



	lundi 4 janvier		Δ sur trois semaines
Eonia	-0,13%	↗	+ 10 pb
Euribor 1 mois	-0,21%	↘	- 2 pb
Euribor 3 mois	-0,13%	→	-
Euribor 6 mois	-0,04%	→	-
Euribor 12 mois	0,06%	→	-
Parité €/§	1,089	↘	-0,7 cts
Parité €/CHF	1,086	↗	+0,5 cts
Eonia (swap 2 ans)	-0,27%	↗	+ 2 pb
Euribor 3 mois (swap 10 ans)	0,86%	↗	+ 3 pb
Euribor 6 mois (swap 10 ans)	0,96%	↗	+ 3 pb
Inflation française (swap 10 ans)	1,36%	↘	- 2 pb
CMS 10-2	0,96%	↗	+ 1 pb
CMS 30-1	1,57%	↗	+ 3 pb
Marge de marché emprunts (Eur3)	0,90%	→	-
Marge de marché lignes (T4M)	0,75%	→	-
Taux fixe 15 ans trimestriel +0,90%	1,71%	↗	+ 3 pb
Taux fixe 20 ans trimestriel +0,90%	1,96%	↗	+ 3 pb
Spread OAT / Bund à 10 ans	0,35%	↗	+ 2 pb
Spread Eur 6 / Eur 1 à 10 ans	0,21%	↗	+ 1 pb

L'essentiel

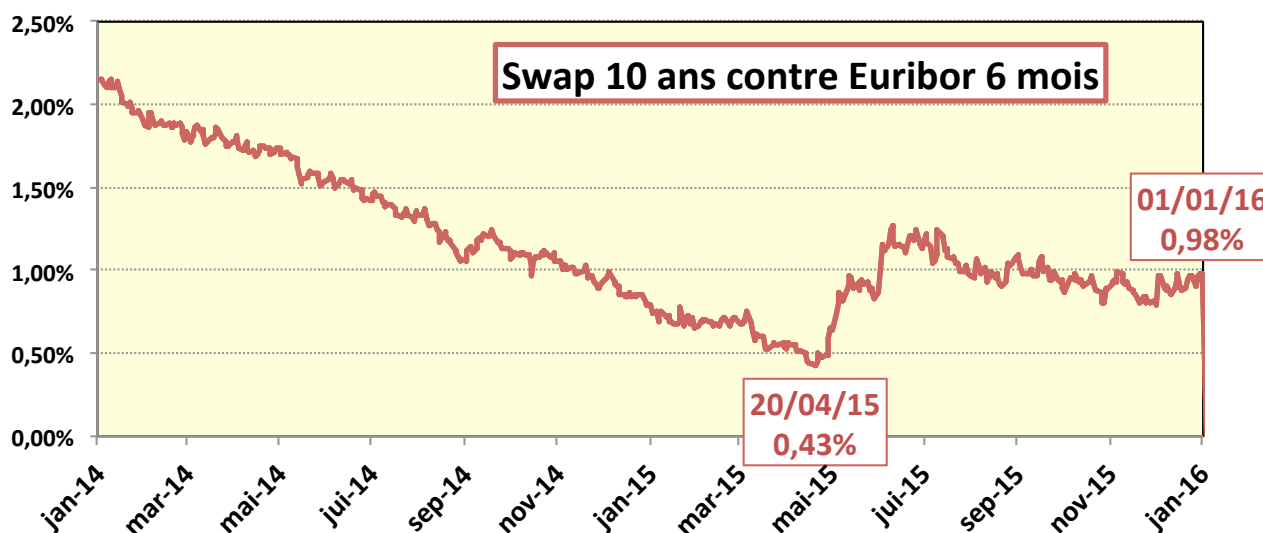
Tous nos meilleurs vœux pour 2016 !
Que cette année vous soit douce et vous permette, notamment en matière de gestion de dette (mais pas seulement !), de faire les bons choix.

- Nous prenons un peu de hauteur comme à l'habitude pour ce premier numéro de l'année, en nous attachant aux tendances de plus long terme, d'autant que l'actualité a été calme pendant la trêve des confiseurs.
- La visibilité est relativement forte sur les marchés de taux pour les prochains mois.
- Les conditions consenties aux collectivités devraient pour leur part poursuivre leur amélioration, mais de façon très graduelle.

