

RISK&OPPORTUNITIES

Société Générale Études Économiques et Sectorielles

Les TLTRO : là pour rester ?

Alan LEMANGNEN

Economiste zone euro

Les TLTRO III ont joué un rôle crucial pendant la pandémie de Covid-19. L'assouplissement par la BCE de leurs modalités a conduit à l'injection de 2 200 Mds EUR dans le système bancaire, permettant à ce dernier d'accommoder sans resserrer les conditions financières la forte augmentation des besoins en liquidité des agents économiques. Alors que la BCE s'apprête à recalibrer les instruments de sa politique monétaire, plusieurs arguments plaident en faveur d'un nouveau programme de TLTRO. En effet, la banque centrale souhaitera certainement éviter un resserrement soudain des conditions de financement de l'économie et recalibrer en conséquence les TLTRO pour encourager une normalisation en douceur des conditions de liquidité.

De la gestion de la transition à la gestion de crise

Lancés par la BCE en septembre 2019 dans le but de lisser le remboursement des TLTRO II, les TLTRO III furent initialement pensés comme un outil accompagnant la transition vers un en-cours de liquidité bancaire normalisé. Leurs modalités initialement peu attractives¹ en faisaient avant tout un instrument de dernier ressort pour les banques qui étaient encouragées à diversifier leurs sources de financement long.

Mais avec l'émergence de la pandémie de Covid-19 quelques mois plus tard, la BCE a transformé les TLTRO III en un instrument crucial de sa gestion de crise. Les décisions de mars, d'avril et de décembre 2020 du Conseil des Gouverneurs ont ainsi significativement augmenté les montants de liquidité empruntable (de 30 à 55 % de l'en-cours de crédit éligible²), abaissé le taux d'intérêt des opérations jusqu'à -1 % entre juin 2020 et juin 2022 et réduit les cibles de production de crédit pour obtenir ce taux. Ces décisions ont aussi élargi le panel d'actifs éligibles³ pour collatéraliser la

¹ Le TLTRO III.1 en septembre 2019 n'attira d'ailleurs qu'une participation de 3,4 Mds EUR, le plus petit montant alloué depuis la création des TLTRO en 2014.

² Les prêts aux sociétés non-financières et aux ménages, à l'exception des crédits immobiliers.

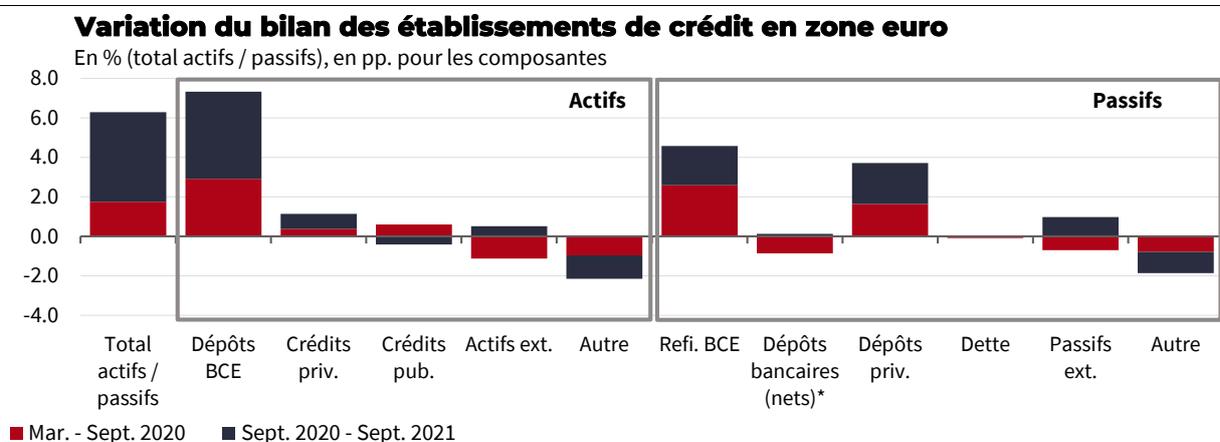
³ Cinq mesures viennent assouplir les critères d'éligibilité des collatéraux. D'abord, l'éligibilité des « créances privées supplémentaires » (créances non-négociables, qui prennent souvent la forme de prêts bancaires à un agent privé) a été augmentée. Ensuite, les notations des titres ont été gelées à leur niveau d'avant pandémie pour éviter qu'une dégradation de la notation n'affecte leur disponibilité. Troisièmement, les décotes appliquées aux collatéraux ont été réduites de 20 % uniformément aux différentes classes

