

IR BI-MONTHLY

UNE INFLATION ÉLEVÉE IMPOSE UN RESSERREMENT MONÉTAIRE

29 JUIN 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

La dernière édition de cette publication date de fin janvier. Non seulement cela constitue la plus longue période sans mise à jour de nos perspectives de taux d'intérêt, mais la période à examiner comprend également les événements de taux d'intérêt les plus notables de ces dernières années – c'est la raison principale du retard de notre publication.

Les banquiers centraux du G10 ont dû admettre ces derniers mois qu'ils avaient sous-estimé le rythme des hausses de prix, mettant un terme très brutal à une politique extrêmement accommodante de longue date - à l'exception de la Banque du Japon, qui est la dernière banque centrale à poursuivre une politique ultra-accommodante.

Bien que les taux d'intérêt à long terme augmentent en parallèle, du côté européen, l'écart entre le Bund et le BTP se creuse. Dans un avenir proche, quelques mois seulement après la suppression progressive du PEPP, la BCE devra à nouveau revenir au mécanisme d'achat d'obligations d'État pour faire sortir les rendements de la partie longue de la courbe. Dans le même temps, l'ère de taux d'intérêt négatifs devrait s'achever vers la fin de l'été, si la BCE remonte son taux directeur consécutivement en juillet et septembre.

L'inflation fait également transpirer la Fed. Jerome Powell a eu son « moment Volcker » avec une hausse historique des taux de 75 points de base, alors que la porte à d'autres sauts importants a été ouverte après une nouvelle publication de l'IPC plus élevée que prévu en mai. Lors de sa dernière audition au Sénat, le président de la Fed américaine a indiqué qu'une récession n'est plus tout à fait inimaginable. Les banquiers centraux naviguent actuellement dans des eaux très agitées. Espérons que le cours suivi soit le bon.

Bonne lecture !

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



Prévisions

Région	Taux	Q3 '22	Q4 '22	Q2 '23	Q4 '23
Zone euro	Deposit rate	0,25%	1,00%	1,75%	2,00%
	2-year*	1,20%	1,50%	2,00%	2,00%
	10-year*	1,60%	1,80%	2,25%	2,25%
États-Unis	Fed Funds Rate	2,40%	2,90%	3,15%	3,15%
	2-year	2,85%	2,90%	2,80%	2,70%
	10-year	3,10%	3,20%	3,10%	3,00%

* Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 13/06/2022



BNP PARIBAS
FORTIS

The bank for a changing world

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	27/07/2022	1,625%	Hausse de taux (75bp)	76,1%	Hausse de taux	15,3%
BCE	Deposit Facility Rate	21/07/2022	-0,50%	Hausse de taux (10bp)	100,0%	Statu quo	0,0%
Banque du Canada	ON Target Rate	13/07/2022	1,50%	Hausse de taux (25 bp)	100,0%	Statu quo	0,0%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	04/08/2022	1,25%	Hausse de taux (25bp)	100,0%	Statu quo	0,0%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	21/07/2022	-0,10%	Statu quo	99,1%	Hausse de taux	0,9%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	22/09/2022	-0,25%	Hausse de taux (25bp)	100,0%	Statu quo	0,0%

Source: Thomson Reuters Datastream (29/06/2022)



