

IR BI-MONTHLY

LE PENDULE EST-IL EN TRAIN D'OSCILLER ?

27 JANVIER 2022

Mattias Demets
Fixed Income Midcap Sales
Tel: +32 (0)2 565 77 34
mattias.demets@bnpparibasfortis.com

Jean-Luc Célis
Fixed Income Midcap Sales
Tel: +32 (0)2 565 77 26
Jean-luc.celis@bnpparibasfortis.com

Anton Pietermans
Fixed Income Midcap Sales
Tel: +32 (0)2 565 23 68
Anton.pietermans@bnpparibasfortis.com

Fiorenzo Mele
Fixed Income Midcap Sales
Tel: +32 (0)2 565 83 25
Fiorenzo.mele@bnpparibasfortis.com

Des questions?
ask.markets.cb@bnpparibasfortis.com

CIB – CAPITAL MARKETS
Research & Marketing FI Sales - Brussels
Marketing communication



BNP PARIBAS
FORTIS

La banque d'un monde qui change

Introduction

En début d'année, il est toujours intéressant de remonter dans le temps pour vérifier si nos anciennes prédictions se sont concrétisées, ou non.

Il y a un an, dans cette publication, nous nous émerveillions des énormes quantités de liquidités injectées dans les marchés. Nous observions une hausse des anticipations d'inflation et constatons que les perspectives de croissance faisaient prudemment monter la partie longue de la courbe. Ce mouvement était particulièrement visible aux États-Unis, où le train de la vaccination s'accélérait, tandis que les anticipations d'inflation européennes se dirigeaient vers le niveau d'avant-pandémie.

Dans l'instantané que nous prenons aujourd'hui, au début de 2022, le thème de l'inflation est toujours central. Non seulement les hausses de prix se sont plusieurs fois avérées plus importantes que prévu, mais on craint qu'elles ne soient également plus persistantes en raison d'une série de facteurs. En attendant, la partie courte de la courbe des taux émerge également. Le pendule semble avoir basculé et les prédictions sont nombreuses quant à l'ampleur du resserrement monétaire qui sera nécessaire pour remettre l'économie sur les rails.

Ajoutez à cela des attentes de croissance plus faibles, qui sont à leur tour le résultat du resserrement imminent de la création monétaire mondiale, et tout cela conduit à un aplatissement des courbes de rendement aux États-Unis et en Europe.

Alors que les marchés visent le début d'un cycle de resserrement quantitatif (QT) aux États-Unis à partir de mars, le PEPP de la BCE est sur le point de toucher à sa fin. Cette dernière institution ne semble pas avoir l'intention de bricoler les taux d'intérêt cette année et s'attend à ce que l'inflation atteigne progressivement son pic. Ainsi donc, la politique des deux banques centrales semble se différencier, à nouveau.

Bonne lecture !

Mattias Demets, Jean-Luc Célis, Anton Pietermans, Fiorenzo Mele



Prévisions

Région	Taux	Q1 '22	Q2 '22	Q3 '22	Q4 '22	Q4 '23
Zone euro	Refi Rate	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Deposit rate	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,10%
	2-year*	-0,60%	-0,55%	-0,50%	-0,50%	0,00%
	10-year*	0,00%	0,05%	0,05%	0,10%	0,40%
Etats-Unis	Fed Funds Rate	0,40%	0,65%	0,90%	1,15%	2,15%
	2-year	1,15%	1,40%	1,60%	1,75%	2,10%
	10-year	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,30%

* Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 11/01/2022



Moniteur des Banques centrales

Banque centrale	Taux d'intérêt	Prochaine décision	Niveau actuel	Le plus probable	Probabilité	Le moins probable	Probabilité
Réserve Fédérale	Federal Funds Target Rate	16/03/2022	0,125%	Hausse de taux (25bp)	79,0% ▲	Hausse de taux (25bp)	21,0% ▲
BCE	Deposit Facility Rate	03/02/2022	-0,50%	Statu quo	97,8% =	Hausse de taux (25bp)	2,2% ▲
Banque du Canada	ON Target Rate	02/03/2022	0,25%	Hausse de taux (25bp)	97,6% ▲	Hausse de taux	2,4% =
Banque d'Angleterre	Bank Rate	03/02/2022	0,25%	Hausse de taux (25bp)	93,2% ▲	Statu quo	6,8% =
Banque du Japon	Policy Rate Balance	18/03/2022	-0,10%	Statu quo	99,1% =	Baisse de taux	0,9% ▼
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	24/03/2022	-0,75%	Statu quo	96,9% =	Baisse de taux	2,1% ▼