liquidité empruntée et accru la flexibilité des options de remboursement et de participation des banques aux opérations⁴. En recalibrant ainsi les TLTRO III, la BCE a donné aux banques les moyens d'être présentes en maintenant des conditions de financement très favorables aux entreprises et aux ménages lorsque les besoins en liquidité ont fortement augmenté.

Il en a résulté une injection inédite de liquidité dans le secteur bancaire, l'en-cours de TLTRO III atteignant 2 200 Mds EUR en septembre 2021, soit environ un tiers des opérations d'open market de l'Eurosystème (le reste étant composé des programmes d'achats d'actifs). C'est presque deux fois plus que l'en-cours maximum atteint pendant la crise de la zone euro.

Comment la liquidité empruntée a-t-elle été utilisée par les banques ? Les données bilancielles (**Graphique 1**) montrent que les TLTRO III ont permis aux banques participantes de répondre à l'urgente et importante demande de crédit du secteur privé provoquée par la pandémie, tant dans la phase initiale de la crise que dans la phase de redémarrage de l'économie. Les achats de dette publique ont aussi augmenté dans un premier temps, tirés par les émissions des gouvernements. Mais les flux nets d'achats sont ensuite devenus négatifs, les banques favorisant l'origination de crédit et les émissions étant grandement absorbées par les achats d'actifs de la BCE.

Graphique 1 – Les TLTRO III ont contribué à l'accroissement du crédit au secteur privé



Source : BCE, Refinitiv Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles * Nets des prêts aux institutions monétaires et financières

d'actifs. Quatrièmement, l'exposition maximum à de la dette non garantie d'un même émetteur bancaire a été réhaussé de 2,5 % à 10 %. Enfin, les obligations souveraines grecques ont été rendues éligibles aux opérations de refinancement.

⁴ Initialement, le montant empruntable par opération était plafonné à 10 % des droits de tirage. Cette limite a été retirée en mars 2020. Ensuite, les banques ont la possibilité de rembourser les opérations de juin, septembre et décembre 2021 dès juin 2022 si elles le souhaitent, tandis que les opérations précédentes ne sont remboursables qu'à partir d'un an avant leur maturité.

La participation aux TLTRO III s'est accompagnée d'une forte hausse des dépôts auprès de l'Eurosystème. C'est une hausse purement mécanique, la liquidité empruntée (et celle injectée via les achats d'actifs) évoluant dans le circuit fermé des banques et ne se réduisant pas lorsqu'un crédit est octroyé à un ménage ou à une entreprise, lesquels ne font pas partie de ce circuit.

Côté passifs, l'accroissement du financement auprès de l'Eurosystème s'est aussi accompagné d'une forte hausse de l'encours de dépôts du secteur privé, reflet de l'importante hausse de l'épargne contrainte et de précaution pendant la pandémie. Ces hausses ont compensé en première période un recul du financement interbancaire et du financement auprès des non-résidents. L'encours de dette obligataire est quant à lui resté stable sur la période. A l'échelle du système, le recours aux TLTRO ne semble pas avoir eu d'importants effets de substitution sur le passif des établissements de crédit (même si la situation à l'échelle de chaque établissement peut varier).

