NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE

L'ACTUALITÉ DES MARCHÉS DE TAUX • 5 JANVIER 2015

	lundi 5 janvier		Δ sur une semaine
Eonia	-0,08%	↗	+ 1 pb
Euribor 1 mois	0,02%	↘	- 1 pb
Euribor 3 mois	0,08%	→	-
Euribor 6 mois	0,17%	→	-
Euribor 12 mois	0,32%	→	-
Parité €/$	1,197	↘	-2,2 cts
Parité €/CHF	1,202	↘	-0,1 cts
Eonia (swap 2 ans)	-0,09%	↘	- 2 pb
Euribor 3 mois (swap 10 ans)	0,64%	↘	- 7 pb
Euribor 6 mois (swap 10 ans)	0,77%	↘	- 7 pb
Inflation française (swap 10 ans)	1,31%	↘	- 8 pb
CMS 10-2	0,59%	↘	- 5 pb
CMS 30-1	1,20%	↘	- 6 pb
Marge de marché emprunts (Eur3)	1,00%	↘	- 5 pb
Marge de marché lignes (T4M)	0,95%	→	-
Taux fixe 15 ans trimestriel +1,00%	1,64%	↘	- 6 pb
Taux fixe 20 ans trimestriel +1,00%	1,84%	↘	- 7 pb
Spread OAT / Bund à 10 ans	0,27%	→	-
Spread Eur 6 / Eur 1 à 10 ans	0,25%	→	-

L'essentiel

Toute l'équipe CMK vous souhaite une excellente année 2015 ! Elle va démarrer sur les chapeaux de roues avec dès le 22 janvier un comité de politique monétaire de la BCE qui s'annonce historique.

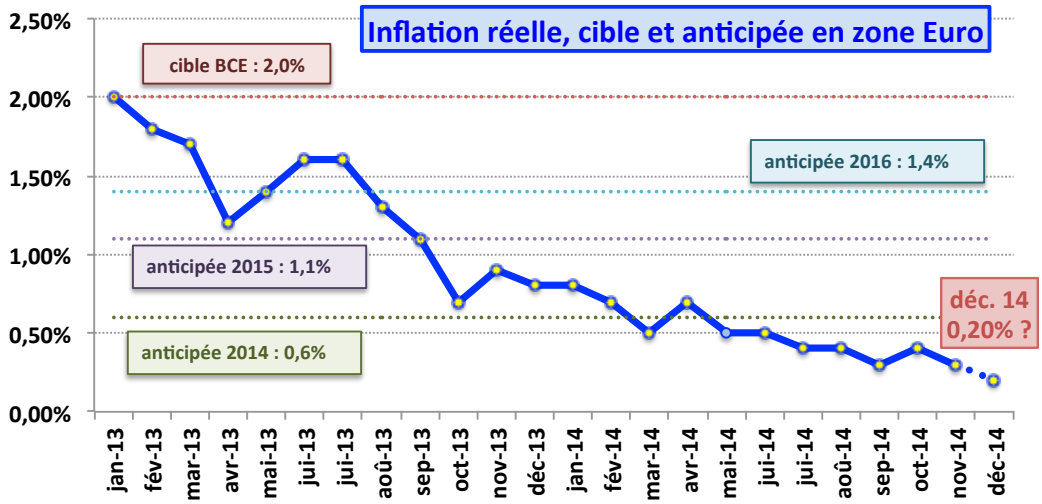
• Sans négliger cette actualité « chaude », cette première note de conjoncture de l'année est comme à l'habitude l'occasion de prendre un peu de recul et de hauteur, pour passer en revue les grandes tendances de l'année écoulée et tracer les perspectives de l'année à venir.

• A cette aune, la fenêtre de marché actuelle est propice à une **remontée de la part des taux fixes dans l'encours vers 60-65%**.

BILAN 2014 – PERSPECTIVES 2015

La principale information de 2014, c'est la confirmation progressive de **pressions déflationnistes en zone Euro**. Le décrochage est continu depuis le début de l'année 2013 et l'indicateur attendu pour décembre 2014 pourrait constituer un point bas inédit avant, de l'aveu même de la BCE, de toucher le négatif ponctuellement sur les premiers mois de 2015.

