

	lundi 6 janvier		Δ sur 3 semaines	Δ sur un an
Eonia	-0,45%	↗	+ 1 pb	- 9 pb
Euribor 1 mois	-0,44%	↗	+ 2 pb	- 8 pb
Euribor 3 mois	-0,38%	↗	+ 2 pb	- 8 pb
Euribor 6 mois	-0,32%	↗	+ 2 pb	- 9 pb
Euribor 12 mois	-0,24%	↗	+ 3 pb	- 12 pb
Parité €/§	1,117	↗	+0,3 cts	-2,7 cts
Parité €/CHF	1,084	↘	-1,1 cts	-4,0 cts
Eonia (swap 2 ans)	-0,46%	↗	+ 1 pb	- 16 pb
Euribor 3 mois (swap 10 ans)	0,04%	↗	+ 1 pb	- 68 pb
Euribor 6 mois (swap 10 ans)	0,11%	↗	+ 1 pb	- 67 pb
Inflation française (swap 10 ans)	1,21%	↗	+ 10 pb	- 5 pb
CMS 10-2	0,42%	→	-	- 51 pb
CMS 30-1	0,85%	↗	+ 1 pb	- 70 pb
Marge de marché emprunts (Eur3)	0,45%	→	-	+ 5 pb
Marge de marché lignes (T4M)	0,20%	→	-	- 10 pb
Taux fixe 15 ans trimestriel +0,45%	0,49%	↗	+ 1 pb	- 63 pb
Taux fixe 20 ans trimestriel +0,45%	0,64%	↗	+ 1 pb	- 71 pb
Spread OAT / Bund à 10 ans	0,31%	↗	+ 2 pb	- 19 pb
Spread Eur 6 / Eur 1 à 10 ans	0,11%	↘	- 1 pb	- 2 pb

Bonne année 2020 à nos lecteurs !

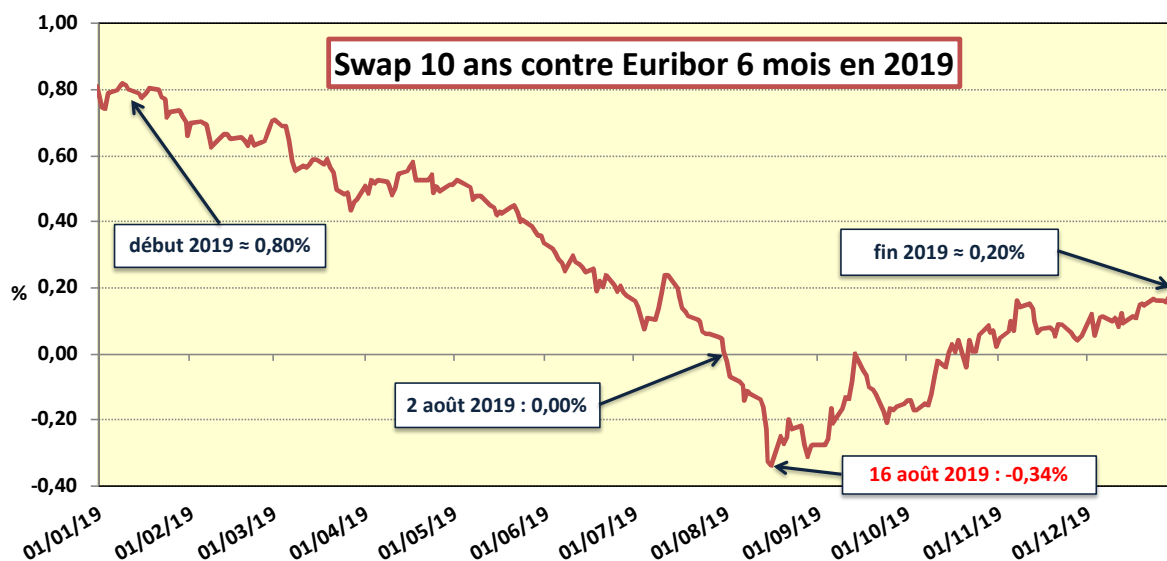
- Les taux restent extrêmement bas en ce début d'année, en dépit d'un ressaut de plus d'une cinquantaine de points de base depuis le plancher historique sur les taux longs observé en août 2019.
- La conjoncture, passée du beau fixe au médiocre entre le début 2018 et l'automne 2019, paraît se stabiliser.
- Pour autant l'heure semble au statu quo pour les politiques monétaires.
- Les conditions de financement du monde local restent très favorables.
- Quel niveau pour le Livret A au 1<sup>er</sup> février prochain ?

