



	lundi 6 janvier		Δ sur une semaine
Eonia	0,11%	↓	- 8 pb
Euribor 1 mois	0,20%	↓	- 2 pb
Euribor 3 mois	0,28%	↓	- 1 pb
Euribor 6 mois	0,38%	↓	- 1 pb
Euribor 12 mois	0,55%	↓	- 1 pb
Parité €/§	1,362	↓	-1,9 cts
Parité €/CHF	1,231	↑	+0,6 cts
Eonia (swap 2 ans)	0,22%	→	-
Euribor 3 mois (swap 10 ans)	2,02%	↓	- 2 pb
Euribor 6 mois (swap 10 ans)	2,15%	↓	- 1 pb
Inflation française (swap 10 ans)	1,98%	↑	+ 1 pb
CMS 10-2	1,56%	↓	- 1 pb
CMS 30-1	2,24%	↓	- 1 pb
Marge de marché emprunts (Eur3)	1,45%	→	-
Marge de marché lignes (T4M)	1,45%	→	-
Taux fixe 15 ans trimestriel +1,45%	3,36%	↓	- 2 pb
Taux fixe 20 ans trimestriel +1,45%	3,65%	↓	- 1 pb
Spread OAT / Bund à 10 ans	0,41%	↓	- 2 pb
Spread Eur 6 / Eur 1 à 10 ans	0,27%	→	-

### L'essentiel

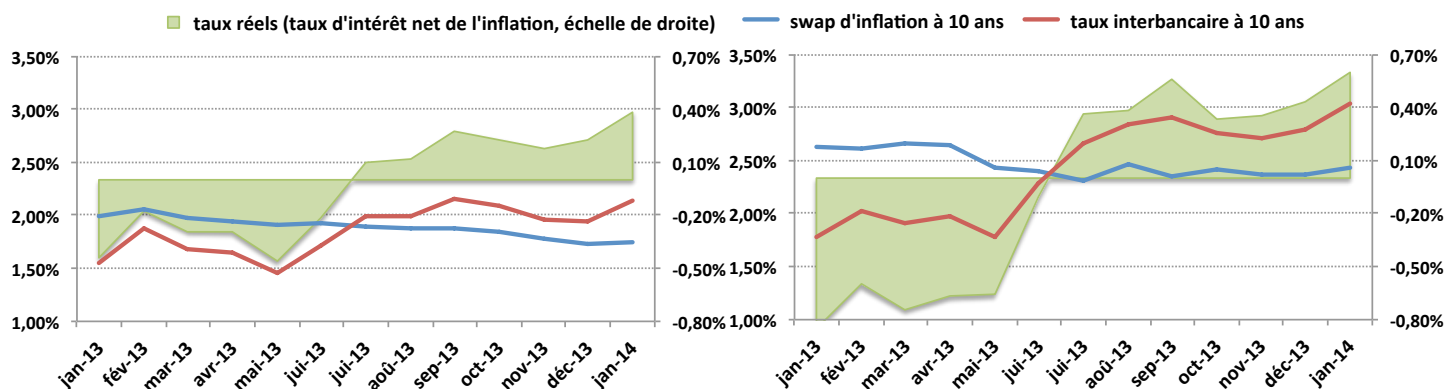
- Très bonne année 2014 à nos lecteurs !
- La première note de conjoncture de l'année est traditionnellement l'occasion d'une mise en perspective des tendances de fond sur les marchés de taux.
  - Après une année 2013 marquée par une hausse spectaculaire des taux longs et une baisse encore plus marquée des marges bancaires, 2014 devrait (sauf cataclysme toujours possible) prolonger ces évolutions à un rythme plus mesuré, dans un environnement économique morose.
  - A signaler : le Conseil Constitutionnel a annulé la validation rétroactive des TEG.

### BILAN 2013 - PERSPECTIVES 2014

L'année 2013 aura été marquée par la sortie de crise économique des Etats-Unis, et le découplage de la conjoncture de taux entre les deux côtés de l'Atlantique.

La **hausse des taux réels** (taux d'intérêts nets de l'inflation) est forte et générale, mais elle est plus limitée côté européen, où elle résulte davantage de la disparition du scénario d'éclatement de la zone Euro que d'une perspective de croissance, alors qu'elle est particulièrement marquée côté américain dont la reprise économique de plus en plus manifeste mettra bientôt un terme à l'expansionnisme monétaire de la Fed.

