

# IR BI-MONTHLY

## LAGARDE PLUS HAWKISH QUE JAMAIS

11 JANVIER 2023

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

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

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

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

Des questions?  
[ask.markets.cb@bnpparibasfortis.com](mailto: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

---

Au second semestre 2022, les données économiques les plus attendues étaient de loin l'évolution des prix à la consommation. Les analystes, tant du côté européen qu'américain, ont tenté de rechercher les signes qui pourraient annoncer que le pic de l'inflation avait été atteint.

Entretemps, grâce à la baisse des prix de l'énergie et au ralentissement de la demande mondiale, ce pic d'inflation semble avoir été atteint. Toutefois, cela ne signifie pas qu'il faille s'attendre à un revirement immédiat quant aux politiques monétaires des principales banques centrales. Avec un marché du travail sous tension et des perspectives industrielles qui s'améliorent, l'économie ne semble pas se calmer immédiatement. De plus, la Chine rouvre à un rythme rapide et l'impact sur les prix des matières premières ne s'est pas encore fait sentir. Les banquiers centraux voient donc la nécessité de supprimer le plus rapidement possible l'inflation sous-jacente tenace.

Plus que cela, l'inflation continue aussi à réveiller les derniers géants endormis. Après que la BCE a abandonné les taux d'intérêt négatifs, c'est au tour de la banque centrale japonaise de commencer également à prendre des mesures timides vers une politique monétaire plus stricte.

Dans cette publication, nous examinons de plus près l'approche de la Fed et de la BCE et ses conséquences. Alors que les gouvernements prennent des mesures budgétaires pour atténuer les effets de l'inflation sur les entreprises et les ménages, les conditions de financement se resserrent. En outre, nous analysons la récente décision de la Banque du Japon d'assouplir les conditions du contrôle de la courbe des rendements et pourquoi la Banque du Japon – la dernière banque centrale à maintenir un taux directeur négatif – manipule la courbe des rendements de cette manière.

Bonne lecture,

Mattias Demets, Fiorenzo Mele, Mathilde Jamar, Léa Paleressompoulle et Anton Pietermans



# Prévisions

Région	Taux	Q1 '23	Q2 '23	Q3 '23	Q4 '23	Q4 '24
Eurozone	Deposit rate	3,00	3,00	3,00	3,00	2,00
	2-year*	2,75	2,45	2,20	2,00	1,50
	10-year*	2,75	2,65	2,50	2,30	2,00
U.S.	Fed Funds Rate	5,15	5,15	5,15	5,15	3,15
	2-year	5,00	4,25	3,85	3,50	2,75
	10-year	4,30	4,00	3,75	3,50	3,25

\* Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 03/01/2023



**BNP PARIBAS**  
**FORTIS**

The bank for a changing world

IR Bi-Monthly Janvier 11/01/2023 3

Classification : Internal

# Monitoring des Banques centrales

Banque centrale	Taux d'intérêt	Prochaine décision	Niveau actuel	Le plus probable	Probabilité	Le moins probable	Probabilité
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	01/02/2023	4,375%	Renteverhoging (25bp)	68,8% <span style="color: green;">↑</span>	Renteverhoging (50bp)	31,2% <span style="color: green;">↑</span>
ECB	Deposit Facility Rate	02/02/2023	2,00%	Renteverhoging (50bp)	97,2% <span style="color: green;">↑</span>	Renteverhoging (25bp)	2,8% <span style="color: orange;">=</span>
Bank of Canada	ON Target Rate	25/01/2023	4,25%	Renteverhoging (25bp)	58,1% <span style="color: green;">↑</span>	Status Quo	41,9% <span style="color: orange;">=</span>
Bank of England	Bank Rate	02/02/2023	3,50%	Renteverhoging (50bp)	76,4% <span style="color: green;">↑</span>	Renteverhoging (25bp)	23,6% <span style="color: orange;">=</span>
Bank of Japan	Policy Rate Balance	18/01/2023	-0,10%	Status Quo	84,5% <span style="color: orange;">=</span>	Renteverhoging (10bp)	16,5% <span style="color: green;">↑</span>
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	23/03/2023	1,00%	Renteverhoging (50bp)	75,4% <span style="color: green;">↑</span>	Renteverhoging (25bp)	24,6% <span style="color: orange;">=</span>

Source: Thomson Reuters Datastream (03/12/2022)



# A la loupe : changement de paradigme au Japon



## Les politiques monétaires ultra accommodantes nippones sont-elles en voie de disparition ?

Le 20 décembre 2022, la Bank of Japan a surpris les marchés en déclarant qu'elle autoriserait les rendements des obligations de référence d'État japonaise à 10 ans (JGB) à fluctuer dans une fourchette plus large de 0,50% au lieu des 0,25% actuels. Un signal que le marché interprète comme le premier pas vers la normalisation. Mais qu'est-ce que cela veut dire en pratique ?

### Mise en contexte :

Dans le cadre de la politique de gestion de courbe de taux, en septembre 2016, la BoJ se réserve le droit d'acheter un nombre illimité d'obligations d'État sur le marché pour maintenir les rendements dans la fourchette souhaitée. La politique de contrôle de la courbe des taux a permis au Japon de maintenir des taux extrêmement bas, parfois même en territoire négatif, pour contrer les forces déflationnistes de son économie.