Nos attentes en bref: la BCE

- Mi-janvier, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, envoyait un avertissement clair aux marchés en annonçant qu'il était peu probable que la BCE augmente ses taux de sitôt. En effet, la banque centrale européenne prédit que l'inflation en Europe devrait progressivement baisser tout au long de 2022 et 2023, au rythme de la résolution des problèmes sous-jacents posés par les prix du gaz et les disruptions des chaînes d'approvisionnement. La BCE, qui souligne que la moitié des augmentations de prix en Europe serait due aux coûts de l'énergie, n'aurait pas de raisons d'agir cette année.
- Nous pensons effectivement que la BCE maintiendra cette politique monétaire accommodante tout au long de 2022. Néanmoins, nous sommes convaincus que les anticipations d'inflation de la BCE sont trop conservatrices, et seront dépassées plusieurs fois. Ce qui devrait pousser la BCE à procéder à 4 hausses de taux successives de 10 bps en 2023, amenant de -0,5% à -0,1% le taux de dépôt de la BCE à la fin 2023. Cependant, comme le montre clairement le tableau ci-dessous, les prévisions d'inflation de la BCE pour 2023 et 2024 – qui sont inférieures à sa cible d'inflation – font douter certains de la volonté, voire de la capacité de l'institution francfortoise à hausser ses taux, pointant par ailleurs un niveau de core inflation (hors énergie et alimentation) en Europe significativement plus faible qu'aux Etats-Unis.

Prévisions d'inflation (HICP)

	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	2022	2023	2024
BNP Paribas	5.0	4.6	3.9	2.9	4.1	2.0	-
ECB staff, Dec 2021	4.1	3.7	3.0	1.9	3.2	1.8	1.8

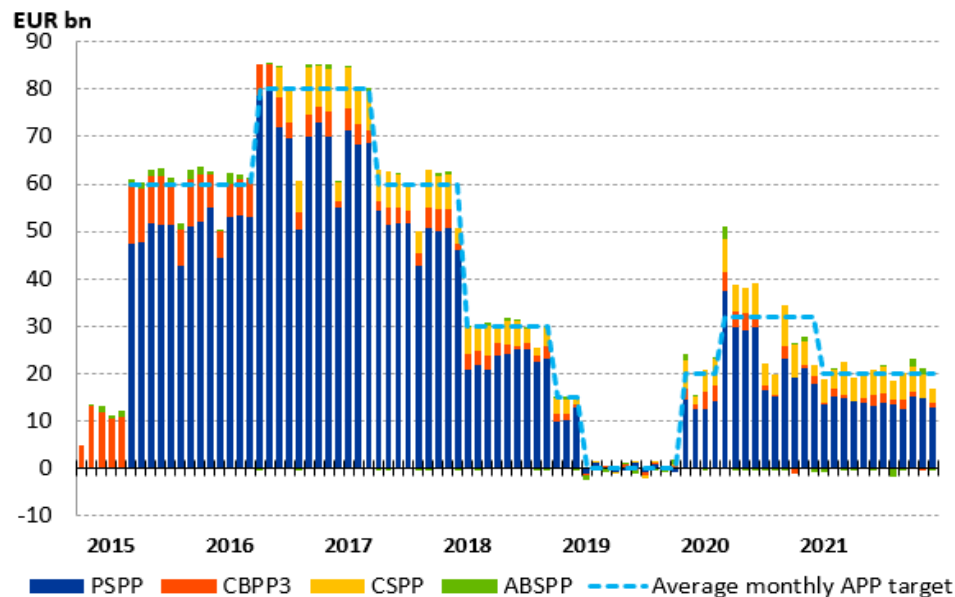
Source : BNP Paribas, ECB



Nos attentes en bref: la BCE

- Le programme d'achat d'actifs d'urgence lié à la pandémie (le PEPP) prendra fin en mars 2022. Néanmoins, le conseil des gouverneurs a décidé de prolonger l'horizon de réinvestissement qui y est associé, s'accordant jusque fin 2024 pour réinvestir les remboursements à titre principal. Cependant, le programme d'achat d'actifs « classiques » (l'APP) sera élargi, passant de 20 à 40 milliards d'euros en volume mensuel au deuxième trimestre avant d'être réduit à 30 milliards au troisième trimestre et ramené à son rythme de croisière ordinaire de 20 milliards à partir du dernier trimestre 2022. Christine Lagarde a en effet déclaré que, face aux incertitudes liées à la crise sanitaire et aux disruptions des chaînes d'approvisionnement, il était essentiel de « maintenir de la flexibilité et de l'optionnalité dans la conduite de la politique monétaire ».