BILAN 2019 - PERSPECTIVES 2020

En dépit du net décrochage observé vendredi à la suite de l'opération par drone de l'armée des Etats-Unis en Irak à l'encontre d'un haut-gradé de l'armée iranienne (-6 pb sur le swap 10 ans Eur6, stable depuis lors à 0,11%), l'évolution des taux longs amorcée depuis début septembre 2019 est tendanciellement à la hausse.

Ce mouvement s'opère cependant sur un rythme mesuré, et de surcroît à partir d'un point extraordinairement bas, à vrai dire le plus bas jamais recensé depuis l'invention du concept de taux d'intérêt, atteint à la mi-août 2019, à -0,34% pour le swap 10 ans contre Euribor 6 mois (pour une valeur à date de cet index à -0,27%).

Au global, en dépit d'une remontée d'une cinquantaine de pb depuis ce plancher, les taux long ont fini l'année 60/70 pb plus bas qu'ils ne l'avaient commencé, avec de surcroît des perspectives de remontée au-delà des 0,10%/0,20% actuels relativement incertaines.

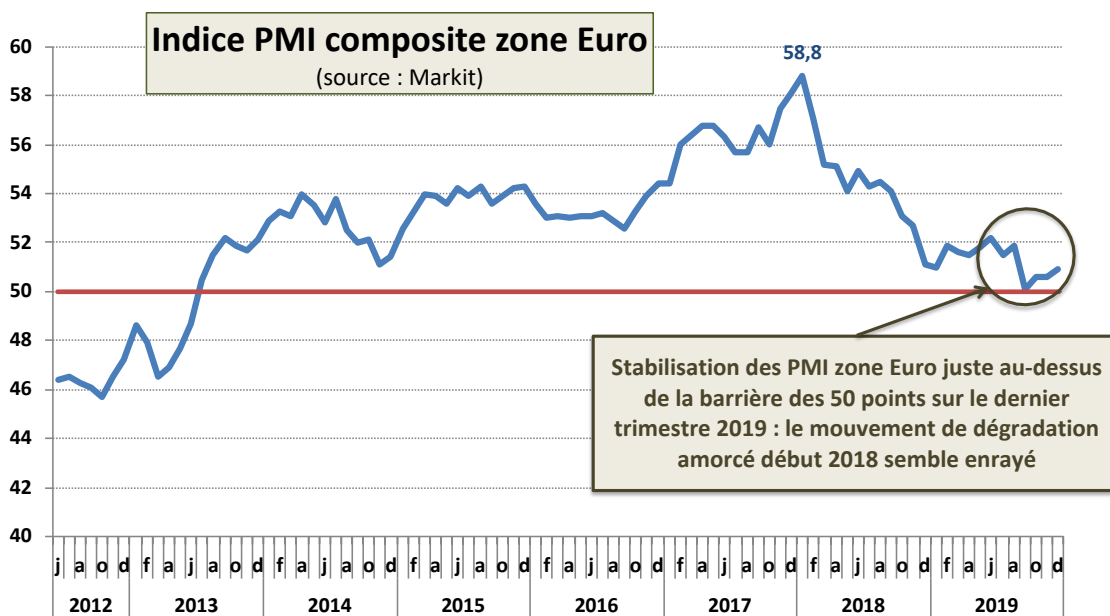


## NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 6 JANVIER 2020

Sur le plan de la conjoncture économique, l'année 2019 aura été crispante à nombre d'égards, avant de se finir sur une note plus positive. Elle a notamment été animée par les deux feuilletons du Brexit et des tensions commerciales générées notamment par les Etats-Unis :

