



TLTRO2, le dernier avant fermeture

Au cours de la semaine écoulée, très calme en termes de données macro, les marchés ont été bien orientés. C'est surtout vrai des marchés émergents, ainsi que, depuis mercredi, du pétrole, de l'or et des métaux qui tous profitent de la baisse du USD. **Les annonces de la Fed ont soulagé les marchés et n'ont finalement pesé que sur le billet vert**, qui a reculé contre toutes devises. Mention spéciale pour les élections hollandaises qui ont rassuré les investisseurs sur le risque politique en Europe.

Comme attendu, le FOMC a relevé le taux des Fed funds de 25pb, dans une fourchette de 0,75% à 1%. La décision a été prise à l'unanimité moins une voix (un seul votant voulait laisser les taux inchangés). **Il y a peu de modifications du côté des prévisions** et les anticipations des membres de la Fed quant aux taux directeurs, **les fameux "dots", semblent inchangées**. Selon la médiane, il y a toujours trois hausses de Fed funds attendues au cours de chacune des années 2017, 2018 et 2019. Paradoxalement, le marché anticipe de moindres hausses, alors que **la distribution autour de la médiane a évolué et montre une légère hausse du risque d'avoir un durcissement plus marqué**.

Cette perception est de moins en moins facile à justifier, sauf à voir le renouvellement des membres du FOMC induire une politique monétaire plus souple. On peut comprendre **la réaction soulagée du marché obligataire** qui pouvait craindre un durcissement du discours de la Fed. Janet Yellen s'est voulue rassurante, toujours soucieuse d'éviter un "accident de marché". Elle a même rappelé que le QE pourrait être remis en place si nécessaire, quoique ce ne soit en aucun cas un instrument habituel de politique monétaire. Elle a précisé que "la normalisation monétaire resterait graduelle" et que **"le niveau d'équilibre des Fed funds est certainement plus bas que celui qui prévalait au cours des décennies antérieures"**, proche de 3% si l'on en croit les dots. Mais Janet Yellen a aussi déclaré que, faute d'élément précis, la politique économique de la nouvelle administration n'avait quasiment pas été prise en compte. Le taux de chômage est attendu par la Fed à 4,5%, en deçà de son niveau d'équilibre de long terme (4,7%), il pourrait même tomber plus bas. **Le relèvement des taux se poursuivra donc à un rythme régulier**, d'autant plus soutenu que l'inflation sous-jacente approche déjà de son objectif.

Jeudi prochain aura lieu **la dernière tranche du TLTRO2 permettant aux banques de se financer auprès de la BCE** dans des conditions particulièrement favorables. En résumé, elles ont accès à un financement à 4 ans dont le taux est au pire de 0% et au mieux de -0,40% si elles parviennent à faire augmenter leurs encours de prêts sous certaines conditions. Le TLTRO2 a débuté il y a près d'un an et, en dépit de ces conditions particulièrement favorables, n'a pour l'instant pas engendré d'intérêt massif auprès des banques. Les banques italiennes ont davantage participé que les autres et ont utilisé ce financement pour rembourser d'autres échéances BCE. Ce jeudi représente la dernière opportunité pour tirer sur cette

source de financement particulièrement attractive, la BCE ayant indiqué qu'elle ne la renouvelerait pas.

Quel sera le montant tiré par les banques ce jeudi ? La plupart des analystes spécialisés pensent que ce montant sera très supérieur aux précédents et évoquent **un ordre de grandeur de 250 à 350 Mds€** nets des remboursements d'autres échéances BCE. Cette estimation est fondée sur deux observations : la capacité théorique maximale de tirage est de l'ordre de 1,1 à 1,2 trillion d'euros ; dans le passé, les banques ont au maximum tiré moins d'un tiers des capacités lorsque les opérations étaient particulièrement attractives, ils retiennent donc un tirage de l'ordre de 25-35% du maximum. Si l'on nette ce quotient des remboursements, on aboutit à cet ordre de grandeur. Par ailleurs les banques n'ont pas nécessairement besoin de financements de taille importante dans une économie européenne toujours un peu molle, et surtout à un moment où elles doivent émettre un nouveau type de dettes senior, les « non preferred senior » qui sont mobilisables pour recapitaliser une institution en cas de difficultés financières aiguës. Enfin, le marché émettait dans le passé quelques doutes sur la solidité d'institutions qui ont trop recours au financement BCE. En conclusion, 300Mds€, ce serait déjà pas mal !

En analysant le contexte actuel, nous allons un cran plus loin, tout en étant conscients de sortir du consensus :

- L'économie européenne repart, les banques peuvent avoir intérêt à avoir des ressources bon marché supplémentaires pour financer l'économie réelle, à commencer par l'immobilier dont la dynamique est repartie notamment en France.
- Elles pourraient également utiliser le TLTRO2, soit en rachetant une partie de leurs propres dettes seniors ce qui améliorerait leurs marges, soit en investissant dans des obligations d'Etats d'Europe du Sud (le 4 ans italien est proche de 1%), ce qui pourrait être le cas notamment pour les banques d'Europe du Sud.
- Si les élections françaises et allemandes se passent bien il est probable que les taux vont remonter. S'assurer un financement à très bon marché pour les quatre prochaines années a, en termes financiers, un intérêt indéniable.
- Si les élections se passaient mal, qui nierait qu'une banque se doit d'avoir un matelas de liquidités maximal.

En bref, **les banques n'ont rien à perdre à utiliser pleinement le TLTRO2**. Nous ne serions donc pas surpris que le tirage excède les 300Mds€ évoqués par les analystes spécialisés.

En termes d'impact de marché, nous pensons qu'il est attractif de se positionner sur les spreads bancaires avant jeudi et sur **les obligations d'Etat dont les rendements sont attractifs sur des maturités inférieures à 4 ans (Italie)**. En effet, il ne nous semble pas que cette hypothèse optimiste soit dans les cours. Sa non réalisation ne serait donc pas négative, alors qu'un tirage plus élevé qu'anticipé pourrait conduire à un resserrement rapide des primes de risque.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 20/03/17 à 16h00*