



	lundi 8 janvier		Δ sur trois semaines	Δ sur un an
Eonia	-0,36%	↗	+ 1 pb	- 3 pb
Euribor 1 mois	-0,37%	→	-	-
Euribor 3 mois	-0,33%	→	-	- 1 pb
Euribor 6 mois	-0,27%	→	-	- 5 pb
Euribor 12 mois	-0,19%	↗	+ 1 pb	- 11 pb
Parité €//\$	1,199	↗	+2,0 cts	+14,8 cts
Parité €/CHF	1,173	↗	+0,7 cts	+10,1 cts
Eonia (swap 2 ans)	-0,26%	↗	+ 4 pb	+ 9 pb
Euribor 3 mois (swap 10 ans)	0,80%	↗	+ 10 pb	+ 27 pb
Euribor 6 mois (swap 10 ans)	0,88%	↗	+ 10 pb	+ 23 pb
Inflation française (swap 10 ans)	1,60%	→	-	- 1 pb
CMS 10-2	1,02%	↗	+ 6 pb	+ 22 pb
CMS 30-1	1,71%	↗	+ 9 pb	+ 31 pb
Marge de marché emprunts (Eur3)	0,40%	→	-	- 25 pb
Marge de marché lignes (T4M)	0,35%	→	-	- 10 pb
Taux fixe 15 ans trimestriel +0,40%	1,15%	↗	+ 9 pb	+ 26 pb
Taux fixe 20 ans trimestriel +0,40%	1,38%	↗	+ 10 pb	+ 26 pb
Spread OAT / Bund à 10 ans	0,35%	↗	+ 3 pb	+ 1 pb
Spread Eur 6 / Eur 1 à 10 ans	0,15%	→	-	- 7 pb

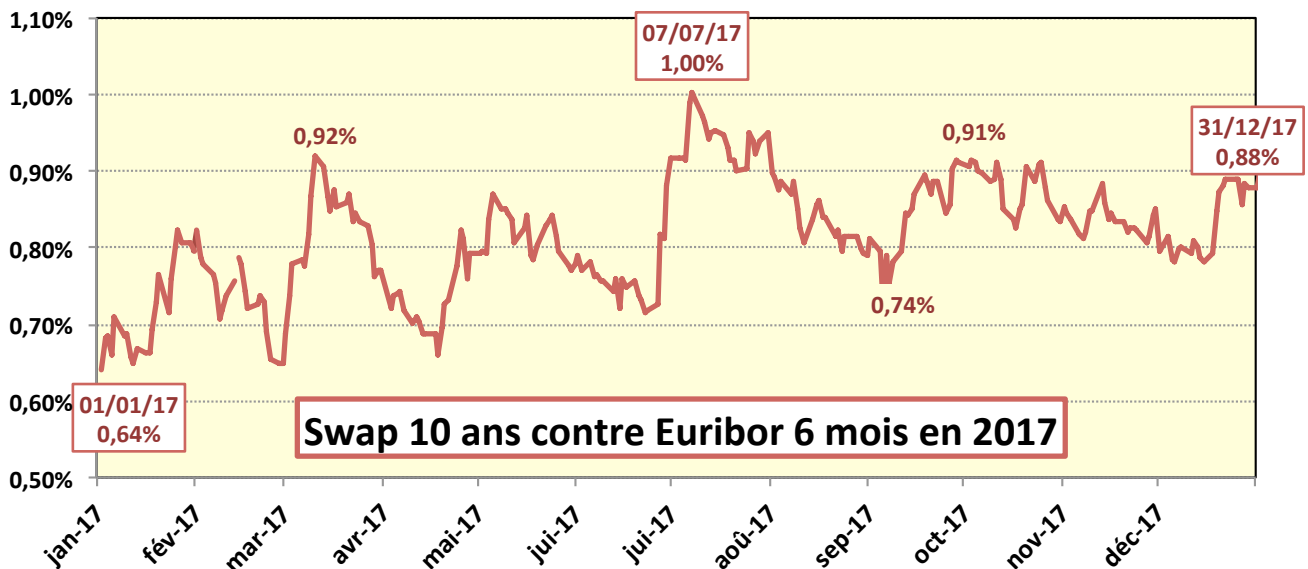
Bonne année 2018 à nos lecteurs !