Nos attentes en bref: la BCE

- Lors de notre dernière édition en janvier, la Banque centrale européenne (BCE) qualifiait encore l'inflation de "transitoire". Le discours actuel est aux antipodes : en quelques mois, le contexte économique a pris un virage à 180 degrés. Les niveaux d'inflation ont battu toutes les prévisions pour atteindre des sommets inimaginés, à savoir 8% pour la zone euro au deuxième trimestre. Les causes principales pointées du doigt sont la hausse des prix des produits énergétiques et alimentaires et le dérèglement total des chaînes d'approvisionnement et des échanges commerciaux mondiaux.
- De nombreuses banques centrales ont réagi à ce contexte inflationniste en resserrant leur politique monétaire : la remontée des taux d'intérêts directs voit le jour. La BCE ne fait d'ailleurs pas exception, sa présidente Christine Lagarde ayant annoncé lors de la réunion de début juin une hausse de 25 points de base pour juillet ainsi que la fin de son programme de rachat d'actifs à la même période.
- La BCE ne s'arrêtera pas là dans sa course pour atteindre le niveau "neutre" de 2% d'inflation, qui définit l'essence même de sa mission première. En effet, pour garantir sa crédibilité comme gardien de la stabilité des prix, la BCE resserre sa politique monétaire plus tôt et probablement plus fortement que prévu. Christine Lagarde a laissé ouverte la porte à une possible hausse de 50 points de base pour le mois de septembre. Le marché s'attend à une remontée similaire en octobre et à 25 points de base supplémentaire à la fin de l'année 2022.

Prévisions de PIB et d'inflation

	BNP Paribas GDP growth forecasts								BNP Paribas CPI inflation forecasts																									
	Annual (% y/y)				Quarterly (% q/q)				Annual avg (% y/y)				Quarterly rate (% y/y)																					
	2021 ⁽¹⁾	2022	2023	2024	2022				2023				2021 ⁽¹⁾	2022	2023	2024	2022				2023													
				Q1 ⁽¹⁾	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4					Q1 ⁽¹⁾	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4											
Global ⁽²⁾	6.1	3.4	3.5	3.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
US	5.7	2.6	1.9	1.7	-0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	4.7	7.5	3.9	2.4	8.0	8.0	7.5	6.6	5.3	4.1	3.4	3.0										
Eurozone	5.3	2.5	2.3	2.2	0.6	-0.2	0.1	0.5	0.7	0.8	0.8	0.6	2.6	7.9	4.1	2.0	6.1	8.0	8.7	8.6	6.5	4.5	3.2	2.3										