BILAN 2015 - PERSPECTIVES 2016

L'indicateur phare à suivre, cette semaine s'agissant de la statistique de décembre 2014, mais sans doute aussi tout au long de l'année 2016, sera **l'inflation en zone Euro**. C'est déjà, fin 2014 - début 2015, un accès de faiblesse de cet indicateur qui a déclenché le « bazooka » de la Banque Centrale Européenne (mise en place de sa première opération d'assouplissement quantitatif, annoncé le 22 janvier 2015) et provoqué un mouvement général d'achat obligataire au printemps (les assureurs notamment cherchant à s'assurer un rendement dans l'hypothèse d'une déflation prolongée).

Cela a conduit à un point bas record des taux longs, le swap contre Euribor 6 mois sur 10 ans passant sous le seuil des 0,50% avant de corriger fortement à l'approche de l'été. On se situe depuis le second semestre autour de 1,00% sur cet indicateur clé, entre craintes de nouvelles poussées déflationnistes en zone Euro et perspectives de remontée des taux longs aux Etats-Unis...

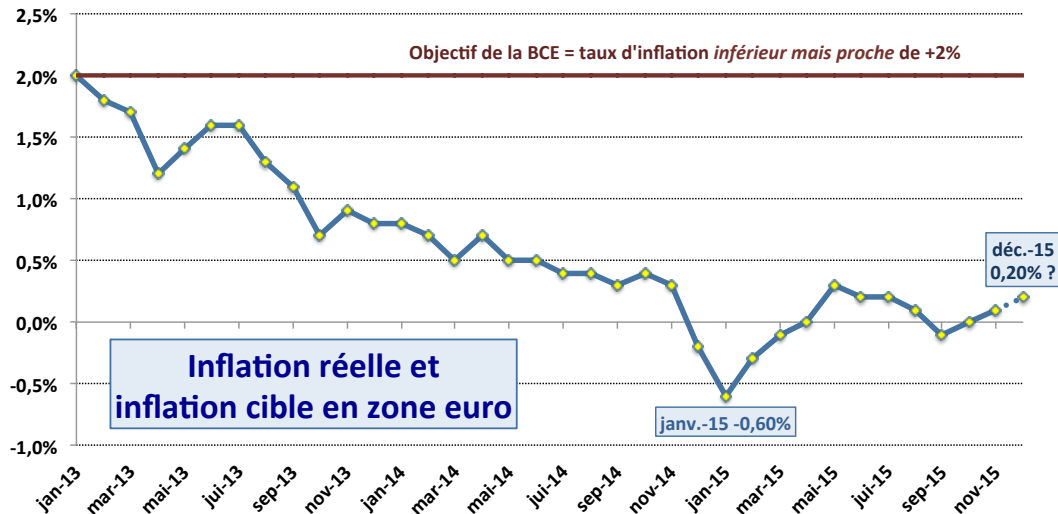


NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 4 JANVIER 2016

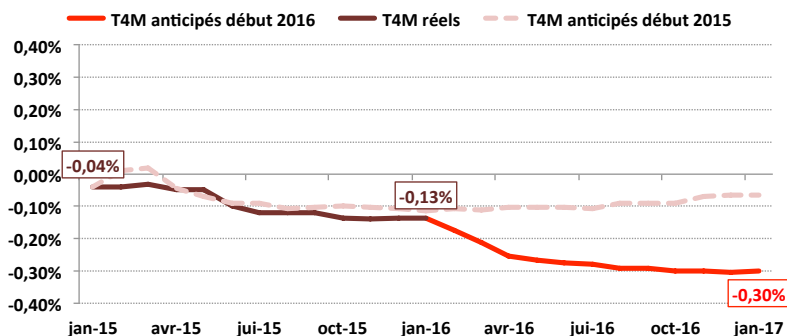
Resserrement monétaire aux Etats-Unis, nouvel assouplissement attendu en Europe

La Réserve Fédérale américaine a comme prévu procédé le 16 décembre au premier tour de vis sur ses taux directeurs depuis juin 2006, passant la cible des Fed Funds de la fourchette 0-0,25 à la fourchette 0,25-0,50. Comme prévu également, cette décision symbolique, prise à l'unanimité des 10 membres de la Fed, a été agrémentée d'un discours d'une grande prudence quant au rythme des prochains relèvements. Quatre relèvements sont ainsi envisagés sur 2016 (soit une fourchette cible fin 2016 de 1,25-1,50) alors que le rythme traditionnel des cycles haussiers de la Fed est plutôt d'1,50 à 2,00% l'an. Janet Yellen est même allée jusqu'à se déclarer « surprise » par la nouvelle baisse des prix du pétrole (le Brent passant ponctuellement sous 35 \$ en décembre). De fait si la croissance économique américaine est attendue à 2,4% en 2016, l'inflation ne devrait pas excéder 1,6%. Il n'y a pas urgence à agir pour la Fed. Celle-ci a enfin confirmé qu'elle réinvestirait les tombées d'échéance du « QE3 », stabilisant la taille de son bilan et limitant les forces de rappel sur les taux longs. Il y a donc certes découplage des politiques monétaires entre la Fed et la BCE, mais découplage limité tant la politique de la Fed ne saurait à ce stade être qualifiée d'agressive.