- 2017 aura été un excellent crû au plan économique, sans que les taux longs ne remontent réellement.
- Le vent d'optimisme économique continue de souffler en 2018, avec cette fois des taux en hausse rapide.
- Cette mise à niveau logique devrait toutefois selon nous plafonner assez rapidement.
- La baisse des marges s'est poursuivie en 2017 à un point surprenant (la limite de la vente à perte pour les prêteurs semble proche...), révélant un déséquilibre offre / demande appelé à perdurer.

BILAN 2017 - PERSPECTIVES 2018

2017 aura été l'année du rebond pour la zone Euro, avec des perspectives de croissance nettement revues à la hausse (prévision BCE pour la zone Euro en décembre 2016 : 1,7% pour 2017 et 1,7% 2018 ; mêmes prévisions mise à jour en décembre 2017 : 2,4% et 2,3%) et partagées par l'ensemble de la zone, mais aussi un taux de chômage revenu de 10 à 9%, et un spectre populiste au moins temporairement écarté, ou en tout cas moins prégnant qu'à la fin 2016, année marquée par le Brexit et la victoire de Donald Trump.

Dans ce contexte les taux longs se sont inscrits dans une tendance haussière, mais très mesurée : sur l'année, la progression des taux à 10 ans n'excèdent pas 25 points de base et le seuil des 1% est tout juste en vue. Quelques phases de fortes hausses ont alterné avec des replis graduels, généralement au gré des annonces en matière d'inflation, analysée comme le catalyseur des décisions de la BCE.



NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 8 JANVIER 2018

A quand un calendrier précis de sortie de l'assouplissement quantitatif ?

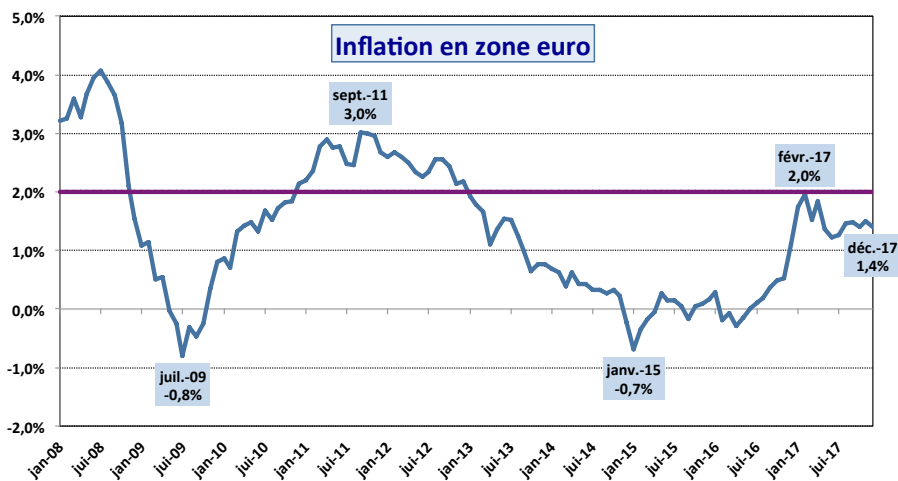
Cette modération de la hausse des taux longs, qui paraît désormais déconnectée du dynamisme de l'économie, tient à la grande prudence des banques centrales, et en particulier à celle de la BCE.

Du côté de la Réserve Fédérale américaine, le cycle haussier est en effet désormais bien arrimé, au point que le remplacement de Janet Yellen par Jerome Powell au poste de Gouverneur à compter de février prochain n'a pas empêché un nouveau tour de vis sur les taux directeurs en décembre. La réduction du bilan de l'Institution est également amorcée, certes sur un rythme souple et très graduel.

