

IR BI-MONTHLY

DES MONTAGNES DE LIQUIDITÉS, MAIS SANS EMPLOI ET SANS DEMANDE, L'INFLATION RESTE DANS UN CREUX PROFOND

07 OCTOBRE 2020

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

En septembre, la révision des objectifs de politique monétaire à long terme de la Fed a été dévoilée. Ce faisant, le FOMC a fourni des « orientations prospectives » sur le taux d'intérêt directeur qu'il utilisera au cours des trois prochaines années. La banque centrale s'est engagée à maintenir les taux d'intérêt à zéro pendant au moins cette période et jusqu'à ce que l'objectif du plein emploi et de l'inflation soit atteint de manière durable. La Fed pose ainsi les conditions d'une hausse des taux d'intérêt.

En outre, un changement a également été apporté à la manière dont la Fed entend remplir son mandat de stabilité des prix à l'avenir. Elle assurera plus de flexibilité sous la forme d'un objectif de 2 % d'inflation en moyenne sur une certaine période. Ainsi, la Fed se donne la possibilité de relever l'inflation au-dessus du seuil de 2 % pour compenser les périodes de faible inflation. Dans notre segment « Sous la loupe », nous zoomons sur ce que l'on sait déjà de cette nouvelle approche et comment elle peut être mise en œuvre dans la pratique.

L'accord pour un fonds de relance européen a permis aux plus grands risques de s'estomper et a apporté un peu de calme, dont l'euro a bien bénéficié. Le renforcement significatif de notre monnaie depuis notre précédente publication en juillet préoccupe cependant la BCE. Les importations moins chères font baisser les prix, ce qui maintient l'inflation à un niveau extrêmement faible. Cependant, la banque centrale a peu de munitions pour intervenir. L'évaluation du PEPP entraînera probablement le maintien de ce programme jusqu'à l'été prochain pour offrir des conditions de financement flexibles.

Enfin, le programme SURE a été lancé pour encourager le marché du travail, car dans la course au vaccin, il est clair qu'il reste encore de nombreux obstacles à surmonter.

Bonne lecture!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis et Anton Pietermans



Prévisions

Région	Taux	Q4 '20	Q1 '21	Q2 '21	Q4 '21
Zone euro	Refi Rate	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Deposit rate	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
	2-year*	-0.70%	-0.65%	-0.60%	-0.60%
	10-year*	-0.30%	-0.20%	-0.10%	0.00%
Etats-Unis	Fed Funds Rate	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%
	2-year	0.15%	0.15%	0.20%	0.30%
	10-year	0.75%	0.90%	1.00%	1.20%

*Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 16/09/2020



Sous la loupe : le Ciblage de l'Inflation Moyenne

Une interprétation alternative du mandat de stabilité des prix

- Début 2019, le Federal Open Market Committee (FOMC) a lancé une analyse approfondie du cadre dans lequel la politique monétaire était menée. Les stratégies, outils et méthodes de communication utilisés dans le cadre du mandat de la banque centrale américaine pour le plein emploi et la stabilité des prix ont été examinés.
- Lors du Symposium de Jackson Hole - la principale réunion annuelle de la banque centrale qui s'est tenue en ligne pour la première fois cette année en raison de Covid-19, plutôt que dans les montagnes du Wyoming - le président Jerome Powell a annoncé la nouvelle approche que la Fed adoptera .
- L'Average Inflation Targetting (AIT), ou objectif d'inflation moyen, remplacera l'objectif d'inflation de 2% exactement. L'AIT implique que la Fed relâchera les rênes pour pousser l'inflation au-delà du niveau de 2% afin de soutenir le marché du travail et l'économie en général. Ce mécanisme devrait permettre de compenser les périodes où l'inflation reste inférieure au niveau cible moyen.
- Cependant, l'AIT n'est pas une méthode pour créer de l'inflation. Pour avoir une idée des anticipations d'inflation future, vous pouvez consulter le spread TIPS. Le taux sur les titres de protection contre l'inflation du Trésor (TIPS) est comparé au taux du papier gouvernemental de même durée. Cependant, le spread TIPS a clairement montré que les anticipations d'inflation sont de retour au niveau du début de cette année (voir graphique ci-contre).
- Outre une rémunération du capital sous forme d'intérêts, les TIPS fournissent également une composante variable qui compense l'inflation et est déterminée sur la base du CPI. Par conséquent, pour déterminer le prix des TIPS, les anticipations d'inflation doivent être actualisées.