Achats de soutien de la BCE au sein de l'APP



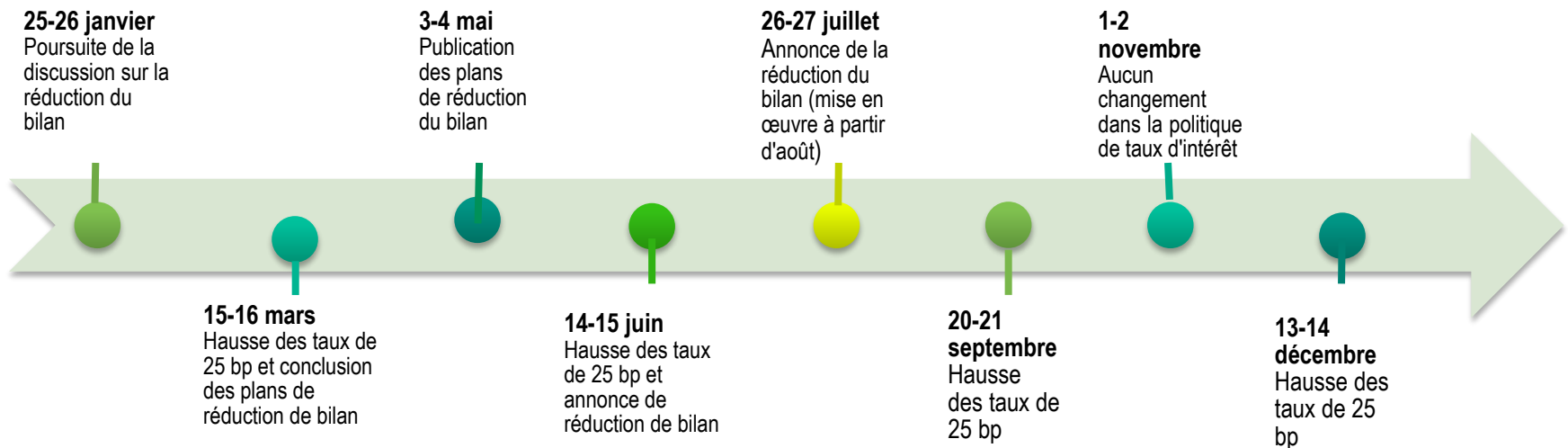
Source: ECB

1. corporate sector purchase programme (CSPP)
2. public sector purchase programme (PSPP)
3. asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
4. third covered bond purchase programme (CBPP3)

Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

- Les minutes de la réunion du FOMC de décembre montrent un changement clair de la part de la banque centrale américaine. Le diagramme en points et les attentes d'inflation avaient déjà préparé le terrain, mais les minutes publiées en janvier ont montré que certaines voix au sein de la Fed appelaient à une action plus rapide.
- Lors de la réunion des taux de janvier, Jerome Powell a ouvert la voie à une hausse des taux en mars 2022. Le président de la Fed a également fait la lumière sur les modalités prévues du resserrement quantitatif (QT) discutées en interne lors de la première réunion de son deuxième mandat.
- Comme l'illustre la chronologie ci-dessous, nous sommes à l'aube d'une année de resserrement monétaire.

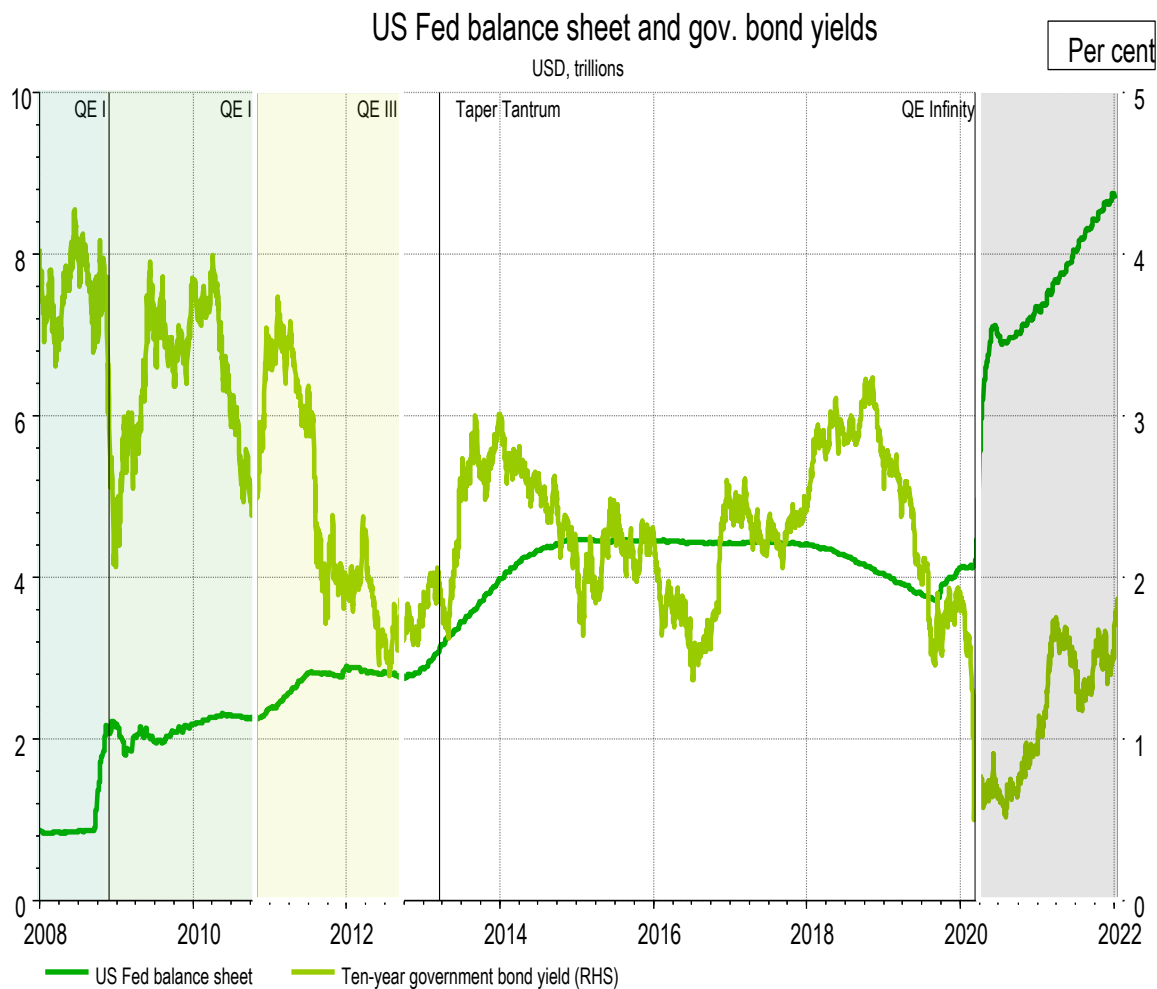
Nos perspectives pour les réunions sur les taux d'intérêt du FOMC en 2022



