

BCE accommodante : un peu de répit pour le secteur bancaire



Didier Borowski
Responsable de la
Recherche
Macroéconomique



Hervé Boiral
Responsable Gestion
Euro Crédit



Kasper Elmgreen
Directeur de la
Gestion Actions

- La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé une **nouvelle série d'opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO) qui seront lancées en septembre 2019 et a modifié sa forward guidance, en s'engageant à ne pas relever les taux cette année.**
- **Économie de la zone euro** : la BCE a abaissé ses prévisions relatives à l'inflation et à la croissance du PIB en 2019/2020, indiquant que les risques restaient orientés à la baisse. Les perspectives économiques se sont considérablement détériorées depuis le mois de décembre. Nous restons convaincus que la demande intérieure (en particulier la consommation) restera soutenue par la bonne tenue du marché du travail, par la forte croissance des revenus et par le niveau de souplesse de la politique monétaire. Par conséquent, nous pensons que **la croissance gagnera progressivement en puissance d'ici la fin de l'année.** Toutefois, l'inflation sous-jacente devrait rester nettement inférieure à la cible de 2 % et les risques orientés à la baisse, surtout à court terme. Cela justifie pleinement la position conciliante adoptée par la BCE.
- **Tableau obligataire** : ce nouveau TLTRO avait déjà, dans une certaine mesure, été pris en compte par les porteurs d'obligations et les investisseurs en euros. Une réaction supplémentaire pourrait être attendue en fonction de son ampleur et/ou de son coût. Dans le meilleur des scénarios, ce TLTRO devrait profiter aux banques périphériques, en particulier les banques italiennes.
- **Tableau actions** : le TLTRO III devrait réduire les risques de « falaise de financement » et de contraction de l'économie pour les banques les plus faibles du sud de l'Europe en leur assurant un accès à des liquidités à des conditions avantageuses, et prévenir ainsi tout désendettement inutile et toute contraction du crédit. Toutefois, les conditions annoncées sont moins intéressantes qu'initialement prévu et moins généreuses que celles de l'opération précédente. Cette mesure pourrait n'apporter qu'un soulagement partiel au secteur bancaire dont les valorisations sont faibles et les risques encourus importants, notamment sur le plan économique.
- **Nous restons prudents à l'égard des banques d'investissement européennes, car nous pensons que leur modèle économique est structurellement remis en question.** Nous préférons donc les banques dont les activités sont principalement axées sur les particuliers, celles-ci étant mieux positionnées pour offrir une meilleure performance du capital, corrigée du risque. Compte tenu des perspectives incertaines, des risques pouvant découler du cycle économique ou d'éventuels nouveaux litiges (par exemple blanchiment d'argent), les investisseurs devraient privilégier les banques disposant de niveaux de solvabilité solides et en mesure de générer des niveaux élevés de capital en interne.

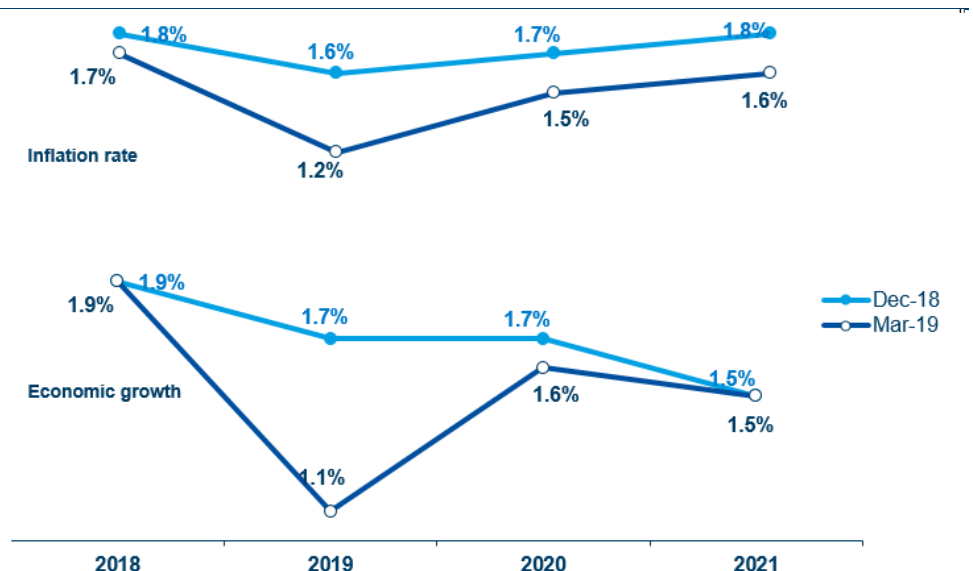
Que pensez-vous de l'économie de la zone euro et comment interprétez-vous la révision de la croissance et de l'inflation par la BCE ?