- après moult rebondissements, le Brexit est désormais acté. Les foyers de tension ne manqueront pas dans le cadre de la négociation à venir sur les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni, mais il paraît clair que le délai d'un an retenu à ce stade pour les conclure sera repoussé d'une voire deux années, autrement dit une éternité à l'échelle des marchés financiers. Cette question est donc sortie de leur scope.
- s'agissant des tensions commerciales, leur incidence défavorable sur les dynamiques de croissance n'a cessé d'être scandée par les différents instituts de référence en matière de conjoncture, qui en ont tiré argument pour expliquer un taux de croissance économique mondiale revenant à un plus bas de 10 ans en 2019 (à +2,9% contre +3,7% en moyenne sur les années 2010-2018, d'après les données de l'OCDE s'agissant de l'économie mondiale) et plafonnant à 2,9%/3,0% en 2020 et 2021. S'agissant du principal foyer de tensions commerciales, celui entre la Chine et les Etats-Unis, qui fait office de baromètre global sur le sujet pour les marchés financiers, l'heure est à une franche amélioration. D'une part l'effet des annonces successives et contradictoires de Donald Trump tend à s'estomper à mesure que les nouveaux délais succèdent aux ultimatums, et d'autre part l'ambiance est maintenant depuis plusieurs semaines à la conclusion d'un accord global, cohérent avec le calendrier électoral américain qui va inciter le Président américain à tenter de se doter d'un bilan favorisant sa réélection.

On décèle ainsi sur les derniers mois de 2019 une stabilisation des indicateurs économiques, dessinant une pause dans le cycle de décélération à l'œuvre depuis le début 2018. Les PMI publiées ce matin pour la zone Euro au titre du mois de décembre vont dans ce sens, avec un composite à 50,9 au lieu de 50,6 attendu et faisant suite à un indice de 50,6 en novembre. Cet indicateur avancé de la croissance économique paraît donc en voie de se stabiliser au-dessus du seuil de 50, soit un pronostic d'expansion pour les prochains mois.



La croissance économique est estimée à 2,0% pour 2019 aux Etats-Unis, après 2,9% en 2018, tandis qu'elle devrait s'être élevée à 1,2% en zone Euro d'après la BCE (qui a réévalué en décembre son pronostic, précédemment à 1,1%), au lieu de 1,9% en 2018. Les prévisions de la BCE s'agissant de la croissance économique en zone Euro ces prochaines années reflètent les attentes modérées mais pas catastrophistes de la plupart des conjoncturistes : 1,1% pour 2020 puis 1,4% pour 2021 comme pour 2022.

### *A priori une année 2019 sans aucune modification des taux directeurs de la Fed ou de la BCE*

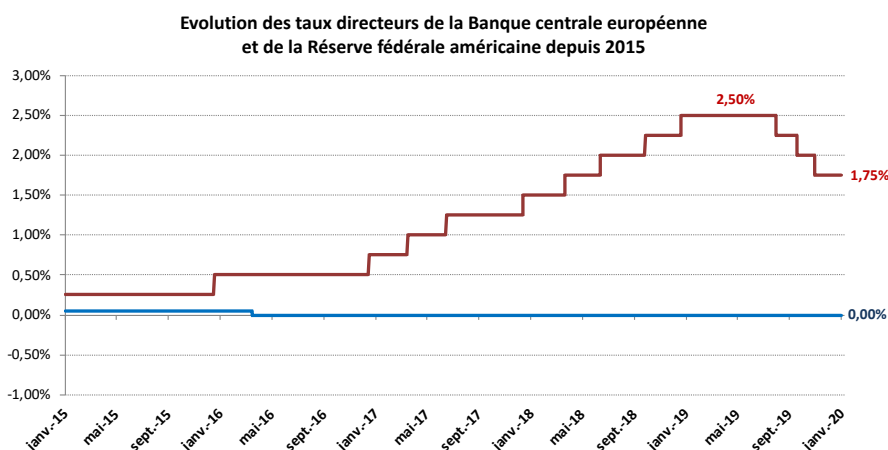
Alors que les taux directeurs de la BCE étaient restés précédemment inchangés pendant plus de 3 ans (le mouvement précédent remontant à mars 2016 et consistant à porter le taux de dépôt de -0,30% à -0,40% et le taux Refi de 0,05% à 0,00%), Mario Draghi a pris l'initiative en septembre 2019, quelques semaines seulement avant de passer la main, d'abaisser le taux de dépôt à -0,50%, tout en annonçant concomitamment la reprise des achats d'actifs par la BCE sur un rythme mensuel de 20 Mds €, le tout sans horizon de temps (« aussi longtemps que nécessaire »), contrairement à la pratique suivie jusqu'ici par l'Institution, et alors que la BCE se contentait depuis janvier 2019 de réinvestir les tombées d'échéance sur les titres acquis depuis mars 2015 (pour près de 2.600 Mds € au total).

Cette décision très forte a créé un remous inhabituel au sein du conseil des gouverneurs, à la fois parce qu'elle semble avoir été imposée par Mario Draghi en dépit des réticences d'un certain nombre de gouverneurs, et parce qu'elle laisse peu d'armes à la disposition de la BCE en cas de nouvelles difficultés.

Les premiers pas de Christine Lagarde s'expliquent notamment par ce besoin de recréer du consensus : sa principale annonce a pour l'instant consisté en une revue stratégique des paramètres de la politique monétaire et de ses outils, la première depuis 2003. Ce travail est prévu pour se dérouler sur l'ensemble de l'année 2020, et devrait être notamment axé sur une meilleure définition de l'inflation visant à intégrer les variations de prix sur les actifs et tout particulièrement sur l'immobilier. Une révision de cette ampleur des indicateurs fondant les décisions de la BCE devrait tout naturellement encourager un certain attentisme en 2020, d'autant que la conjoncture se prête à la prudence. On peut donc avec une relative confiance s'attendre côté BCE à un statu quo sur l'ensemble de l'année 2020.

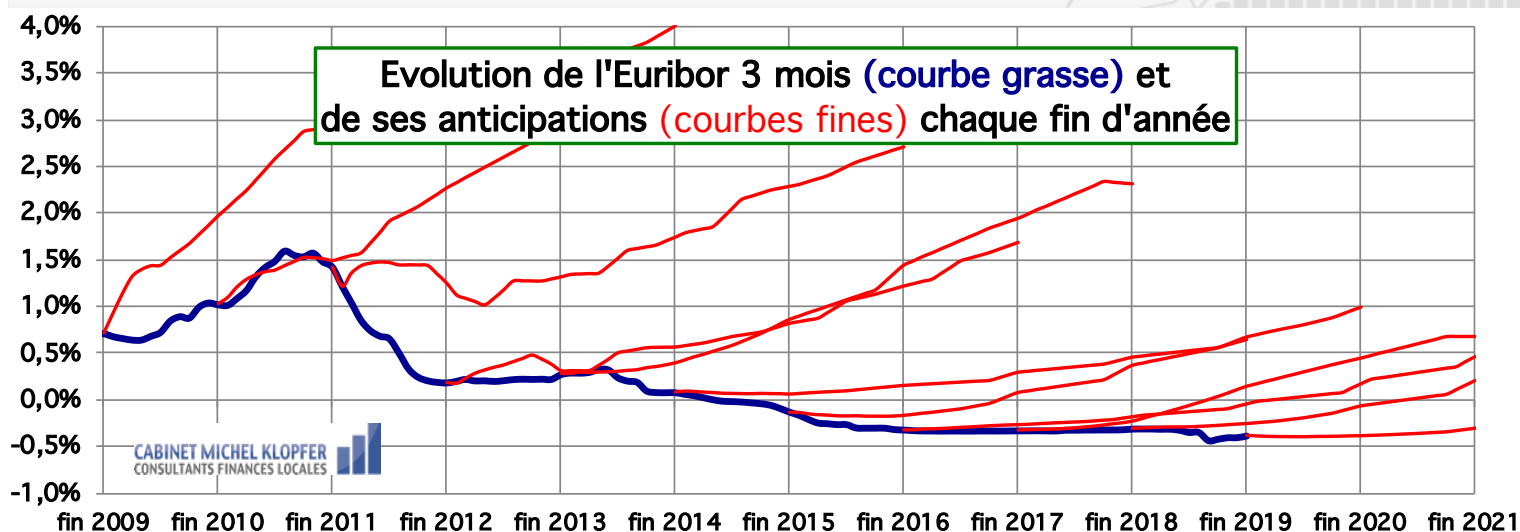
C'est également le pronostic majoritaire du côté de la Fed, dont les minutes de la réunion de décembre viennent d'être publiées : 13 des 17 participants au comité de politique monétaire pronostiquent une absence de modification des taux en 2020 quand les 4 derniers participants tablent sur une hausse unique d'un quart de point. Il est frappant qu'aucun des 17 membres n'envisagent de baisse des taux directeurs ni en 2020, ni en 2021, ni en 2022, alors que la Fed a initié en 2019 un cycle baissier sur ses taux.