Bron: BNP Paribas

Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

- A l'aube de ce cycle de resserrement monétaire, la situation est très différente du resserrement monétaire de 2013 et de 2018. Le graphique ci-contre montre que le bilan de la Fed atteint près de 9.000 milliards de dollars.
- De plus, compte tenu des niveaux d'inflation actuels, les taux d'intérêt réels sont aussi en territoire fortement négatif.
- Le procès-verbal de la réunion de décembre a révélé un désaccord, entre les membres du comité, sur certains points de vue. Des déclarations récentes de certains gouverneurs soulignent que le nombre de hausses de taux qui seront nécessaires, ainsi que leur calendrier, font l'objet de discussions.
- L'infographie précédente présente notre scénario de base sur la chronologie de quatre hausses du taux directeur, pour un total de 100 points de base. Par rapport à 2017, la Fed semble maintenant commencer le QT (resserrement quantitatif) relativement tôt, mais on craint toujours que la banque centrale américaine soit déjà passée sous la courbe.
- Le bilan mitigé du rapport sur l'emploi de décembre 2021, qui pointe un marché du travail tendu avec des embauches décevantes, des salaires en hausse et un taux d'activité atone, renforce ces craintes.

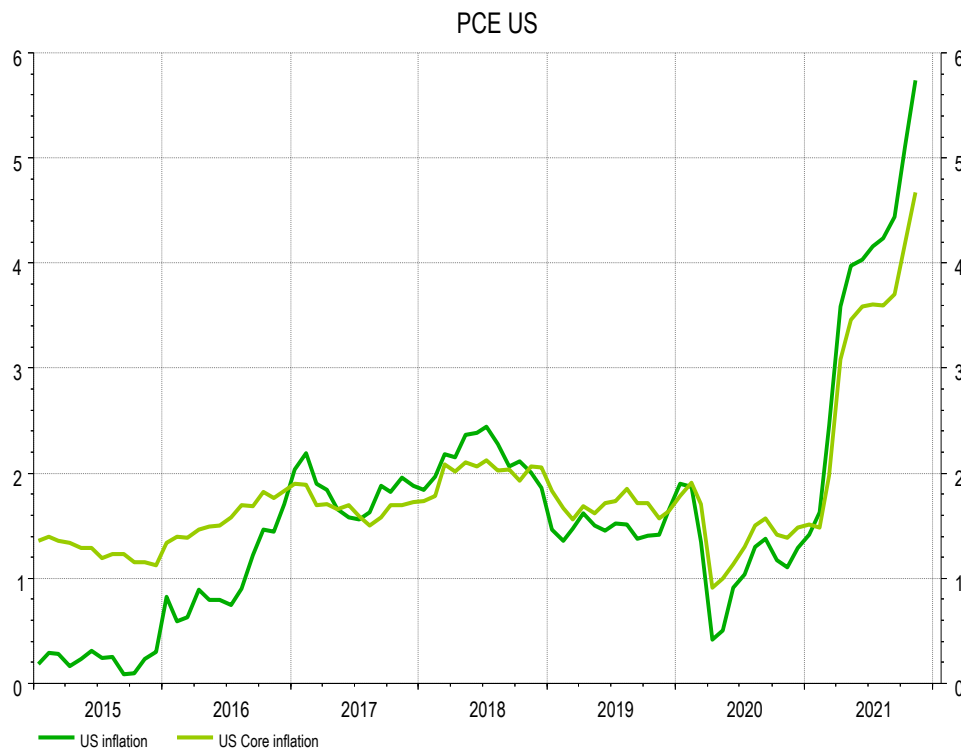


Bron: Refinitiv Datastream



Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