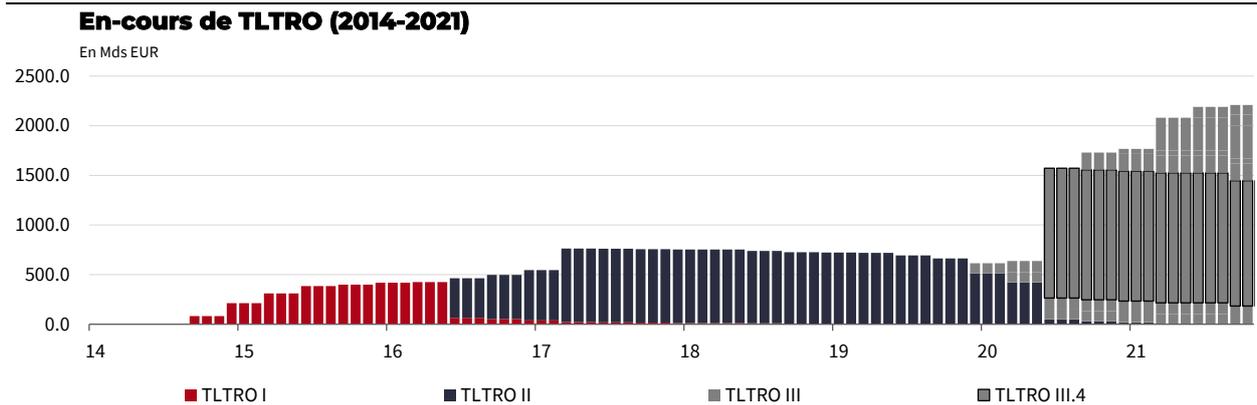
Quel avenir pour les TLTRO ?

Alors que se tient en décembre le 10^{ème} et dernier TLTRO III et que la BCE recalibre sa politique monétaire, la question de l'avenir des TLTRO émerge dans le débat. En effet, la banque centrale sera bientôt confrontée à la même situation qu'en 2019 avec les TLTRO II : écarter le risque d'une hausse trop forte du coût de financement des banques, des entreprises et des ménages qui serait liée au débouclage rapide de son instrument.

Pour certaines banques, d'abord, il pourrait découler du recul de la maturité résiduelle des TLTRO un besoin de financement lié à l'exigence de conformité au NSFR (Net Stable Funding Ratio)⁵. En effet, les TLTRO fournissant du financement stable à plus d'un an, ils sont éligibles à 100 % au ratio réglementaire. Mais en 2022, la maturité résiduelle des opérations réalisées en 2020 (d'un montant de 1 650 Mds EUR, dont 1 300 Mds EUR pour la seule opération de juin) sera inférieure à un an, abaissant l'éligibilité de ces TLTRO à 50 % (**Graphique 2**). Ceci affecterait les ratios en l'absence de leur remplacement par d'autres financements longs (si les TLTRO s'étaient eux-mêmes initialement substitués à du financement long). A leur tour, les banques seraient alors contraintes d'ajuster les ratios au risque de resserrer les conditions financières.

⁵ Le NSFR (Net Stable Funding Ratio ou ratio structurel de liquidité à long terme) correspond au montant du financement stable disponible rapporté à celui du financement stable exigé. Ce ratio devrait, en permanence, être au moins égal à 100 %. Le « financement stable disponible » désigne la part des fonds propres et des passifs censée être fiable jusqu'à 1 an. Le montant du « financement stable exigé » d'un établissement est fonction des caractéristiques de liquidité et de la durée résiduelle des actifs qu'il détient et de celles de ses positions d'hors-bilan.

