

4 May 2020 /// #06 Podcast - The limits of the banking channel

INTRO

Comme prévu, les publications de la semaine dernière ont confirmé la baisse du PIB partout dans le monde au cours du premier trimestre. Mais nos inquiétudes concernant les réactions disparates entre les pays se confirment.

Les enquêtes et les données sur le crédit suggèrent que la transmission de la politique monétaire fonctionne bien dans la zone euro.

La BCE a choisi la semaine dernière de se concentrer à nouveau sur le canal bancaire. Elle sera bientôt obligée d'avoir "la conversation" sur la manière de soutenir les États souverains de manière plus durable.

A la fin de ce podcast, nous jetterons un coup d'œil, comme chaque lundi, sur les événements à suivre cette semaine.

Merci beaucoup d'être avec nous, nous sommes le lundi 4 mai, je suis Gilles Moëc et vous écoutez Macrocast.

Mashup Christine Lagarde

La Banque centrale européenne continue d'affiner sa réponse d'urgence en temps réel, et comme vous venez de l'entendre, Christine Lagarde a fait preuve d'une grande... "Flexibilité" dans son exercice de questions-réponses de jeudi dernier. Pourtant, les annonces de la BCE étaient concrètes pour les banques - une nouvelle baisse du taux d'intérêt des opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO) et la création d'une nouvelle facilité de prêt à taux d'intérêt négatif, l'opération de refinancement à long terme en cas d'urgence pandémique (PELTRO) - alors que nous n'avons eu que des allusions, bien qu'assez claires, à la possibilité d'augmenter en taille et en durée le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP). Nous ne nous attendions à rien sur ce dernier (la décision de S&P de maintenir le statut « investment grade » de l'Italie leur a laissé une certaine marge de manœuvre), mais nous avons été un peu surpris par leur regain d'intérêt pour le canal bancaire. Dans l'ordre des priorités, nous pensons que la clarification du montant et de la durée du soutien aux États souverains l'emportera sur l'amélioration des conditions de liquidité pour les banques.

L'enquête sur les prêts bancaires publiée la semaine dernière et menée entre le 19 mars et le 3 avril, alors que la quasi-totalité de la zone euro était en état de blocage, a reflété sans surprise une hausse très significative de la demande de crédit par les entreprises, atteignant son plus haut niveau depuis 2006, et le plus haut depuis la création de l'enquête en 2003 pour les prêts à court terme, les entreprises essayant de combler le « trou » (espérons-le)

temporaire dans les flux de trésorerie. Les banques s'attendent à ce que cette tendance se poursuive, car la composante "demande de crédit anticipée" a atteint un niveau record. Plus surprenant peut-être, la composante "condition de crédit" n'a pas reflété de resserrement significatif du côté de l'offre et les banques s'attendent même à un relâchement net dans les mois à venir. Moins de 10 % des banques ont signalé une augmentation nette de leur taux de rejet des demandes de prêts des entreprises.

À première vue, cela semble indiquer qu'il n'y a pas de menace pour l'octroi de crédits, du moins pour le moment. Le flux mensuel de prêts au secteur privé en mars a été de loin le plus élevé jamais enregistré, alors qu'il reste une grande marge de manœuvre dans le montant cumulé de la dette que les différents gouvernements de la zone euro ont annoncé être prêts à garantir. Nous estimons que les flux de trésorerie des entreprises ont diminué d'environ 120 à 150 milliards d'euros pendant les deux semaines de blocage du mois de mars. Le flux de nouveaux prêts aux entreprises (115 milliards d'euros) a été presque suffisant pour couvrir ce déficit - alors que nous savons qu'au même moment les gouvernements apportaient un soutien important (par exemple par le biais du chômage partiel). En fait, alors que les entreprises s'endettaient, elles accumulaient également des liquidités, puisque leurs dépôts bancaires ont augmenté de 100 milliards d'euros en mars. Il est probable que les entreprises ont utilisé leurs lignes de crédit de manière anticipée pour les couvrir jusqu'au deuxième trimestre et peut-être même au-delà.

L'action antérieure de la BCE - et plus précisément la première augmentation de la générosité sur le TLTRO annoncée le 12 mars - a clairement joué un rôle important à cet égard. L'enquête sur les prêts bancaires suggère une appréciation croissante par les banques du soutien accordé par les TLTRO. 48 % des banques interrogées s'attendent désormais à ce que le mécanisme contribue à leur volume d'origination de prêts aux entreprises, contre 2 % en janvier.

Cela suggère qu'il n'y avait pas de besoin urgent de rendre la TLTRO encore plus généreuse la semaine dernière. Alors que seulement 32 % des banques de l'échantillon du BLS ont participé à l'opération de mars, 51 % ont déclaré leur intention de participer à la prochaine opération avant même d'avoir connaissance des dernières concessions de la BCE.

Il semble que la BCE choisisse une approche "mieux vaut prévenir que guérir" et bien sûr, la baisse supplémentaire du coût du TLTRO aidera encore, car les banques seraient soit incitées à prêter davantage (grâce à une augmentation de leurs marges), soit à réduire le taux d'intérêt de leurs prêts, soutenant ainsi les entreprises.

