



	lundi 7 janvier		Δ sur 3 semaines	Δ sur un an
Eonia	-0,37%	→	-	- 1 pb
Euribor 1 mois	-0,36%	↗	+ 1 pb	+ 1 pb
Euribor 3 mois	-0,31%	→	-	+ 2 pb
Euribor 6 mois	-0,24%	→	-	+ 3 pb
Euribor 12 mois	-0,12%	↗	+ 1 pb	+ 7 pb
Parité €//\$	1,144	↗	+ 1,1 cts	- 5,5 cts
Parité €/CHF	1,124	↘	- 0,4 cts	- 4,9 cts
Eonia (swap 2 ans)	-0,30%	↘	- 2 pb	- 5 pb
Euribor 3 mois (swap 10 ans)	0,73%	↘	- 8 pb	- 7 pb
Euribor 6 mois (swap 10 ans)	0,78%	↘	- 9 pb	- 11 pb
Inflation française (swap 10 ans)	1,26%	↘	- 8 pb	- 34 pb
CMS 10-2	0,93%	↘	- 6 pb	- 9 pb
CMS 30-1	1,55%	↘	- 6 pb	- 17 pb
Marge de marché emprunts (Eur3)	0,40%	→	-	-
Marge de marché lignes (T4M)	0,30%	→	-	- 5 pb
Taux fixe 15 ans trimestriel +0,40%	1,08%	↘	- 8 pb	- 7 pb
Taux fixe 20 ans trimestriel +0,40%	1,30%	↘	- 8 pb	- 8 pb
Spread OAT / Bund à 10 ans	0,50%	↗	+ 4 pb	+ 15 pb
Spread Eur 6 / Eur 1 à 10 ans	0,13%	↘	- 1 pb	- 3 pb

Bonne année 2019 à nos lecteurs !

• Deux événements ont marqué 2018. La dégradation forte et continue des perspectives de croissance, à partir d'une situation de départ il est vrai extrêmement favorable. Et la première stabilisation des marges bancaires observée depuis le *credit crunch* des années 2011-2012.

• 2019 s'annonce dans ces conditions comme devant être particulièrement stable, tant sur les taux que sur les marges.

• Mais imprévisibilité politique caractérise la période actuelle : attention au calme précédent les tempêtes !

BILAN 2018 - PERSPECTIVES 2019

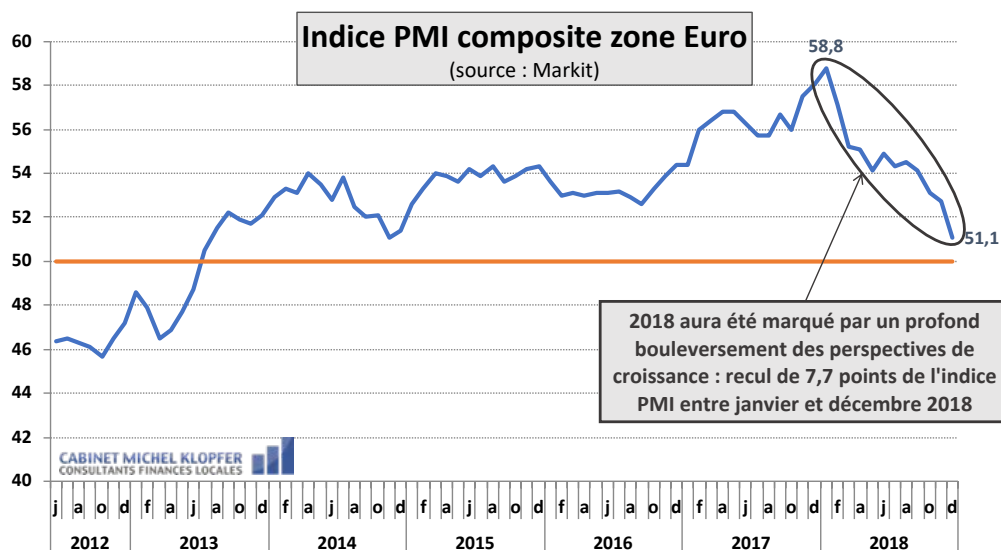
Le fait marquant de 2018 est sans conteste la forte révision à la baisse des perspectives de croissance intervenue entre le début et la fin de l'année, dans un mouvement étonnamment symétrique avec le regain progressif d'optimisme économique qu'avait déclenché l'élection surprise de Donald Trump en novembre 2016 (et la relance budgétaire inattendue qui allait avec).