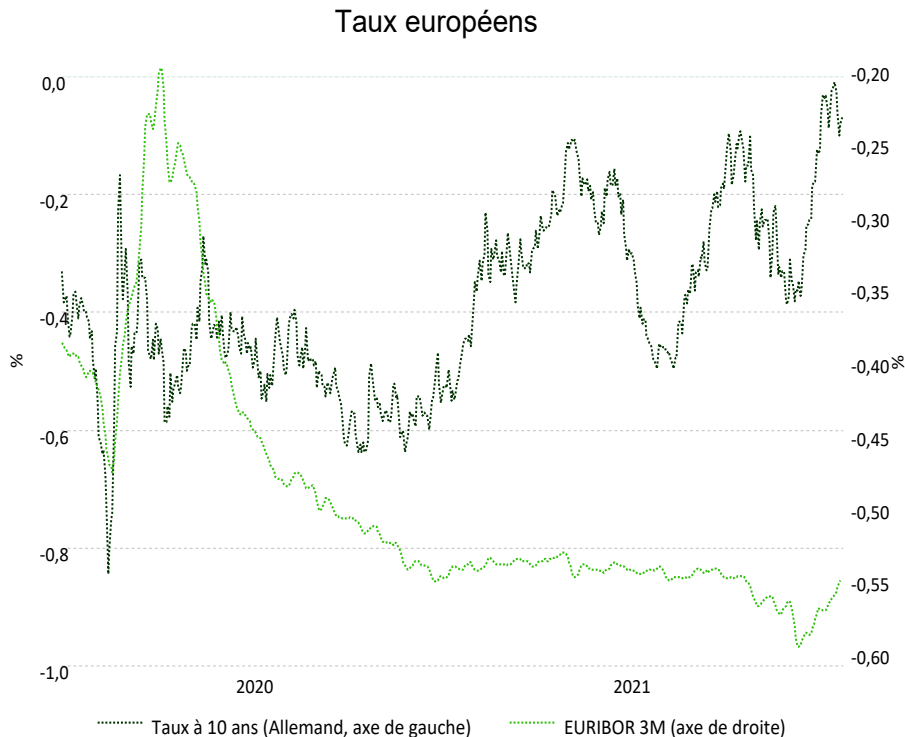
- D'ici le mois de mars, l'évolution des prix sera surveillée de très près. Pour ce faire, la Fed se tourne vers le PCE et principalement le PCE de base, moins volatil. L'inflation américaine devrait culminer au premier trimestre de cette année, mais le PCE restera tout au long de l'année au-dessus de l'objectif de hausse moyenne des prix de 2% à long terme.
- Les désaccords au sein du FOMC de la Fed alimentent les craintes que Jerome Powell doive brusquement freiner si les problèmes de chaîne d'approvisionnement ne sont pas résolus et que l'inflation continue d'augmenter.



- Un tel scénario n'est pas sans rappeler Paul Volcker, qui a dû lutter contre une inflation galopante vers la fin des années 1970 et a été contraint de relever temporairement le taux directeur jusqu'à 20%.
- Cependant, l'environnement macroéconomique actuel semble indiquer que l'inflation est en grande partie le résultat du choc de la demande et de la perturbation de la chaîne d'approvisionnement à la suite de la pandémie.
- Compte tenu de l'assouplissement budgétaire et monétaire massif nécessaire pour maintenir l'économie mondiale sur la bonne voie après le choc initial de l'offre et les turbulences de 2020 au début de la pandémie, il n'est pas illogique de s'attendre à ce que le resserrement nécessite également une certaine force supplémentaire pour stabiliser une économie en surchauffe.