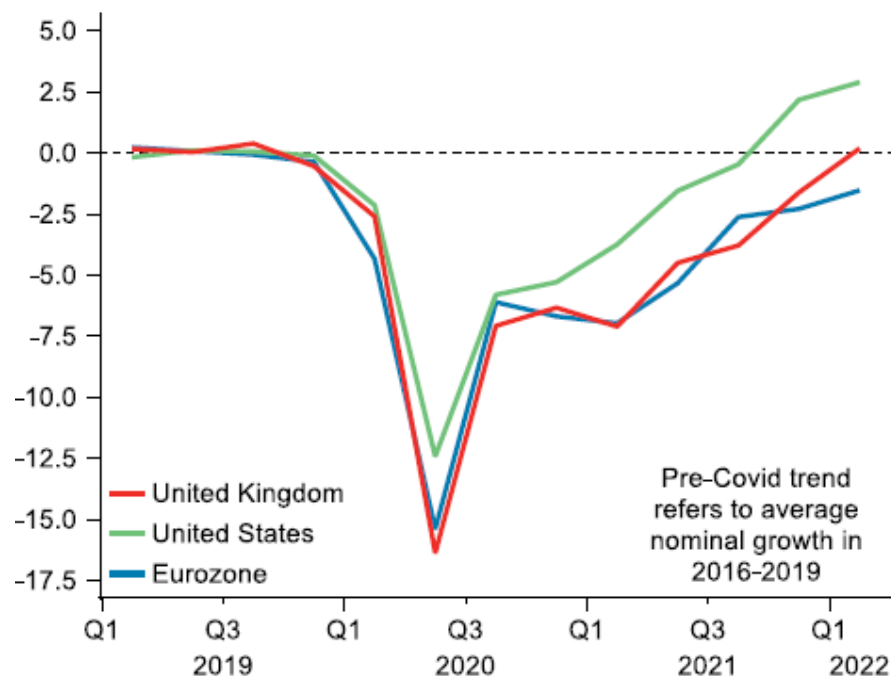
Source : BNP, Corporate Outlook Q3



Nos attentes en bref: la BCE

- Toutefois, la lutte contre l'inflation est loin d'être un long fleuve tranquille. En effet, l'outil principal de la politique monétaire de la BCE, à savoir la remontée de ses taux directeurs, a des conséquences néfastes sur d'autres aspects de l'économie européenne. Christine Lagarde et ses gouverneurs doivent jongler avec leurs décisions et les deux conséquences principales qu'elles peuvent engendrer.
- Premièrement, l'arbitrage entre l'inflation et la croissance économique de la zone euro est un dilemme de première ligne. C'est l'épée de Damoclès d'une récession qui plane et que Christine Lagarde est déterminée à éviter. Nous pensons que la BCE tolérera un niveau d'inflation supérieur aux 2% visés afin de ne pas étouffer davantage la croissance des économies européennes, et ce tant que les chiffres d'inflation seront en déclin. Il s'agit donc d'une vision de stagflation pour le reste de l'année 2022.

Fig. 1: Nominal GDP deviation from pre-pandemic trend (%)



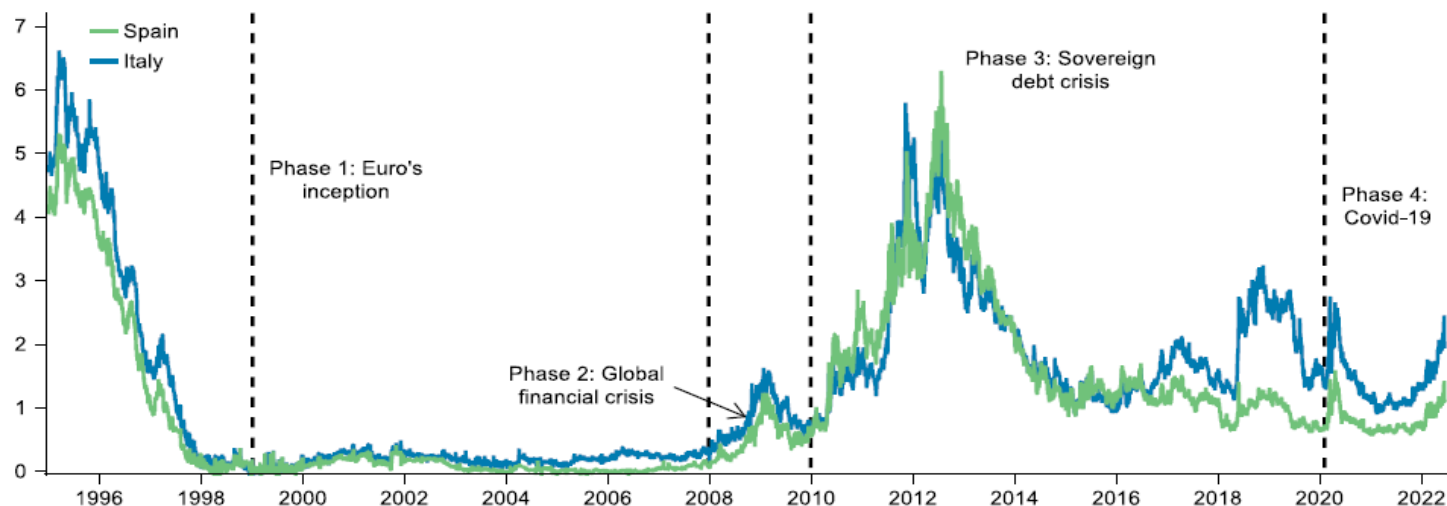
Sources: US BEA, ONS, Eurostat, BNP Paribas