# A la loupe : changement de paradigme au Japon

## Les divergences de politiques monétaires ont durement touché le yen :

Dans le but de soutenir son économie, la Bank of Japan a maintenu ses taux d'intérêt en territoire négatif, réalisant une politique monétaire extrêmement accommodante. Alors qu'en 2022 les banquiers centraux occidentaux, britanniques en tête suivis de près par leurs homologues américains et européens, ont réalisé des hausses de taux record afin de mitiger les dégâts d'une inflation galopante, tant sur les marges opérationnelles des entreprises que sur le pouvoir d'achat des ménages.

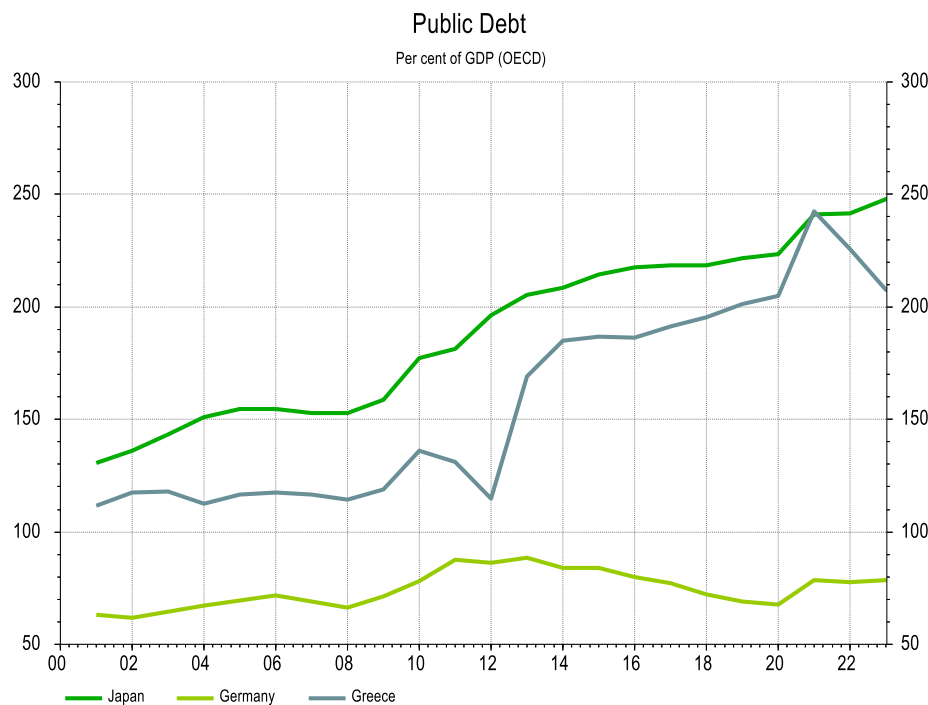
Les divergences de politiques monétaires ont durement touché la devise nippone, qui a vu son cours reculer au plus bas lors de l'année 2022, de l'ordre de 12% face à l'euro et de près de 30% face au billet vert. Lors de la fin de l'année, la BoJ a donc procédé à des interventions directes sur le marché monétaire avec plus ou moins de succès, afin de soutenir le cours du yen en rachetant celui-ci avec ses réserves de devises. Comme ces dernières ne sont pas infinies, les banquiers centraux nippons sont amenés à devoir revoir leur copie.



Bron: Refinitiv Datastream



# A la loupe : changement de paradigme au Japon



Bron: Refinitiv Datastream

L'inflation refaisant surface au Japon, pourtant historiquement confronté à une inflation nulle voire négative, les banquiers centraux japonais devraient être traditionnellement amenés à relever leurs taux d'intérêt directs. Néanmoins, l'économie japonaise présente le taux d'endettement relatif à PIB le plus important au monde, avec plus de 250%. On comprend donc que la BoJ est prudente dans sa réévaluation de taux court terme, au risque d'induire une pression fiscale démesurée sur le budget d'état avec le coût des remboursements d'intérêt croissants.

## Qu'est-ce que cette modification du YCC implique ?

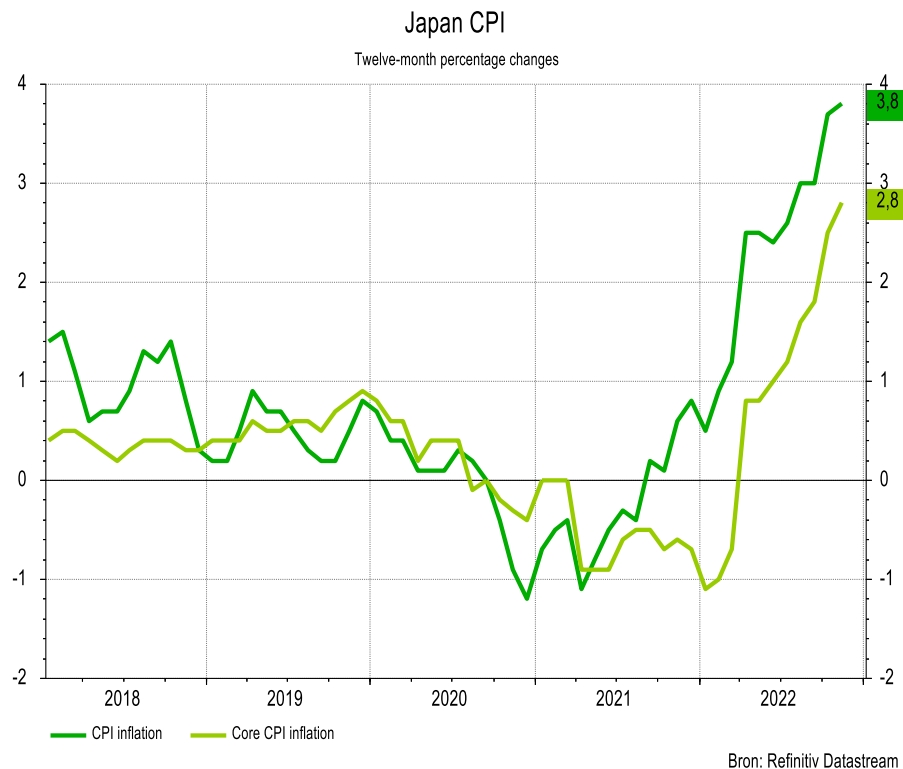
Cette décision surprise a été interprétée par les économistes comme un virage décisif vers la normalisation de la politique monétaire. De nombreux acteurs semblent désormais prêts à parier que la BoJ relèvera davantage son plafond ou le supprimera complètement à mesure que l'inflation s'accélère au Japon. Cela a déclenché un sell-off des titres de dette japonais, nécessitant des rachats massifs d'obligations de la part de la BoJ pour contrôler les rendements en ce début d'année.