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

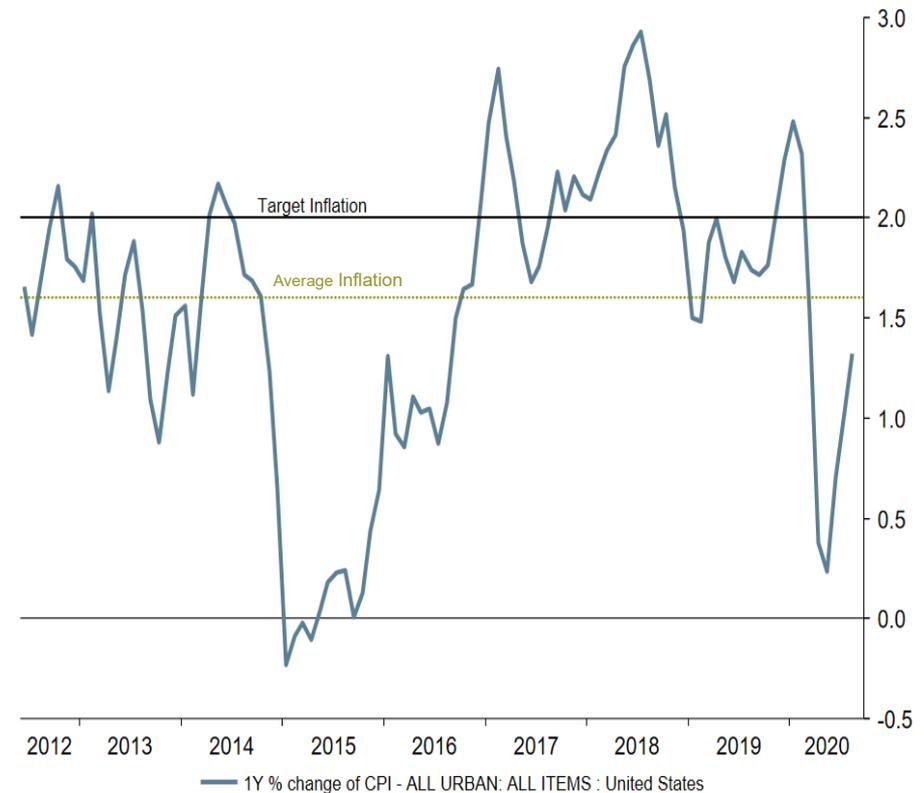


Sous la loupe : le Ciblage de l'Inflation Moyenne

➤ Jusqu'à présent, cette mesure semble très claire et intuitive. Seules quelques questions se posent de prime abord:

- I. **Sur quelle période la Fed se penchera-t-elle pour déterminer un niveau d'inflation moyen ?** Si l'on se penche sur la période, depuis janvier 2012 où la stabilité des prix a été liée à un niveau d'inflation d'exactement 2 %, le nombre de périodes pendant lesquelles l'objectif a été manqué sur une base mensuelle est infini. Sur une période de près de 9 ans, le niveau d'inflation moyen est même inférieur de 40 points de base à l'objectif.
- II. **Jusqu'à quel niveau la Fed tolérera-t-elle la hausse de l'inflation ?** Si nous prenons le niveau d'inflation moyen de 1,6 % comme point de départ de l'inflation au cours de la période rétrospective, l'inflation devrait en principe pouvoir s'élever à au moins 2,4 % pendant la même période. Cependant, Neel Kashkari, président de la Fed de Minneapolis, a déclaré dans un article qu'elle ajusterait ses mesures accommodantes si l'inflation pouvait « atteindre durablement le niveau de 2% pendant une période d'un an », créant une incertitude sur la volonté de tolérer un niveau d'inflation plus élevé.
- III. **Comment la méthodologie sera-t-elle déterminée ?** Jerome Powell a évoqué la proposition d'AIT dans son discours du 27 août présentant les résultats de l'examen de la politique monétaire. Il a souligné qu'aucune formule mathématique ne sera appliquée, mais que l'ACI vise à accroître la flexibilité pour s'acquitter avec succès du mandat de stabilité des prix de manière durable. Si l'écart était trop important, Powell a indiqué qu'il n'hésiterait pas à intervenir. Il n'a cependant pas expliqué ce qu'il entendait par trop grand écart ...