L'imminence ou non d'une déflation en bonne et due forme sera au centre des préoccupations en 2015, et la capacité de la BCE à agir sur la situation, tant sur le plan technique que sur le plan politique, voire juridique, déterminera l'essentiel des mouvements de taux sur les prochains mois. La situation actuelle (Bund 10 ans sous 0,50%) peut déjà apparaître comme résultant d'une anticipation d'action de la BCE, davantage que comme une anticipation de taux courts successifs. C'est de ce point de vue que **nous sommes conduits à adapter notre traditionnelle préférence pour l'indexé, en préconisant de porter, au cours des prochaines semaines, la part des taux fixes dans l'encours autour de 60-65%**.



NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 5 JANVIER 2015

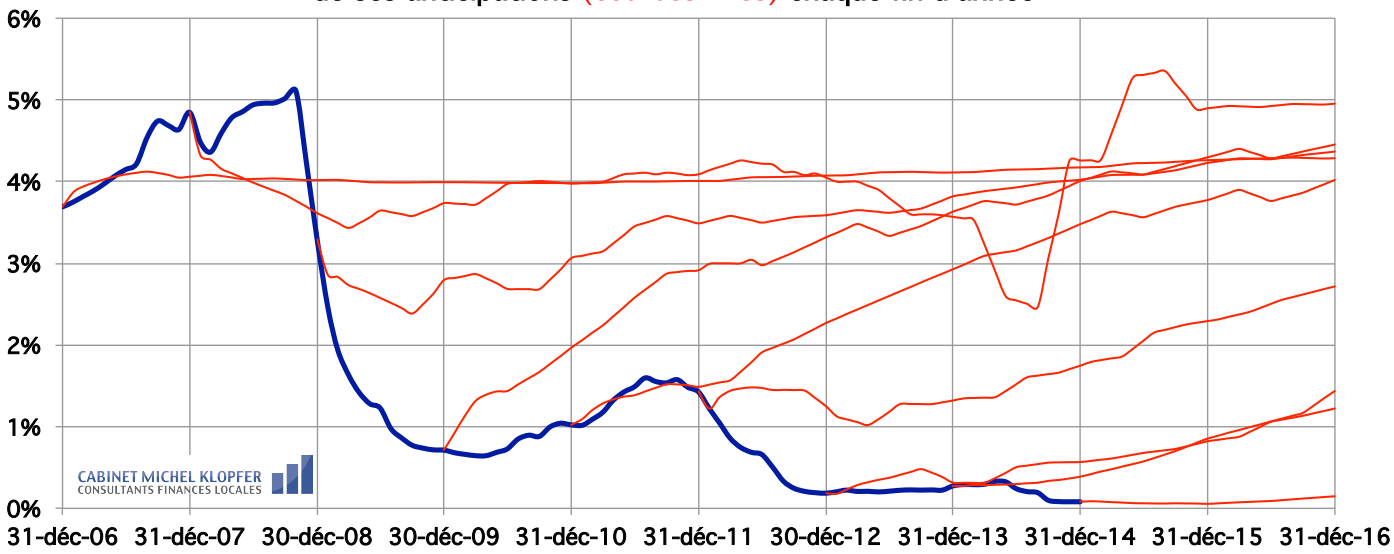
Les marchés anticipent désormais les taux courts comme durablement proches de zéro

La BCE a décidé en juin 2014 de ramener son taux de dépôt en territoire négatif. Cela s'est traduit par un nouvel affaissement des taux courts, l'Euribor 3 mois se stabilisant autour de 0,08%. Les marchés anticipent ce niveau comme stable sur toute l'année 2015, voire en léger recul (index entre 0,02% et 0,05% sous 1 an).

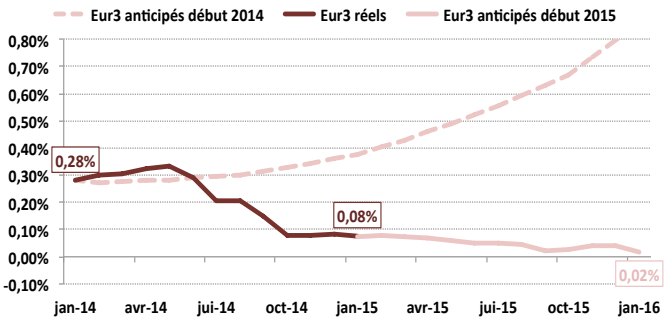
Sur les années récentes, les marchés ont systématiquement surévalué la remontée des taux courts, comme le montre la comparaison, sur le graphique ci-dessous, des anticipations de marché au 31 décembre de chaque année, et l'évolution constatée de l'Euribor 3 mois. Pour 2015, une fois n'est pas coutume, on voit mal comment le phénomène pourrait se reproduire, sauf à ce que l'Euribor 3 mois devienne franchement négatif, ce qui a très peu de chances de se produire au plan technique.