La BCE a de son côté déjà procédé à plusieurs annonces d'envergure lors de sa réunion du 3 décembre dernier, notamment sur le prolongement du programme d'assouplissement quantitatif et le réinvestissement des montants remboursés, mais en en gardant manifestement sous le pied s'agissant de ses taux directeurs : le taux de dépôt n'a ainsi été abaissé que de -0,20% à -0,30%. Dès le 4 décembre, nombre d'opérateurs de marché tablaient déjà sur une nouvelle baisse de ce taux de dépôt dans les prochains mois, dans l'hypothèse où l'action de la BCE ne permettrait pas de réel redémarrage de l'inflation. Celle-ci reste en effet proche de zéro, notamment sous l'effet de la baisse des matières premières et du chômage élevé, alors que le mandat de la BCE est de la maintenir à un niveau proche de 2%. La statistique de décembre 2015, qui sera publiée pour la zone Euro cette semaine, sera à suivre avec attention, de même que celle des prochains mois.



De fait l'Eonia (taux au jour le jour, qui se positionne quelques points au-dessus du taux de dépôt de la BCE tant que celle-ci alloue ses opérations de refinancement de façon illimitée, ce à quoi elle s'est engagée au moins jusqu'au début 2018) est anticipé à -0,30% en janvier 2017, signe d'un nouveau geste (d'environ 10 pb) attendu sur le taux de dépôt courant 2016.

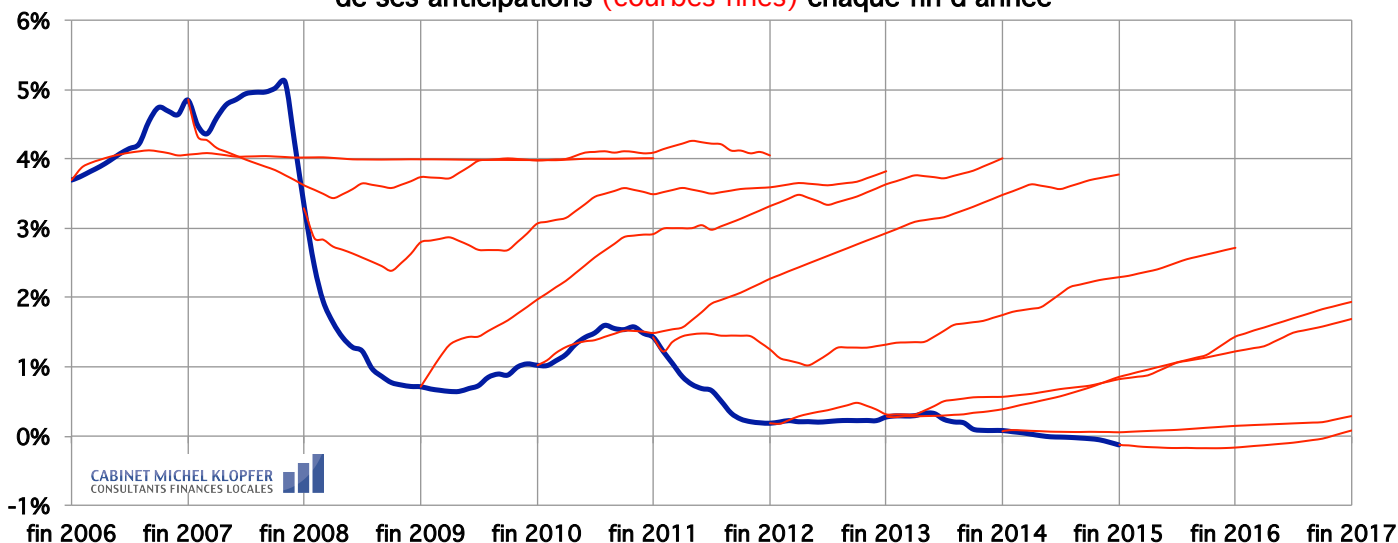


NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 4 JANVIER 2016

Les taux indexés devraient rester bas longtemps, ne fixer qu'en cas de fenêtre exceptionnelle

Les collectivités qui ont profité des premiers mois de 2015 pour remonter la part de leurs encours à taux fixe (cf notre note de conjoncture du début 2015) peuvent s'en féliciter : même si dans l'absolu les anticipations de remontée des index ont, une nouvelle fois, été démenties à la baisse (comme chaque année depuis toujours, ou presque... voir le graphique ci-dessous qui compare les anticipations d'Euribor 3 mois et les Euribor 3 mois effectifs sur les 10 dernières années), le niveau des taux longs rencontré au printemps 2015 paraît déjà fort lointain.