Les perspectives économiques se sont considérablement détériorées en zone euro depuis le mois de décembre. Malgré une reprise enclenchée bien après celle des États-Unis, le ralentissement amorcé par les économies de la zone euro (ZE) au second semestre 2018 est beaucoup plus prononcé que dans les autres économies. Plusieurs facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la croissance en zone euro. Ainsi, l'Allemagne a failli tomber en récession au 4^e trimestre en raison d'un ralentissement brutal du commerce mondial, de perturbations dans le secteur automobile causées par la mise en place de nouveaux tests de pollution et de la faiblesse du secteur manufacturier mondial. Les perspectives en Italie se sont également considérablement détériorées, principalement pour des raisons domestiques. Selon nous, le choc subi par le secteur manufacturier en zone euro à la fin de 2018 a été nettement sous-estimé par la plupart des économistes ainsi que par le personnel de la BCE.

Comme la plupart des économistes, nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance du PIB pour la zone euro au cours des six derniers mois et **prévoyons désormais une croissance de 1,2 % et 1,5 % en 2019 et 2020**. Un peu plus pessimiste que nous dans ses perspectives intermédiaires publiées le 6 mars, l'OCDE anticipe une croissance de 1,0 % et 1,2 % pour 2019 et 2020. Sans surprise, la BCE a également révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB, passant de 1,7 % et 1,7 % pour 2019 et 2020 à 1,1 % et 1,6 %, ce qui est proche de nos propres prévisions (1,2 % et 1,5 %). Les perspectives relatives à l'inflation sous-jacente ont également été sensiblement revues à la baisse, passant de 1,4 % et 1,6 % à 1,2 % et 1,4 %, ce qui est nettement inférieur à la cible de 2 %. Même les prévisions d'inflation sous-jacente pour 2021 ont été révisées à la baisse, passant de 1,8 % à 1,6 %. Cette évolution significative justifie la position très conciliante adoptée par la BCE. De fait, ces dernières années, les modèles d'inflation n'ont pas réussi à prévoir correctement la trajectoire de l'inflation. La BCE reconnaît maintenant que l'inflation restera en deçà de son objectif plus longtemps que prévu.

En ce qui concerne l'activité économique, **les statistiques récentes font état d'une croissance encore faible au 1^{er} trimestre, mais les dernières données des indices des directeurs d'achats pointent vers une stabilisation dans le secteur des services**, plus sensible à la demande intérieure qu'au commerce mondial.

Projections macroéconomiques de la BCE : croissance et inflation revues à la baisse



Source : BCE au 7 mars 2019.

« **Nous attendons une croissance de 1,2 % et 1,5 % en 2019 et 2020 mais, à court terme, les risques restent orientés à la baisse.** »

Nous restons convaincus que la demande intérieure (en particulier la consommation) restera soutenue par la bonne tenue du marché du travail, par la forte croissance des revenus et par le niveau de souplesse de la politique monétaire. **Nous pensons que la croissance gagnera progressivement en puissance d'ici la fin de l'année.** En revanche, à court terme, l'incertitude risque de rester élevée (Brexit, élections européennes, commerce mondial). Dans ce contexte, les risques pesant sur la croissance restent orientés à la baisse. Le scénario de base de la BCE est, au fond, le même que le nôtre avec un profil de croissance similaire - l'important étant que, même en cas d'accélération de la croissance du PIB, la BCE devrait attendre avant de passer à l'action.

Quelle évolution pour la politique de la BCE ?

Compte tenu de l'environnement incertain, la BCE a maintenu son évaluation des risques (orientée à la baisse) et a, en outre, annoncé une nouvelle série de TLTRO trimestriels lancés en septembre 2019 et se terminant en mars 2021. Les TLTRO III auront une échéance de deux ans et non de quatre comme les TLTRO II annoncés en mars 2016 et lancés en juin 2016.