# A la loupe : changement de paradigme au Japon

Nous partageons cette conviction qu'il est possible de voir la BoJ relever à nouveau le plafond du YCC. La BoJ elle-même n'envisage peut-être pas encore une telle démarche, mais pourrait encore une fois citer un besoin d'aborder les effets secondaires du régime monétaire actuel en laissant ses taux directeurs inchangés, mais permettant aux taux d'intérêt à long terme de fluctuer plus librement. Nous pensons qu'il est également possible que les prochains mouvements de YCC soient annoncés en amont afin d'offrir des indices aux institutions financières, dont les fonds de pension, à se positionner en conséquence.

A court et moyen terme, un resserrement de la politique monétaire japonaise en relevant le taux directeur à court terme semble peu probable. Un tel ajustement pourrait éventuellement être justifié afin de mitiger les effets secondaires de ce qui semble être un siècle de politique ultra accommodante, mais cela reste peu probable tant que l'économie nippone reste confrontée à des perspectives de croissance maussades. Néanmoins, la Bank of Japan a prouvé qu'elle pouvait surprendre et qu'elle avait plus d'une flèche à son arc. Ne jamais dire jamais donc.

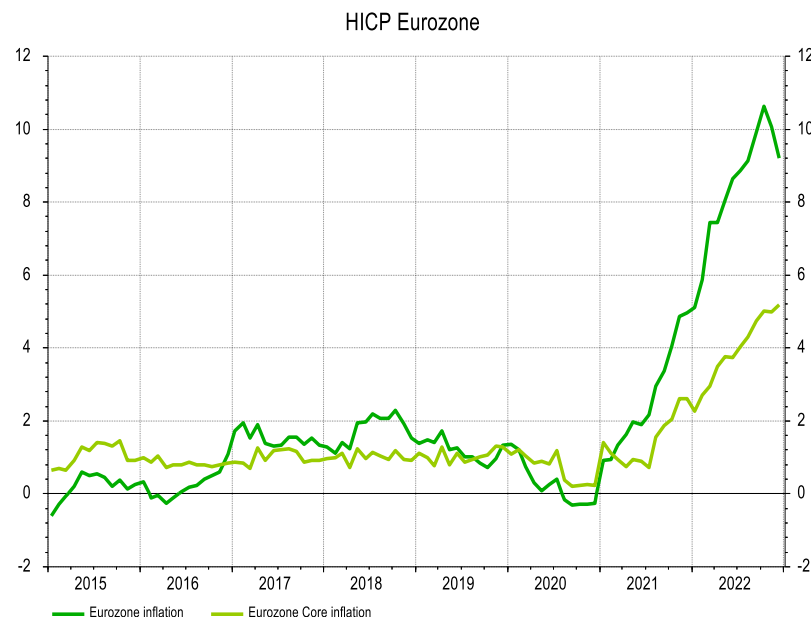




# Nos attentes en bref : la BCE

## Rétrograder et accélérer

- Bien que la BCE ait semblé passer à la vitesse inférieure en décembre en rabaisant le rythme des hausses de taux d'intérêt de 75 bp à 50 bp, cette décision a été suivie d'une conférence de presse au cours de laquelle Christine Lagarde ne rétrograde pas de vitesse, au contraire.
- La Banque centrale européenne a également été catégorique lors de la conférence de presse. Alors qu'en novembre, il avait été annoncé que des « progrès substantiels » étaient réalisés dans la lutte contre l'inflation, cette déclaration n'a pas été réitérée en décembre. Et le communiqué mentionne désormais que les taux d'intérêt devront encore « sensiblement augmenter » pour atteindre « à temps » l'objectif de 2% à moyen terme.
- Comme le montre le graphique, l'HICP semble effectivement avoir dépassé son point culminant depuis novembre et est repassé en deçà de 10%. En revanche, l'inflation sous-jacente ne semble pas encore suivre cette tendance et reste plus de deux fois plus élevée que l'objectif fixé dans les mandats de la BCE.
- Bien que Christine Lagarde ait déclaré qu'elle adapterait sa politique selon l'évolution de l'inflation, elle ne semble pas s'écarter rapidement de sa cadence actuelle d'augmentation de 50 bp du taux de dépôt. Cela est conforme aux attentes de nos analystes qui prévoient que la BCE relèvera son taux directeur en février et en mars pour atteindre un niveau de taux d'intérêt terminal de 3%.
- Avec ce changement majeur d'approche, nous ne sommes pas les seuls à être surpris par la BCE, qui suscite également l'étonnement dans ses propres rangs. Lagarde prend manifestement au sérieux la lutte contre l'inflation, en associant le risque de hausse à l'objectif de taux d'intérêt.



