

	lundi 3 janvier		Δ sur 3 semaines	Δ sur un an
€ster	-0,59%	↓	- 1 pb	- 4 pb
Euribor 1 mois	-0,58%	↓	- 1 pb	- 3 pb
Euribor 3 mois	-0,57%	↗	+ 2 pb	- 3 pb
Euribor 6 mois	-0,55%	→	-	- 2 pb
Euribor 12 mois	-0,50%	→	-	-
Parité €//\$	1,136	↗	+0,8 cts	-9,3 cts
Parité €/CHF	1,036	↓	-0,6 cts	-4,5 cts
Eonia (swap 2 ans)	-0,42%	↓	- 3 pb	+ 12 pb
Euribor 3 mois (swap 10Y)	0,27%	↗	+ 18 pb	+ 58 pb
Euribor 6 mois (swap 10Y)	0,30%	↗	+ 19 pb	+ 60 pb
Inflation FR (swap 10Y)	1,98%	↗	+ 13 pb	+ 98 pb
CMS 10-2	0,50%	↗	+ 10 pb	+ 27 pb
CMS 30-1	0,98%	↗	+ 22 pb	+ 48 pb
Marge de marché LT (Eur3)	0,55%	→	-	- 10 pb
Marge de marché lignes	0,15%	→	-	- 15 pb
Taux fixe 15 ans trim. +0,55%	0,79%	↗	+ 17 pb	+ 55 pb
Taux fixe 20 ans trim. +0,55%	0,91%	↗	+ 19 pb	+ 61 pb
Spread OAT / Bund 10Y	0,37%	↗	+ 3 pb	+ 14 pb
Spread Eur/OIS 12m	0,06%	↗	+ 9 pb	+ 4 pb

Très bonne année 2022 à tous !

- Les marchés financiers ont connu un regain d'optimisme ces derniers jours, en dépit des records de contaminations au covid. Les taux longs ont grimpé en conséquence d'une vingtaine de pb.
- Cela porte la hausse des taux longs sur l'année 2021 à une soixantaine de pb, à partir d'un niveau de départ il est vrai extraordinairement minime. Le swap 10 ans reste ainsi voisin de 0,30% en ce début d'année.
- Le mouvement de normalisation des taux est sans doute appelé à se poursuivre, l'inflation contraignant les banques centrales à serrer la vis. Mais le potentiel de hausse reste a priori modéré.

BILAN 2021 - PERSPECTIVES 2022

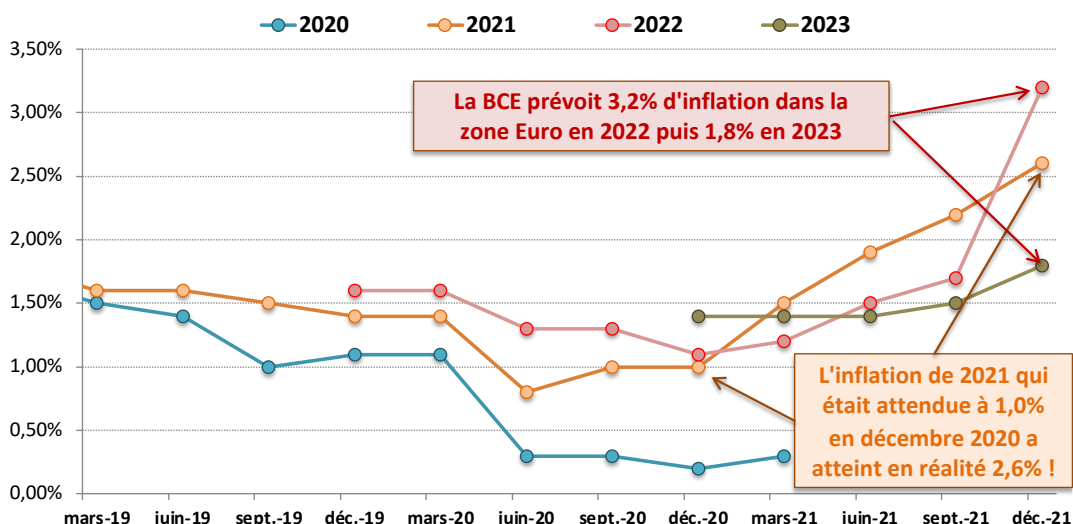
La nouveauté essentielle de l'année 2021, qui est aussi la principale inconnue de 2022, aura été l'inflation.