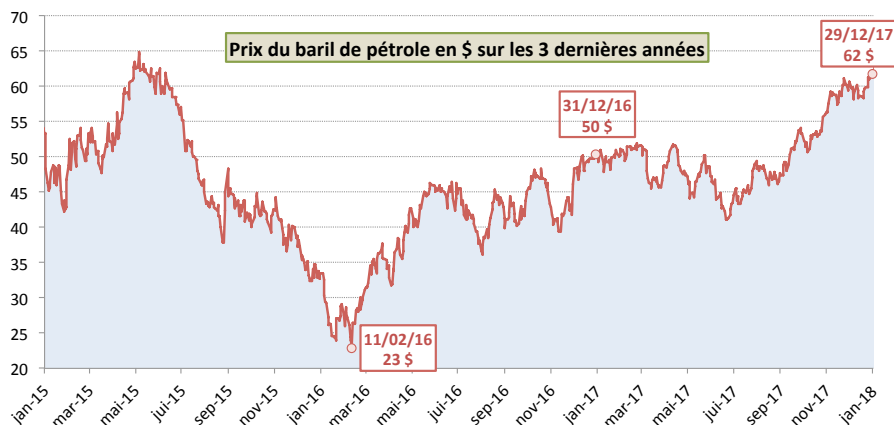
Comparativement, la BCE est en net décalage : elle a certes annoncé fin octobre qu'elle ramènerait à compter de janvier 2018 le volume de ses achats mensuels d'actifs de 60 à 30 Mds €, et ce au moins jusqu'en septembre 2018, mais sans donner à ce stade d'horizon pour la fin de sa politique d'assouplissement quantitatif. Or cet horizon est essentiel car la BCE s'est engagée à maintenir ses taux directeurs à un niveau identique ou inférieur « bien après » la fin de ses achats d'actifs. La récente déclaration de Jens Weidmann (Gouverneur de la Bundesbank et clair prétendant à la succession de Mario Draghi qui interviendra en octobre 2019) affirmant que la croissance des prix est désormais suffisamment solide en zone Euro pour qu'une telle échéance soit précisée s'inscrit dans ce cadre.

L'inflation est toutefois restée mesurée dans la zone Euro en décembre, à 1,4% (vs 1,5% en novembre), ce qui pourra conforter les « colombes ».

En outre le rebond de l'Euro contre l'ensemble des autres devises et notamment contre dollar continue à peser sur l'inflation importée dans la zone. Et plus globalement le débat perdure, et pas seulement en zone Euro, sur l'absence de croissance des prix en dépit du contexte de reprise économique.



Si l'analyse de cette modération des prix comme résultant structurellement de la révolution numérique (intensification de la concurrence sur les prix, gains de productivité, pression sur les salaires), les banques centrales seront incitées à maintenir longtemps des politiques d'expansionnisme monétaire visant à soutenir les indices d'inflation.



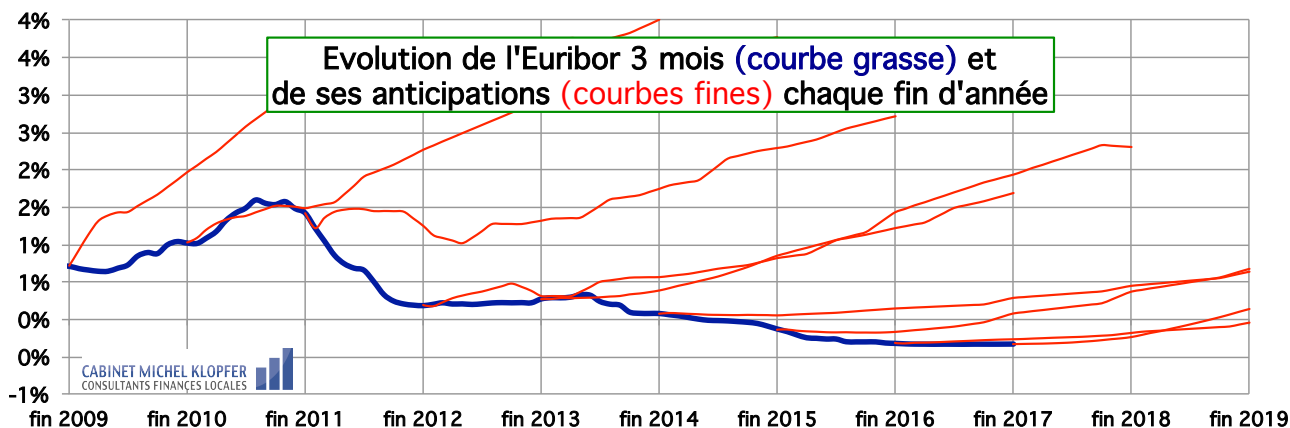
La reprise économique est cependant globale : la plupart des grandes économies mondiales et les pays émergents sont concernés, ce qui tire le prix des matières premières, notamment du pétrole, vers le haut.

D'aucuns prédisent toutefois que l'active dérèglementation de l'exploitation des réserves pétrolières aux Etats-Unis se répercutera sur les cours.

Une mise à niveau des taux longs serait logique en 2018, mais elle devrait restée limitée

Les premiers jours de 2018 ont démarré fort que ce soit en matière d'indices boursiers (+3,2% sur le CAC 40 en une semaine) ou sur les taux longs (+10 pb en une semaine sur les taux à 10 ans). De fait il semblerait logique que les marchés tirent enfin les conséquences de la franche embellie que connaît l'économie, qui devrait à plus ou moins brève échéance se traduire dans un infléchissement de l'inflation et des politiques monétaires.