Bron: Refinitiv Datastream



# Nos attentes en bref : la BCE

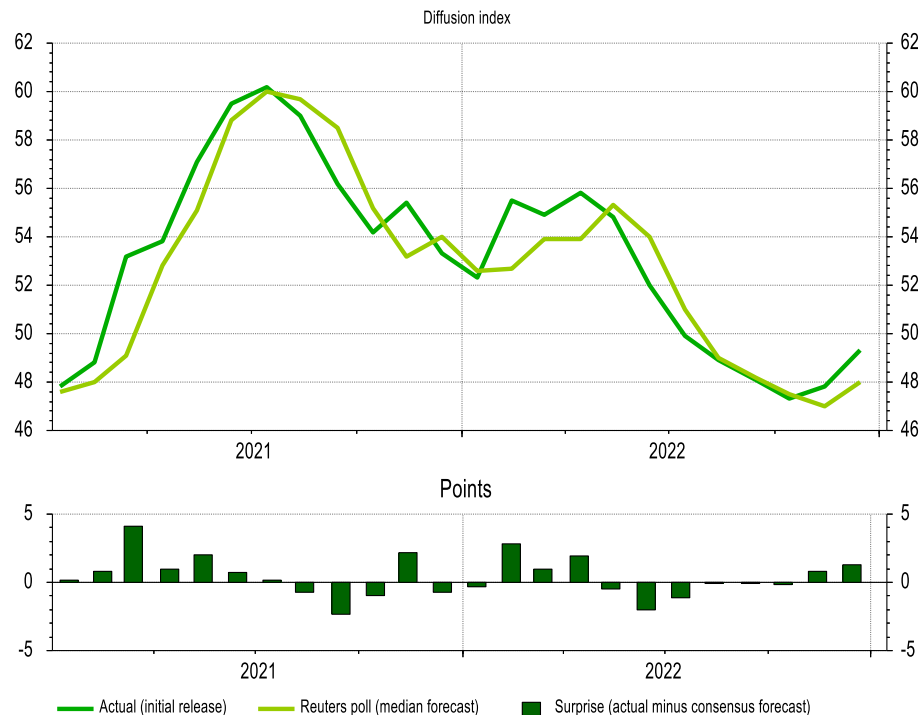
## Sifflet de départ pour le resserrement quantitatif

- Lors de la réunion de décembre sur les taux d'intérêt, les plans de réduction du bilan de la BCE ont également été présentés. Notamment, de mars à la fin du deuxième trimestre, l'APP sera progressivement supprimée de 15 milliards d'euros par mois, ce qui correspond à environ 50% des montants qui arrivent à échéance dans le cadre du programme et qui ne sont pas réinvestis.
- Si ce plan se déroule comme annoncé, la BCE pourrait cesser de réinvestir les tranches arrivant à échéance de l'APP à partir de juillet (environ 23 milliards d'euros par mois pour le moment).

## Prendre sa tension

- Bien que la BCE accorde clairement la priorité à la stabilité des prix, il est important de suivre de près les anticipations de croissance, et plus particulièrement les modifications des anticipations. Tant la croissance économique que les efforts visant à réduire le taux de chômage font partie du mandat plus étendu de la banque centrale.
- Les chiffres PMI européens donnent une image prudemment positive à cet égard. Après que l'indice a surpris à la hausse en novembre et que la contraction s'est avérée inférieure à ce que le consensus avait prévu (voir graphique), le PMI a poursuivi sa tendance haussière en décembre et l'indice est à nouveau proche du territoire expansionniste.

Euro area composite PMI & consensus forecasts



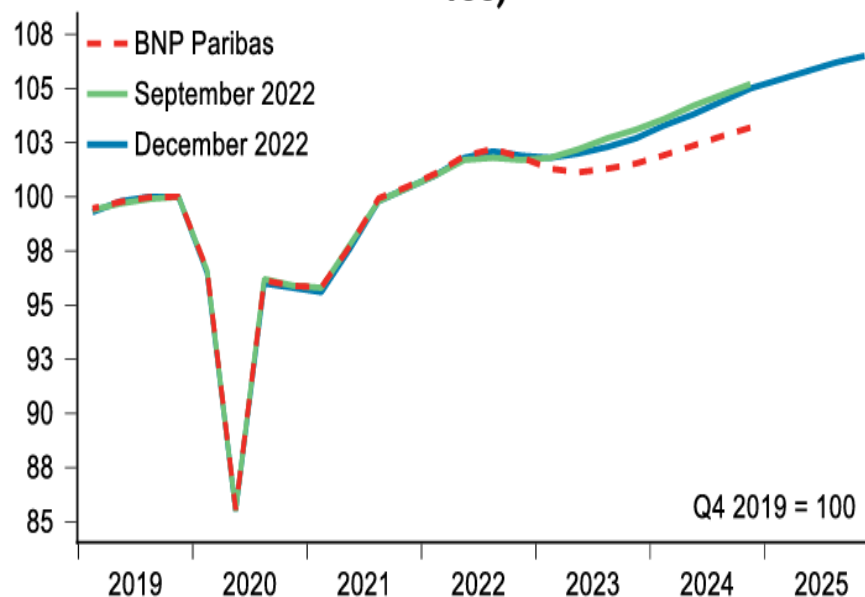
Bron: Refinitiv Datastream



# Nos prévisions en bref : la BCE

- Cependant, sur le front de la croissance, nos analystes brossent un tableau plus sombre que la BCE, s'attendant à ce que la zone euro se contracte de 0,5%, tandis que la BCE quant à elle mise sur une maigre croissance de la même ampleur. Pour 2024, nos prévisions de croissance sont de 1,3% contre 1,9% selon les économistes de l'institut de Francfort.