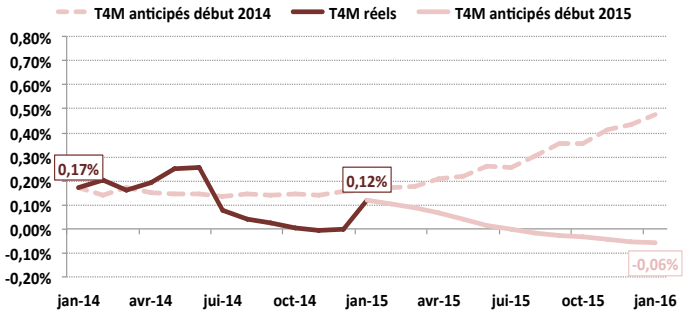
Autrement dit, et pour la première fois depuis des années, les anticipations de marché, au moins sur les deux années à venir, ne paraissent pas surestimer le rythme de remontée des taux courts.

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



Un décrochage apparaît clairement en juin 2014 avec la prise de décision de la BCE, puis en septembre, lorsque la BCE décide d'enfoncer le clou avec un nouvel abaissement des taux directeurs de 10 pb, le taux de dépôt passant de -0,10% à -0,20%, et le taux Réfi, sur lequel tend à s'adosser l'Euribor 3 mois, de 0,15 à 0,05%.





La fluctuation des taux courts entre taux Refi et taux de dépôt dépend de la liquidité du marché interbancaire. Celle-ci est anticipée comme devant s'accroître en 2015, du fait des initiatives de la BCE, d'où un léger recul anticipé tant sur l'Eonia que sur l'Euribor 3 mois, alors qu'il paraît très improbable que les taux directeurs baissent encore (ils pourraient au contraire remonter légèrement pour des raisons techniques).

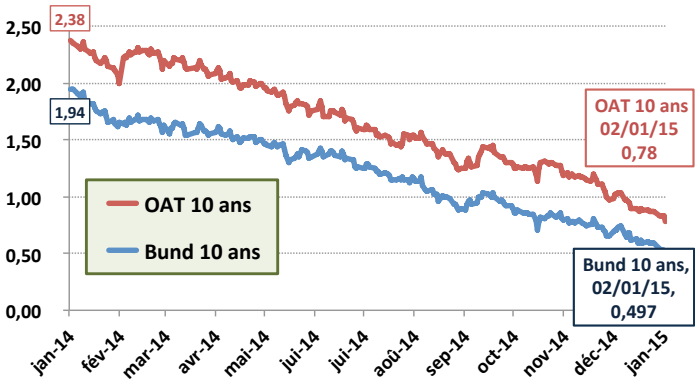
Des taux longs au plancher du fait de la BCE : une fenêtre pour fixer en résulte

Le découplage conjoncturel entre les deux rives de l'Atlantique s'est confirmé tout au long de l'année 2014 :

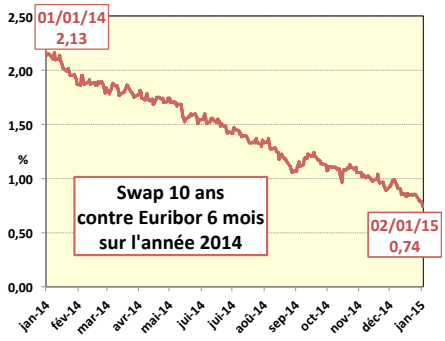
- la baisse du chômage aux Etats-Unis a poussé la Fed à mettre fin à sa politique d'assouplissement quantitatif et à positionner une première remontée des taux directeurs pour le second trimestre 2015 (juin postulent certains analystes, d'autres voyant dans la baisse du pétrole, qui modère les pressions inflationnistes, et la hausse du dollar, que la Fed pourrait vouloir freiner - le seuil des 1,20 contre Euro vient d'être enfoncé - , des motifs pour différer davantage).
- En zone Euro en revanche, le moteur allemand s'est essoufflé et les politiques de rigueur mises en œuvre dans plusieurs pays (Espagne et Italie notamment) ont pesé sur la croissance et sur l'évolution des prix. La baisse spectaculaire des prix du pétrole (revenu sur le seul second semestre 2014 de 106 à 53 $ le baril) a participé bien sûr aux pressions déflationnistes mais l'inflation sous-jacente (inflation hors prix administrés et prix de l'énergie) a elle-même connu un dangereux affaissement, au point que Mario Draghi lui-même, dans une interview donnée au Handelsblatt le 2 janvier décrit le risque de déflation comme « pas exclu, mais limité ».