La décélération a été forte et continue sur 2018, pas tant sur l'activité elle-même que sur les perspectives. Les indices PMI composite pour la zone Euro, qui avaient culminé à 58,8 en janvier 2018, sont ainsi revenus à 51,1 en décembre. Rappelons que cet indicateur exprime la confiance des directeurs d'achat d'un mois sur l'autre pour un panel d'entreprises, un indice supérieur à 50 signifiant une confiance améliorée par rapport au mois précédent. La situation reste donc correcte, mais la pente de dégradation est forte.

Pour ce qui est de la croissance, la BCE a ramené en décembre son pronostic pour la zone Euro en 2018 de 2,0% à 1,9%, et elle prévoit désormais 1,7% en 2019 (contre 1,9% six mois plus tôt), 1,7% en 2020 et 1,5% en 2021.

La FED attend désormais pour sa part 3,0% pour la croissance des Etats-Unis en 2018 (contre 3,1% précédemment) et 2,3% en 2019 (contre 2,5% jusqu'ici).

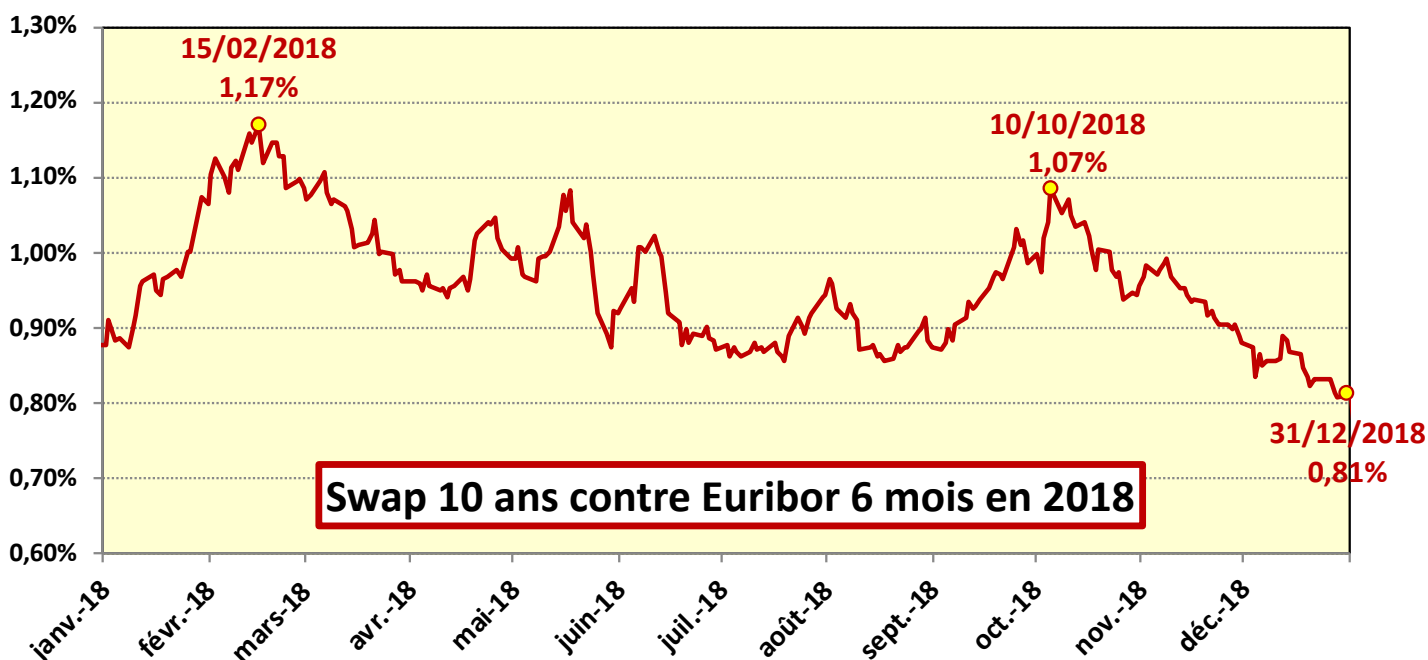
La Chine est plus stable (6,6% en 2018 et 2019, 6,5% en 2020).