Nos attentes en bref: la BCE

- Deuxièmement, la BCE rencontre une difficulté supplémentaire par rapport à son homologue américaine : le risque de fragmentation. L'Europe étant un ensemble d'économies différentes et non pas un noyau tel que les États-Unis, il est possible que les pays réagissent différemment à la politique monétaire de la BCE, et notamment aux annonces relatives à son programme de rachat d'actifs. Autrement dit, un élargissement des spreads entre les taux obligataires de la zone euro est probable. Ce serait alors un scénario de crise des dettes souveraines 2.0 qui s'écrit à nouveau.
- La crainte s'est vérifiée à la mi-juin lorsque les taux italiens se sont drastiquement éloignés des taux allemands. En réaction, la BCE a été tenue d'organiser une réunion *ad hoc*. Elle y a soutenu que la fragmentation devait être évitée à tout prix et a évoqué l'accélération de la création d'un nouvel instrument anti-fragmentation. La teneur, les conditions et l'efficacité de ce dernier doivent encore être présentées par la BCE, qui ne semble pas pressée de le faire pour l'instant.

Fig. 1: Sovereign bond spreads (%)

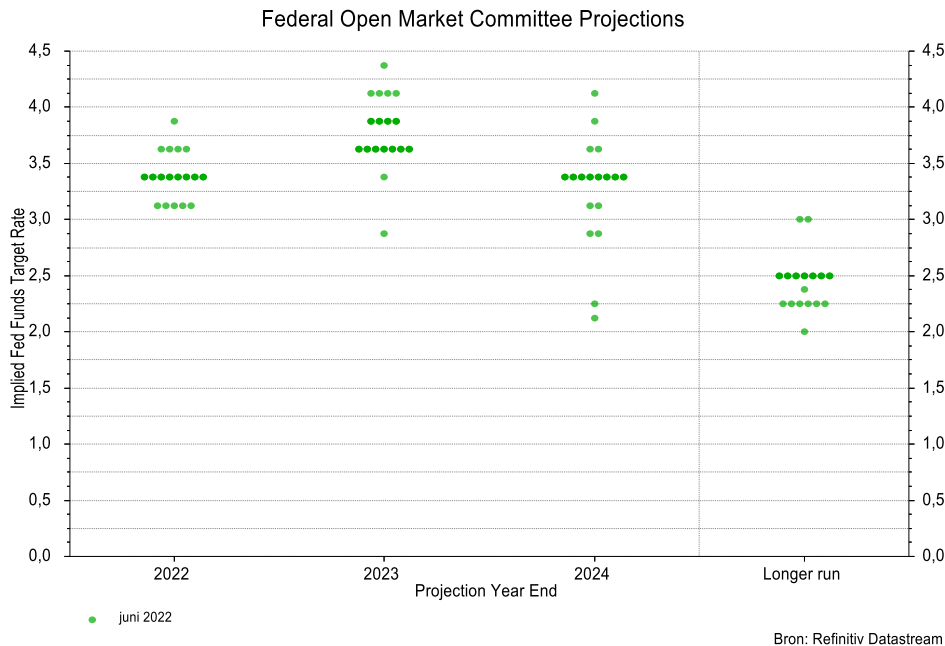


Note: historical characterisation as identified in [United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union](#). Sources: ECB, Macrobond, BNP Paribas



Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

Federal Reserve Dot-Plot



- Tant lors de son discours après la hausse historique des taux directeurs de 75 points de base que lors de l'audition devant Sénat américain une semaine plus tard, Jerome Powell semblait convaincu de sa politique ajustée.
- Alors que la hausse des prix mondiaux s'est avérée à la fois plus persistante et plus rapide que prévu, le gouverneur de la Réserve fédérale (Fed) semble confiant qu'il dispose des outils nécessaires pour un atterrissage en douceur, même s'il n'exclut pas la possibilité d'une récession.
- Resserrer la politique monétaire sans trop freiner la croissance et plonger l'économie américaine dans la récession ne sera pas un jeu d'enfant.
- La décision d'opter pour une hausse de 75 points de base, combinée aux attentes du marché d'une hausse des taux de taille similaire en juillet, fait que les analystes voient une ressemblance avec la bataille dans les années 1980 de Volcker contre une inflation croissante qui avait poussé l'économie à une réinitialisation.