Evolution de l'Euribor 3 mois (courbe grasse) et de ses anticipations (courbes fines) chaque fin d'année

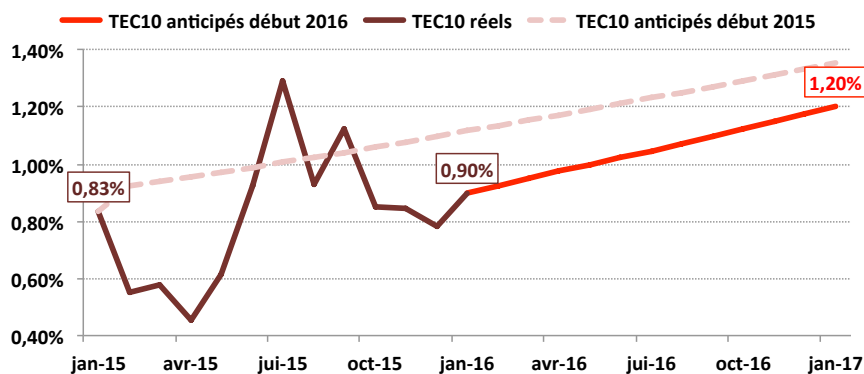


Les taux longs ont en effet connu une année 2015 agitée, avec un point bas absolu en avril suivi d'une correction de 80 pb en quelques semaines.

La réédition d'un scénario de ce type en 2016 n'a rien d'improbable car nombre de risques sont susceptibles de peser sur les trajectoires attendues de croissance et d'inflation : Brexit,

élections américaines, crise brésilienne, ralentissement chinois, effet du faible cours du pétrole en particulier sur l'Arabie Saoudite, dont on voit que l'audacieuse stratégie de baisse des cours pétroliers est compliquée à tenir budgétairement, et donc socialement, d'où l'instrumentalisation des tensions avec la minorité chiite susceptible de dégénérer en conflit régional notamment avec l'Iran).

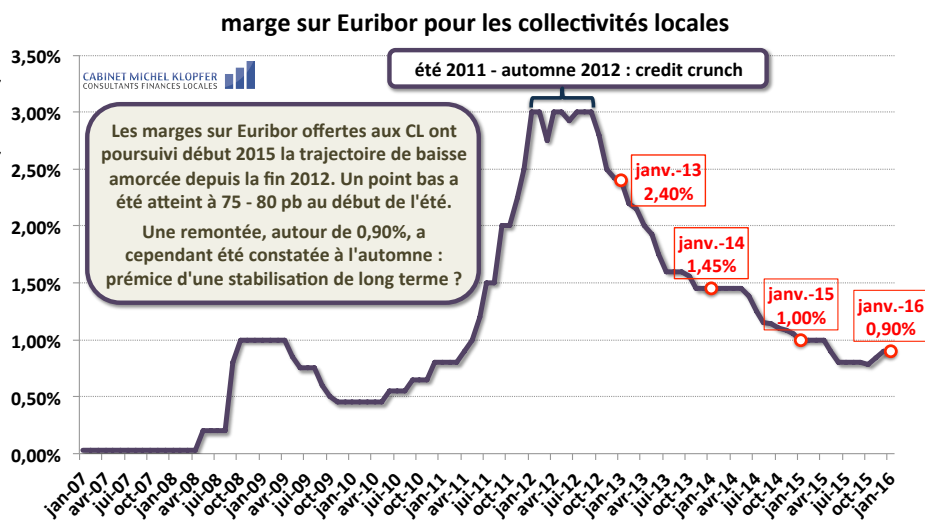
Une stratégie envisageable pour 2016 nous paraît donc s'en tenir à la prédilection pour l'indexé (préférable dans l'absolu pour une collectivité à bien des égards : meilleure corrélation à la dynamique de ressources, elle-même sensible à l'inflation et à la croissance économique, plus grande souplesse pour sortir par anticipation ou revoir le niveau des marges, sans parler de la surestimation structurelle par les marchés des anticipations de remontée des index) tout en restant attentif aux « fenêtres » de fixation susceptibles de s'ouvrir. Un signal en la matière pourrait être le passage du swap 10 ans d'Euribor 6 mois sous 0,50%.



