

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI
Stratège Senior Taux, Amundi Institute

L'essentiel des rachats de TLTRO se concentre en juin 2023

Les TLTRO dans un contexte de normalisation de la politique de la BCE

Le resserrement quantitatif passif de la BCE sera porté par les remboursements et les rachats de TLTRO au cours des prochains trimestres. Pour l'heure, les banques ont remboursé une petite partie des liquidités et la décision récente de la BCE quant à la rémunération des excédents de réserve a contribué à maintenir l'abondance des liquidités permettant d'assurer une transmission harmonieuse de sa politique monétaire.

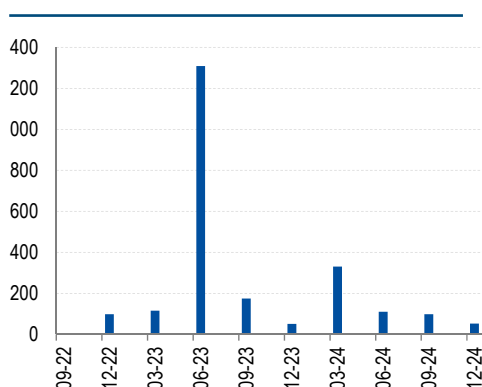
Rôle des TLTRO en matière d'excès de liquidités dans la zone euro et remboursements prévisionnels

Le recours aux TLTRO a joué un rôle important dans l'augmentation du bilan de la BCE après la crise provoquée par la pandémie et représente environ 40 % de l'augmentation globale enregistrée depuis février 2020, le reste étant lié au dispositif d'assouplissement quantitatif, principalement par le biais du PEPP. Dans ce contexte, l'excédent de liquidité de la zone euro a augmenté de 2 800 milliards d'euros, ce qui correspond à environ 70 % de l'expansion de son bilan.

Avant la pandémie, l'encours des TLTRO s'élevait à quelque 600 milliards d'euros, liés pour l'essentiel à des besoins de financement. L'augmentation de 1 600 milliards d'euros qui a suivi est probablement due, pour 25 à 30 % environ à l'augmentation des besoins de financement liée aux activités de prêt, aux achats d'obligations d'État et au remplacement des emprunts non garantis existants par des liquidités au titre du TLTRO, la partie restante étant apparemment liée à des emprunts opportunistes. En effet, les conditions très attractives liées aux nouvelles opérations ont contribué à atténuer le coût des taux négatifs dans un contexte de hausse des réserves excédentaires.

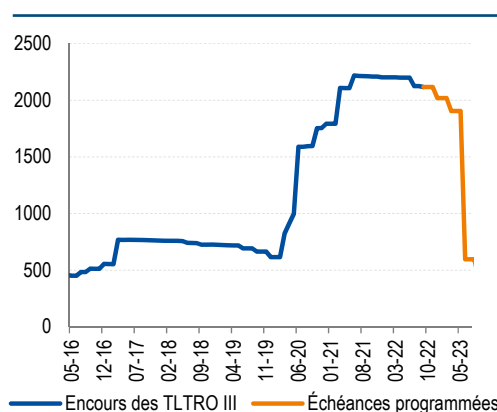
Le resserrement quantitatif passif de la BCE sera porté par les remboursements et les rachats de TLTRO au cours des prochains trimestres : le calendrier des échéances présenté dans le graphique ci-dessous indique que les plus gros volumes sont attendus en juin 2023. D'ici là, les remboursements anticipés de TLTRO seront un déterminant clé de l'excès de liquidité dans la zone euro. Le graphique de droite ci-dessous montre l'évolution de l'encours des TLTRO en fonction des échéances existantes et en l'absence de tout remboursement anticipé significatif. La première date à laquelle les banques ont choisi de rembourser partiellement leurs liquidités est juin 2022. Après cette date, la possibilité de remboursement anticipé se fait sur une base trimestrielle. En juin, les banques ont remboursé une très petite quantité de liquidités, environ 75 milliards d'euros, car la réorientation rapide de la politique monétaire de la BCE et le début de la normalisation des taux les ont incitées à stabiliser le volume de leurs encours. Les enquêtes menées par la BCE auprès des banques de la zone euro montrent également que la tendance des prévisions de remboursement a changé de manière significative. En effet, l'incertitude croissante quant aux perspectives économiques et le risque

1/TLTRO III : volume par date d'échéance, en milliards d'euros



Source: Bloomberg, Amundi Institute.
Données au 30 septembre 2022.

2/TLTRO de la BCE : scénario de volume d'encours en l'absence de remboursements anticipés, en milliards d'euros



Source: Bloomberg, Amundi Institute.
Données au 30 septembre 2022.