Inflation aux Etats-Unis au cours des 8 dernières années



Source: Refinitiv Datastream



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	05/11/2020	0,125%	Status Quo	97,0%	Baisse de taux	3,0%
BCE	Deposit Facility Rate	29/10/2020	-0,50%	Status Quo	94,1%	Baisse de taux	5,9%
Banque du Canada	ON Target Rate	28/10/2020	0,25%	Status Quo	96,3%	Baisse de taux	3,7%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	05/11/2020	0,10%	Status Quo	98,5%	Baisse de taux	1,5%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	29/10/2020	-0,10%	Status Quo	98,8%	Baisse de taux	1,2%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	17/12/2020	-0,75%	Status Quo	84,0%	Baisse de taux	16,0%

Source: Thomson Reuters Datastream (05/10/2020)



Nos attentes en bref: la BCE

- La BCE a pris des mesures fermes avec le « programme d'achat d'urgence en cas de pandémie » en mars. Ce programme, d'un montant de 750 milliards d'euros d'achats, avait été porté à 1,350 milliards d'euros début juin. Ce programme était, au 18 septembre, utilisé à concurrence de 543 milliards seulement. Prévu initialement pour durer au minimum jusqu'à la fin de 2022, il va faire l'objet d'une réévaluation par la BCE qui cherche à déterminer si une partie ne pourrait être transférée vers le programme d'achats d'actifs de long terme de la banque centrale.
- La BCE tire néanmoins un bilan positif du recalibrage pratiqué en juin. Il aurait, selon son Chief Economist Philip Lane, favorisé des conditions financières plus favorables.
- L'inflation reste le principal souci de la Banque Centrale européenne. Son taux global est tombé à moins 0,2 % en août contre 0,4 % en juillet et l'inflation excluant les catégories volatiles de l'alimentation et de l'énergie est passée de 1,2 % à un creux historique de 0,4 %.
- Les perspectives ne sont guère réjouissantes. L'inflation globale devrait rester négative pour le reste de l'année en raison notamment de l'effondrement antérieur des prix du pétrole. Au cumul de l'année, la BCE maintient, pour l'IPCH sa perspective d'un petit 0.3 %, et espère la voir grimper à 1 % l'an prochain. L'appréciation récente de l'euro amoindrit les perspectives d'inflation, entre autres en rendant moins chers les produits importés. Il n'est donc pas étonnant de voir la BCE se dire très attentive à son évolution.
- Dans les prochains mois, les informations recueillies sur le succès des mesures de contrôle de la pandémie, sur les plans de dépenses budgétaires des Etats de la Zone et sur l'accord du Brexit post-transition pourraient amener la BCE à ajuster à nouveau ses instruments de politique monétaire. Si de nouvelles mesures d'assouplissement sont nécessaires, la baisse des taux directeurs ne seraient pas la voie privilégiée, car elle donnerait aux marchés l'impression que la BCE a brûlé ses dernières cartouches.