Graphique 2 - La quatrième opération de TLTRO III représente 57 % de l'en-cours total

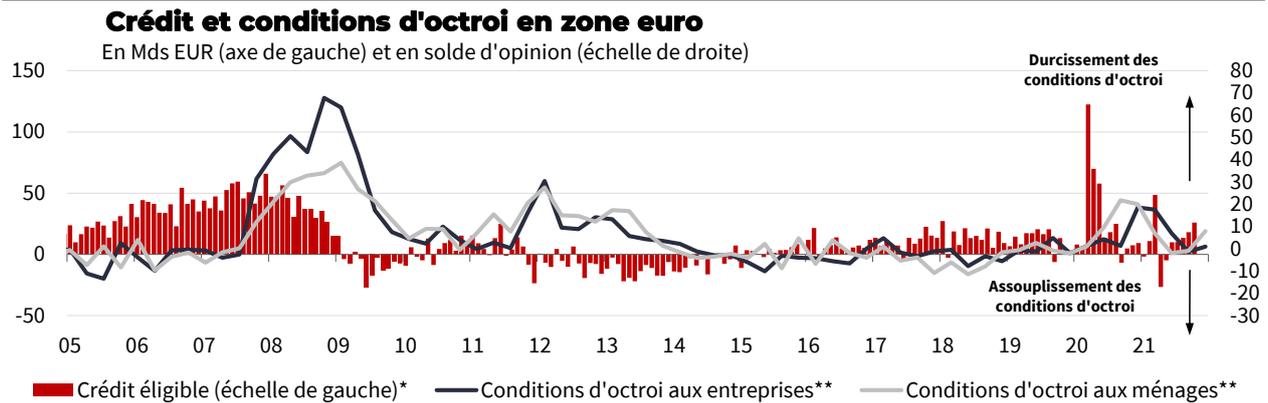


Source : BCE, Refinitiv Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles

Du côté des ménages et des entreprises, ensuite, la hausse du coût de financement proviendrait aussi de l'échéance de la période spéciale de taux d'intérêt en juin 2022. En effet, cette modalité temporaire des TLTRO III, qui court depuis juin 2020, a constitué une incitation puissante faite aux banques à prêter.

Pour rappel, si leur en-cours de crédit est stable, les banques participantes « paient » pendant cette période spéciale -1 % sur la liquidité empruntée aux TLTRO, à savoir le taux de la facilité de dépôt à -0,5 % auquel s'ajoute une prime de -0,5 %. Dès lors, la liquidité empruntée et mécaniquement redéposée à la BCE étant elle-même « rémunérée » au taux de la facilité de dépôt (-0,5 %), la prime surcompense le coût effectif de la liquidité pour les banques. Et l'obtention de cette prime étant conditionnée au maintien d'en-cours de prêts éligibles stables, les banques sont par conséquent fortement incitées à desserrer les conditions d'octroi et à prêter pour compenser les remboursements. Or, pour attribuer la prime, la BCE examine la performance de crédit des banques sur deux périodes, de mars 2020 à septembre 2020 (pour obtenir la prime de juin 2020 à juin 2021) et d'octobre 2020 à décembre 2021 (pour obtenir la prime de juin 2021 à juin 2022). Dès lors, à partir de janvier 2022, l'incitation à prêter aura disparu, ce qui risque de conduire à un durcissement des conditions d'octroi de crédit pour les entreprises et les ménages (**Graphique 3**).

Graphique 3 – Les conditions d’octroi de crédit pourraient se resserrer en 2022



Source : BCE, Refinitiv Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles Notes : * Crédit aux sociétés-non financières et aux ménages, sauf crédit immobilier ; ** données tirées du Bank Lending Survey de la BCE.

Lancer un nouveau programme de TLTRO permettrait à la BCE d’atténuer ces deux risques. D’une part, elle offrirait la possibilité aux banques de lisser si besoin le profil de remboursement des TLTRO III. D’autre part, elle s’offrirait la possibilité d’une sortie plus graduelle, si nécessaire, de la période spéciale de taux d’intérêt.