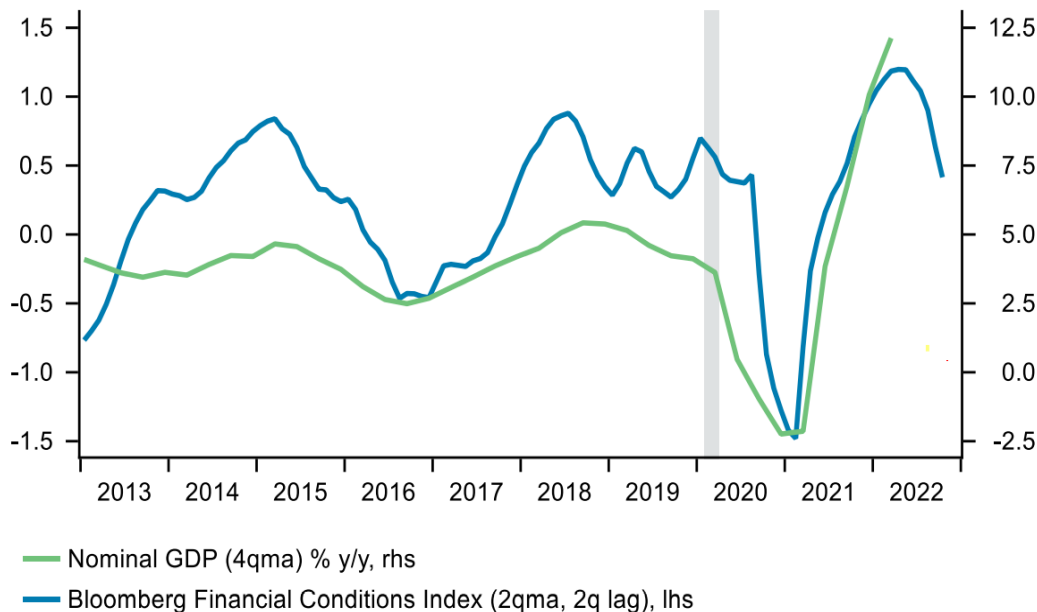
- En effet, un regard sur le Dot-Plot dans lequel les gouverneurs de la Fed illustrent graphiquement leurs anticipations montre qu'il existe un fort consensus sur le niveau auquel le taux directeur sera relevé. Le pic que les membres de la Fed verront l'année prochaine et la baisse des taux d'intérêt qui suivra sont clairs. Cela indique que le FOMC s'attend à ce que les taux d'intérêt remontent brièvement au-dessus d'un niveau neutre, que le consensus estime entre 2% et 2,5%.
- Notamment, les valeurs extrêmes sont en baisse pour '23 et '24. Ces points de données peuvent être lus de deux façons. Soit on peut en déduire qu'une hausse à court terme des taux d'intérêt devrait réduire l'inflation, soit cette estimation peut être considérée comme une attente selon laquelle la Fed devra à nouveau rapidement assouplir sa politique pour permettre à l'économie de rattraper son retard.



Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

- L'impact de la hausse de l'IPC à 8,6% en mai, contre 8,3% un mois plus tôt, semble avoir pris le marché et la Fed par surprise. Cette accélération inattendue de l'inflation, combinée à une augmentation des anticipations d'inflation mesurée par le swap d'inflation 5 ans dans 5 ans (5Y5), a incité la Fed à tirer le frein d'urgence.
- En conséquence, les attentes de nos analystes ont été revues à la hausse. Pour juillet, nous visons une hausse de 75 pbs du taux directeur, puis 50 pbs en septembre et 25 pbs en novembre et décembre. D'ici juillet 2023, le cycle devrait faire culminer les fonds fédéraux à un taux de 3,5%.