Si son retour, puis son ampleur, et enfin sa persistance n'avaient été aucunement anticipés, c'est d'abord parce que personne n'avait imaginé l'ampleur du rebond de croissance qui a suivi le coup d'arrêt brutal de mars 2020. L'OCDE anticipait ainsi 4,2% de croissance mondiale pour 2021 en décembre 2020 (ce qui ne compensait pas tout à fait le recul de 4,2% observé sur 2020)... Celle-ci a en réalité atteint 5,6%. Une normalisation, avec un retour progressif vers les 3% annuels observés avant la pandémie, est pronostiqué par l'OCDE, avec une croissance mondiale de 4,5% en 2022 puis de 3,2% en 2023.

La reprise surprise de l'inflation, ainsi que sa normalisation attendue se lisent également dans les prévisions d'inflation de la BCE.

Cette dernière s'attendait encore en décembre 2020 à une inflation contenue à 1% pour 2021. En réalité le dérapage des prix s'est fortement accentué au 2nd semestre 2021, conduisant à une inflation 2021 de 2,6% et à une prévision 2022 de 3,2%, pour une cible BCE à 2%. La BCE voit cependant l'indicateur revenir sous cette cible en 2023, à 1,8%.

Evolution du Pronostic BCE sur l'inflation en zone Euro

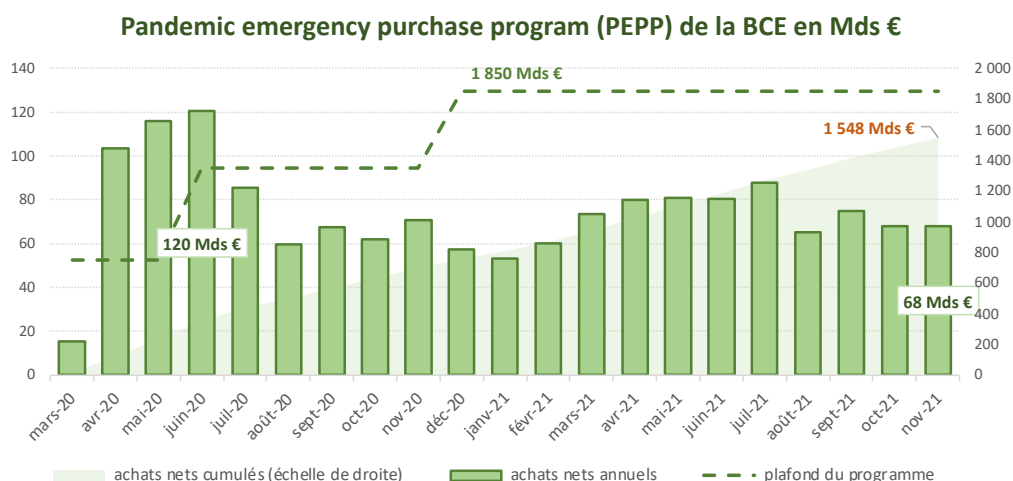


La vigueur de l'inflation a contraint les principales banques centrales à opérer au second semestre 2021 un tournant restrictif sur leur politique monétaire, alors même que le niveau d'alerte sanitaire reste élevé. La BCE se montre pour l'instant la plus prudente pour réduire la voilure, alors que les anglo-saxons ont d'ores-et-déjà opéré un changement de direction relativement radical :