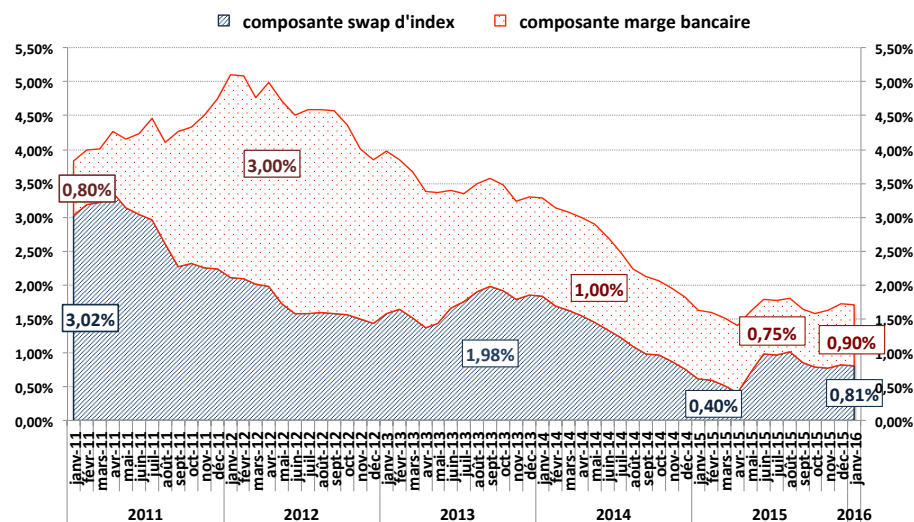
Poursuite très graduelle de l'amélioration des conditions de financement en 2016

La plupart des voyants semblent au vert pour que les marges consenties aux collectivités poursuivent leur baisse :

- Le besoin d'emprunt va rester modéré du fait de la contrainte financière qui pèse sur les collectivités avec le rabot de l'Etat sur ses concours, les prédictions de substitution de dette aux dotations ne semblant nullement se concrétiser ;
- L'offre est importante et devrait le rester. A signaler : le retour de LCL comme prêteur des collectivités, avec l'intention de cibler plutôt les grandes structures, tandis que le Crédit Agricole (qui appartient au même groupe) se spécialise de plus en plus sur les petits emprunteurs. Il est en tout cas recommandé d'inclure désormais LCL dans la liste des candidats lors des consultations d'emprunt. Par ailleurs la CDC va continuer d'animer le marché, d'une part avec son enveloppe à taux fixe annoncée autour de 60 points de base de marge sur swap et le préfinancement gratuit du FCTVA, qui devrait être reconduit en 2016. L'AFL entend également monter en puissance.



Taux fixes (15 ans amortissable) proposés aux collectivités depuis 2011



Force est pourtant de constater que la baisse des marges s'est interrompue au second semestre 2015, et qu'une légère hausse a même été constatée sur les derniers mois de l'année, ramenant la marge de marché autour de 90 pb sur index ou sur swap. Les contraintes de régulation, en particulier pour les banques dites « systémiques » (en France : BNP, BPCE, CA et SG), concernées par le TLAC (« total loss absorbing capacity », incluant notamment un ratio de levier fonds propres / encours de prêt de 6%, dont résultent des marges de prêt de 90 pb si l'on postule un taux de rémunération des fonds propres de 15%), peuvent être un facteur d'explication de cette résistance des marges. Une stabilisation du marché autour de 75 pb dans le cadre d'une fourchette 60-90 pb pourrait ainsi se dessiner à terme, avec en parallèle une poursuite de l'amélioration des conditions de souplesse : durée de préfinancement et possibilité de revolving, baisse des indemnités de remboursement anticipé en indexé, baisse des commissions de toute nature, etc...

A signaler enfin : l'article 31 de la Loi de finances pour 2016 permet de déroger au droit commun du taux de l'usure dans le cas de la renégociation d'encours structurés éligibles au fonds de soutien. Le taux plafond autorisé sera le rendement de l'OAT en vigueur lors de la mise en place du prêt initial, dont la durée est la plus proche de la durée de vie moyenne du prêt initial, majoré de 150 pb (soit 5 et 7% le plus souvent, à comparer au taux de l'usure actuel de 3,36%). C'est évidemment destiné à faciliter l'acceptabilité faciale des neutralisations (la soulte, qu'elle soit intégrée au taux de refinancement, refinancée ou payée cash étant toujours d'une manière ou d'une autre supportée).