Eurozone: survol des taux d'intérêts

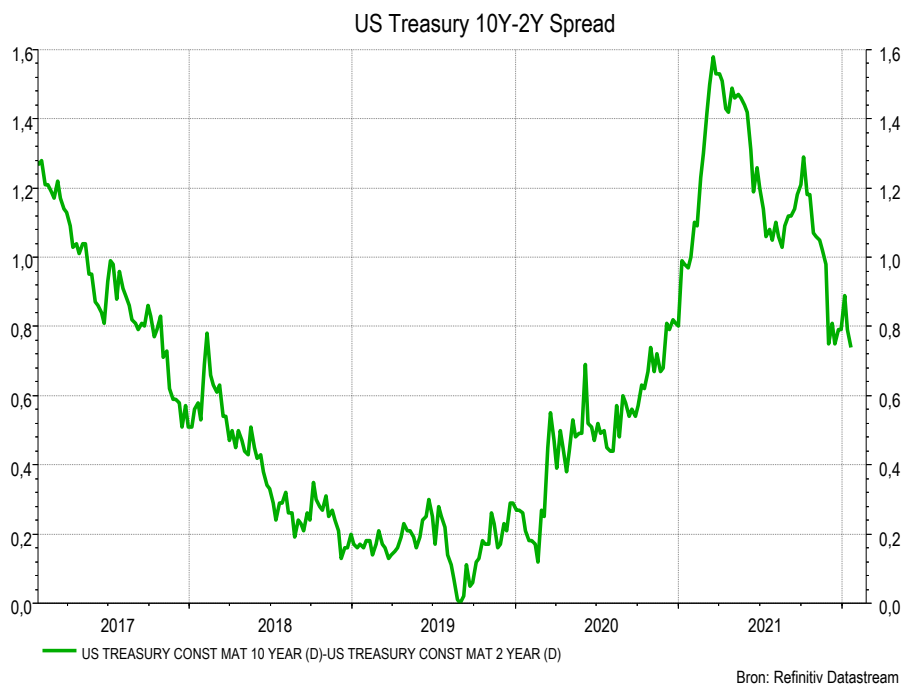


- Lors de sa réunion du 16 décembre, la BCE a confirmé la fin du PEPP en mars et le doublement temporaire de l'APP pour assurer une transition en douceur. Tout en concédant que si l'inflation devait rester forte, ce qui est possible en cas de hausse persistante des prix de l'énergie, elle pourrait appuyer davantage sur le frein.
- Sous l'impulsion de la contamination de la hausse des rendements des Treasuries américains, de la réduction à venir des liquidités et de la conviction que la BCE devra réagir à une inflation survitaminée par la hausse des prix de l'énergie, le rendement du Bund allemand à 10 ans est reparti à la hausse un peu après mi-décembre. Il a même fait, un mois plus tard, une incursion en territoire positif pour la première fois depuis 2019.
- La volonté de la BCE de laisser passer l'orage limite a priori le potentiel de hausse des taux longs et notre prévision d'un Bund 10 ans à 0,10% à fin 2022 reste d'actualité, de même que sa hausse à 0,40% à fin 2023.
- Le potentiel de hausse semble plus limité pour le bund à 2 ans, dont le destin est davantage lié au taux directeur de la BCE, surtout en 2022. En vertu des quatre hausses de 10 points du taux central de la BCE que nous anticipons pour 2023, nous devrions voir le bund à 2 ans progresser vers 0% et aplatir une courbe des taux qui se sera pentifiée au cours de cette année.