Le soutien de la BCE par l'apport de liquidités à moyen terme à très bon marché est un facteur clé de l'offre soutenue de crédit, mais ce n'est pas une condition suffisante. En effet, des liquidités bon marché - contre lesquelles il faut nantir des garanties - ne permettent pas de s'assurer contre le risque de crédit.

Nous pourrions voir deux explications non mutuellement exclusives derrière l'absence de durcissement des conditions de crédit. Premièrement, les banques pensent sincèrement que nous sommes confrontés à un choc temporaire ayant peu de conséquences à moyen terme sur la solvabilité des entreprises. Deuxièmement, que les garanties offertes par les

gouvernements rassurent suffisamment le secteur bancaire. Nous faisons davantage confiance au second qu'au premier.

L'un des principaux avantages d'une garantie d'État sur un prêt n'est pas seulement qu'elle apporte un soutien efficace en cas de défaillance de l'emprunteur, mais aussi qu'elle protège immédiatement le ratio de fonds propres des banques. En effet, les banques peuvent substituer à la pondération du risque appliquée à l'emprunteur celle du garant (pour la part du prêt qui est garantie). Heureusement, le régulateur européen a jusqu'à présent résisté aux appels à l'introduction d'une pondération de risque non nulle pour les souverains.

Mais bien sûr, le fait de garantir massivement la dette des entreprises a déclenché un énorme transfert de risque des banques vers les Etats souverains. À lui seul, le gouvernement italien a promis des garanties de 400 milliards d'euros par différents canaux, soit près d'un quart de son PIB. L'augmentation de leurs engagements conditionnels devrait normalement entraîner une hausse des coûts de financement, d'autant plus que la garantie des prêts bancaires n'est qu'un aspect de leur effort pour assurer la survie du secteur des entreprises et que les déficits budgétaires vont s'accroître massivement. En fin de compte, nous avons donc besoin d'une succession de mesures de soutien interconnectées : les banques soutiennent le secteur des entreprises avec des prêts d'urgence, l'État soutient les banques avec des garanties et la BCE soutient les gouvernements avec un assouplissement quantitatif.

Cependant, nous avons fait valoir la semaine dernière que le soutien de la BCE n'est pas infini. Il est vrai que la banque centrale est certainement ouverte à la modification de la taille ou de la durée du PEPP, ainsi qu'à la modification de la règle d'éligibilité pour rendre explicite le fait que les "anges déchus" pourraient toujours être achetés par la banque centrale s'ils devaient perdre leur statut « investment grade ». À en juger par les questions-réponses de Christine Lagarde et le blog de Philip Lane le jour suivant, ils sont prêts à agir. Pourtant, certaines questions épineuses ne peuvent pas être éludées éternellement. La limite de 33 % pour les émetteurs peut-elle être contournée ? Si l'usage de la clef de capital de la BCE pour la répartition des achats peut être suspendue pour les flux mais pas sur les stocks - ce qui implique une re-convergence à un moment donné - comment les États les plus fragiles peuvent-ils être protégés pendant longtemps, à moins que la BCE n'ait l'intention de poursuivre le PEPP bien au-delà de décembre 2020 et de le réinvestir sur une longue période ?

Une des tentations serait de boucler la boucle et d'aider les banques à soutenir les Etats, en un mot devenir le "soutien de leur propre soutien". Ce que la BCE ne pourrait pas faire directement au-delà d'un certain seuil, elle pourrait pousser les banques à le fournir. C'est une explication populaire depuis jeudi, mais nous pensons que les conditions pour que cela fonctionne ne sont pas réunies. Nous préférons l'interprétation selon laquelle se concentrer sur les banques d'abord et les Etats souverains ensuite est ce qui pose le moins de problèmes politiquement et juridiquement.

Lorsque votre humble serviteur passait le concours e la Banque de France - il y a quelques couches géologiques - la clé du succès était la maîtrise d'un livre épais de Jean-Pierre Patat (alors directeur des statistiques monétaires de la Banque) intitulé "Monnaie, systèmes

financiers et politique monétaire". Son approche était souvent historique. En bref, son récit explique comment la France et la plupart des autres économies européennes sont progressivement sorties d'une gestion financière fortement réglementée, orientée vers le financement de l'Etat, héritage de la Seconde Guerre mondiale, pour adopter une approche décentralisée et fondée sur le marché. Les similitudes entre certains des aspects les plus baroques des années 1950 et les discussions politiques actuelles sont troublantes, mais finalement trompeuses.

En 1944, la Banque de France s'était vue accorder la possibilité de refinancer certaines catégories de prêts d'une durée maximale de 5 ans, généralement garanties par des entités paragouvernementales car elles contribuaient à la reconstruction du pays. Cela ressemble beaucoup au refinancement de prêts "d'urgence pandémique" garantis par l'Etat par le biais d'un TLTRO. Rien de nouveau sous le soleil. Mais surtout, les banques françaises n'étaient pas libres d'investir leurs liquidités excédentaires comme elles l'entendaient. Elles étaient en effet obligées de financer le gouvernement à un taux d'intérêt fixé administrativement, souvent négatif en termes réels (au départ, 20 % de la croissance de leur base de dépôts devait être investie dans la dette publique). C'était l'incarnation de la "répression financière" à laquelle nous avons fait allusion il y a quelques semaines dans Macrocast.