De cette situation, couplée à la très faible portée de la principale initiative de bilan prise par le BCE en 2014 (les TLTRO, *targeted long term refinancing operations*, qui n'ont pas intéressé les banques et n'ont en tout cas pas permis de provoquer un ressaut de la production de crédit en zone Euro), résultent désormais des attentes extrêmement fortes quant à la mise en œuvre d'un véritable assouplissement monétaire européen. Mario Draghi a alimenté cette attente en annonçant un objectif de bilan BCE à 3.000 Mds €, quand ce dernier n'atteint que 2.150 Mds fin 2014, après les deux premières salves de TLTRO.

Et Peter Praet, l'économiste en chef de la BCE, a lui-même annoncé il y a quelques jours dans un journal allemand que cet assouplissement quantitatif passerait nécessairement par l'achat de titres souverains. Comme par ailleurs cela doit se faire au prorata du capital détenu par chaque pays dans la BCE pour ne pas stigmatiser tel ou tel pays, cela signifie que la BCE sera amenée à acheter des montants considérables de dette allemande et française, pourtant déjà très recherchées par les marchés.



Des points extrêmement bas sont par conséquent atteints sur l'ensemble des taux souverains en zone Euro, y compris les taux grecs (passés sous 9%) ! Et ce alors que l'année s'annonce pleine de périls électoraux (en Grèce dès le 25 janvier, mais aussi en Grande-Bretagne le 7 mai et en Espagne le 20 décembre), voire juridique (l'action de la BCE suscitant des recours) et que les Allemands sont susceptibles de faire entendre une dissonance gênante dans les décisions à venir de la BCE (dont les minutes seront désormais publiées).



Les taux de swap long terme sont fortement corrélés au taux souverains les plus sûrs, et notamment aux taux allemands. Un point bas spectaculaire est dès lors touché sur les swaps également, pas forcément représentatif des taux courts successivement anticipés.

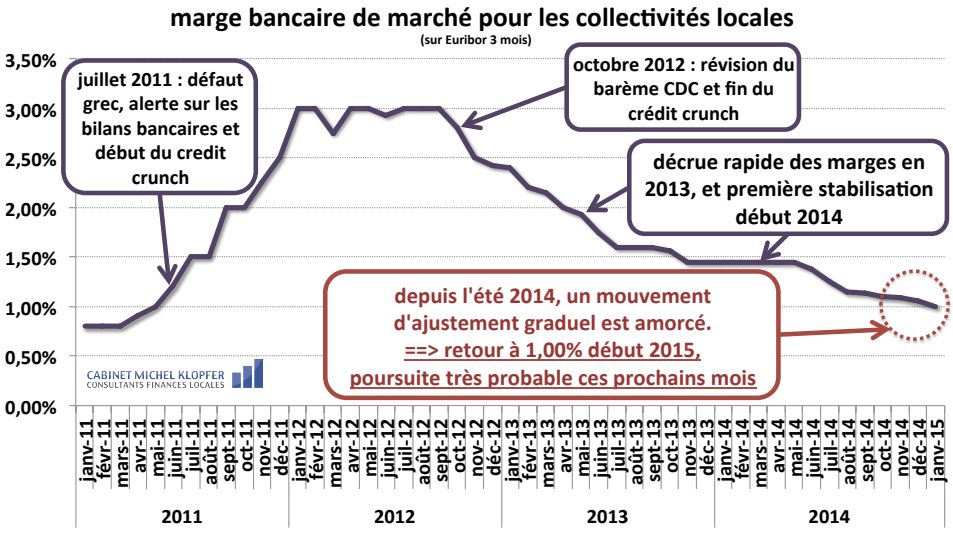
La fenêtre de marché et la proximité du zéro, qui produit une asymétrie sur le risque de taux, nous conduisent à réviser notre préconisation en matière de poids des taux fixe dans l'encours, pour le porter (idéalement) autour de 60 à 65% (réorientation à opérer au moyen de swaps mis en concurrence, et non en acceptant les taux fixes systématiquement surmargés des prêteurs en place).

NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 5 JANVIER 2015

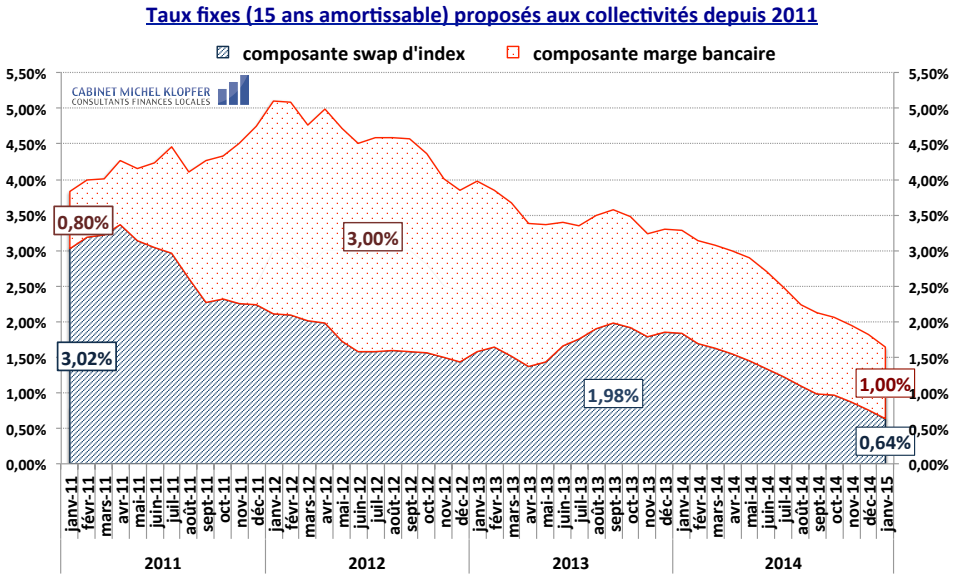
Les marges sont revenues vers 100 pb et le mouvement se poursuivra en 2015

Les marges reviennent vers 100 points de base au tournant de l'année nouvelle. Rien n'indique que le mouvement d'ajustement en cours, très graduel, doive s'arrêter au niveau atteint aujourd'hui.

Nous pensons en effet que l'emprunt appelé par les collectivités va fléchir ces prochaines années, du fait des tensions financières liées notamment au recul des dotations de l'Etat, dans un contexte de concurrence renforcée entre les prêteurs.



Cette concurrence sera notamment stimulée par l'**arrivée de l'Agence France Locale**. Cette dernière a en effet obtenu son agrément de l'ACPR le 22 décembre dernier et prévoit de procéder à ses premiers prêts long terme au printemps, à ses premiers prêts court terme à l'automne et entend proposer des revolvings à compter de 2016. Elle intermédiera en outre sans doute sous peu (comme le font d'autres prêteurs classiques) des prêts BCE (200 M€ sont en discussion).



S'il reste à voir quelles seront les conditions proposées par l'AFL (de ce point de vue, la hausse du ticket d'entrée en 2016 qu'agitent déjà les responsables de l'AFL parait peut-être un peu prématurée), cela ne pourra que jouer positivement sur les marges proposées par les prêteurs classiques.

Parmi les autres actualités de 2014-2015 pour le gestionnaire de dette locale, signalons :

- la parution de la doctrine du fonds de soutien pour les collectivités concernées par les emprunts structurés, en novembre 2014. Toutes les collectivités ont intérêt à demander l'aide avant la date limite (**repoussée du 15 mars au 30 avril 2015 par l'article 83 de la LFR du 29 décembre 2014**). C'est seulement en mars-avril, au vu de la proposition du fonds, qu'il faudra trancher, et accepter ou non cette aide, l'acceptation étant conditionnée par le renoncement au contentieux.
- la faible compétitivité relative des prêts de la CDC. Le floor implicite sur le Livret A rend cet index très pénalisant comparé à l'Euribor et les marges de la CDC, sur quelque type d'opération que ce soit (PRCT, ANRU, etc…), sont trop élevées pour compenser cet effet. Sauf impératif politique, besoin de financement très long ou de phase de mobilisation étendue, il convient autant que possible de se financer ailleurs.