- La Banque d'Angleterre en est déjà à relever ses taux d'intérêt ! Elle a en effet opéré un premier relèvement de 15 pb de son taux directeur le 16 décembre, pour le porter à 0,25%. Ce faisant elle a pris les marchés à revers : ces derniers attendaient un statu quo (après que la BoE ait renoncé en novembre à cette décision, qui était alors attendue...) ; les tensions sur le marché du travail (chômage 4,2% en octobre, repli attendu vers 4,0%) et la hausse des prix (5,1% en novembre, 6,0% attendu en avril 2022) ont été invoqués à l'appui de cette décision
- La réunion de la FED les 14 et 15 décembre a également été l'occasion de confirmer l'amorce d'un cycle de durcissement : les membres de la Fed prévoient que les taux directeurs passeront en moyenne à 0,9% fin 2022, un chiffre très supérieur à leur prévision de septembre, qui était de 0,4%. D'après Jerome Powell, il ne faudra « pas attendre longtemps » avant un premier relèvement et trois hausses sont annoncées pour 2022. Fin 2023, le loyer de l'argent monterait à 1,6% avec deux hausses prévues dans l'année, avant d'atteindre 2,1% fin 2024 (deux hausses également) et 2,5% à terme (soit le niveau auquel la FED était parvenue à revenir en 2018-2019, vs 0,25% depuis le déclenchement de la pandémie).
 - o Au-delà des hausses de taux, c'est le tapering qui constitue la partie la plus sensible du revirement opéré par la Fed : elle qui rachetait encore en novembre 2021 pour 120 Mds\$ (106 Mds€) d'actifs, a réduit ce chiffre à 90 Mds en décembre, et reviendra à 60 en janvier 2022 avant de mettre un terme à cette politique exceptionnelle en mars. Le rythme de réduction va ainsi être deux fois plus rapide que ce qui avait été annoncé en novembre.
 - o Jay Powell, désormais confirmé pour un second mandat, a déclaré redouter l'apparition d'une boucle prix-salaire sans cependant l'observer « pour l'instant ». La FED reste relativement confiante quant à un retour à la normale sur les prix : elle prévoit que la hausse des prix va retomber de 5,3% en 2022 à 2,6% en 2023. La croissance US devrait d'après la FED tomber de 5,5% en 2021 à 4,0% en 2022 puis 2,2% en 2023.

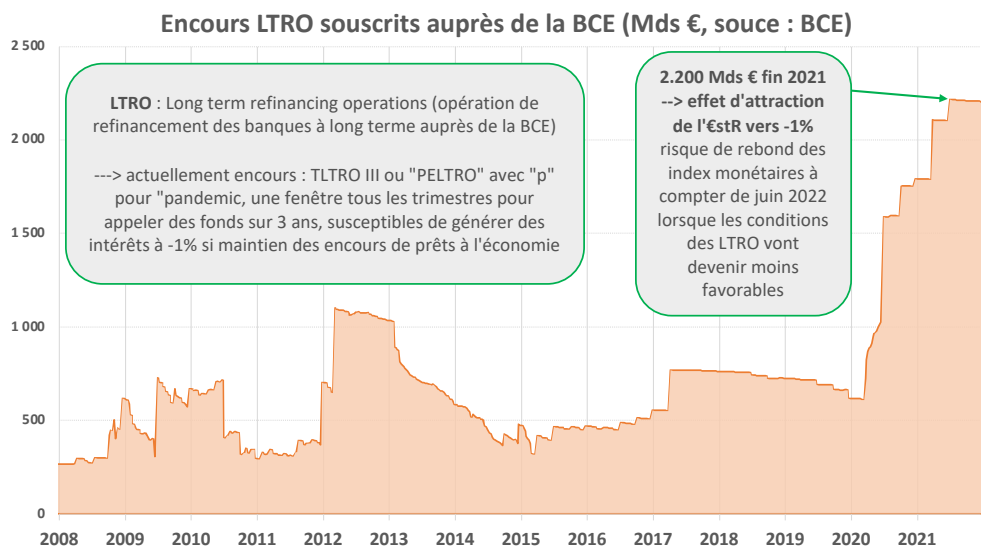
Par comparaison, les annonces faites par la BCE lors de sa réunion du 16 décembre apparaissent attentistes. L'extinction du PEPP (*pandemic emergency purchase program*) a certes été confirmée, comme attendue, pour la fin de mars 2022, date à laquelle le plafond de 1.850 Mds € devrait être en vue (on approchait de 1.550 Mds € d'encours fin novembre, avec des acquisitions nettes toujours supérieures à 60 Mds € /mois).