De ce point de vue, les anticipations de remontée des taux d'intérêt peuvent apparaître comme encore modérées. Le graphique ci-dessous 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).

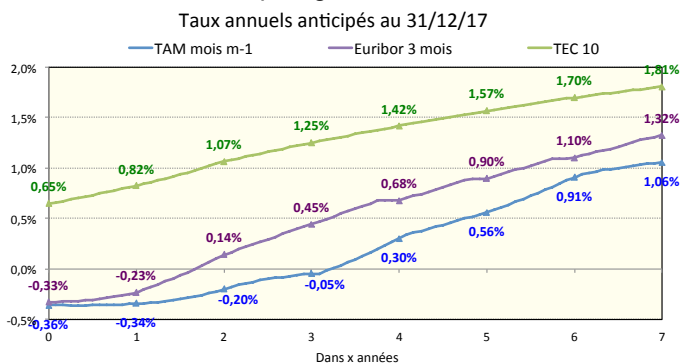


On constate d'une part que ces anticipations de remontée se sont infléchies chaque année, à mesure que les analystes prenaient conscience de la profondeur de la crise, et d'autre part que pour la première fois en 2017, la réalité n'a pas pris les anticipations à revers... Au 31/12/2018, la remontée anticipée reste très modérée, reflétant le discours très prudent de la BCE et son refus, pour l'instant, de fixer une échéance ferme à sa politique de rachat d'actifs. Ceci pourrait évoluer au cours de l'année 2018 mais sans doute pas au point que la courbe bleue repasse au-dessus de la courbe rouge de fin 2017 (qui prévoit tout de même un Euribor 3 mois redevenant positif courant 2019...).

Au global, les collectivités qui n'ont pas encore fixé une part prépondérante de leur encours disposent encore d'une fenêtre de tir permettant de porter la part fixe de leur dette dans les parages de 60% du total.

Pousser au-delà pour ceux qui n'y sont pas déjà n'est en revanche pas nécessairement pertinent.

La BCE restera en effet prudente, même après la fin de l'assouplissement quantitatif, en particulier si l'inflation ne nécessite pas de durcir le ton : les Etats sont très endettés et le chômage élevé. Et le scénario d'une prochaine crise obligeant à remettre une couche d'assouplissement quantitatif n'est évidemment pas à exclure.



En conclusion : si à court terme, l'actuel décalage entre embellie économique et absence de remontée significative des taux longs devrait produire un ajustement à la hausse un peu brutal, celui-ci a toute chance de rester limité et de plafonner assez vite. Si l'on partage ce pronostic, cela invite dans l'immédiat (si ce n'est pas déjà fait) à majorer la part fixe sans aller au-delà de 60%, puis à revenir progressivement vers 50/50 dans les prochaines années, voire à majorer à nouveau la part variable une fois que la mise à niveau des taux longs aura été observée.

NOTE DE CONJONCTURE HEBDOMADAIRE DU 8 JANVIER 2018

Nouveau recul des marges en 2017 malgré le renforcement des contraintes prudentielles, révélant l'ampleur du déséquilibre offre/demande sur le marché du prêt aux collectivités

Les marges sur Euribor 3 mois non flooré se situent désormais autour de 0,40%, soit un nouveau recul de 25 pb sur un an, comparable au rythme de baisse observé en 2016.

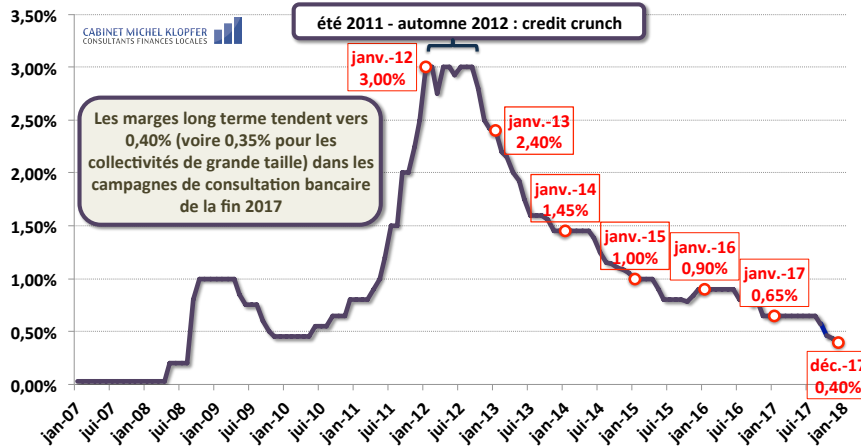
Cette évolution est étonnante compte tenu d'un horizon toujours pas éclairci en matière de ratios prudentiels pour les prêteurs (même si un accord a été trouvé sur Bâle III fin 2017, de nombreux détails restent à affiner notamment pour les prêteurs au secteur public) et alors que la remontée des index anticipés conduit à une moindre valorisation du floor implicitement vendu aux collectivités avec les propositions à taux variable flooré qui leur sont faites.