GDP forecasts ECB and BNP Paribas (index Q4 2019 = 100)

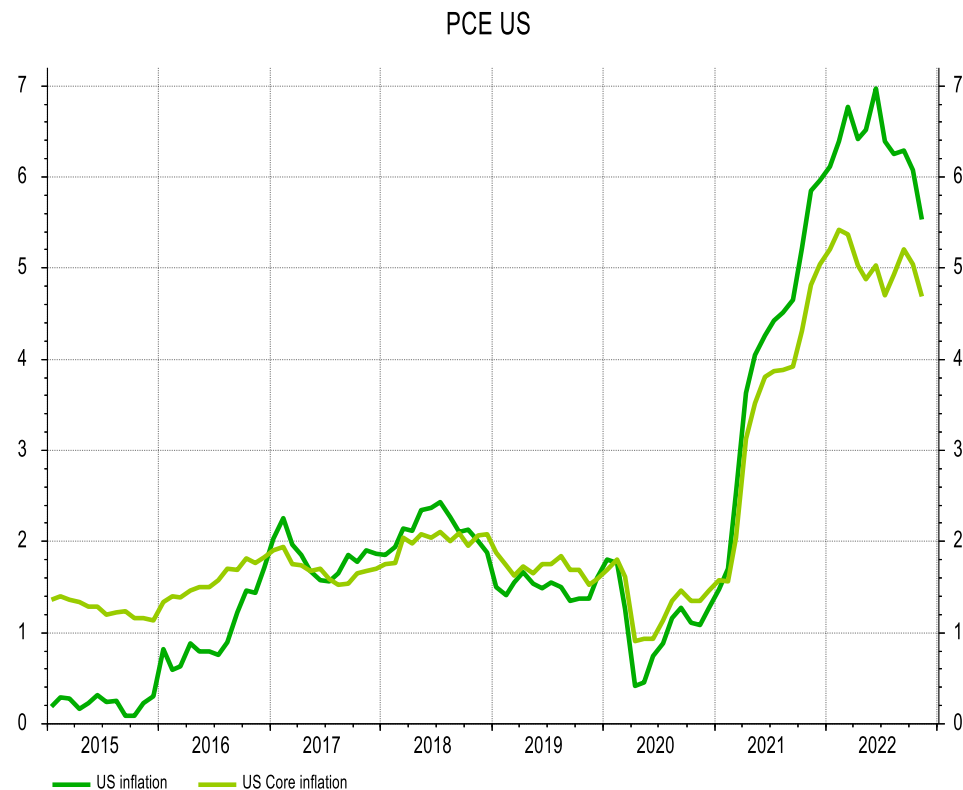


Sources: Eurostat, ECB, Macrobond, BNP Paribas forecasts



# Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

- L'inflation aux États-Unis a culminé en juin 2022 à 9% sur une base annuelle. Celle-ci est ensuite tombée à 7,10% en novembre. L'inflation sous-jacente semble également avoir atteint un maximum quoique de façon moins marquée, à 6,00% en glissement annuel en novembre, contre 6,60% le mois précédent.
- Le refroidissement de l'inflation permet à la Réserve fédérale d'être un peu plus accommodante dans sa communication. Pourtant, la banque centrale reste plus que belliciste. Par exemple, lors de la réunion du FOMC de décembre, Jerome Powell s'est dit « satisfait » de la récente baisse de l'inflation annuelle, mais aimerait voir « beaucoup plus de preuves » avant de conclure que l'inflation suit une trajectoire structurellement décroissante.
- C'est pourquoi le Dot Plot indique (sur la base du point médian) que ce cycle de hausse se terminera avec un taux des fonds fédéraux de 5,25% en 2023 (actuellement 4,25%-4,50%). Jerome Powell a également ajouté que dans le Dot Plot, il n'est pas question d'une première baisse des taux d'intérêt plus tard en 2023, contrairement à ce qui est implicitement évalué par les marchés.