Un environnement financier plus serré semble indiquer un ralentissement et non une récession

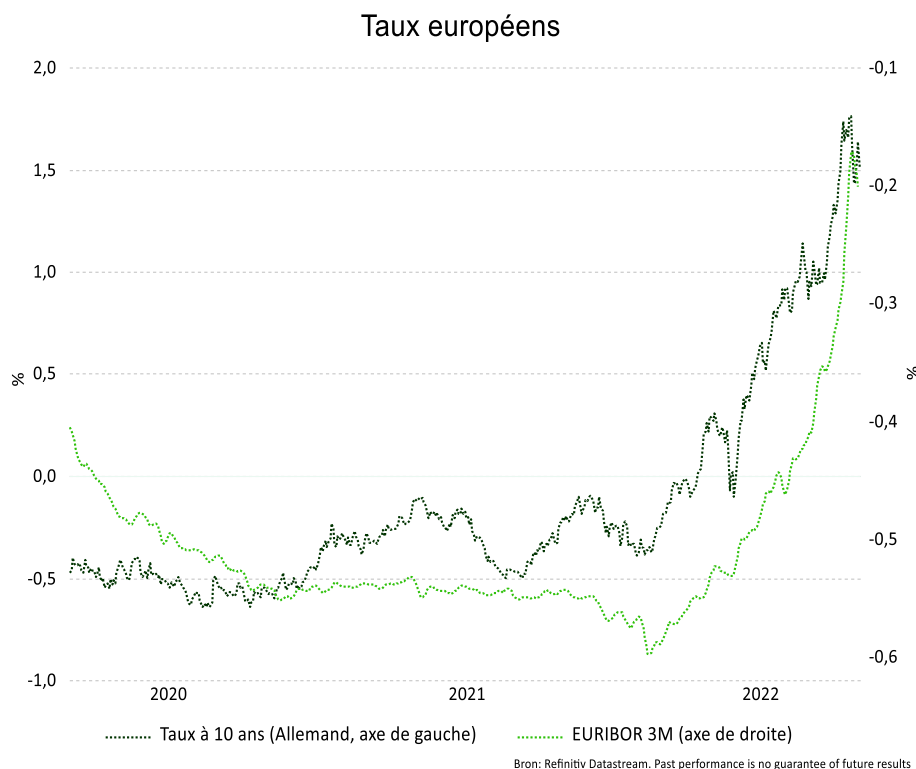


(Bron: BNP, Corporate Outlook Q3)

- Le graphique relie la croissance du PIB américain à l'indice Bloomberg, qui mesure les conditions financières américaines en fonction de l'état des marchés obligataires, boursiers et monétaires.
- Alors que nous nous dirigeons clairement vers un resserrement des conditions financières, l'évolution semble indiquer un ralentissement de la croissance plutôt qu'une contraction du PIB.
- Compte tenu de la robustesse actuelle du marché du travail et de la poursuite des dépenses des ménages, nous envisageons un scénario de référence dans lequel la Fed pourrait tenir l'économie américaine à l'écart d'une récession imminente.