C'est l'intensité de la pression concurrentielle qui est à la source de cette nouvelle amélioration des conditions de prêt consenties au secteur public local : l'investissement reste atone alors que nombre de collectivités ont conduit une politique de restauration de leur épargne améliorant leur capacité à autofinancer leurs équipements.

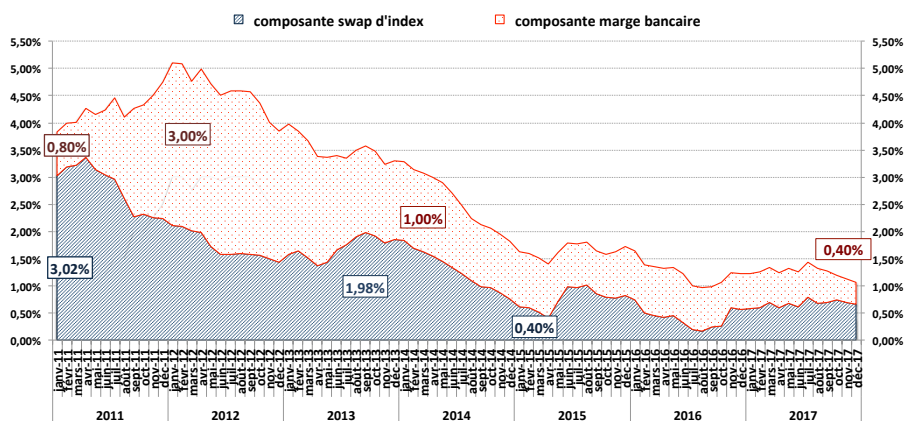
Dans ces conditions le monde local se désendette alors que les volumes disponibles pour de nouveaux prêts ne faiblit pas (voire se renforce compte tenu de la volonté de montée en puissance de l'AFL).

L'objectif assigné par l'Etat aux collectivités dans le cadre de la loi de programmation des finances publiques pour la période 2018-2022, avec en particulier un excédent de financement supposé passer de 3 Mds € actuellement à 16 Mds € en 2022, et s'accompagnant pour les 340 collectivités les plus significatives au plan financier d'une contractualisation de ces objectifs avec l'Etat, a toute chance de renforcer cette tendance sur les prochaines années. La pression sur les marges devrait donc perdurer, mais reste à voir 1) jusqu'où les prêteurs seront prêts à aller ; 2) si des ventes initiales à perte ne risquent pas de réenclencher la mécanique fatale du « retravail » des encours en place qui a donné la crise des structurés ; 3) dans quelle mesure la pénurie de demande conduira à un ajustement de l'offre (réduction de voilure de certains prêteurs, par exemple la CDC).

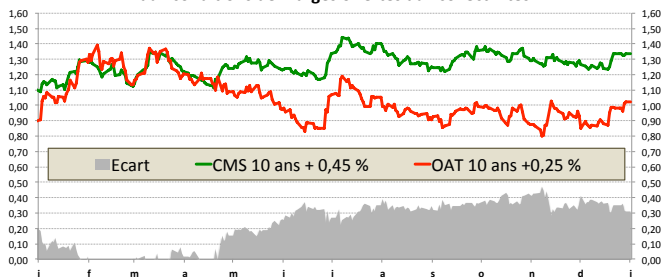
marges sur Euribor proposées en moyenne aux collectivités



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



Taux d'Etat et taux interbancaire à 10 ans en 2017 aux conditions de marges offertes aux collectivités



Cette baisse des marges bancaires interroge la pertinence du recours à l'obligataire, qui permet de se financer autour d'OAT +0,20 / 0,25%. Une certaine équivalence a en effet été observée en février-mars 2017, lorsque la perspective d'un second tour Mélenchon – Le Pen aux élections présidentielles a fait flamber les taux souverains français. Mais le différentiel est depuis revenu aux alentours de 30/40 pb, justifiant toujours le recours à l'obligataire pour ceux qui ont des besoins de financement importants et réguliers.