### spectaculaire hausse des taux réels en 2013 en zone Euro... ..et aux Etats-Unis



Côté européen, on est ainsi passé, à 10 ans, de taux réels négatifs (l'inflation européenne anticipée sur les dix prochaines années excédait de 50 points de base, au début de 2013, le swap contre Euribor 6 mois) à des taux réels, toujours faibles mais positifs, de 40 points de base, soit une hausse de 90 points de base sur l'année. Aux Etats-Unis, la progression des taux réels est encore nettement plus marquée, partant de -0,80% pour aboutir à +0,60%, soit une hausse de 140 points de base sur l'année.



Des taux courts toujours très bas mais un début de frémissement sur l'Eonia

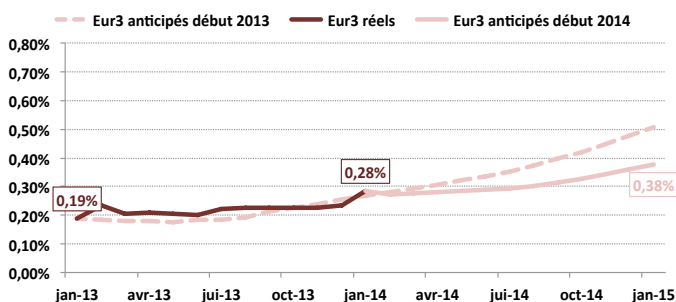
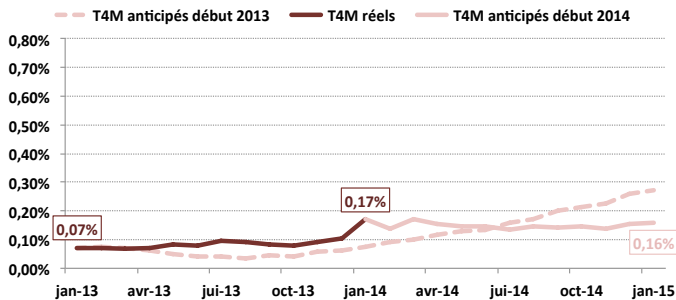
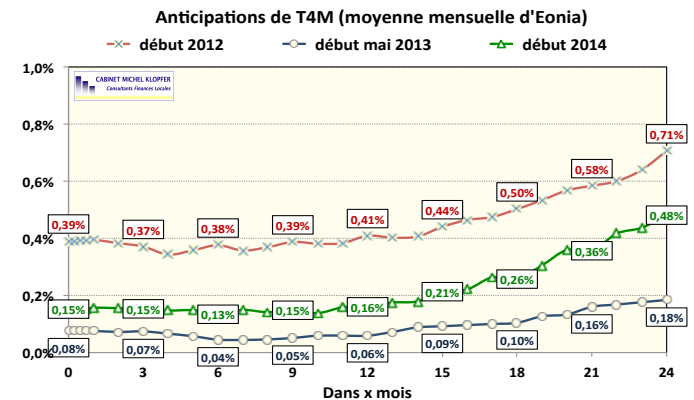
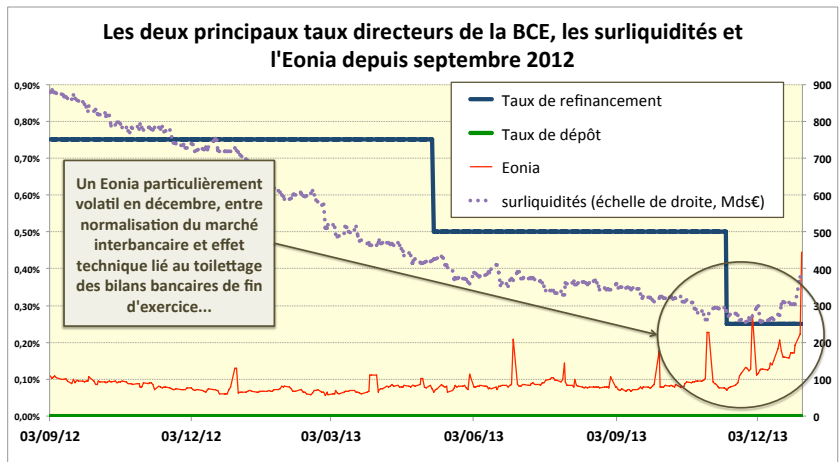
L'Eonia moyen de 2013 se sera élevé à 0,091% et hormis quelques points hauts techniques, il sera resté presque toute l'année sous 0,10%, à quelques points de base du taux de dépôt de la BCE (0,00% depuis juillet 2012).

