

n° 02/16, Mars 2016

Les annonces de la BCE sont clairement favorables au marché du crédit en zone Euro

La BCE a annoncé jeudi dernier une série de mesures visant l'intensification de son soutien monétaire à l'économie.

Il s'agit >>>

de l'abaissement des taux

de refinancement et de dépôts à 0% et -0.40% respectivement ;

de l'accroissement du programme

de rachat d'actifs, dont le volume mensuel passera de 60Mds à 80Mds dès avril ;

de l'élargissement de ces rachats

à des titres en euros émis par des entreprises non-financières de notation *investment grade*, à partir de la fin du deuxième trimestre. L'éligibilité en tant que collatéral aux opérations de refinancement de la BCE sera requis, ainsi que d'autres critères encore à définir ;

de l'augmentation à 50%

de la limite d'emprise sur les émetteurs supranationaux ;

du lancement, à partir de juin, de quatre nouvelles tranches de TLTRO (dites TLTRO II) qui permettront aux banques d'obtenir des financements à quatre ans à un taux fixe égal au taux du refinancement normal (aujourd'hui 0%), avec une bonification d'intérêt liée à la production de prêts de l'établissement et permettant d'atteindre au mieux le taux de dépôts (aujourd'hui -0.40%).

Une exposition diversifiée aux risques

22,4%

SENSIBILITÉ ACTION

1,7

SENSIBILITÉ TAUX (DURATION)

1,9

SENSIBILITÉ SPREAD DE CRÉDIT

47%

PART DE L'ALLOCATION EN CONVERTIBLES À FIN 2015

Avec cette annonce qui dépasse les attentes du marché, la BCE efface la déception qu'elle avait causée en décembre et regagne de la crédibilité dans la lutte contre la déflation. Nous en analysons les impacts de marché de la manière suivante :

Ces mesures sont centrées sur la demande intérieure et non extérieure la BCE a marginalement baissé les taux et annoncé qu'elle ne les baisserait probablement plus. Elle n'engage donc pas d'action visant spécifiquement à faire baisser l'euro car elle ne pousse pas les arbitragistes à s'engager dans des *carry trades*.

Ces mesures soulagent le secteur bancaire, très attaqué récemment. D'une part les TLTRO II fournissent de la liquidité aux banques dans des proportions très importantes, réduisant ainsi considérablement leur risque de refinancement. Ainsi, le montant total des opérations pourra atteindre 30% de la base de prêts éligibles (excluant les prêts hypothécaires), soit plus de quatre fois la taille du programme TLTRO I. Ensuite, moyennant des objectifs raisonnables de production de prêts, les banques disposeront d'un financement à taux négatif qui va reconstituer des marges d'intérêt (et compenser les effets du taux de dépôt négatif). Il y a donc une diminution du risque systémique.

Ces mesures participent au soutien des souverains périphériques. En cas d'attaque sur des dettes souveraines, les banques pourront bénéficier des financements à taux nuls au pire pour acheter des titres d'Etat dont la pondération prudentielle est nulle.

Ces mesures visent directement l'économie réelle et le secteur des entreprises, en fournissant des financements à la fois bancaires (TLTRO II) et de marché (rachats d'actifs). Par contagion, les mesures concernant l'*investment grade* toucheront également le reste des émetteurs. Ainsi, le financement bancaire sera stimulé par la bonification d'intérêt des TLTRO II (-0.40% aujourd'hui), entièrement acquise si un établissement excède d'ici à janvier 2018 un volume objectif de production de prêts. En outre, l'impact des rachats de titres d'entreprises par la BCE devrait être significatif sur ce marché, comme il l'a été sur les marchés de dettes publiques.

Ces mesures auront un effet redistributif au sein de la zone euro. Aujourd'hui, les banques *core* ont des dépôts importants à la BCE, tandis que les banques de la périphérie sont des utilisateurs massifs des TLTRO. Les premiers vont subir un coût lié à la baisse du taux de dépôt et les seconds bénéficier de la bonification d'intérêt.

Les détracteurs des mesures non conventionnelles avancent que le problème du marché du crédit tient plus à la demande qu'à l'offre. En tout état de cause, il nous semble que l'action de la BCE est bien adaptée au contexte de la zone euro et qu'elle crée un coussin de demande sur le marché du crédit qui le protégera des fluctuations semblables à celles observées ces derniers mois, en facilitant le refinancement des entreprises. **Ce changement structurel nous semble constituer une opportunité justifiant largement le resserrement des spread observé récemment.**