Zone euro : survol des taux d'intérêts

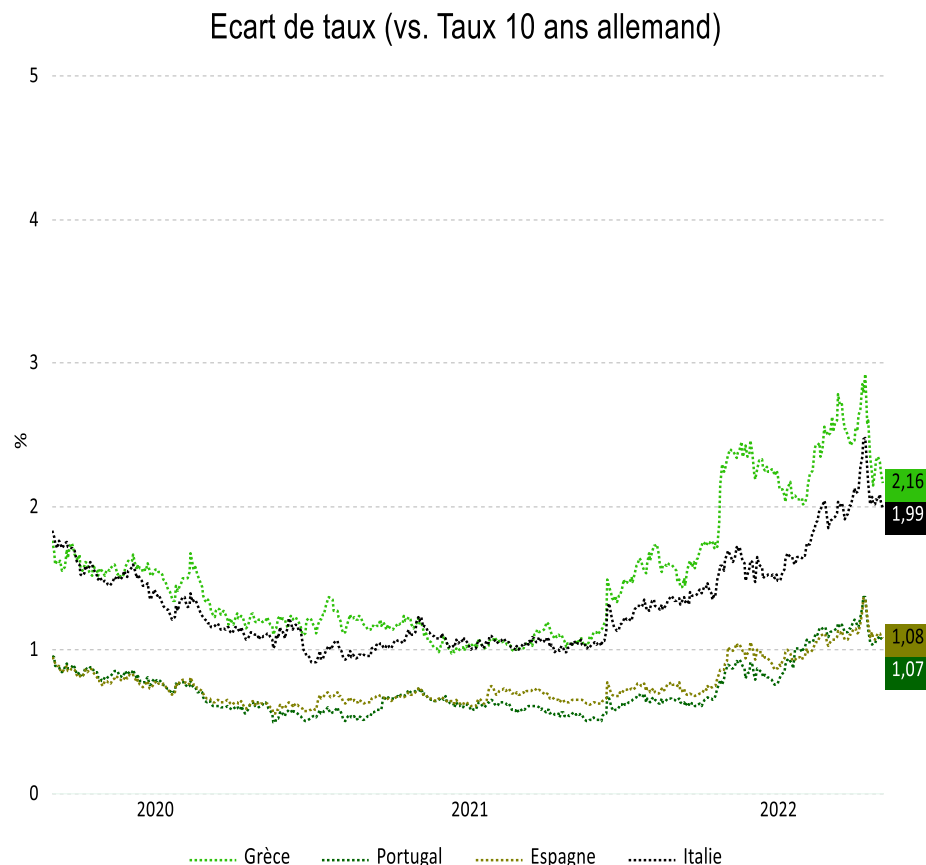


- Sur la partie courte de la courbe des taux, l'Euribor 3 mois a également fortement progressé dans l'attente d'une hausse de son taux directeur par la BCE. Le taux de référence Euribor 6 mois se négocie à environ 30 points de base au-dessus de zéro avec la perspective de la fin d'une ère de taux d'intérêt négatifs.
- Ce graphique reflète également l'intention de la BCE de procéder à une hausse des taux de 25 points de base pour juillet, annoncée lors de la réunion des taux de juin et ouvrant la porte à 50 points de base en septembre.
- Le rendement allemand à 10 ans a connu jusqu'à présent une année 2022 de forte croissance, passant de 0,14% au début de cette année à 1,58% au moment d'écrire ces lignes. Les rendements allemands à 10 ans ont atteint un pic provisoire le 16 juin, avec un niveau de 1,93%. Contrairement à la courbe des taux américaine, qui est inversée à différentes échéances, le Bund allemand affiche toujours une prime importante pour les échéances plus longues.
- La BCE contrôle la partie courte en révélant peu de choses sur les futures hausses de taux - bien que les marchés n'excluent pas de nouvelles hausses de 50 points de base, tandis que le potentiel de hausse des rendements à 10 ans se situe dans un *range* de 1,80-2,80% considéré comme un taux d'intérêt nominal neutre.



Zone euro : survol des taux d'intérêts

- Ces dernières semaines, l'écart entre le taux à 10 ans allemand et les taux des obligations d'État des pays d'Europe du Sud à fort taux d'endettement s'est fortement creusé, comme le montre le graphique ci-contre.
- Le taux italien à 10 ans a un moment dépassé 4% avant de retomber à 3,31% au moment de rédiger ces lignes, suite à la réunion d'urgence de la BCE. Une forte baisse, qui prouve que la BCE a, pour l'instant, atteint son objectif. L'enveloppe que Lagarde mettra en place pour faire face à la hausse des taux d'intérêt n'est pas encore connue et devra être suffisamment importante pour limiter l'écart.
- La question est maintenant de savoir combien de temps cette hausse des taux d'intérêt à long terme pourra se poursuivre. D'une part, il ne semble pas que l'inflation se calmera rapidement, ni même qu'elle culminera dans les mois à venir. D'autre part, nous constatons que les swaps d'inflation à 5 ans à partir de 5 ans se corrigent depuis un certain temps, passant de 2,59% début mai à 2,16% au moment de la rédaction. Dans le même temps, plusieurs indicateurs économiques prospectifs pointent vers un ralentissement significatif de la croissance, voire une récession. Les prochains mois diront si la lutte contre l'inflation ou les craintes d'une récession l'emporteront sur les taux d'intérêt.