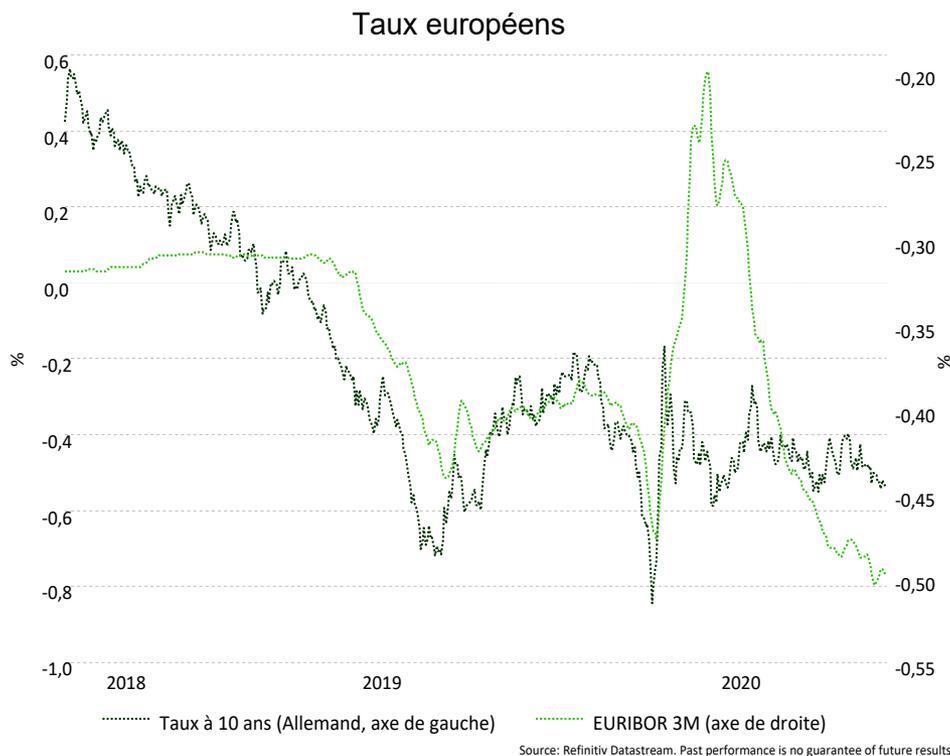


Nos attentes en bref: la Réserve fédérale

- La Réserve fédérale a franchi une étape importante dans l'orientation prospective de la politique des taux d'intérêt lors de la réunion du FOMC en septembre. Plus précisément, la banque centrale s'est engagée à maintenir les taux d'intérêt aux niveaux actuels « jusqu'à ce que le marché du travail ait atteint une situation que la Fed associant un emploi maximal à une inflation dépassant légèrement les 2 % pendant un certain temps ».
- De cette manière, la Réserve fédérale établit pour la première fois un lien entre toute future hausse des taux d'intérêt et la réalisation effective d'un objectif. Les propres prévisions économiques de la Fed indiquent que le chômage ne passerait pas en dessous du « chômage de longue durée » avant le quatrième trimestre de 2023, ce qui signifie essentiellement que, si ces prévisions se réalisent, les taux d'intérêt resteront au niveau actuel jusqu'à la fin de 2023. Ces faibles attentes de taux d'intérêt se sont également reflétées dans le célèbre Dot Plot, le graphique par points, dans lequel les gouverneurs de la banque font connaître leurs attentes.
- Lors de la réunion de septembre, une orientation claire a donc été proposée pour le taux des fonds fédéraux, mais pas pour le programme d'assouplissement quantitatif en cours. Cela pourrait donc devenir le thème de la réunion du FOMC en décembre. La Réserve fédérale pourrait s'engager à acheter des actifs tout au long de 2021 et à augmenter la maturité moyenne des bons du Trésor américains achetés. Ce faisant, la banque centrale renforcerait la perception que la Réserve fédérale est prête à aller loin pour soutenir l'économie, si cela s'avère nécessaire.