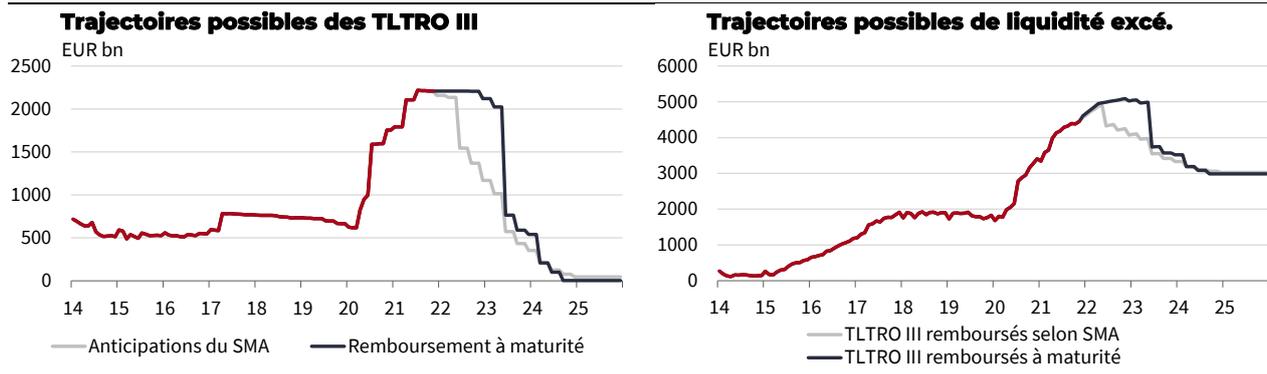
Les modalités de ces nouveaux TLTRO seraient selon nous moins avantageuses, la BCE se laissant l’option de les ajuster en fonction de l’évolution des conditions financières. Notamment, la prime de -0,5 % serait probablement retirée et les objectifs de production de crédit pour l’obtenir réhaussés. La maturité des opérations pourrait aussi être raccourcie, les droits de tirage diminués et plafonnés pour chaque opération. Comme en 2019, les TLTRO retrouveraient alors une vocation de gestion de la transition vers une normalisation graduelle de la liquidité bancaire.

L’annonce d’éventuelles nouvelles opérations devrait intervenir au printemps 2022 au plus tard, avant que la maturité résiduelle du TLTRO III.4 (de juin 2020) ne devienne inférieure à un an. Ce calendrier laisserait aussi à la BCE le temps d’examiner la dynamique du crédit et des conditions financières en début d’année.

La liquidité excédentaire restera abondante

Le remboursement intégral des TLTRO III à leur échéance diminuerait la liquidité excédentaire de 2 000 Mds EUR. Celle-ci serait ramenée à 3 000 Mds EUR à horizon 2024, soit 1 000 Mds EUR au-dessus de son niveau pré-pandémie (**Graphique 4 et 5**). Cette trajectoire suppose que les achats du PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) se poursuivent jusqu’en mars 2022 et ceux de l’APP (Asset Purchase Programme) jusqu’en décembre 2023, à leur rythme actuel. Le Survey of Monetary Analysts (SMA), qui regroupe l’opinion de 29 banques, entrevoit une trajectoire de réduction plus rapide, avec notamment d’importants remboursements anticipés de TLTRO III en juin 2022 lorsque la période spéciale de taux d’intérêt prend fin.

