

IR BI-MONTHLY

IL EST TEMPS DE REPRENDRE LES RÊNES

25 NOVEMBRE 2021

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

Il ne faisait aucun doute qu'une intervention sans précédent des gouvernements et des banques centrales du monde entier aurait un certain effet. Aujourd'hui, plus d'un an et demi après les premières mesures fiscales et monétaires, le pire semble avoir été évité. Malgré des confinements sévères et l'arrêt temporaire de l'économie mondiale, nous avons été épargnés des plus grands risques systémiques.

L'économie mondiale devrait croître de plus de 5% en 2021. Malgré les pressions diverses qui s'exercent sur la chaîne d'approvisionnement, une croissance mondiale supérieure à la tendance à long terme est également attendue au cours des deux prochaines années.

En ce qui concerne l'inflation, les banquiers centraux devront sans doute progressivement ajuster leur visée. Alors que certains facteurs devraient contribuer à une accélération temporaire des hausses de prix, l'inflation semble être plus persistante dans la zone euro et aux États-Unis que ne l'avaient anticipé les banques centrales.

Les inquiétudes quant à la réalisation des objectifs de croissance à plus long terme, liées aux forces exercées sur les banques centrales pour protéger l'économie d'une surchauffe, contribuent à l'aplatissement des courbes de rendement. Ce mouvement est particulièrement perceptible aux États-Unis, où Jerome Powell devrait augmenter le taux directeur de trois fois 25 points de base l'année prochaine. La BCE semble un peu en retard et même si elle devrait atteindre son objectif de 2% de hausse des prix à moyen terme, nous ne nous attendons pas à ce que Christine Lagarde modifie le taux directeur avant 2023. En poursuivant sa politique monétaire accommodante via APP après l'extinction du PEPP en mars 2022, la BCE devrait pouvoir continuer à garantir des conditions de financement favorables.

Jerome Powell conservera le contrôle de la Fed pendant quatre ans supplémentaires. Pour le gouverneur qui a guidé la banque centrale à travers la crise corona, la voie semble désormais ouverte pour mettre en œuvre la hausse des taux d'intérêt susmentionnée. Certaines réticences pourraient venir du marché du travail. Malgré le nombre record de postes vacants aux États-Unis et la baisse du chômage, le taux d'emploi reste inférieur de plus de 2% à celui d'avant la crise corona.

Bonne lecture !

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



Prévisions

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

* Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 22/11/2021



Moniteur des Banques centrales

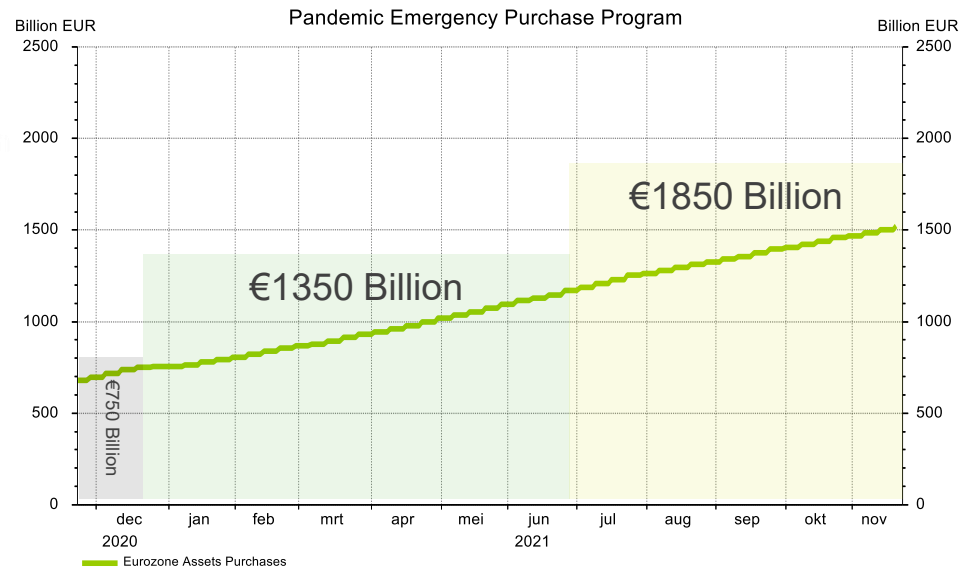
| Banque centrale | Taux d'intérêt | Prochaine décision | Niveau actuel | Le plus probable | Probabilité | Le moins probable | Probabilité |
|-------------------------|---------------------------|--------------------|---------------|------------------|-------------|-------------------|-------------|
| Réserve Fédérale | Federal Funds Target Rate | 15/12/2021 | 0,125% | Statu quo | 99,8% | Hausse de taux | 0,2% |
| BCE | Deposit Facility Rate | 16/11/2021 | -0,50% | Statu quo | 97,4% | Baisse de taux | 2,6% |
| Banque du Canada | ON Target Rate | 08/12/2021 | 0,25% | Statu quo | 97,6% | Hausse de taux | 2,4% |
| Banque d'Angleterre | Bank Rate | 16/12/2021 | 0,10% | Hausse de taux | 52,2% | Statu quo | 47,9% |
| Banque du Japon | Policy Rate Balance | 17/12/2021 | -0,10% | Statu quo | 97,8% | Baisse de taux | 2,2% |
| Banque Nationale Suisse | 3M Target Libor Rate | 16/12/2021 | -0,75% | Statu quo | 85,7% | Baisse de taux | 14,3% |



Nos attentes en bref: la BCE

- Comme c'est le cas pour la plupart des banques centrales, l'inflation s'invite au menu de tous les repas des gouverneurs de la BCE. Mais alors que certaines banques centrales passent à l'action ou s'y préparent, la banque centrale européenne répugne à l'idée de relever ses taux, de même qu'à mettre fin plus rapidement que prévu à ses programmes de facilités. Si elle n'en avait pas exclu la possibilité lors de la réunion de la BCE du 28 octobre, Christine Lagarde s'était peu après empressée de dire que les conditions étaient loin d'être remplies pour un décollage des taux.
- Depuis, elle a plusieurs fois enfoncé le clou. La BCE doit s'abstenir de réagir à la poussée d'inflation actuelle, dès lors qu'elle s'attend à ce que cette poussée se dissipe, et ce même si la BCE s'attend désormais à ce qu'elle baisse plus lentement que prévu. Resserrer la politique monétaire n'affecterait l'économie qu'une fois le choc inflationniste passé, ce qui serait contre-productif sur l'économie.
- La BCE pointe d'autre part le maintien des risques liés à la pandémie, notamment parce que les progrès de la vaccination sont restés lents dans de nombreuses régions du monde et qu'un gros rebond se met en place en Europe.

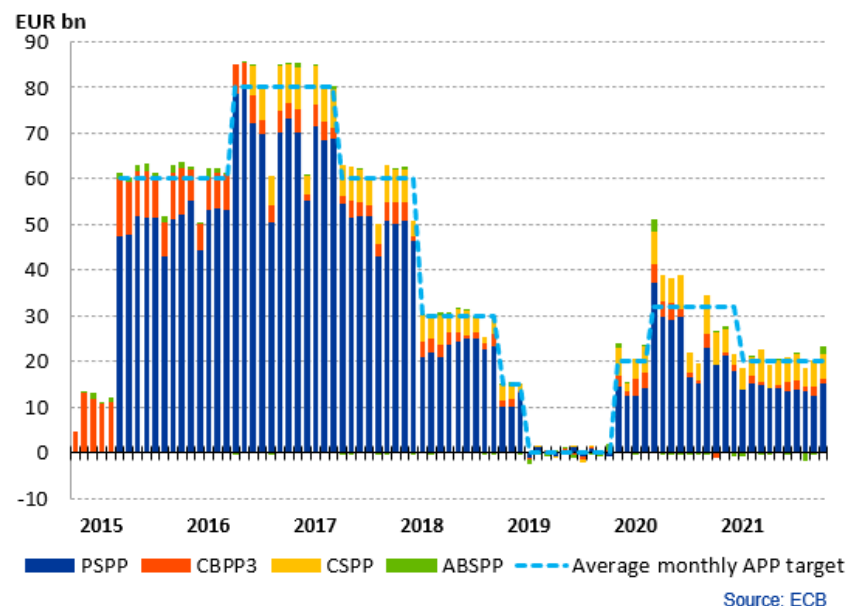
L'enveloppe du PEPP épuisée d'ici mars 2022



Nos attentes en bref: la BCE

- Les déclarations de Christine Lagarde postérieures à la réunion d'octobre ont douché les attentes des marchés monétaires qui envisageaient une hausse des taux avant la fin de 2022. Les rendements du Bund à 10 ans qui avaient profité des anticipations depuis la fin août jusqu'à atteindre -0,06% à la fin du mois d'octobre ont depuis reflué largement sous la barre de -0,30%. L'affaiblissement de l'euro face au billet vert ces dernières semaines est également partiellement attribuable à la différence entre l'attitude accommodante de la BCE et les intentions plus agressives de la Fed.
- La réunion du 16 décembre sera déterminante pour décider si de nouvelles mesures de soutien seront nécessaires pour prendre le relais du PEPP qui prendra fin en mars prochain. L'extension de l'APP, le programme classique de rachat d'actifs, est la solution la plus plausible et facile à mettre en œuvre, bien qu'elle exige l'augmentation de son enveloppe et l'assouplissement de ses conditions, plus rigides que le PEPP.

Programmes d'achat à long terme de la BCE : APP



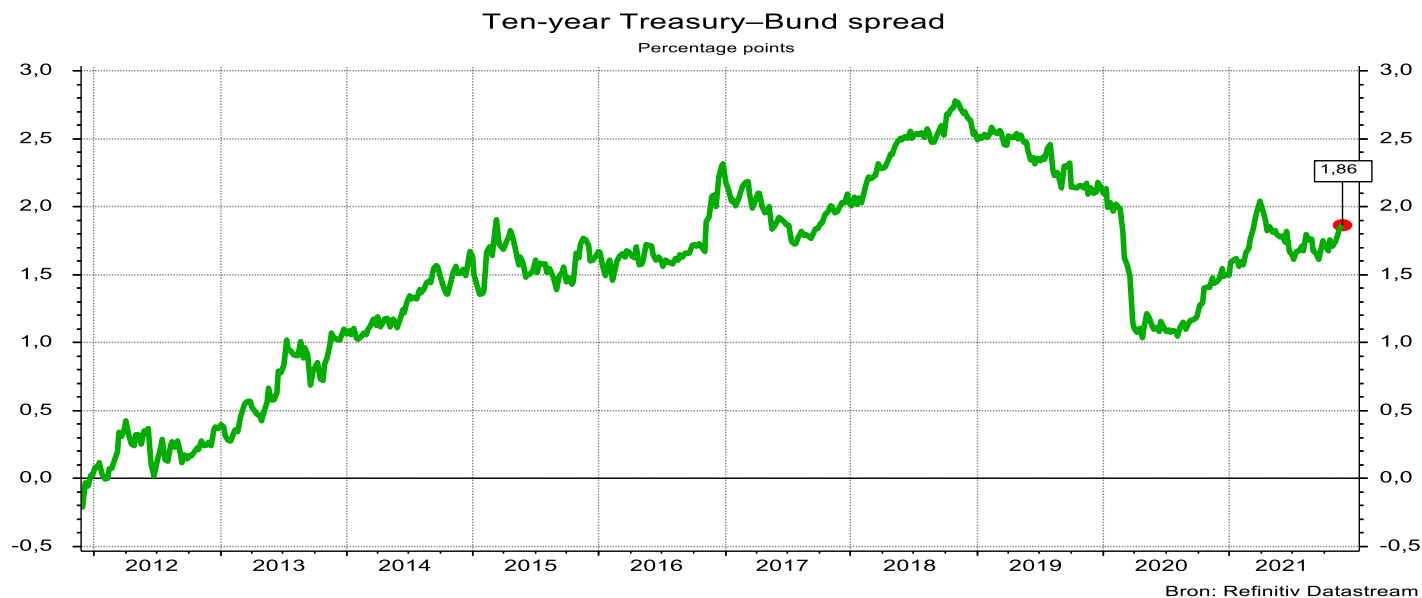
1. corporate sector purchase programme (CSPP)
2. public sector purchase programme (PSPP)
3. asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
4. third covered bond purchase programme (CBPP3)



Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

- Comme nous l'avions prédit dans notre précédente édition, la Banque Fédérale américaine a annoncé, lors de sa réunion de politique monétaire au début du mois de novembre, entamer son retrait progressif des marchés. À partir de novembre 2021, elle réduira de 15 milliards de dollars par mois ses rachats d'actifs, et si le rythme n'est pas adapté ultérieurement, ce tapering prendra fin en juin 2022.
- Concernant une hausse des taux d'intérêt, Jerome Powell a précisé que la Fed pourrait se montrer patiente avant d'y procéder et que l'inflation, certes élevée, restait un facteur temporaire. L'élément clé reste le marché du travail qui n'est pas encore arrivé à sa capacité maximum et qui doit se rétablir davantage. Les attentes des marchés se dirigent désormais vers une hausse en 2022.

Élargissement du spread entre les obligations d'État américaines et le Bund allemand

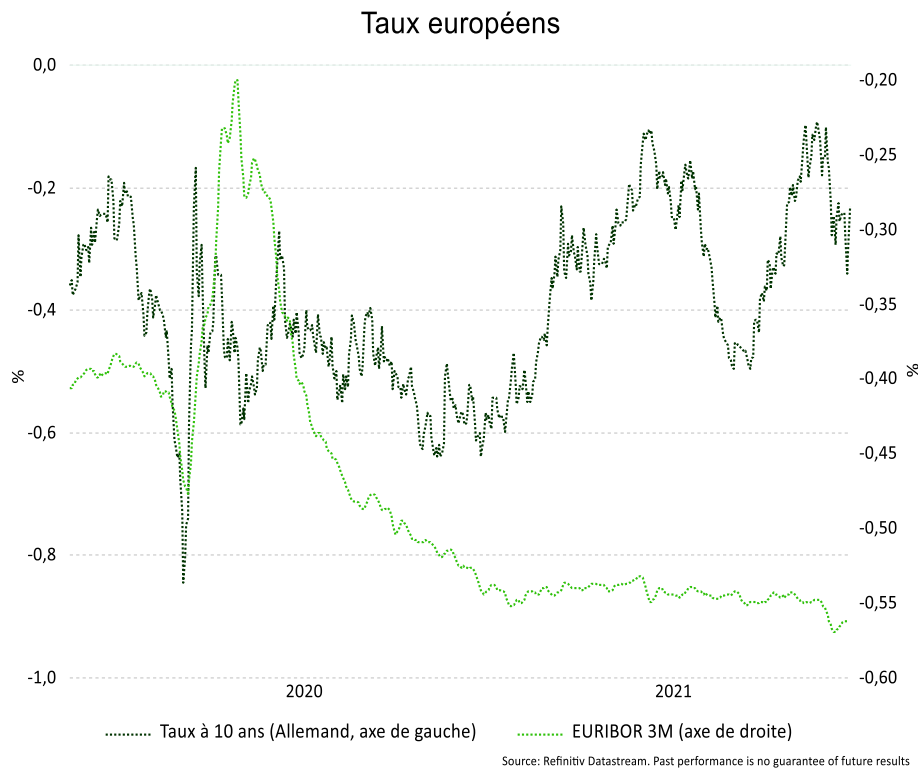


Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

- Les perspectives sont-elles pour autant figées ? Tant la désignation d'un président pour un nouveau mandat que l'inflation peuvent jouer les trouble-fête. Affaire réglée il y a quelques jours pour le choix du président de la Fed avec le renouvellement du mandat de Jerome Powell à la tête de l'établissement. Pour l'inflation, c'est une autre paire de manches. Annoncée il y a deux semaines à 6,2% pour le mois d'octobre, l'inflation met la Fed mal à l'aise et les divergences d'opinion des gouverneurs apparaissent. Si les plus accommodants jugent plus prudent d'attendre quelques mois supplémentaires pour juger de l'évolution de l'inflation, d'autres plaident pour une réduction plus rapide des rachats d'action et peut-être une première hausse de taux dès l'été 2022.
- En tout état de cause, Jerome Powell a indiqué à plusieurs reprises que la Fed ne relèverait pas ses taux directeurs avant d'avoir mis fin à son programme d'achat d'actifs mis en place au début de la pandémie. Une hausse de taux anticipée nécessiterait donc une accélération du tapering. L'élément déterminant est actuellement le rythme auquel les travailleurs américains réintègrent le marché du travail. L'économie américaine souffre toujours d'une pénurie de main d'œuvre. Elle compte toujours 4 millions de travailleurs en moins qu'avant le début de la crise sanitaire.
- La persistance des pressions inflationnistes obligera la Fed à nuancer ses priorités. Nous prévoyons donc que, sous la pression de l'inflation, la Fed amorcera la hausse des taux directeurs en juillet 2022 et que le rythme des hausses ultérieures sera plus rapide que les anticipations actuelles des marchés, tout en maintenant les taux sous le seuil de neutralité, la Fed conservant ainsi sa politique accommodante.



Eurozone: survol des taux d'intérêts

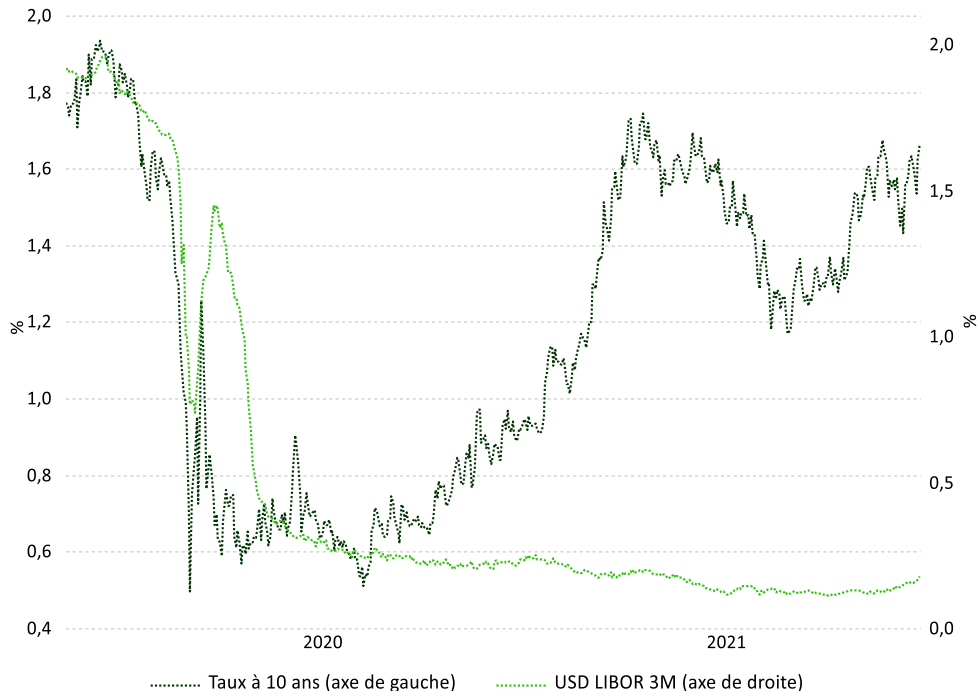


- Les anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE en réaction à la hausse de l'inflation avait mené le Bund allemand à 10 ans de -0,50% en août à -0,06% à la fin du mois d'octobre. Le Bund à 2 ans avait progressé de 20 points sur la même période, connaissant son apogée à -0,57%.
- Le 10 ans a, depuis, reflué largement sous la barre de -0,30%, tandis que le 2 ans a perdu l'intégralité de sa reprise. Christine Lagarde a annihilé les attentes des marchés en fermant la porte à une hausse des taux en 2022. Et ce en invoquant que l'inflation étant imputable principalement à un choc de l'offre (hausse des prix pétroliers), un resserrement des taux aurait un effet négatif sur l'économie. Il faudrait plutôt un choc de la demande, comme des pressions salariales, pour qu'elle revoie sa copie.
- Rendez-vous est fixé le 16 décembre pour savoir comment la BCE va gérer l'après PEPP. Les marchés attendent un aménagement de l'APP, le programme d'achats ordinaire, qui éviterait une rupture trop brutale du robinet des liquidités.
- Nous ne voyons la première hausse de 10 bp qu'en juin 2023, après un arrêt des rachats nets de titres que nous ne voyons qu'au premier trimestre 2023. Nous voyons le Bund à 10 ans progresser vers 0,10% à fin 2022 et vers 0,40% fin 2023. La courbe des taux devrait donc se pentifier en 2022 avant un aplatissage ultérieur en 2023.



Etats-Unis: survol des taux d'intérêts

Taux américains

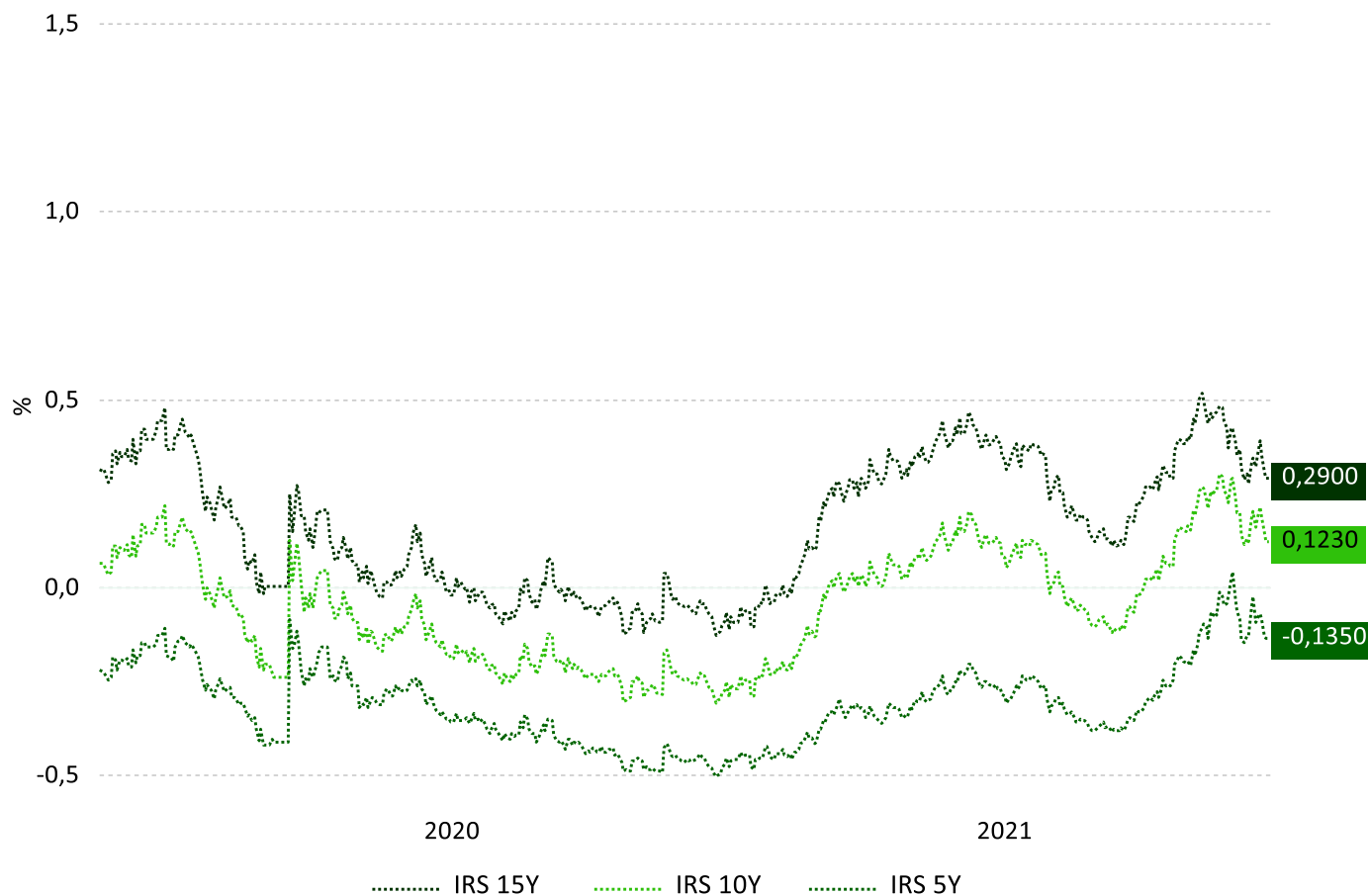


- Alors que la Fed fait la promotion de sa patience, le marché mise sur une hausse au cours du second semestre 2022. Nous pensons que les marchés sous-évaluent le prochain cycle de hausse de taux de la Fed. Nous prévoyons trois hausses de taux de 25 bp au cours du second semestre 2022, suivies par quatre hausses en 2023, portant le taux des réserves excédentaires (IOER) de 0,15 à 1,90%.
- La hausse des taux courts, qui s'accompagnera sans doute à partir de 2023 de la réduction du bilan de la Fed, aura un impact sur le positionnement futur de la courbe des taux américains, qui s'élèvera dans son ensemble, mais s'aplatira.
- Le taux des Treasuries à 2 ans, actuellement proche de 0,60%, devrait atteindre 1,50% fin 2022 et 2% fin 2023.
- Notre objectif pour l'obligation de référence à 10 ans, proche de 1,65% au moment d'écrire ces lignes, est de 2% à la fin 2022 et de 2,30% à la fin 2023. Le spread entre taux courts et taux longs, actuellement de l'ordre de 1,50%, se verrait ainsi réduit à une petite quarantaine de points.
- Inflation élevée persistante et marché de l'emploi dynamique sous-tendent cette vision agressive de l'évolution des taux.



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

Ecart de taux (vs. Taux 10 ans allemand)



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



BNP PARIBAS
FORTIS

The bank for a changing world

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.