THÉMATIQUE

accru de fragmentation ont, dans un premier temps, conduit certains intermédiaires financiers à s'abstenir de procéder à des remboursements anticipés et à reporter leurs remboursements. Par la suite, le relèvement anticipé des taux de la

BCE en juillet et l'accélération du cycle haussier attendu ont encore davantage dissuadé les banques de procéder à des remboursements anticipés.

Liquidités excédentaires abondantes dans un contexte d'anticipation des hausses de taux

Contrairement aux cycles haussiers précédents, celui-ci, outre son caractère offensif en termes de concentration des hausses en début de cycle, s'inscrit également dans un contexte d'abondance des excédents de liquidités et de passage rapide des taux au-dessus de zéro après plusieurs années en territoire négatif. Ainsi, après avoir maintenu son taux de dépôt en dessous de zéro pendant huit ans, la BCE l'a finalement ramené à zéro en juin, avant de le faire passer en territoire pleinement positif avec une hausse de 75 points de base de ses taux directeurs en septembre.

En termes de mise en œuvre de la politique monétaire, le retour du taux de dépôt en territoire positif pourrait avoir des répercussions importantes sur la transmission de la politique monétaire. Celles-ci seront fonction de la gestion par la BCE de la rémunération des réserves excédentaires des banques dans un premier temps, puis des autres dépôts au

niveau de l'Eurosystème, notamment ceux des gouvernements. De fait, les TLTRO, en plus d'augmenter considérablement les excédents de liquidités des banques, ont plus que doublé les dépôts des gouvernements par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, ceux-ci dépassant récemment les 500 milliards d'euros. Dans le contexte actuel de pénurie de garanties et d'excès considérables de liquidités redéposées à la BCE, la réduction de la rémunération des réserves pourrait avoir des répercussions importantes sur les obligations à court terme et les mises en pension. La demande de rendement pourrait en effet conduire les banques (ainsi que les États) à investir au moins une partie de leurs excédents de liquidités en instruments du marché monétaire, ce qui contribuerait à alimenter les pressions dans un contexte de normalisation des taux directeurs et aurait probablement un impact sur les spreads des échanges sur actifs à court terme qui ont déjà augmenté au cours des derniers mois.

La dernière décision de la BCE sur la rémunération des réserves excédentaires tient compte de l'environnement actuel

Lors de sa réunion de septembre (à l'occasion de laquelle le taux de dépôt est finalement passé en territoire positif à 75 pb), la BCE a décidé de mettre fin au système de rémunération à deux paliers en ramenant le multiplicateur à zéro, mais n'a pas modifié la rémunération des réserves bancaires excédentaires. Ce point est important au vu des orientations prospectives sur les hausses à prévoir lors des prochaines réunions et implique que l'intégralité des réserves excédentaires détenues à la fois en dépôt à la BCE et sur le compte courant de la BC sera rémunérée au taux de dépôt. Selon le communiqué, **« suite au relèvement du taux de la facilité de dépôt au-dessus de zéro, le système à deux paliers pour la rémunération des réserves excédentaires n'est plus nécessaire. Le Conseil des gouverneurs a donc décidé aujourd'hui de suspendre le système à deux paliers en fixant le multiplicateur à zéro »**. Lors de cette même réunion, la BCE a réitéré ses messages précédents concernant les opérations de refinancement : **« Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement des banques et de veiller à ce que l'arrivée à échéance des opérations effectuées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave**

pas la bonne transmission de sa politique monétaire ». Après ces déclarations et comme l'a laissé entendre la conférence de presse de Mme Lagarde, il est probable qu'une revue soit menée prochainement, notamment sur les conditions générales des TLTRO. La décision de mettre fin au système des paliers semble, à ce stade, réduire la probabilité d'inversement des paliers pour réduire la rémunération des réserves excédentaires. En levant une partie des incertitudes à court terme, cette décision a contribué à limiter le remboursement des emprunts sous forme de TLTRO à la fin du mois de septembre, ce qui, en définitive, favorise les conditions de liquidité actuelles. Selon nous, cette décision pourrait avoir pour objectif de réduire les risques en matière de transmission de la politique monétaire sur le segment court de la courbe, en apportant un certain soulagement au marché des mises en pension qui était devenu plus cher en raison d'un fort élargissement des spreads des échanges sur actifs à court terme. Cette dernière décision de la BCE semble donc cohérente avec les besoins saisonniers de liquidités au quatrième trimestre dans le contexte actuel de pénurie de garanties.

La récente décision de la BCE sur la rémunération des excès de liquidité vise probablement à réduire les risques pour la transmission de la politique monétaire dans le segment court de la courbe

Achévé de rédiger le 3 octobre 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 6 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 10 octobre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

Contributeurs Plateformes d'investissement

LEMONNIER Patrice, *Responsable Actions, Marchés émergents*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
CARULLA Pol, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PERRIER Tristan, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HERVÉ Karine, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

STRIGO Sergei, *Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents*

FIOROT Laura, *Responsable Investment Insights & Client Division*
DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*