La BCE a cependant annoncé le 16 décembre qu'elle prolongeait jusqu'à la fin de 2024 l'horizon de réinvestissement des titres acquis dans le cadre du PEPP, en restant flexible, pour ces achats, quant au type de titres et aux pays, afin de prévenir toute fragmentation. On estime que cela équivaut à revenir de 60 Mds€ d'achats mensuels sur les derniers mois du PEPP à 15 Mds € jusqu'à la fin de 2024.



La transition sera encore adoucie par un ressaut ponctuel de l'APP (le programme « conventionnel » d'assouplissement monétaire de la BCE), qui passera de 20 à 40 Mds€ mensuels au T2 2022, puis à 30 Mds € au T3 2022 avant de revenir à 20 Mds€ par mois à partir d'octobre 2022 et aussi longtemps que nécessaire. La BCE a en outre indiqué qu'elle mettrait un terme à l'APP « peu avant » la remontée des taux. En creux, cela signifie qu'une hausse des taux directeur de la BCE n'est pas pour tout de suite. Cette éventualité a même été qualifiée de « très improbable » en 2022 par Christine Lagarde, qui a également qualifié l'inflation de « bosse », ce qui laisse entendre que la BCE ne va pas se précipiter pour la faire rentrer dans son lit... Cependant d'après Reuters trois gouverneurs (Allemagne, Autriche, Belgique) ont voté contre ce train de mesures, jugés insuffisamment restrictif, en particulier le prolongement de l'APP sans limite de temps.

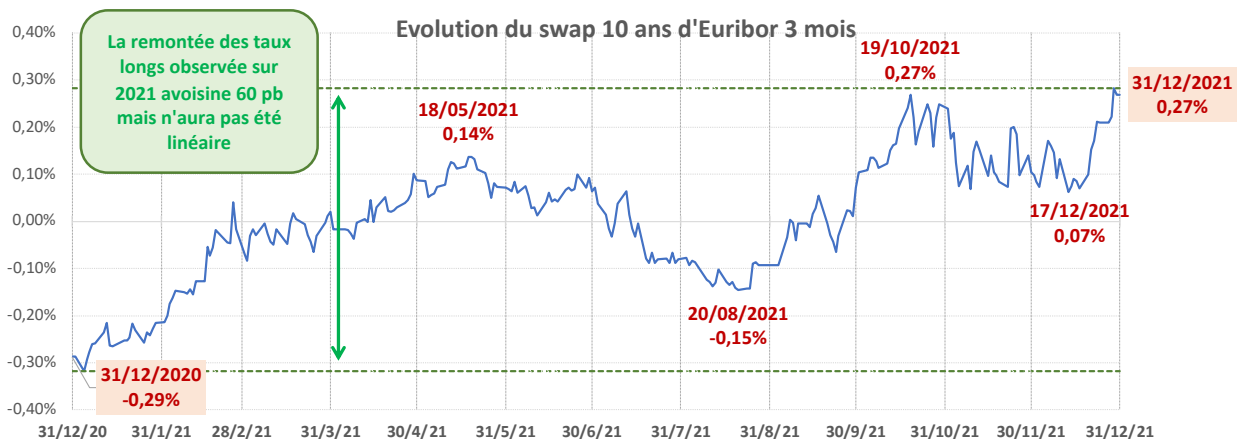
La BCE a enfin confirmé que les conditions exceptionnelles dont bénéficiaient les banques sur les opérations de refinancement à long terme (LTRO) s'achèveront en juin 2022, date à laquelle un remboursement anticipé leur est ouvert (alors que ces opérations, d'une durée de 3 ans, ont été mises en œuvre trimestriellement depuis 2019 et pour la dernière fois en novembre. Si elles allaient à leur terme normal, leur remboursement s'étalerait jusqu'en 2024).