Eurozone: survol des taux d'intérêts

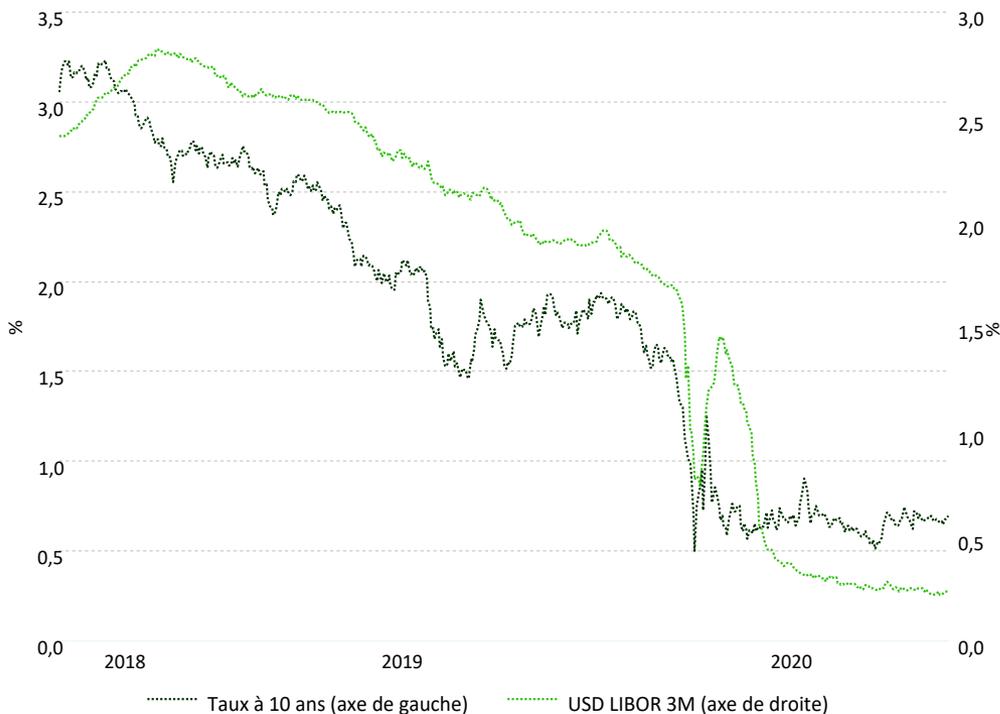


- Une hausse des rendements est possible, résultat de la combinaison d'une économie en amélioration, d'une offre abondante et d'un mandat d'inflation plus large pour les banques centrales. Les émissions de dette souveraine ont atteint 123 milliards d'euros rien que pour ce mois de septembre. Comme le bas de la courbe est fermement enraciné à l'abri d'un mouvement dans les deux sens, cela impliquerait une courbe de l'euro plus raide à moyen terme.
- La mise en exécution du programme SURE européen devrait apporter 30 milliards cette année et 70 l'an prochain et le plan de sauvetage de 750 milliards de l'UE devrait également démarrer. La concurrence sera rude avec le PEPP de la BCE, ce qui pourrait amener les investisseurs à se montrer un peu plus exigeants en terme de rendement.
- Nos prévisions de hausse restent cependant modérées avec une hausse de 5 bp du taux à 2 ans, et une pentification limitée à 35 bp du spread du 10-30 ans.
- Au cours de ce quatrième trimestre, le Bund à 10 ans devrait évoluer dans un range étroit de 25 bp.