Le mois de décembre révèle cependant une agitation peu coutumière sur cet index, culminant avec un Eonia au 31/12 à 0,45% !

Il faut essentiellement y voir un effet technique lié au toilettage des bilans bancaires de fin d'année, les banques préférant limiter les appels aux fonds BCE (pourtant offerts sans limitation de montant au taux de 0,25%, pour peu que la banque emprunteuse dispose de collatéral) afin d'éviter d'apparaître comme dépendantes de l'aide de la BCE.

Il est clair cependant que l'agitation sur l'Eonia traduit également une liquidité progressivement plus classique sur le marché interbancaire, à mesure que les banques remboursent par anticipation les 1.000 Mds € appelés sur 3 ans lors des opérations exceptionnelles de refinancement de l'hiver 2011-2012. En-deçà d'un certain seuil de liquidité, que l'on approche, l'Eonia s'éloignera du taux de dépôt et se rapprochera du Refi.

Aussi, après un point très bas au printemps 2013 lié à la possibilité, un temps envisagée par la BCE, d'adopter des taux directeurs négatifs, les anticipations d'Eonia se sont-elles redressées : l'index est attendu autour de 0,15% sur toute l'année 2014, puis tend vers 0,50% en 2015 (courbe verte ci-jointe) :



Un tel scénario revient à tabler sur des hausses du taux Refi de la BCE courant 2015, ce qui peut sembler incongru compte tenu du marasme de la croissance européenne (1% attendu en 2014), des mesures d'assainissement budgétaire programmées et des risques induits pour le commerce extérieur allemand par le ralentissement des émergents.

Pour 2014, les anticipations d'Eonia et d'Euribor 3 mois pourraient correspondre à une normalisation complète du marché interbancaire (l'Eonia se rapprochant du taux Refi) et à une nouvelle légère baisse du taux Refi, mise en œuvre au printemps 2014 pour le ramener par exemple à 0,15%.

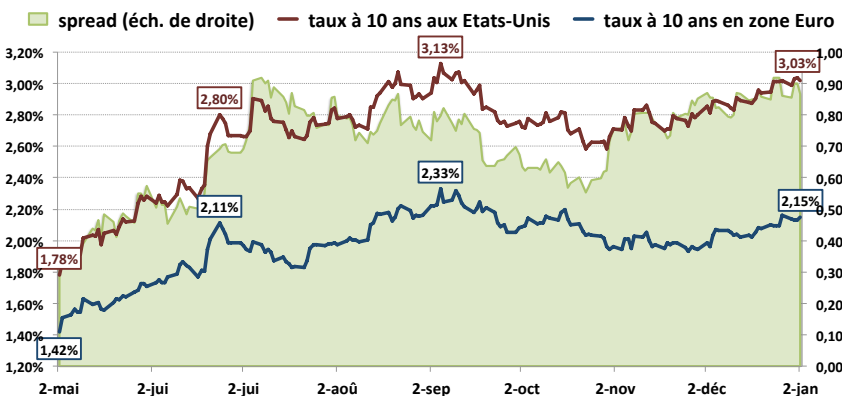
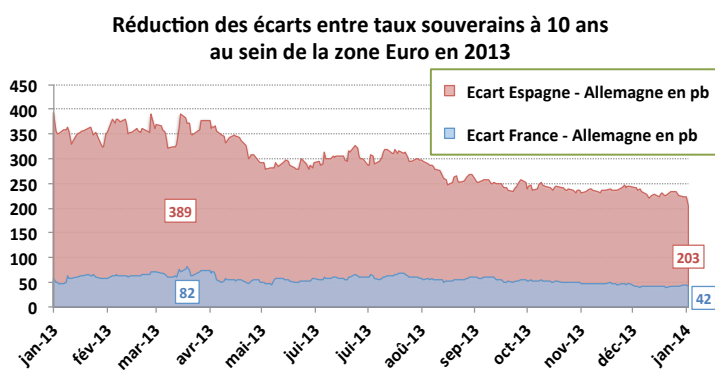
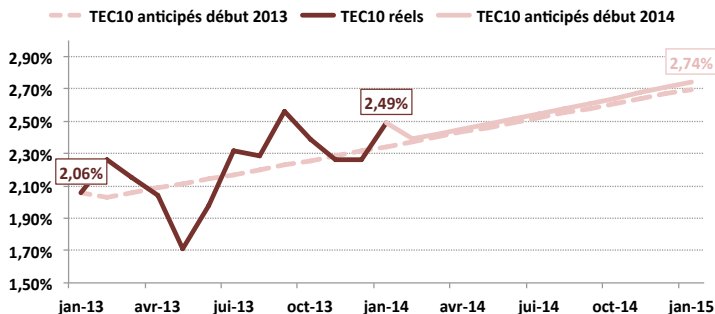
Remontée des taux longs et découplage progressif entre les taux européens et américains