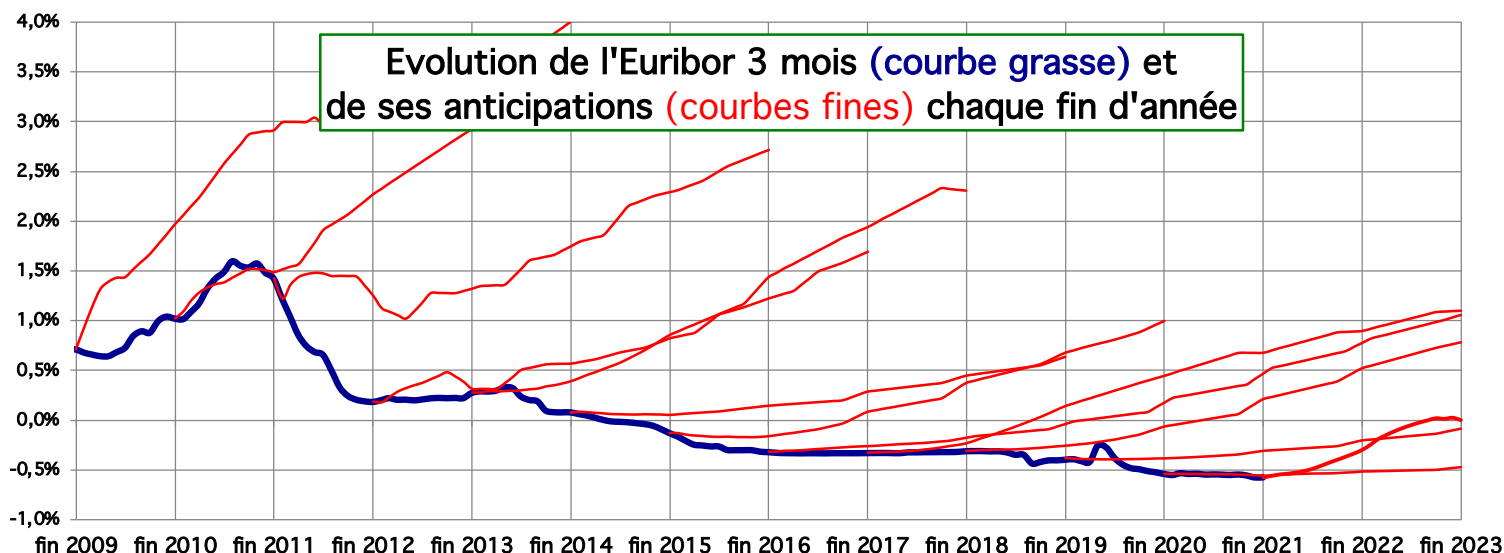
Il conviendra de suivre avec attention ce que choisiront de faire les banques, sachant que ces opérations expliquent l'essentiel de la surliquidité sur le marché interbancaire qui a fait disparaître toute prime de liquidité depuis 2020.

Une remontée déjà amorcée mais au potentiel a priori modéré

La remontée des taux aura été significative en 2021, et elle devrait se poursuivre en 2022. il apparaît cependant probable que la BCE sera très attentive à prévenir toute progression immodérée des taux longs. Compte tenu des niveaux d'endettement des Etats membres, à la fois très important mais aussi extrêmement disparate d'un Etat à l'autre, prévenir toute « fragmentation » de la zone Euro passera par le maintien de taux ne pénalisant pas trop fortement les pays très endettés. Sur le plan politique, un moment « crucial » de 2022 sera de ce point de vue l'aboutissement ou non lors du Conseil européen de mars de la réforme du Pacte de stabilité.