Avançons rapidement jusqu'en 2020. Les liquidités créées par les TLTRO pourraient-elles trouver le chemin de la dette publique ? Une partie l'est déjà, sans doute. En effet, les banques augmentent spontanément leurs participations dans les gouvernements. En mars, elles ont également atteint leur plus haut niveau depuis la création de la série en 2003. Il est intéressant de noter qu'elles se sont élevées à 127 milliards d'euros, soit un peu plus que les achats nets effectués par la BCE dans le cadre du Programme d'achat du secteur public et du PEPP au cours des quatre dernières semaines.

Néanmoins, deux obstacles entraveraient la création d'une solide "boucle banques/Etats souverains" financée par les liquidités de la banque centrale.

Premièrement, les banques ont accès à un substitut sans risque aux obligations d'Etat : la détention de réserves excédentaires à la banque centrale. En poussant le taux de financement des banques en dessous du taux de dépôt par le biais des TLTRO, la BCE soutient la rentabilité des banques et donc éventuellement leur volonté de prêter, mais cela signifie aussi que les établissements de crédit gagneront un « carry trade » de 50 points de base en plaçant le produit des TLTRO sur leur compte à la banque centrale. Bien sûr, ils gagneraient une marge encore plus importante en investissant leurs liquidités dans des obligations d'Etat, au moins dans la périphérie, mais ils prendraient alors un risque en capital qui ne peut être ignoré étant donné les récentes fluctuations du marché.

Deuxièmement, l'allègement significatif du coût de financement global des gouvernements impliquerait de pousser les banques vers la partie longue de la courbe (l'échéance moyenne de la dette publique italienne est de 7,3 ans par exemple). Malgré sa prolongation d'un an, la durée du TLTRO est de trois ans. Les banques prendraient un risque de décalage des échéances en "transformant" l'argent du TLTRO en obligations à plus long terme. La réaction du marché après les annonces de la BCE la semaine dernière a été assez révélatrice. Alors que

le rendement italien à 3 ans a baissé d'environ 10 points de base, le rendement à 10 ans a augmenté.

L'établissement d'une "véritable" boucle "banque/Etats souverains" impliquerait au moins une extension massive de la durée du TLTRO, mais aussi probablement un certain degré de coercition qui n'est pour l'instant pas envisagé en Europe, un retournement complet de la politique monétaire basée sur le marché qui y est la norme depuis les années 1980. Tenter de reproduire avec des signaux de prix uniquement les caractéristiques des anciens systèmes de gestion administrative basés sur la répression financière est vain à nos yeux. Après six semaines de confinement, vous pouvez excuser le dernier accès de nostalgie de votre humble serviteur en citant quelques mots célèbres de l'homme qui était Premier ministre en France à l'époque où le livre de Patat figurait sur sa liste de lecture : "*On ne biaise pas avec le marché. Sa logique est globale*". La France a traité la dette héritée de la Seconde Guerre mondiale et a financé deux guerres coloniales grâce à sa politique monétaire coercitive. Pourtant, en fin de compte, le prix à payer en termes de pression inflationniste tenace, de volatilité des taux de change et de sous-développement de son système financier était élevé.

Nous ne reviendrons peut-être pas aux années 1950. Nous ne pensons pas que la BCE poursuive une stratégie de "boucle bancaire/ Etat souverains". Les décisions prises la semaine dernière s'inscrivent dans la continuité de son action de mars pour traiter les questions de liquidité. La création du PELTRO en est un signe. Il s'agit d'un moyen de s'assurer que les banques qui ont épuisé leur provision TLTRO ou dont le modèle d'entreprise est orienté vers le prêt aux non-entreprises peuvent accéder à des liquidités bon marché (seuls les prêts aux entreprises sont pris en compte dans le calcul de la provision TLTRO). Le coup de pouce supplémentaire aux prêts aux entreprises déclenché par la nouvelle baisse du taux des TLTRO n'est pas essentiel à nos yeux. Les gouvernements sont actuellement les garants de la solvabilité de l'ensemble du système productif. En fin de compte, la BCE devra avoir "la conversation" sur la flexibilité réelle des limites du QE. La décision de la BCE de reporter la discussion sur ces questions doit peut-être beaucoup au verdict de la Cour suprême allemande sur la légalité de l'EQ, le 5 mai dernier. La Cour ne peut rien imposer à la BCE elle-même, mais elle pourrait ordonner à la Bundesbank de cesser de participer à certaines de ses activités. Il est probablement logique de ne pas prendre de risques en "poussant trop loin les limites" du PEPP pendant que nous attendons.

OUTRO

Je vous remercie de m'avoir suivi dans cette capsule temporelle économique, lundi prochain nous prendrons la direction de la Chine, votre présence est souhaitée. En attendant, essayez de rester... Flexible, et passez une bonne semaine.