Etats-Unis: survol des taux d'intérêts

Aplatissement de la courbe des taux américains

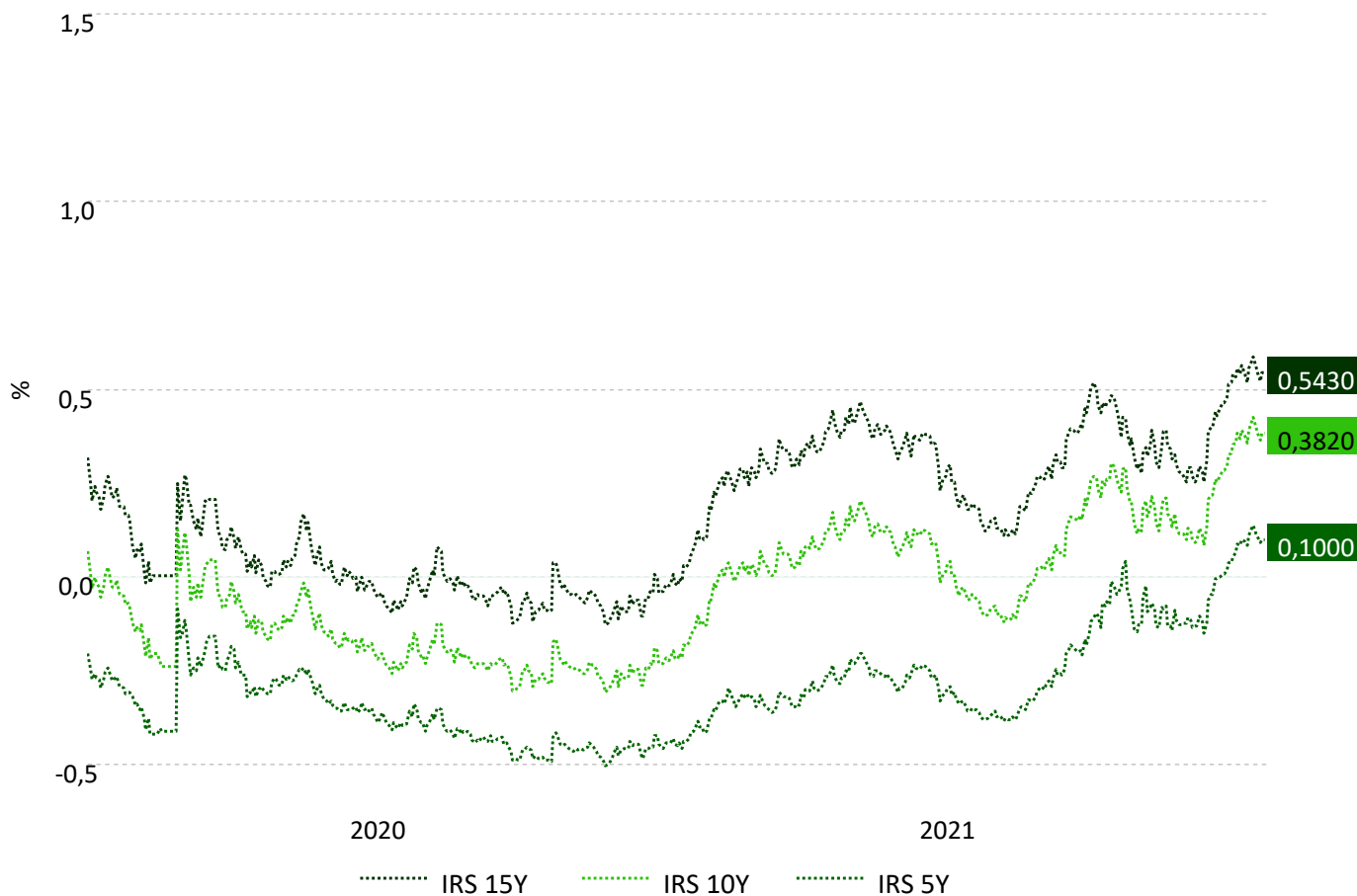


- La Réserve fédérale a donc connu un virage belliciste au cours des dernières semaines et des derniers mois. Les hausses de taux attendues cette année se traduiront bien entendu par une hausse des taux à court terme. Depuis début novembre, le taux américain à 2 ans a augmenté de 53 points de base, passant de 0,50% à 1,03%.
 - Le rendement à 10 ans n'a augmenté que de 23 points de base, passant de 1,55% à 1,78%. On assiste donc à un aplatissement de la courbe des taux, ce qui signifie que l'écart entre le taux 10 ans américain et le taux 2 ans est passé de 105 à 75 points de base depuis début novembre.
 - L'aplatissement de la courbe traduit un certain malaise des marchés. Le taux à 10 ans monte moins que le taux à 2 ans car les marchés craignent que le cycle de hausse n'entraîne un ralentissement important de la croissance. De sorte qu'après le cycle de hausse, le taux directeur reste stable ou qu'il y ait des baisses de taux. Un aplatissement de la courbe des taux est un premier pas vers une courbe des taux inversée (rendement à 2 ans supérieur au rendement à 10 ans), qui est un indicateur avancé et notoire des récessions.
- BNP Paribas s'attend à ce que cet aplatissement se poursuive. La banque prévoit un taux à 2 ans à 1,75% et un taux à 10 ans à 2,00% à la fin de cette année. Ainsi, la différence entre les deux taux devrait se limiter à seulement 25 points de base.