D'après la BCE, « ces nouvelles opérations contribueront à préserver les conditions favorables du crédit bancaire et la fluidité de la politique monétaire. Dans le cadre des TLTRO III, les contreparties pourront emprunter jusqu'à 30 % de l'encours des prêts éligibles au 28 février 2019, à un taux indexé sur le taux d'intérêt des principales opérations de refinancement pendant la durée de chaque opération. Comme le programme TLTRO existant, les TLTRO III comporteront des incitations intégrées pour que les conditions de crédit restent favorables. »

Ces nouveaux emprunts seront implicitement assortis d'un **taux variable lié à la principale opération de refinancement, actuellement fixé à zéro, ce qui signifie que ce taux pourra évoluer sur la période.** Il s'agit là d'une différence essentielle par rapport au mécanisme des TLTRO II dans le cadre desquels « les contreparties qui dépassent l'étalon de référence en matière de crédit (pourraient) emprunter à un taux qui (pourraient) être aussi bas que le taux des dépôts au moment de l'adjudication ». Les modalités précises n'ont pas encore été publiées. **Cette décision devrait alléger la charge pesant sur le secteur bancaire,** en particulier dans les économies du sud de la zone euro, notamment en Italie. L'annonce de nouveaux TLTRO était largement attendue et avait, dans une certaine mesure, été pré-annoncée ces dernières semaines. Toutefois, le doute planait encore sur ses spécificités. Le fait qu'ils soient lancés en septembre plutôt qu'en juin, comme anticipé, est quelque peu surprenant, mais ne change pas la donne.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la BCE a également modifié sa *forward guidance*, s'attendant à ce que les taux « restent à leurs niveaux actuels, au moins jusqu'en fin 2019, et, en tout état de cause, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une convergence soutenue de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches, de 2 % à moyen terme ».

Ceci nous conforte dans l'idée que la BCE dispose d'une marge de manœuvre très limitée compte tenu de la faible dynamique de croissance, de la faible inflation et des niveaux de risque élevés (Brexit, tensions commerciales, risques géopolitiques).

Il est intéressant de noter que la BCE n'a laissé aucune place à une éventuelle hausse, même technique, de son taux de dépôt au second semestre, ce qui souligne la posture très conciliante de la BCE à l'égard des marchés aujourd'hui.

Au final, elle confirme notre point de vue selon lequel **la BCE ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour normaliser sa politique monétaire et devrait maintenir ses taux directeurs inchangés même en 2020.**

Quels effets des mesures de soutien sur le marché obligataire européen ?

Les marchés parlent... mais la BCE agit : la rumeur se confirme. L'état de l'économie européenne se dégrade progressivement, les prévisions concernant l'inflation globale sont à la baisse et la prochaine grande mesure de la BCE se confirme avec l'annonce d'une troisième salve de TLTRO. Elle visera à encourager les banques commerciales de la zone euro à emprunter à des conditions très favorables, confirmant ainsi la BCE dans son rôle de principal fournisseur de liquidités.

« La BCE n'a laissé aucune place à une éventuelle hausse, même technique, de son taux de dépôt, ce qui souligne la posture conciliante de la BCE à l'égard des marchés. »

Ce nouveau TLTRO avait déjà, dans une certaine mesure, été pris en compte par les porteurs d'obligations et les investisseurs en euros. **Un effet supplémentaire pourrait être attendu en fonction de son ampleur et/ou de son coût.** Dans le meilleur des scénarios, **ces TLTRO devraient profiter aux banques périphériques**, en particulier les banques italiennes, qui avaient déjà été les principales bénéficiaires des TLTRO II, mais devraient également profiter à l'ensemble du marché du crédit.

Si la croissance économique européenne devait montrer des signes d'un ralentissement important ou d'une grave récession plus tard dans l'année, conduisant à un élargissement significatif des spreads, la BCE envisagerait sans doute un nouvel assouplissement quantitatif en rouvrant son programme d'achat au secteur privé. Ceci favoriserait à nouveau le crédit en général mais, en parallèle, soulignerait une tendance plus baissière. Notre scénario de base n'anticipe pas encore une telle éventualité.

« Il y a plus de 1 800 milliards d'euros d'excédent de liquidité auprès de la BCE à -40 pb, ce qui coûte environ 7 milliards d'euros par an au secteur bancaire. »

Le taux des dépôts devrait rester négatif pour le moment. Quel impact sur les bénéficiaires des banques ?

Les bilans des banques ne sont pas destinés à faire face à des taux de dépôt négatifs qui limitent la capacité du secteur à couvrir le coût de son capital, car il est difficile pour les banques de la zone euro de répercuter celui-ci sur la clientèle de détail. À l'heure actuelle, il y a plus de 1 800 milliards d'euros d'excédent de liquidité auprès de la BCE à -40 pb, ce qui coûte environ 7 milliards d'euros par an au secteur bancaire. Toutefois, de façon plus générale, ces taux de dépôt négatifs permettent de maintenir les taux d'intérêt du marché à un niveau faible. Si les autorités ont souligné les avantages pour le secteur d'un environnement de taux bas, notamment l'amélioration de la qualité des actifs et le peu de défauts de paiement, ainsi que les gains provenant des portefeuilles obligataires qui ont renforcé les ratios de solvabilité, celui-ci s'accompagne d'un impact négatif important sur les recettes et pèse sur la rentabilité. En 2018, le secteur bancaire a fortement sous-performé l'indice européen global et a pesé sur la performance relative des actions européennes par rapport aux principaux indices des marchés développés.