Quelques faits majeurs sont à l'origine de ce changement de ton sur l'économie mondiale :

- Le resserrement monétaire désormais bien amorcé aux Etats-Unis : la FED a procédé à une nouvelle hausse de ses taux directeurs le 19 décembre dernier pour les porter dans une fourchette 2,25% / 2,50% et a révisé en baisse ses perspectives de croissance (cf supra) et d'inflation. Elle ne table plus que sur deux hausses de taux en 2019 (contre 3 précédemment), mais entend en revanche ne pas faiblir sur la mise en œuvre de la réduction de son bilan, à hauteur de 50 Mds \$ par mois. C'est ce dernier point qui a créé des remous sur les marchés boursiers à la fin de l'année 2018.
- L'escalade des mesures protectionnistes initiée par les Etats-Unis et suivie par un certain nombre de pays et notamment la Chine : une accalmie a suivi la rencontre entre les Etats-Unis et la Chine début décembre, un moratoire de trois mois étant décrété avant la mise en œuvre de nouvelles barrières tarifaires (ce qui revient à reporter au 1^{er} mars le passage de 10% à 25% des tarifs douaniers sur 200 Mds \$ d'importations chinoises, initialement prévu pour le 1^{er} janvier), mais elle est à la merci d'un tweet présidentiel américain...
- Les tensions politiques dans de nombreux pays du monde, qui traduisent les profonds bouleversements générés par la mondialisation et les nouvelles technologies : les succès électoraux de populistes tels que Donald Trump aux Etats-Unis, Jair Bolsonaro au Brésil ou encore Matteo Salvini en Italie génèrent de l'imprévisibilité (ex : procédure de déficit excessif évité de justesse pour l'Italie, *shutdown* budgétaire susceptible de se prolonger aux Etats-Unis, possibilité d'un *hard Brexit* accidentel, ...), par essence désastreuse pour l'économie.

Les taux longs ont fidèlement reflété la détérioration du climat économique, leur mouvement de recul étant simplement contrecarré à la fin de l'été par une tension sur les prix du pétrole qui s'est finalement révélée très ponctuelle (le baril est passé de 60 \$ début 2018 à 80 \$ début octobre avant de revenir vers 50 \$ en fin d'année) :



Au global, les taux longs se sont repliés d'une dizaine de points de base en 2018, prolongeant le cycle de taux très bas que l'on connaît en zone Euro depuis maintenant 4 ans (le premier passage du swap 10 ans d'Euribor 6 mois sous 1% date de fin 2014).

Pour rappel on reste loin du point bas historique de septembre 2016 : ce même swap avait alors touché 0,23%, tandis que la BCE peinait à dissiper les menaces déflationnistes sur la zone Euro.

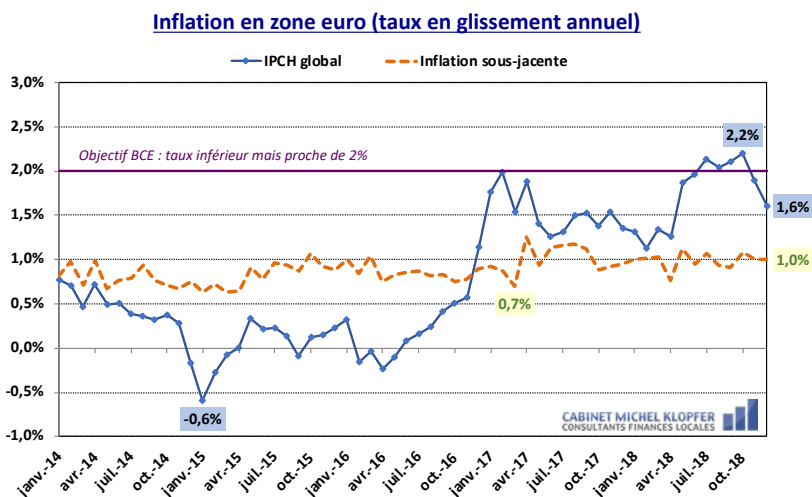
La BCE a de bonnes chances de rester attentiste en 2019

L'actualité sera chargée en zone Euro en 2019 :