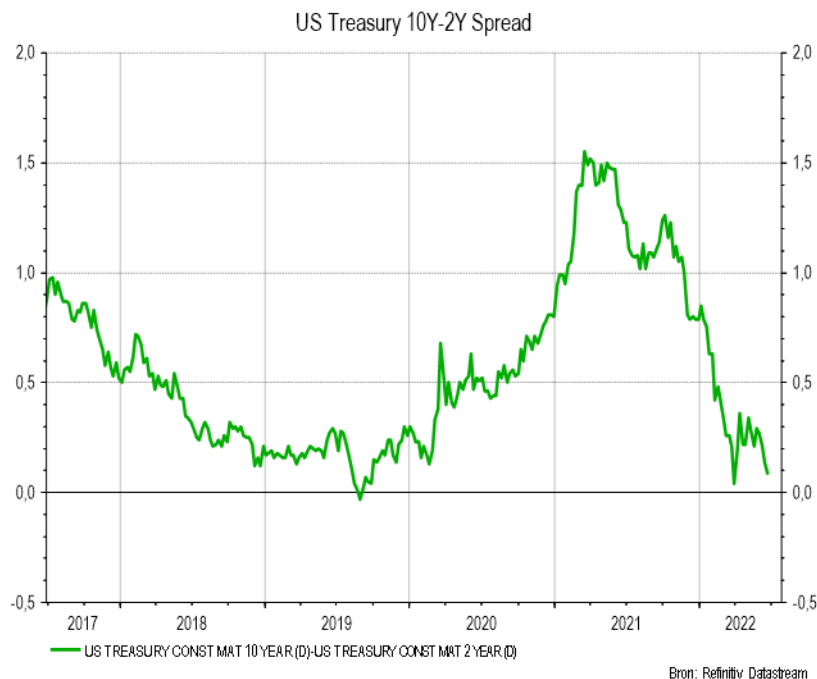


Bron: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



États-Unis : survol des taux d'intérêts

- Face à des taux d'inflation sanguinaires aux États-Unis, la Fed a fait de la lutte contre la hausse des prix sa priorité, au risque d'obscurcir considérablement les prévisions pour son économie.



- La situation actuelle se reflète très clairement dans l'évolution de la courbe des taux des bons du Trésor américain. La partie courte de la courbe a fortement augmenté ces derniers mois en raison de la hausse soudaine des taux de 75 points de base de l'IOER. De plus, ce sont les anticipations de ces hausses de taux imminentes qui font grimper les rendements des obligations d'État de 6 mois à 3 ans.
- Les échéances plus longues, tirées par la croissance future et les anticipations d'inflation, augmentent également. Le taux américain à 10 ans a atteint un sommet provisoire de près de 3,5% à la mi-juin. L'écart de taux à 2 ans s'est resserré à quelques points de base.

- C'est dans ce contexte que les rendements des obligations d'État à 2 ans – reflétant les anticipations d'évolution des taux d'intérêt à court terme – sont passés de 0,77% en début d'année à plus de 3% fin juin. C'est donc un beau saut nous ramenant à des niveaux plus constatés depuis avant la crise financière.



Interest Rate Swaps

ICE EUR SWAP Rates

ACT 30/360 - 6M EURIBOR



Bron: Refinitiv Datastream



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.