Excédent de liquidité et taux de dépôt des banques européennes



Source : Bloomberg au 7 mars 2019.

Quel sera l'impact des TLTRO sur les banques européennes ? Quelles régions/types de banques en bénéficieront le plus ?

Le nouveau TLTRO III réduit les risques d'une « falaise de financement » pour les banques européennes les plus faibles en leur assurant un accès relativement bon marché aux liquidités, évitant ainsi tout désendettement forcé et toute contraction du crédit. Toutefois, les conditions annoncées aujourd'hui sont moins intéressantes qu'initialement prévu, avec notamment une durée moindre et un coût plus élevé et sont moins généreuses que celles de l'opération précédente, TLTRO II. Toutefois, de plus amples détails sur la structure tarifaire des TLTRO III devraient être fournis lors de la réunion d'avril de la BCE, avec d'éventuelles incitations pour

les banques afin d'améliorer les conditions de crédit. Dans l'ensemble, nous pensons que le resserrement des conditions du nouveau régime limitera la capacité des banques à compléter leurs revenus par des « opérations de portage » via l'achat d'obligations souveraines pour dynamiser les rendements. Ceci devrait avoir une incidence sur le succès du nouveau mécanisme TLTRO III, car les banques européennes les plus solides ne devraient pas renouveler la majeure partie de leurs TLTRO existants.

Où voyez-vous des opportunités dans le secteur financier européen ?

Le secteur a fait l'objet d'une importante correction l'an dernier, principalement en raison de facteurs politiques et macroéconomiques qui ont affecté le moral des investisseurs. En effet, la corrélation entre les banques italiennes et les détentions de BTP tend à s'accroître en période de tensions politiques, ce qui pèse sur le secteur bancaire au sens large.

En outre, de nouveaux cas de blanchiment d'argent affectant les banques nordiques ont ébranlé la confiance dans le secteur en raison des risques croissants de litiges. Les facteurs politiques resteront sur le devant de la scène dans les semaines à venir, mais des circonstances plus favorables pour le secteur pourraient se concrétiser après les élections européennes et dans le cas d'un accord sur le Brexit. **En l'absence d'une détérioration sensible de la conjoncture économique, nous pourrions voir le secteur bancaire sortir de l'actuelle phase de morosité.**

Toutefois, il faudra mettre l'accent sur la sélection « bottom-up », car les risques sont encore importants (ralentissement économique/politique). Cela dit, nous croyons que des valorisations attrayantes peuvent représenter une opportunité d'accroître l'exposition à des banques fondamentalement sous-évaluées dont les bilans sont de grande qualité et qui sont capables d'offrir de bons rendements et une rentabilité des capitaux propres honorables. D'un point de vue *bottom-up*, nous restons prudents à l'égard des banques d'investissement européennes, car nous pensons que leur modèle économique est structurellement remis en question. Nous préférons donc les banques dont les activités sont principalement axées sur les particuliers, celles-ci étant mieux positionnées pour offrir une meilleure performance du capital, corrigée du risque. Compte tenu des perspectives incertaines, des obstacles pouvant découler du cycle économique ou d'éventuels nouveaux litiges (par exemple blanchiment d'argent), nous privilégions les banques disposant de niveaux de solvabilité solides et qui sont en mesure de générer des niveaux élevés de capital en interne.

« Nous pensons que des valorisations attrayantes peuvent représenter une opportunité d'augmenter l'exposition à des banques fondamentalement sous-évaluées. »

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Définitions

- **Bêta** : le bêta mesure la sensibilité d'un investissement (sa volatilité) en cas de mouvements du marché représentés par un indice. Un bêta de 1 signale que le prix du titre a la même volatilité que le marché. Un bêta inférieur à 1 signifie que le titre a été moins volatil que le marché. Un bêta supérieur à 1 indique que le prix du titre a été plus volatil que le marché.
- **Corrélation** : degré de variation des actifs ou des prix des classes d'actifs les uns par rapport aux autres. La corrélation varie de -1 (toujours dans la direction opposée) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours dans la même direction).
- **TLTRO** : les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) sont des opérations de l'Eurosystème qui permettent le financement d'établissements de crédit sur une période donnée.

Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 7 mars 2019.

La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de protéger contre une perte.

Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles des auteurs et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. 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 opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions 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. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation : 8 mars 2019.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements