

IR BI-MONTHLY L'ESPOIR SUR LE VACCIN ENTRAÎNE L'INFLATION AVEC LUI

26 JANVIER 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

Philippe Gijssels
Chief Investment Officer
philippe.gijssels@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

500 milliards d'euros, c'est l'enveloppe que la BCE a ajoutée au "Pandemic Emergency Purchase Program" en décembre. Les marchés sont inondés de liquidités, en Europe mais aussi aux États-Unis. Nous prévoyons donc que les taux d'intérêt resteront très bas dans un avenir prévisible, malgré la récente reprise du taux américain à 10 ans.

Le concours d'une politique monétaire et budgétaire forte est ce qui distingue les mesures de relance actuelles de celles des années qui ont suivi la crise financière. Dans ce IR Bi-Monthly, nous accorderons une attention particulière aux anticipations d'inflation dans les deux blocs économiques. Celles-ci ont fortement augmenté depuis le point bas de mars et indiquent une grande confiance des marchés dans une forte reprise post-Covid. Le lien partiel entre les taux d'intérêt à long terme et les anticipations d'inflation indiquent également la perspective de taux d'intérêt à long terme très négatifs dans les années à venir.

Bonne lecture

Mattias Demets, Jean-Luc Célis et Anton Pietermans



Prévisions

Région	Taux	Q1 '21	Q2 '21	Q4 '21	Q4 '22
Zone euro	Refi Rate	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Deposit rate	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
	2-year*	-0.60%	-0.65%	-0.60%	-0.40%
	10-year*	-0.35%	-0.50%	-0.20%	-0.10%
Etats-Unis	Fed Funds Rate	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%
	2-year	0.20%	0.20%	0.30%	0.50%
	10-year	1.10%	1.20%	1.40%	1.50%

*Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 23/11/2020



Sous la loupe : Attentes d'inflation et taux d'intérêt

Les anticipations d'inflation sont à la hausse tant dans la zone euro qu'aux États-Unis

- La création historique de monnaie par la BCE et la Réserve fédérale a fait baisser considérablement les taux d'intérêt au cours de la crise du coronavirus. Le taux 10 ans allemand est tombé à -0,85% en mars, le taux 10 ans américain à 0,50%. Depuis son plus bas, le rendement allemand à 10 ans s'est à peine redressé, avec des niveaux autour de -0,50% au moment d'écrire ces lignes. Les taux d'intérêt à long terme américains ont montré un peu plus de résistance et cotent actuellement autour de 1,10%, encore loin néanmoins des niveaux du début de 2020.
- L'absence de reprise contraste fortement avec les anticipations d'inflation dans les deux blocs économiques. Les anticipations d'inflation à 5 ans (swap d'inflation à partir de 5 ans à 5 ans) pour la zone euro ont de nouveau augmenté à 1,30%, à peu près les niveaux d'avant le Covid. À leur point bas en mars, les anticipations d'inflation pour la seconde moitié de cette décennie sont passées sous 0,75%. Les anticipations d'inflation aux États-Unis ont considérablement augmenté, passant de moins de 1,25% en mars à 2,36% au moment de rédiger cet article. En conséquence, les anticipations d'inflation aux États-Unis atteignent leur plus haut niveau depuis 2018. Les marchés prévoient clairement une reprise économique assez forte, avec des mécanismes de prix qui devraient créer de l'inflation.
- La décorrélation entre les taux d'intérêt à long terme et les anticipations d'inflation est le résultat des politiques de la BCE et de la Réserve fédérale, qui se sont engagées à maintenir les taux d'intérêt très bas jusqu'à ce que l'inflation atteigne réellement l'objectif (ou légèrement plus haut). Le signal donné par les marchés est qu'ils s'attendent à des taux d'intérêt réels (très) négatifs (taux d'intérêt nominaux - inflation) dans les années à venir. Cela explique la bonne performance des actifs réels, tels que l'immobilier, les métaux précieux et les actions. On voit aussi que l'écart entre les anticipations d'inflation et le taux d'intérêt à 10 ans aux États-Unis s'est beaucoup creusé. (d'environ un demi-point de pourcentage début 2020 à 1,20 point de pourcentage aujourd'hui), tandis que le spread dans la zone euro n'a augmenté que légèrement. Cette décision explique également en grande partie la faible performance du dollar l'an dernier.



Sous la loupe : Attentes d'inflation et taux d'intérêt

Attentes d'inflation et taux d'intérêt dans l'eurozone



Source: Bloomberg. (5Y5Y EUR inflation swap and German 10Y yield)



BNP PARIBAS
FORTIS

The bank for a changing world

IR Bi-Monthly Janvier 26/01/2021

5

Sous la loupe : Attentes d'inflation et taux d'intérêt

Attentes d'inflation et taux d'intérêt aux Etats-Unis



Moniteur des Banques centrales

Banque centrale	Taux	Prochaine décision	Niveau actuel	Le plus vraisemblable	Probabilité	Le moins vraisemblable	Probabilité
Réserve Fédérale	Federal Funds Target Rate	27/01/2021	0,125%	Statu Quo	94,8%	Baisse de taux	5,2%
BCE	Deposit Facility Rate	11/03/2021	-0,50%	Statu Quo	95,1%	Baisse de taux	4,9%
Banque du Canada	ON Target Rate	10/03/2021	0,25%	Statu Quo	98,8%	Baisse de taux	1,2%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	04/02/2021	0,10%	Statu Quo	96,8%	Baisse de taux	3,2%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	19/03/2021	-0,10%	Statu Quo	89,1%	Baisse de taux	10,9%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	25/03/2021	-0,75%	Statu Quo	86,3%	Baisse de taux	13,7%

Source: Thomson Reuters Datastream (25/01/2021)



Nos attentes en bref : la BCE

- Lors de sa réunion de décembre, la BCE a augmenté de 500 milliards d'euros son programme d'achat d'urgence face à la pandémie. L'enveloppe, qui avait été portée à 1.350 milliards en juin est désormais de 1.850 milliards d'euros. Le compte-rendu de la réunion de décembre montre que l'utilité de la mesure avait été débattue mais la résurgence des cas de Covid, l'apparition de nouvelles souches plus contagieuses, les mesures de restrictions d'activité qui en découlent et le démarrage laborieux des vaccinations ont changé la donne.
- Dès le 12 décembre, Isabel Schnabel, économiste et membre du Directoire de la BCE soulignait que la plus grande erreur économique serait de retirer le soutien monétaire ou fiscal trop tôt. Ceci éloigne la probabilité que la BCE n'utilise pas l'entièreté de son programme. Au contraire, des événements comme la situation politique en Italie pourraient amener la BCE à accélérer ses achats pour éviter une hausse trop forte des taux italiens.
- Bien que l'inflation reste négative depuis le mois d'août dans la Zone euro, apparaissent quelques signaux annonciateurs d'un possible retour de l'inflation. Un indicateur clé des anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro - les anticipations à cinq ans dans cinq ans, suivies de près par la BCE -, est proche de son plus haut niveau des 18 derniers mois. Schnabel estime que cette poussée de court terme n'aura pas d'impact sur les décisions de politique monétaire de l'Institut de Francfort. D'autant que l'appréciation de l'euro devrait freiner la remontée de l'euro, raison pour laquelle la BCE surveille « très attentivement » l'évolution du cours de change.
- Paradoxe, alors que la BCE essaie de maintenir des flux de financement à des taux très faibles, une enquête de la BCE montre que les banques comptent encore restreindre les conditions d'accès au crédit, afin de limiter les risques de défaut de remboursement. Pour contrecarrer cette restriction, la BCE a renforcé le mois dernier son dispositif de prêts aux banques à taux négatif à condition que les liquidités empruntées alimentent le crédit aux entreprises.
- Lors de sa réunion du jeudi 21 janvier, la BCE a décidé de ne pas modifier sa politique monétaire très accommodante et de la maintenir tant qu'elle estime que la crise du coronavirus est terminée. Les observateurs considèrent que cet attentisme devrait perdurer jusqu'à l'été. Elle a reconnu que la recrudescence des cas d'infection constituait une menace pour la reprise.

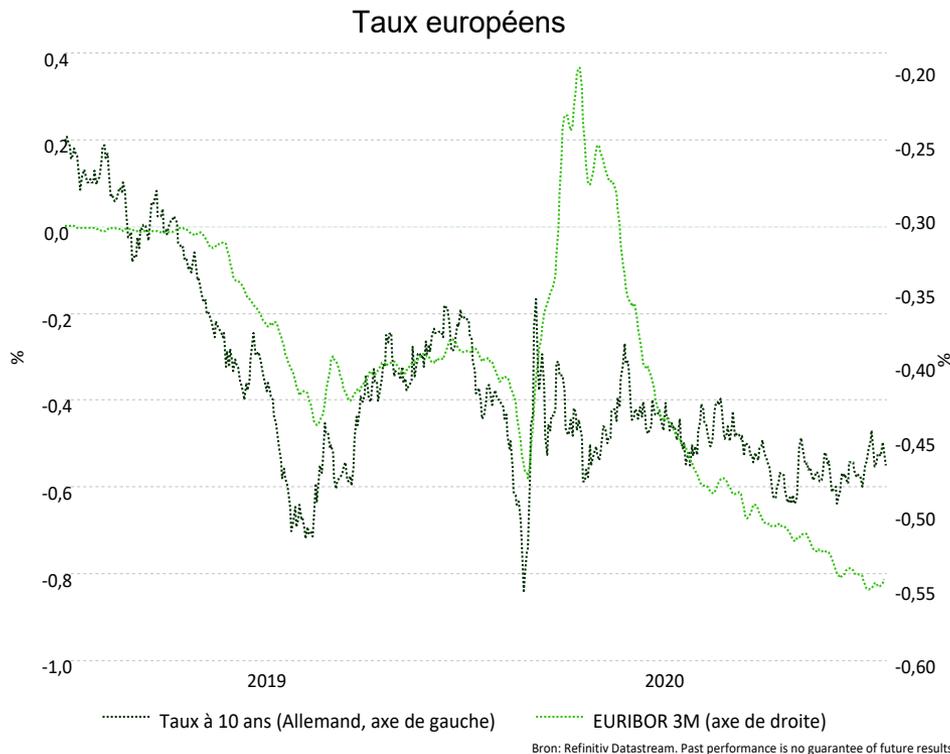


Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

- Lors de la réunion de la Fed en décembre, l'optimisme régnait grâce au début annoncé de la vaccination. Que les opérations de marché restaient néanmoins nécessaires pour soutenir la reprise faisait consensus parmi ses gouverneurs. Une augmentation du taux directeur n'était pas attendue par la majorité des membres de l'Open Market Desk avant le premier semestre 2024. Le guidage prospectif parlait ici du ralentissement des achats d'obligations entre la mi-2022 et la fin du QE en 2023.
- L'émergence de mutations virales et une campagne de vaccination plus lente que prévu n'ont pas servi les perspectives à court terme. Le taux de chômage a stagné à 6,70% en décembre, avec une faible amélioration en vue sur la base des demandes hebdomadaires de prestations de chômage depuis lors. L'objectif de 4% s'est donc un peu plus éloigné de la situation actuelle.
- D'un autre côté, on se met à espérer pour le long terme. La victoire démocrate aux élections sénatoriales de l'État de Géorgie a donné à Biden une majorité au Sénat. Frappez le fer quand il est chaud, le nouveau président propose un programme de relance de 1.900 milliards de dollars. Lors des récentes réunions du FOMC, les gouverneurs de la Fed ont déjà soulevé la nécessité d'un soutien gouvernemental à la politique. Les perspectives d'un programme d'une telle ampleur devraient inciter la banque centrale à ne pas se préparer pour le moment aux injections de liquidités.
- Comme indiqué dans le segment « Sous la loupe » ci-dessus, les anticipations d'inflation recommencent à se redresser. La courbe des taux recommence à monter, avec un rendement à 10 ans revenant au-dessus de 1%. Bien que la hausse rapide soit principalement due aux rumeurs selon lesquelles la Fed voudrait déjà entamer le ralentissement de ses interventions sur les marchés d'ici la seconde moitié de l'année.
- Malgré les récents ralentissements, les indicateurs PMI offrent des perspectives positives pour 2021. En conséquence, la réunion du mercredi 27 janvier sur les taux d'intérêt nous apprendra comment Jerome Powell interprète ces signaux et s'il maintiendra ses perspectives de croissance.



Eurozone : survol des taux d'intérêts

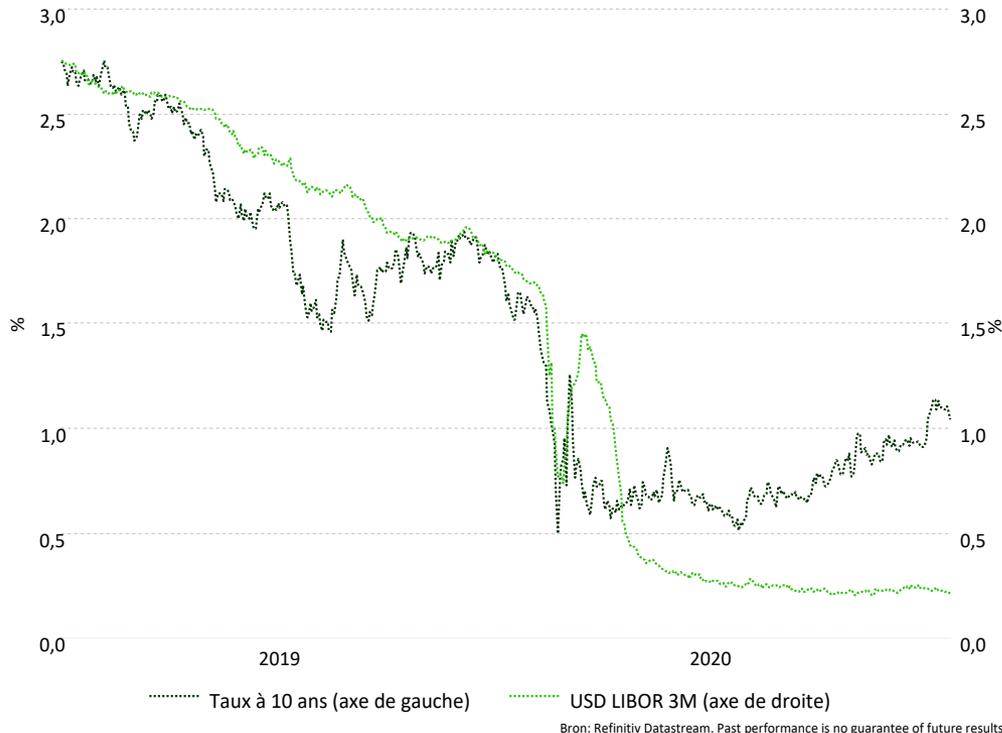


- Le PEPP de la BCE a joué un rôle déterminant dans la stabilisation des rendements du Bund et la compression des spreads souverains. Mais que se passera-t-il si elle y met un terme fin mars 2022 ?
- Traditionnellement corrélés, Treasuries et Bund sont en découplage depuis août 2020. Les taux longs allemands se sont pour l'essentiel stabilisés tandis que les rendements des taux longs américains ont augmenté.
- Ce n'est pas tant le pessimisme sur les perspectives de croissance que la diminution de la prime de risque de taux réels en Europe qui le justifie. La BCE, au travers ses achats d'actifs (QE, PEPP...), a bien réussi à contrôler le niveau des rendements obligataires en exerçant une influence sur la prime de risque.
- Nos analyses suggèrent que les taux longs resteront bas, avec pour cible -0.40 % pour le Bund de référence allemand à 10 ans



Etats-Unis : survol des taux d'intérêts

Taux américains



Nos prévisions de croissance ont été révisées à la hausse de 0,5 % et 0,9 %, respectivement à 4,2 % pour 2021 et 4,1 % pour 2022, après que le gain des deux sièges de la Géorgie ait donné aux démocrates une faible majorité au Sénat. Cela donne aux plans fiscaux de Biden une meilleure chance de se transformer en plan politique. L'incidence directe de la dépense monétaire supplémentaire est un déficit budgétaire accru estimé à 12 % du PIB (contre 5 % avant le COVID en 2019). Pour cela, des dépenses supplémentaires sous forme d'obligations d'État de 370 milliards de dollars par mois sont attendues cette année pour financer les déficits.

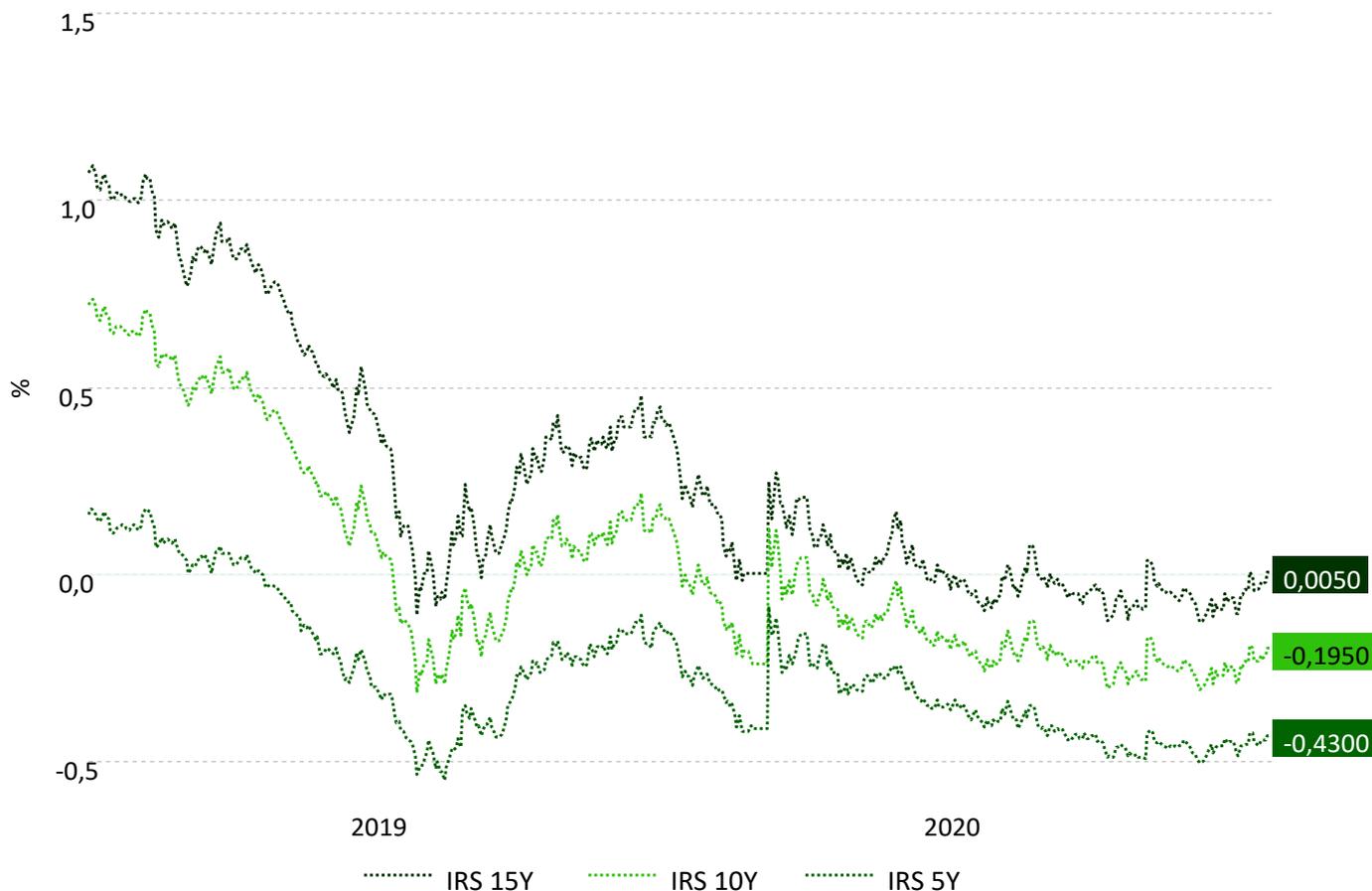
La hausse des anticipations d'inflation et des signaux suggérant un point final à la politique ultra-accommodante de la Fed ont poussé le taux américain à 10 ans à 1,19 % début janvier. Compte tenu des attentes selon lesquelles le taux directeur de la Fed restera aux niveaux actuels pour les années à venir, nous ne prévoyons pas une hausse immédiate du Libor 3M USD dans les mois à venir. Le taux d'intérêt à court terme se négocie actuellement à 0,21 %.

Suite à la récente augmentation, nous nous attendons à ce que l'extrémité la plus longue de la courbe se stabilise, avec un taux à 10 ans à 1,40 % d'ici la fin de cette année, la partie la plus longue de la courbe augmentant en partant du principe que l'augmentation de la couverture vaccinale aura un effet sur le marché. La hausse des anticipations d'inflation avec un swap d'inflation 5y5y retournant au-dessus de 2 % met les taux d'intérêt réels sous pression. Avec la hausse attendue du taux d'intérêt nominal, cela place le taux d'intérêt réel à -0,75 % d'ici la fin de 2021.