En 9 relèvements successifs mis en œuvre entre 2015 et 2018, le principal taux directeur était revenu à 2,50%. L'assombrissement des perspectives de croissance au second semestre 2018 a justifié une pause de ce cycle haussier, puis trois baisses successives et rapprochées d'un quart de point au second semestre 2019, ramenant le principal taux directeur à 1,75%. Les craintes sur la croissance américaine paraissent donc dissipées, ou à tout le moins atténuées.



L'heure semble donc à l'attentisme des deux côtés de l'Atlantique, et ce pour l'intégralité de l'année 2020, même si bien sûr des événements de nature à modifier la donne sont toujours susceptibles de se produire, à commencer par un possible embrasement du moyen orient affectant notamment les cours du pétrole.

A fin 2019 quoi qu'il en soit, les perspectives de remontée des index courts (dont émanent les taux longs) n'ont pas été aussi basses depuis celles de fin 2014 (cf graphique page suivante). Mais même une courbe plate peut être démentie à la baisse, c'est d'ailleurs ce qui s'était produit en 2015...



### Conditions de financement des collectivités en 2020

Les conditions d'emprunt du secteur public local devraient rester bonnes en 2020 : l'appétit des banques reste fort et les besoins des collectivités modérés.

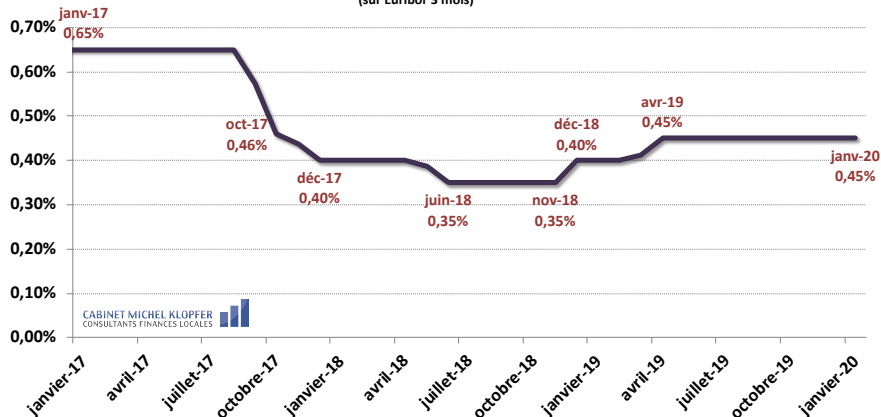
La transposition en droit européen de Bâle III ainsi que la mise à jour de Solvency II seront cependant à suivre de près : ces contraintes prudentielles et leur interprétation par les banques guident désormais les marges consenties. Autrement dit les prix sont davantage fonction des coûts de revient que du jeu de l'offre et de la demande.

Attention également à l'environnement de taux négatifs : plus il s'accroît, plus la nature des offres bancaires incite à opter pour le taux fixe (les offres à taux variable étant pénalisées par un floor à zéro très coûteux, dont sont le plus souvent exemptes les offres à taux fixe).

A suivre enfin le 15 janvier : le Gouverneur de la Banque de France émettra sa proposition en matière de Livret A, alors que celui-ci est figé à 0,75% depuis décembre 2017.

Pour le premier retour à la formule, et alors que l'objectif de sa réforme visait précisément à en favoriser la mise en œuvre effective de façon à rendre plus prévisible (et donc davantage « transformable ») cette ressource (ce qui représente un enjeu considérable pour son principal collecteur, la Caisse des Dépôts), il serait de mauvais aloi que l'on y déroge, même si bien sûr cela reste autorisé. La logique voudrait donc que le taux du Livret A (qui correspond désormais à la moyenne des Eonia et de l'inflation française sur les six derniers mois, sans pouvoir tomber sous 0,50%) passe au plancher de 0,50% au 1<sup>er</sup> février. Mais même si une telle décision, courageuse vis-à-vis de l'épargnant électeur, était prise, cet index resterait fortement pénalisant pour les emprunteurs y ayant recours compte tenu des autres taux disponibles par ailleurs (et des marges pratiquées par la CDC).

Evolution récente des marges bancaires de marché (sur Euribor 3 mois)



Inertie du Livret A fixé par le Gouvernement par rapport au résultat de la formule de calcul : probable maintien à 0,75% en février prochain ?

