une déclaration récente du Président Draghi, l'objectif de la BCE est de ramener la taille de son bilan au niveau de EUR 3 000 milliards atteint au début de 2012. Pour y parvenir, la BCE s'est notamment engagée à racheter des titres de la dette du secteur privé comme les ABS (y compris les RMBS) et les *covered bonds*. Les détails de ces programmes seront rendus publics début octobre. Pour réaliser son objectif, la BCE devrait racheter environ EUR 600-700 mds de titres de dette privée. Or, à ce jour, la taille du marché des ABS reste relativement limitée. Selon les chiffres de la BCE, l'encours éligible aux fins des opérations de politique monétaire s'établissait à EUR 760 mds à la fin de 2013, dont la moitié néanmoins servait de collatéral. Cependant, le lancement du programme par la BCE pourrait sensiblement modifier la taille de ce marché ; en effet, sachant qu'il existe un acquéreur potentiel, les banques pourraient décider d'émettre davantage d'ABS. Le marché des obligations sécurisées (*covered bonds*) est plus développé : les actifs éligibles représentaient plus de EUR 1 500 mds à fin 2013 et moins de EUR 300 mds étaient utilisés à titre de collatéral. Le plus plausible serait le lancement par la BCE d'un programme de rachat d'environ EUR 500 mds portant à la fois sur des *covered bonds* et des ABS. Le programme pourrait durer jusqu'à la mi-2016, date de la dernière TLTRO conditionnelle. Cela pourrait représenter environ EUR 25 mds de rachats mensuels à compter du mois prochain.

Où vont les taux ?

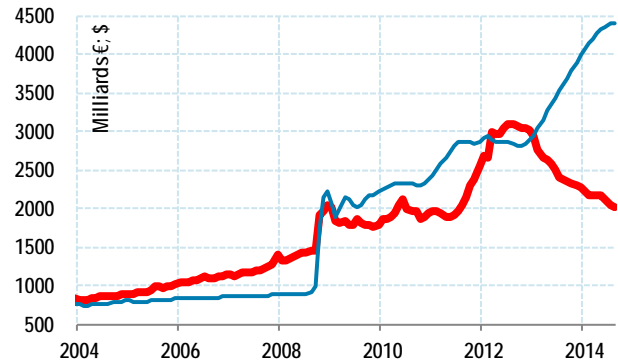
A court terme, l'Eonia va probablement rester proche de zéro, voire devenir légèrement négatif car le montant des liquidités ne va guère changer. Cependant, à la fin du premier trimestre 2015, où le volume des achats fermes commencera à être conséquent et où la première TLTRO conditionnelle aura été menée, l'Eonia pourrait se négocier à

⁴La BCE ne décide que du montant des titres rachetés dans le cadre du programme SMP - Security Market Program - et des deux programmes de rachat d'obligations sécurisées déjà effectués.

⁵A la mi-septembre, l'encours des LTRO à 3 ans était d'environ EUR 370 mds. En supposant que les remboursements anticipés se poursuivent au même rythme qu'au cours de ces deux derniers mois (environ EUR 6 mds en moyenne par semaine), le montant restant à la fin du mois de février devrait se situer autour de EUR 223 mds.

Y a-t-il resserrement endogène ?

— BCE, — FED

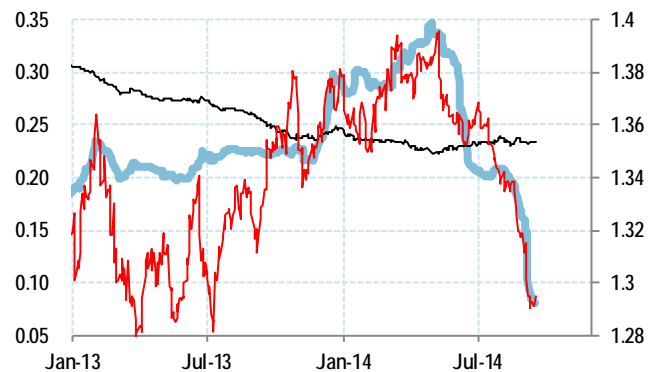


Graphique 2

Source : BCE, Réserve fédérale

La dépréciation de l'euro va se poursuivre

— Euribor 3m, — Libor 3m, — EUR/USD



Graphique 3

Sources : BCE, Datastrea

des niveaux inférieurs. Les modalités de la TLTRO (taux d'intérêt fixé à l'avance à 0,15 % et longue durée) entraînent par ailleurs une baisse des taux d'intérêt sur toute la courbe du marché monétaire, ce qui fait baisser l'euro (graphique 3). Les deux premières opérations n'étant pas conditionnelles, elles peuvent, en outre, profiter aux obligations d'Etat et entraîner une compression supplémentaire des spreads. Autant de facteurs qui vont dans le sens d'un assouplissement des conditions financières et monétaires.

La BCE multiplie les initiatives pour soutenir l'activité et contrer le risque de déflation. Avec quel succès ? Les enquêtes qu'elle mène auprès des banques indiquent déjà que, malgré un environnement réglementaire plus contraignant, les conditions de l'offre de crédit s'améliorent. Reste à stimuler la demande. Comme l'a souligné le Président Draghi dans son discours de Jackson Hole, la politique monétaire ne peut pas tout et gagnerait à être accompagnée d'une action budgétaire coordonnée. Le plan Junker et le débat sur la manière d'utiliser toutes les clauses de flexibilité du Pacte de stabilité et de croissance (voir « [Inflexion budgétaire](#) » Ecoweek 12/09/2014) vont à cet égard dans le bon sens.