Interest Rate Swaps

Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)

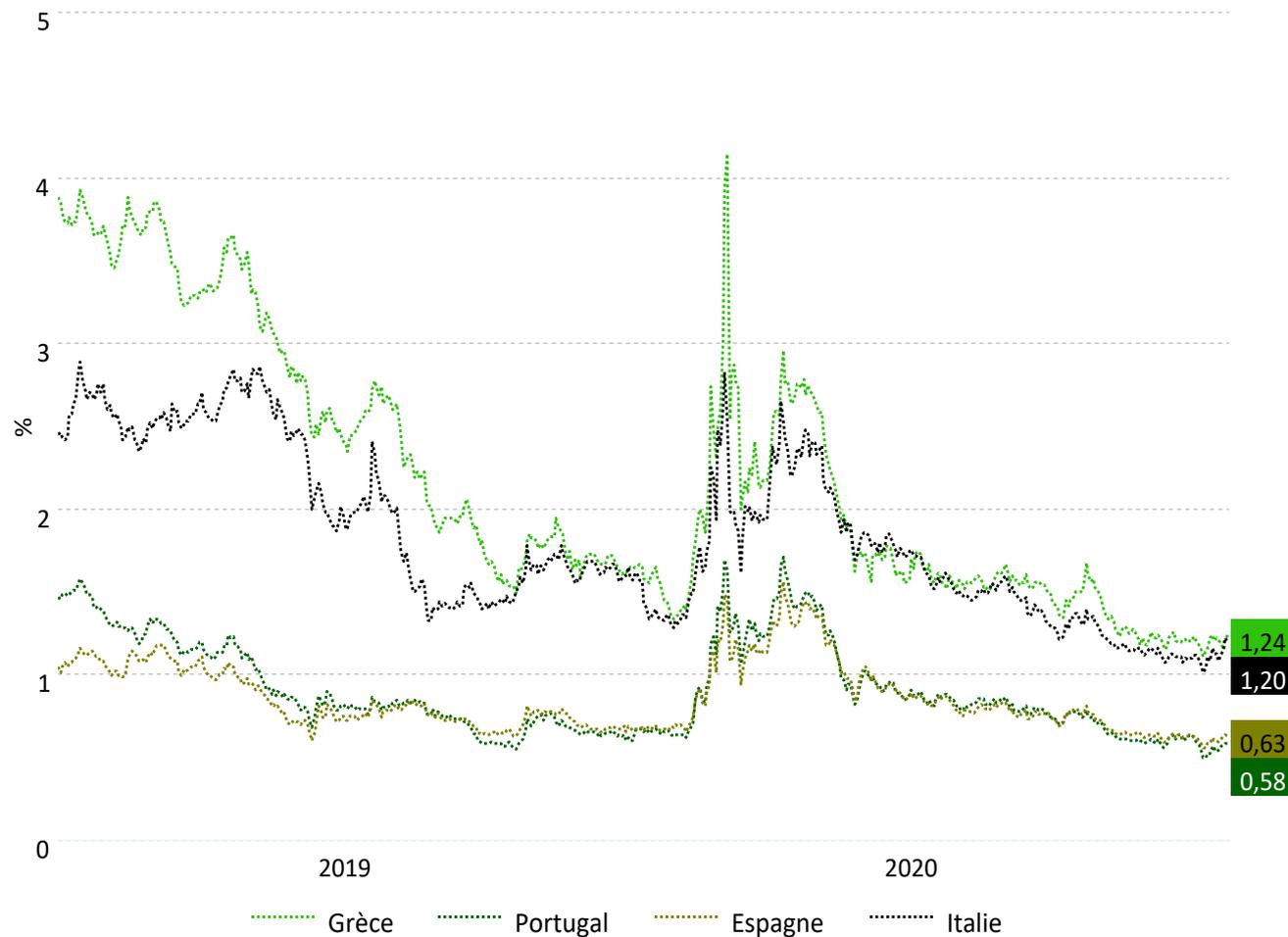


Bron: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



Primes de risque dans la périphérie

Ecart de taux (vs. Taux 10 ans allemand)



Bron: 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.