Interest Rate Swaps

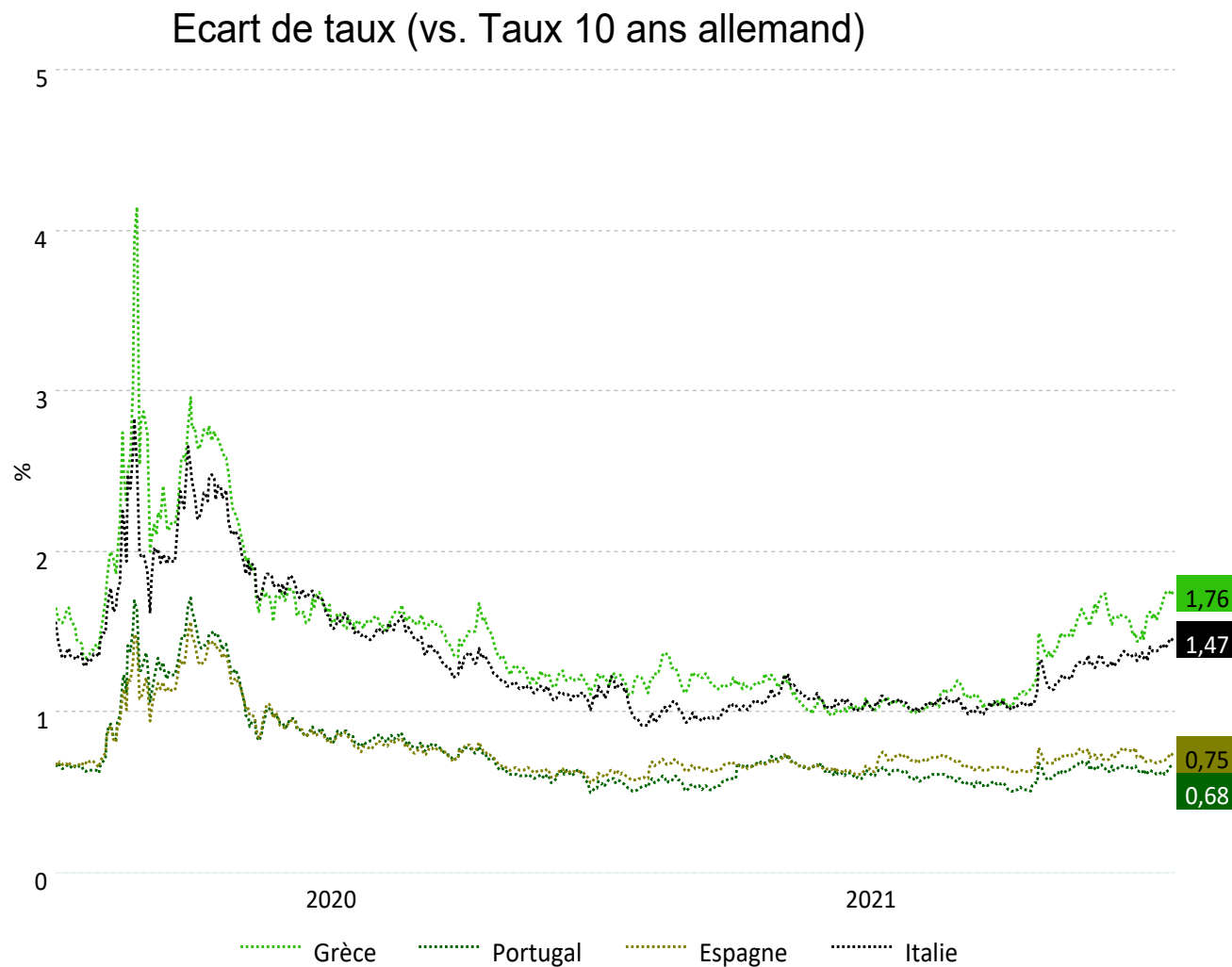
Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)



Source: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



Primes de risque dans la périphérie



Source: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



Disclaimer

BNP Paribas Fortis SA/NV, with registered office at Montagne du Parc 3 / Warandeberg 3, B-1000 Brussels, Belgium (the “Bank”) is responsible for the production and the distribution of this document.

This document does not constitute an offer or solicitation for the sale, purchase or subscription of any financial instrument in any jurisdiction and is not a prospectus in the sense of applicable legislation on the offer and/or listing of financial instruments. No action has been taken or will be taken by the Bank or by any other third party that would permit a public offer of the financial instrument(s) referred to in this document in any jurisdiction where action for that purpose is required. This document has not been and will not be endorsed or approved by any authority in any jurisdiction. It is addressed solely to persons acting in a professional capacity.

The information contained in this document should not be regarded as a recommendation of investment advice.

This document does not purport to give an exhaustive description of the financial instrument(s) and of the issuer of the financial instrument(s) (including on certain related risks) it relates to. Although all reasonable care has been taken to ensure that the information in this document is accurate, neither the Bank nor its affiliated companies, directors, advisors or employees can be held liable for any incorrect, incomplete or missing information, or for any direct or indirect damage, losses, costs, claims, liabilities or other expenses which would result from the use of, or reliance on, this document, except in case of wilful misconduct or gross negligence.

The Bank may change the information contained in this document without any prior notice and is under no obligation to inform (potential) investors about any such change.

The financial instrument(s) referred to in this document may not be available in all jurisdictions. A decision to invest in this product should not be made on the sole basis of this document and should only be made after a careful analysis of all its features and risks (as described in the Global Markets Product Risk Book and any other pre-trade documentation) and after having obtained all necessary information and advice from professional advisers (including tax advisers).

In the course of providing services to clients, the Bank may pay or receive fees, commission or other non-monetary benefits to or from third parties.

The Bank is required to have arrangements in place to manage conflicts of interest between it self and clients and between different clients. The Bank operates in accordance with a conflicts of interest policy under which the Bank has identified those situations in which there may be a conflict of interest and, in each case, the steps taken to manage that conflict. Where the arrangements under our conflicts of interest policy are not sufficient to manage a particular conflict, the Bank will inform the relevant client of the nature of the conflict so that the client can make a well-informed decision.

BNP Paribas Fortis SA/NV is authorized by and under the prudential supervision of the National Bank of Belgium, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Brussels, under the supervision on investor and consumer protection of the Financial Services and Markets Authority (FSMA), rue du congrès 12-14, 1000 Brussels and is authorized as insurance agent under FSMA number 25789 A.