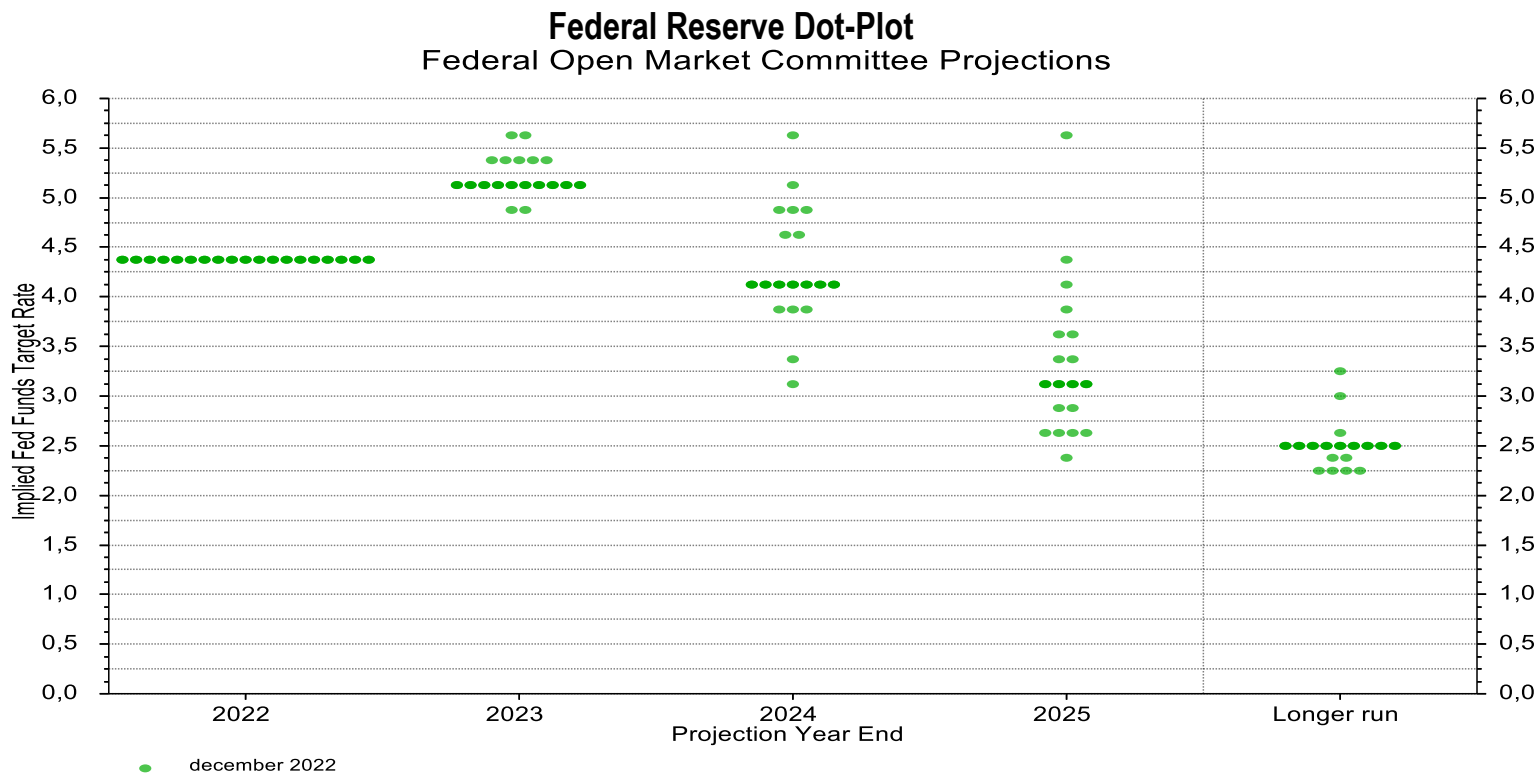


Bron: Refinitiv Datastream



# Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

- Ce qui est également frappant, c'est le consensus que l'on peut extraire du Dot Plot sur la trajectoire des taux d'intérêt à suivre en 2023, où les points sont très proches les uns des autres, alors qu'il y a encore une plus grande déviation dans le positionnement des points pour 2024. Cela montre que certains dirigeants s'attendent à un atterrissage en douceur, tandis que d'autres prédisent une récession sévère.
- Le scénario de base que nous pouvons déduire est qu'après la dernière réunion sur les taux d'intérêt la Réserve fédérale, le taux des fonds fédéraux augmentera de 50 points de base en février 2023 et de 25 points de base en mars 2023.



Bron: Refinitiv Datastream



# États-Unis : survol des taux d'intérêts

## Spread de taux US 10y & 2y

US Treasury 10Y-2Y Spread



US TREASURY CONST MAT 10 YEAR (D)-US TREASURY CONST MAT 2 YEAR (D)

Bron: Refinitiv Datastream

- Le taux d'intérêt américain à 2 ans a été remarquablement stable entre début octobre et le moment où nous écrivons ces lignes. Durant cette période, le taux d'intérêt à 2 ans est resté dans une fourchette de 4,00% à 4,80%. Cela montre que les marchés financiers partagent l'opinion de la Réserve fédérale selon laquelle, malgré la baisse de l'inflation, la trajectoire des taux d'intérêt de la Réserve fédérale ne changera pas vraiment à court terme. Les rendements à deux ans se négocient désormais à environ 4,37%, soit 43 points de base en dessous de leur sommet de début novembre de cette année.
- Le taux américain à 10 ans se négocie actuellement autour de 3,70%, soit 63 points de base en dessous du sommet de cette année (fin octobre). La courbe s'est donc encore inversée et l'écart entre le taux d'intérêt à 10 ans et le taux d'intérêt à 2 ans s'est encore resserré à -66 points de base. Pour voir une telle courbe inversée, il faut remonter au début des années 1980 sous la présidence de Mr. Volcker. Enfin, la courbe s'est inversée à un moment donné jusqu'à -200 points de base.