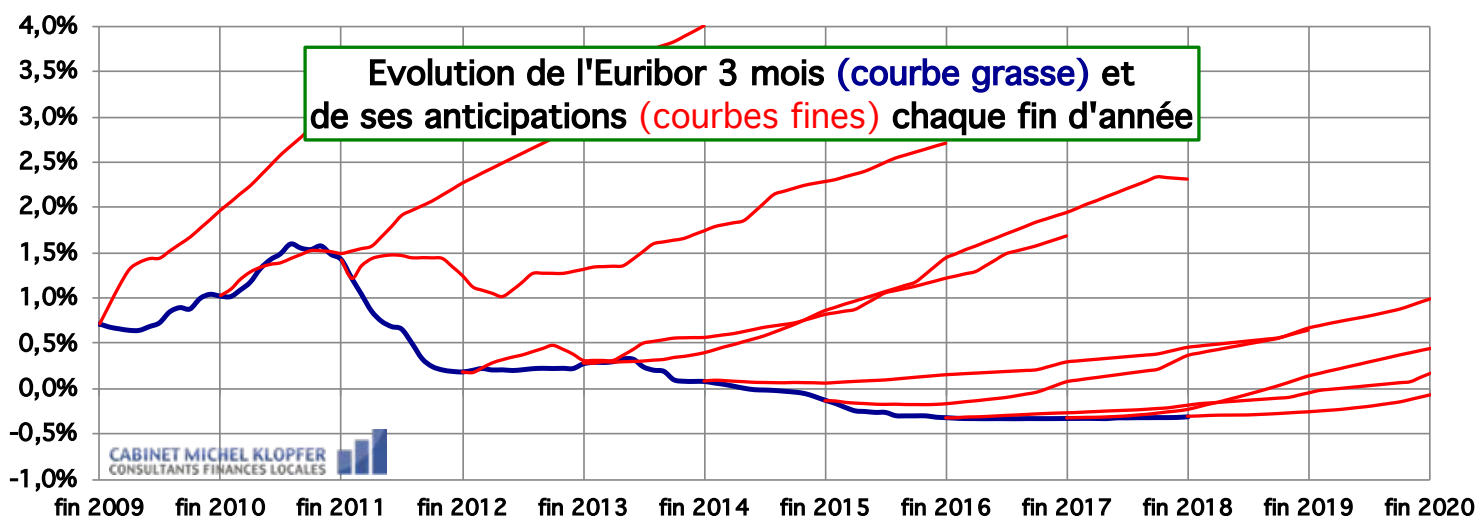
- Theresa May s'est engagée à soumettre l'accord trouvé avec l'Union Européenne sur le Brexit à son Parlement entre le 14 et le 16 janvier ; un rejet du texte, qui apparaît probable si aucune modification n'y est apportée, renforcerait la probabilité d'un *hard brexit* car le temps est désormais compté avant la sortie effective de la Grande-Bretagne (29 mars 2019 à 23h...), tandis que la perspective imminente des élections européennes complique singulièrement tout scénario de prolongement des discussions.
- Ces élections européennes se tiendront du 23 au 26 mai 2019 (26 mai en France) ; elles devraient sans surprise voir la victoire du PPE, et donc la nomination de sa tête de liste (l'Allemand Manfred Weber) à la présidence de la Commission, mais la probable vague populiste aura sans doute des répercussions.
- 3 des 6 membres du Directoire de la BCE seront à remplacer en 2019, dont Peter Praet (par ailleurs chef économiste) au printemps 2019, Mario Draghi le 31 octobre 2019 et Benoît Coeuré fin 2019. Leurs remplaçants seront désignés pour 8 ans non renouvelable, par les chefs d'Etat de l'Eurogroupe. Si c'est bien un Allemand qui devient Président de la Commission, la candidature de Jens Weidmann (Président de la BCE, particulièrement orthodoxe) pour la succession de Mario Draghi sera compromise. François Villeroy de Galhau, président de la Banque de France, pourrait alors avoir ses chances, ou bien un représentant d'un petit pays. En tout état de cause, si Weidmann est écarté, il y a peu de chances a priori qu'un « faucon » soit désigné...

Il paraît dès lors plausible, notamment au vu d'un chômage encore élevé en zone Euro et d'une inflation encore très contenue, que Mario Draghi s'attachera à laisser le champ libre à son successeur et qu'aucune décision ne sera prise quant à l'horizon du premier resserrement monétaire ou du premier arrêt du réinvestissement des titres obligataires détenus par la BCE et arrivant à échéance. La seule réunion de politique monétaire de la BCE planifiée en 2019 et postérieure au remplacement de Mario Draghi se tiendra le 12 décembre prochain. D'ici là, la BCE devrait se contenter de gérer les urgences (et il n'est pas exclu qu'il y en est, cf ci-dessus...)

L'inflation en zone Euro est en effet en train de décélérer assez nettement, sous l'effet notamment de la baisse des prix du pétrole. Au global, l'inflation en zone Euro qui s'est établi à 1,8% en 2018 est anticipé à 1,6% en 2019 et à 1,7% en 2020. L'enjeu pour la BCE sera de voir sur 2019 l'inflation sous-jacente se rapprocher enfin des 2% : une fois la hausse des prix proche de ce seuil et auto-entretenu, l'heure du relèvement des taux directeurs sera venue.