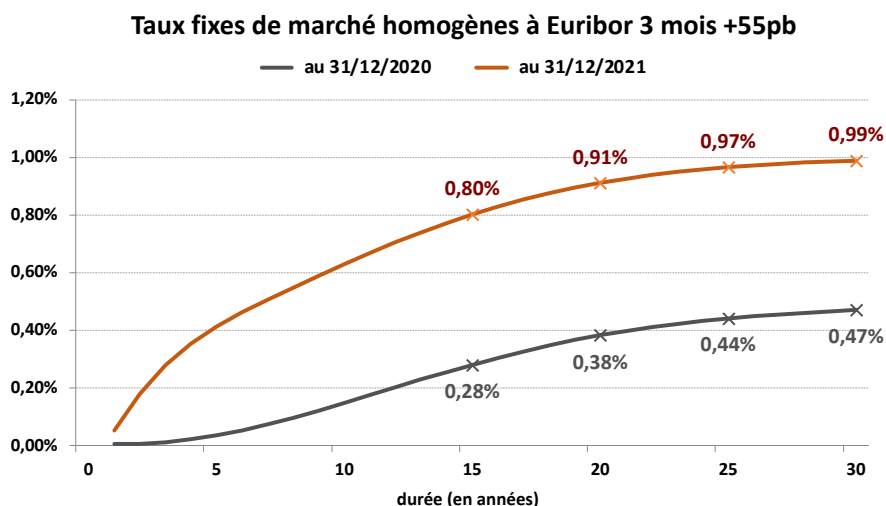


Les messages des banquiers centraux (et la contrainte qu'exercent sur eux les statistiques d'inflation alarmantes) conduisent les marchés à anticiper une progression des index comme ils ne l'avaient plus fait depuis de nombreuses années : l'Euribor 3 mois approcherait ainsi de zéro dès le courant de l'année 2023, soit sous 18 mois ! Il faut remonter 10 ans en arrière pour retrouver une courbe d'anticipation aussi rebondie dans son segment court-terme. Même lorsqu'elles étaient très pessimistes, ces anticipations ont été le plus souvent déjouées par le bas ces dernières années, mais cela n'augure pas de l'avenir...



Les conditions de financement des collectivités sont restées très bonnes tout au long de 2021, avec des marges de marché en légère amélioration tendancielle, revenant de 65 pb en début d'année à 55 pb en fin d'année, pour des financements classiques sur 15 ans amortissable, soit un taux fixe 15 ans autour de 0,80% aujourd'hui.

Aucun nuage particulier ne se dessine à l'horizon, les offres de prêts au secteur public local restant très fournies, et les règles prudentielles n'étant pas appelées à évoluer dans l'immédiat (la transposition des règles de Bâle III en droit UE ayant pris du retard). Le Haut-Conseil de la stabilité financière a certes préconisé de porter le coussin contracyclique de fonds propres des banques de 0 à 0,5% en mars 2022 mais cela n'est pas de nature à bouleverser significativement l'allocation de leurs ressources. Une stabilité, sinon un nouveau petit tassement, peut être attendu sur les marges bancaires en 2022.



Sur le plan réglementaire, attention de bien intégrer dans les états de la dette au 31 décembre 2021 l'éventuel encours d'avances remboursables consenties par l'Etat au titre des pertes de recettes générées par la crise sanitaire. Les arrêtés annuels de mise à jour des nomenclatures comptables, pris le 9 décembre 2021, ajustent les maquettes pour permettre d'intégrer ces encours d'avances et précisent explicitement que « l'encours de dette doit comprendre les avances remboursables consenties au titre de l'article 25 de la loi 2020-935 du 30 juillet 2020 de finances rectificative pour 2020, portant attribution des avances remboursables sur les recettes fiscales prévues aux articles 1594 A et 1595 du code général des impôts ».