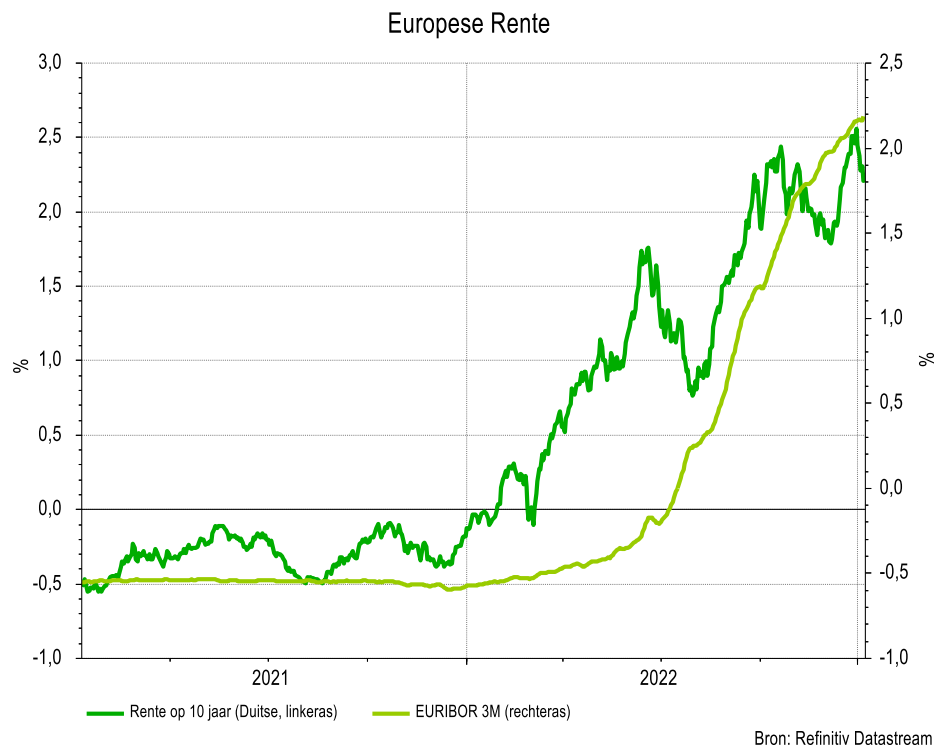
- Selon les prévisions officielles de BNP Paribas, le taux américain à 2 ans se dirigerait vers 5,00% à la fin du premier trimestre 2023, puis redescendrait légèrement à 3,50% fin 2023. Le taux américain à 10 ans devrait continuer à remonter à 4,30% à la fin du premier trimestre 2023 avant de redescendre vers 3,50% à la fin de 2023.



# Eurozone : survol des taux d'intérêts

## Intérêts en hausse

- Le second semestre a été mouvementé sur le marché des taux d'intérêt. En six mois, l'Euribor 3M est passé de 0 à 2%, une hausse qui n'avait jusque là jamais été observée dans les années 2000. L'évolution du rendement du bund allemand reflète les réactions des investisseurs face au contexte économique, entre espoir et désillusion.

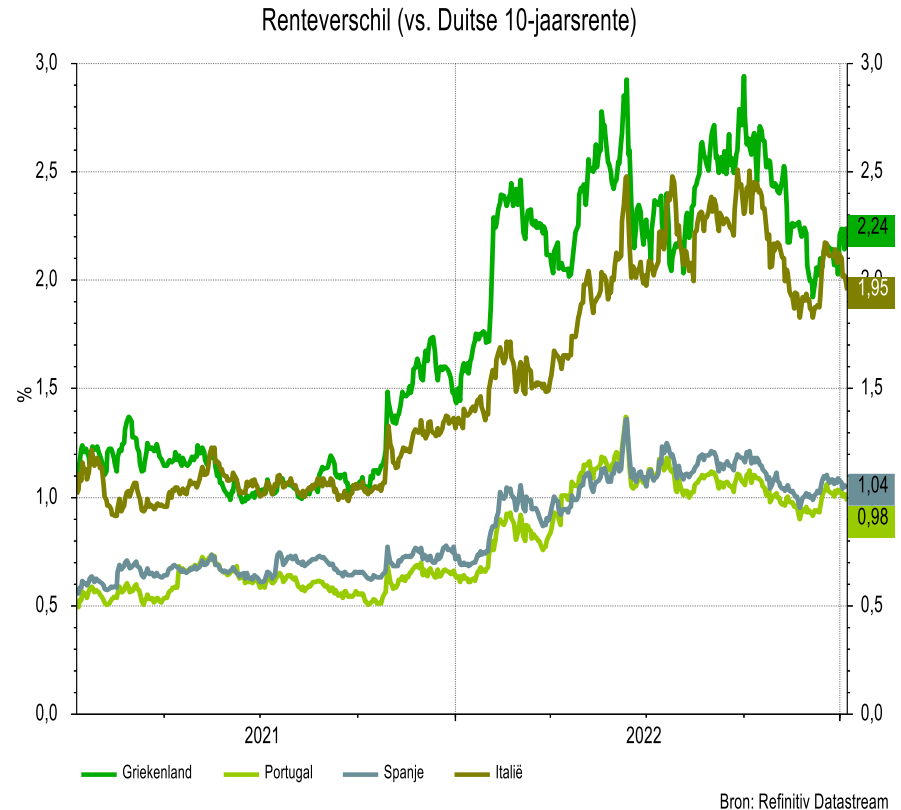


- Durant l'été 2022, le rendement du 10 ans allemand semble se corriger après le pic des mois précédents. Au même moment, les craintes d'un ralentissement économique et de récession en zone euro commencent à s'étendre dans le marché et les investisseurs redoutent les prochaines mesures de la présidente Lagarde lors de la réunion d'octobre.
- Après être descendu en dessous des 1% en août, le bund est reparti à la hausse jusqu'à la mi-octobre où il a atteint les 2,5%. Cette ascension fulgurante est expliquée par une inflation qui ne semblait toujours pas avoir atteint son point culminant et par l'approche de la réunion de la Banque centrale européenne.
- On a ensuite observé une courte période de correction sur les marchés des taux entre les deux dernières réunions de l'année de la BCE. Cette accalmie dans la hausse fulgurante du second semestre 2022 n'a été que de courte durée.