Il paraît donc à nouveau tout indiqué de rester prudent en 2019 quant à « l'aubaine » que représenteraient des taux longs historiquement très bas. Certes cela donne accès à des taux fixes compris entre 1 et 1,50%, mais jusqu'ici le pronostic des marchés quant au rythme de remontée future des index courts (qu'on achète lorsque l'on prend un taux fixe) a été systématiquement pris à revers. Par exemple sur le graphique de la page suivante, qui compare (en rouge) la pente de remontée anticipée par les marchés à chaque 31 décembre, avec ce qu'aura été la réalité de l'évolution de l'Euribor 3 mois (en bleu), on voit que l'Euribor 3 mois de fin 2020 était attendu à 1,00% fin 2015, à 0,17% fin 2016, à 0,45% fin 2017 et à -0,07% fin 2018.

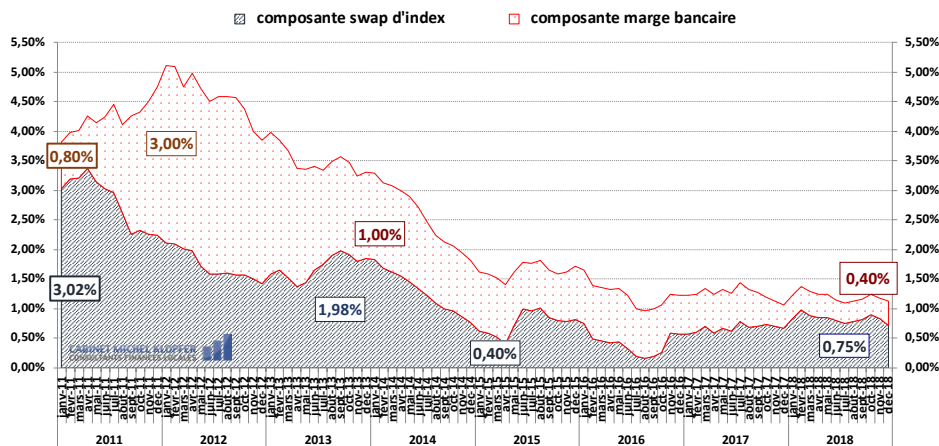


Première stabilisation des marges bancaires en 2018

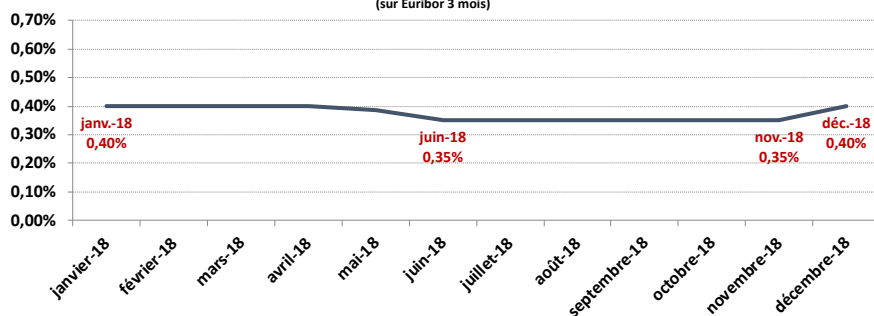
L'autre événement marquant de 2018 est la stabilisation des marges bancaires autour de 0,40% sur Euribor 3 mois non flooré. C'est la première fois depuis le *credit crunch* des années 2011-2012 qu'aucune amélioration des marges consenties aux emprunteurs locaux n'est constatée.

Cette stabilisation est intervenue dans un contexte pourtant toujours largement favorable aux emprunteurs. En dépit de la hausse traditionnelle des investissements locaux à l'approche des élections municipales, les financements nouveaux sont restés stables aux parages de 17 Mds € en 2018, permettant tout juste de stabiliser la dette locale alors que certains prêteurs (AFL et LBP en particulier) entendent encore monter en puissance. La rigueur financière, de mise dans le contexte de la contractualisation, devrait continuer à se traduire en 2019 par un recours modéré à l'emprunt, d'autant que les collectivités ont constitué ces dernières années un épais matelas de trésorerie.

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



Evolution des marges bancaires de marché sur l'année (sur Euribor 3 mois)



Des incursions vers les 25-30 pb ont été tentées épisodiquement mais n'ont pas essaimé. C'est plutôt à un léger relèvement des marges que l'on a assisté à la fin de 2018, notamment à l'initiative de LBP, ce prêteur allant même jusqu'à remonter légèrement les propositions formulées au cours d'une même consultation.

S'il est toujours ardu d'interpréter les évolutions observées sur les marges, il paraît probable que l'on touche désormais l'os pour les prêteurs, et que les marges ne descendront plus beaucoup. D'autant que le bonus de marge dont bénéficient les prêteurs du fait du floor à zéro sur index systématiquement glissé dans les propositions à taux variable va peu à peu se dissiper (du moins si le retour des taux courts en territoire positif à l'horizon 2021 se confirme).