Graphique 4 et 5 – le pic de liquidité excédentaire serait atteint en 2022*



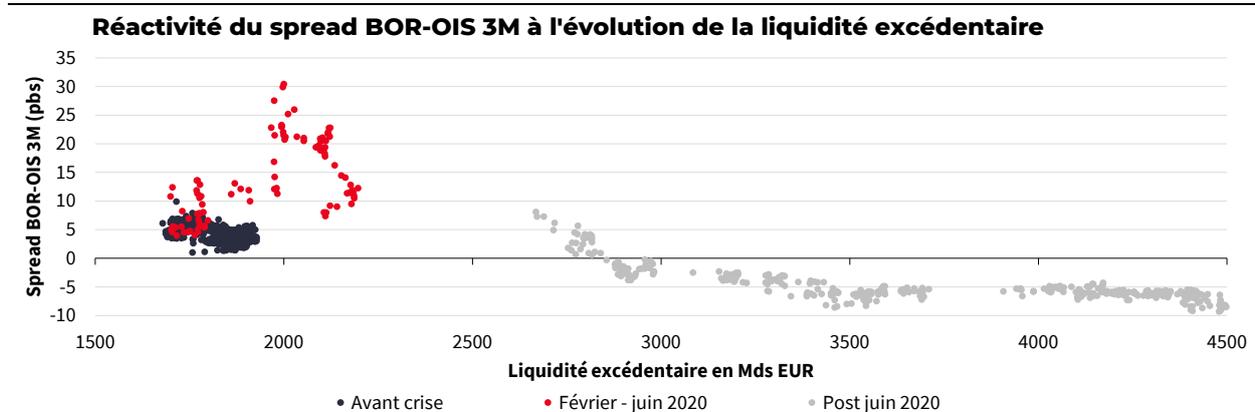
Source : BCE, Refinitiv Datastream, calculs SG Études Économiques et Sectorielles

* Hypothèses : poursuite des achats nets à leur rythme actuel dans le cadre du PEPP (65 Mds EUR par mois) jusqu'en mars 2022 et dans le cadre de l'APP (20 Mds EUR) jusqu'en décembre 2023. Les facteurs autonomes et les réserves obligatoires sont figés.

Ce recul de la liquidité excédentaire induit par le remboursement des TLTRO III pourrait-il provoquer une remontée des taux sur le marché monétaire ? Avec les interventions de la BCE, les taux des EURIBOR à 3 et 6 mois ont fortement diminué. Ces taux servant de référence sur le marché des swap d'intérêt et aux taux bancaires pratiqués aux ménages et aux entreprises, leur évolution est rapidement et largement transmise aux autres agents.

La relation observée entre l'évolution de la liquidité excédentaire et les spread BOR-OIS à 3 mois suggère que les taux amorceraient une remontée dès lors que le montant de liquidité excédentaire passerait sous le seuil de 3 500 Mds EUR, perspective qui n'advierait pas avant 2023 selon le Survey of Monetary Analysts. Le lancement de nouveaux TLTRO par la BCE reporterait très probablement dans le temps la perspective d'une remontée, laquelle sera toutefois aussi influencée par la politique de réinvestissement de la BCE (des actifs achetés dans le cadre de ses programmes) et des perspectives de remontée des taux directeurs.

Graphique 6 – L'Euribor 3M réagirait à une liquidité excédentaire inférieure à 3500 Mds EUR



Source : BCE, Refinitiv Datastream, SG Études Économiques et Sectorielles

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du Chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macro-économique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macro-sectorielle et macro-financière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Evelyne BANH

Asie
+33 1 57 29 37 39
evelyne.banh@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Laurent DEJARDIN-VERKINDER

Analyse macro-sectorielle
+33 1 58 98 40 53
laurent.dejardin-verkinder@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN

Analyse macro-sectorielle
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Simon RAY

Analyse macro-financière, Royaume-Uni
+33 1 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

Analyse macro-sectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Zone euro, Italie, Espagne
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Prévisions économiques mondiales
Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Joe ZAKHIA AL DOUAIHY

Analyse macro-sectorielle
+33 1 58 98 64 87
joe.zakhia-al-douaihy@socgen.com

Stéphanie HUET

Assistante
+33 1 57 29 34 97
stephanie.huet@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | Société Générale Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Société Générale S.A est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités.

Société Générale est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. La nature et l'étendue de la protection des clients peut différer selon que l'entreprise est située au Royaume-Uni ou non. La succursale Londonienne de Société Générale dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la FCA et de la PRA. Des informations détaillées concernant le Régime temporaire de permission, qui permet aux entreprises situées au sein de l'Espace économique européen d'exercer leur activité au Royaume-Uni pour une période limitée en attendant une autorisation complète, sont disponibles sur le site internet de la Financial Conduct Authority.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2021