# Eurozone : survol des taux d'intérêts

- En effet, alors que le taux avait diminué de plus de 60 points de base, la Banque centrale européenne a surpris les investisseurs lors de sa réunion de décembre, par sa ferme détermination à atteindre son objectif d'inflation moyenne de 2%. Ce discours tranché a provoqué la brusque remontée des rendements obligataires, propulsant les rendements allemands à leur plus haut niveau depuis 2008, avec un 10 ans à 2,714%.
- Les investisseurs sont incertains quant à l'avenir du marché obligataire l'an prochain, car la BCE réduit son soutien au marché au moment même où les gouvernements augmentent leurs émissions.
- Du côté de l'Europe du Sud, l'Europe à fort taux d'endettement, les dettes les plus onéreuses de la région restent celles de l'Italie (4,60%) et de la Grèce (4,70%).
- Le relevé des prévisions d'inflation pourrait les porter bien au-delà de l'objectif de 2% pour les années à venir. Et les déclarations hawkish de Christine Lagarde sur une hausse des taux supérieure à ce que les marchés ont prévu ont creusé l'écart entre les dettes grecques et italiennes et la dette allemande en fin d'année 2022.
- Les écarts sont certes inférieurs aux plus hauts pics de 2022, mais n'en restent pas moins bien supérieurs à ceux auxquels nous étions habitués auparavant. En 2023, tous les regards devraient encore être dirigés vers les banques centrales et les décisions de politiques monétaires.

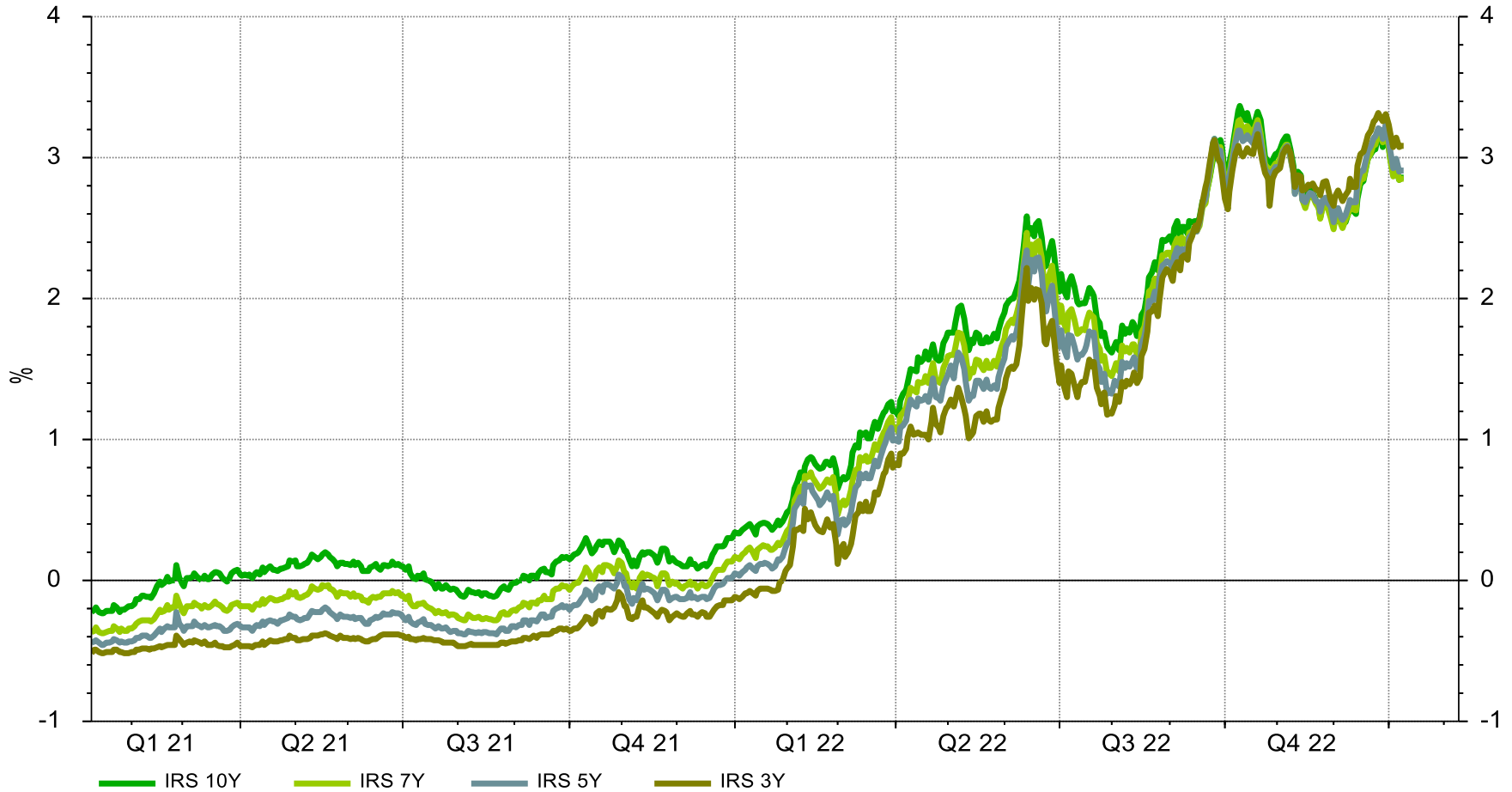




# Interest Rate Swaps

## ICE EUR SWAP Rates

ACT 30/360 - 6M EURIBOR



Bron: Refinitiv Datastream



**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.