Les taux de l'Etat Français à 10 ans ont augmenté d'un quart sur 2013, passant de 2 à 2,5%. Cette hausse, globalement conforme aux anticipations que faisaient les marchés au début 2013, est moins marquée que celle des swaps interbancaires, car la prime de risque s'est en partie résorbée : après avoir atteint un pic à plus de 80 points de base au printemps 2013 (déjà éloigné des pics de 2012 à près de 150 points de base...), elle est revenue en fin d'année vers 40 points de base. Ce même phénomène s'observe, avec une toute autre ampleur, pour les pays périphériques, et au premier chef l'Espagne, dont la situation économique redonne quelque espoir.

Cette amélioration résulte notamment des progrès de l'union bancaire, entérinée sur le principe à la fin de 2013 et qui a contribué à lever l'hypothèque sur la pérennité de la zone Euro. En rapprochant la qualité de signature des différents Etats qui la composent, elle produit aussi une hausse des taux sans risque de référence de la zone, l'Allemand et le Français.

C'est cependant d'abord la conjoncture américaine qui a tiré les taux longs vers le haut en 2013. Le mouvement a démarré au printemps, lorsque Ben Bernanke a prévenu qu'un ralentissement des achats d'actifs était envisagé par la Fed. Si ce ralentissement (« tapering ») n'a été mis en œuvre qu'en décembre, ramenant les achats mensuels de 85 à 75 Mds \$, l'essentiel de la hausse liée à cette décision s'est produit au printemps, tirant dans la foulée les swaps interbancaires européens.

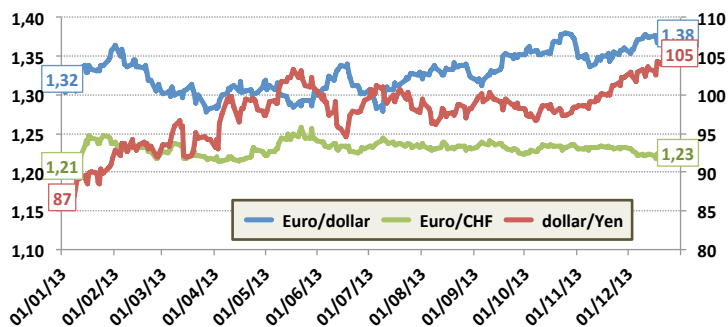
De la même façon, c'est le rythme de la poursuite de ce tapering qui animera les marchés en 2014, aux Etats-Unis comme en Europe, même si la faible croissance de ce côté-ci de l'Atlantique opère un décrochage progressif entre les courbes Euribor et Libor.



Sur le plan des changes, la principale évolution de l'année est l'efficacité de la lutte des autorités japonaises contre le Yen fort : le dollar contre yen est ainsi revenu de 87 à 105 en un an.

Cette évolution est aussi à mettre au crédit de la reprise américaine, qui favorise la demande de dollar. Mais l'Euro ne suit pas et reste fort, à 1,38 \$.

Le CHF est remarquablement stable, toujours piloté de près par sa banque d'émission.

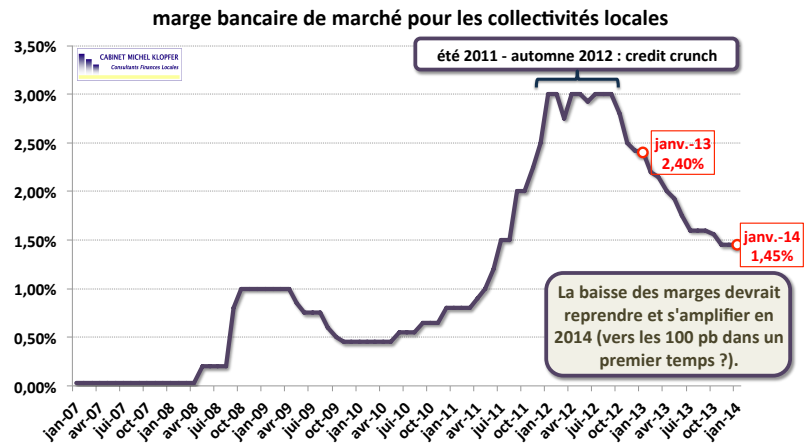


### La poursuite en 2014 de la baisse des marges observée en 2013 semble inéluctable.

La baisse des marges sur les prêts offerts aux collectivités a été rapide et continue au premier semestre 2013, et plus saccadée au second. Les départs décalés lointains ont également fait un retour remarqué en 2013.

Au total, le recul sur les marges atteint 100 points de base sur un an, et 150 points de base par rapport au paroxysme du « credit crunch ». De quoi commencer à étudier les opportunités de réaménagement des emprunts souscrits à cette époque, pour ceux qui ont eu la chance de souscrire des emprunts indexés exempts de pénalités de sortie dissuasives.

Le timing idéal reste difficile à déterminer : compte tenu des équilibres offre / demande sur le marché, la poursuite de la baisse des marges paraît très probable en 2014. Peut-être est-il opportun d'attendre un retour vers les 100 points de base avant d'initier le toilettage de l'encours (sauf à bénéficier d'emprunt de refinancement remboursables par anticipation gratuitement) ? Pour les mobilisations nouvelles, cette baisse prévisible des marges incite, comme en 2013, à les décaler autant que possible vers la fin de l'année.



### Que s'est-il passé pendant la trêve des confiseurs ?

Si vous avez opéré une complète et salutaire déconnexion de l'actualité pendant la période des fêtes, voici un bref rappel des éléments essentiels intervenus depuis notre note du 16 décembre dernier :

- Le comité de politique monétaire de la Fed du 18 décembre a annoncé une baisse de 85 à 75 Mds \$ de ses achats mensuels d'actifs financiers.
- Le même jour, le Conseil Européen a trouvé un accord sur l'Union bancaire, permettant de déconnecter risque bancaire et risque souverain. Le dispositif doit encore passer l'étape de la codécision et le Parlement Européen mettra sans doute en cause le mode de décision retenu par le Conseil Européen pour les mises en faillite de banques, qui marginalise la Commission et réduit, de par sa complexité, la portée du dispositif.
- Toujours le 18 décembre, le Sénat américain a adopté, à la suite du Congrès, le cadre budgétaire, limitant les risques de « Shutdown » ou de coupes automatiques pour 2014 et 2015 (sous réserve de relèvement du plafond de la dette, sujet qui pourrait faire son retour dès février).
- Fin décembre, la croissance américaine du 3<sup>ème</sup> trimestre 2013 a été nettement réévaluée, à 4,1% (après 1,1% au 1<sup>er</sup> trimestre et 2,5% au 2<sup>ème</sup> trimestre), renforçant le scénario d'une reprise forte aux Etats-Unis.
- Le 29 décembre, le Conseil Constitutionnel a annulé, entre autres, une partie de l'article 92 de la Loi de finances pour 2014, qui modifiait rétroactivement les conséquences juridiques de l'absence ou de l'inexactitude du TEG (taux effectif global), arguant de ce que cette disposition concernait trop d'emprunteurs et introduisait par conséquent une trop grande insécurité juridique. Cette annulation, attendue, met en péril le refinancement de la Caisse française de financement local (Caffil). Il avait en effet fallu que l'Etat prenne l'engagement public de faire valider rétroactivement les TEG défaillants pour que celle-ci puisse opérer, en juin dernier, ses premières émissions obligataires. Bercy annonce qu'une disposition alternative de validation des TEG est dans les cartons, mais il faudra voir si cette nouvelle promesse est de nature à permettre un refinancement de la Caffil à des conditions acceptables.