Etats-Unis: survol des taux d'intérêts

Taux américains



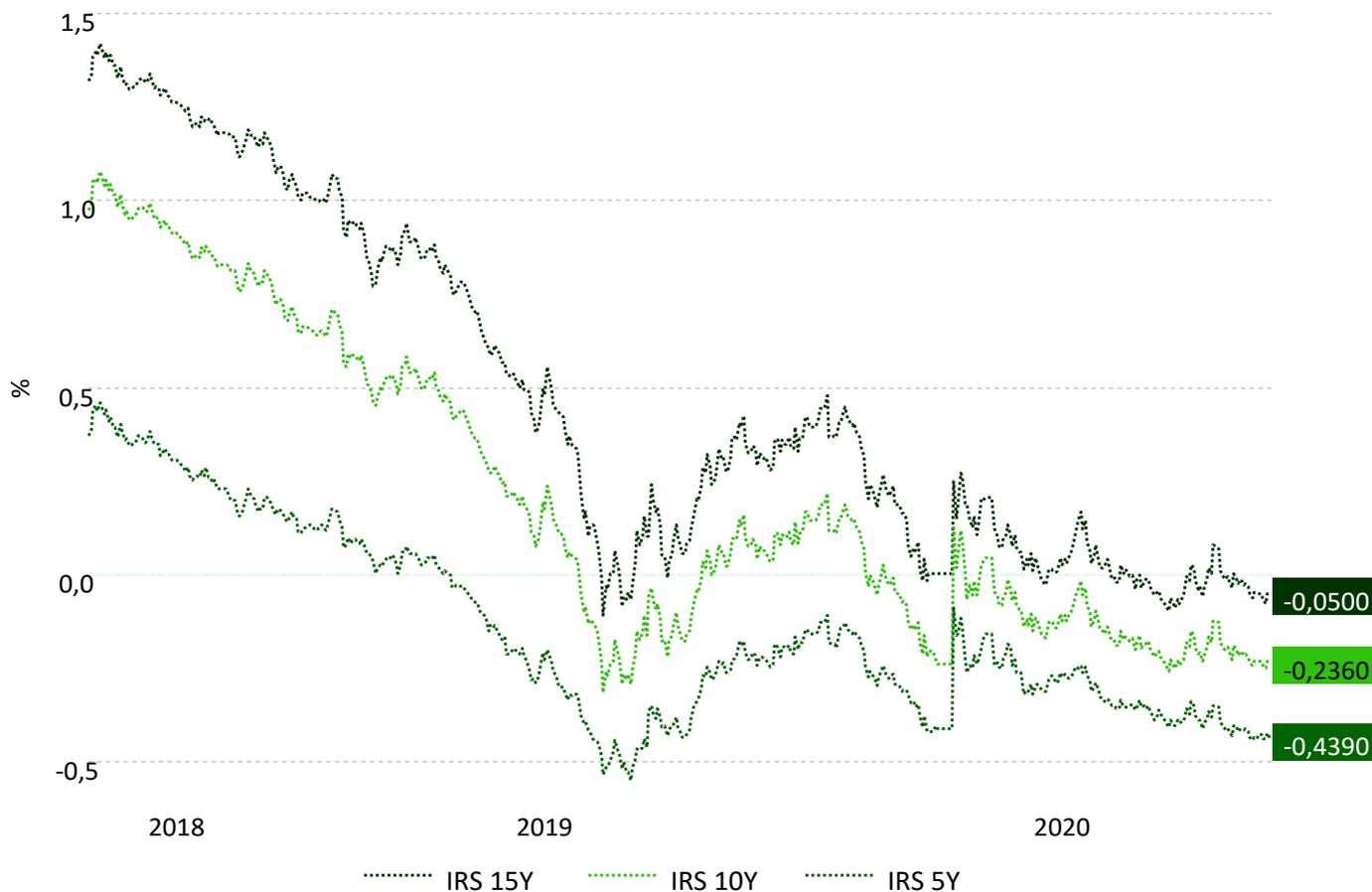
Source: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results

- Le taux américain à 10 ans est resté très stable ces derniers mois. Le 28 août, il a brièvement grimpé à 0,75 %, avant de retomber à 0,65 % au moment d'écrire ces lignes. Que les taux d'intérêt restent si bas est remarquable, compte tenu de la forte reprise des marchés boursiers cet été. L'optimisme que nous y constatons ne se reflète donc pas sur le marché obligataire.
- Le Libor à 3M USDS a continué sa légère baisse à 0,23 % au moment de la rédaction de cet article. La tendance très stable montre qu'il n'y a pas de stress sur le marché interbancaire.
- Vu que le taux des fonds fédéraux devraient rester à son niveau actuel au cours des toutes prochaines années, nous ne prévoyons pas non plus que le Libor à 3M USD augmente dans les mois voire les années à venir. Nous voyons le taux à 10 ans à 0,75 % d'ici la fin de cette année et à 1,20 % d'ici la fin de 2021.



Interest Rate Swaps

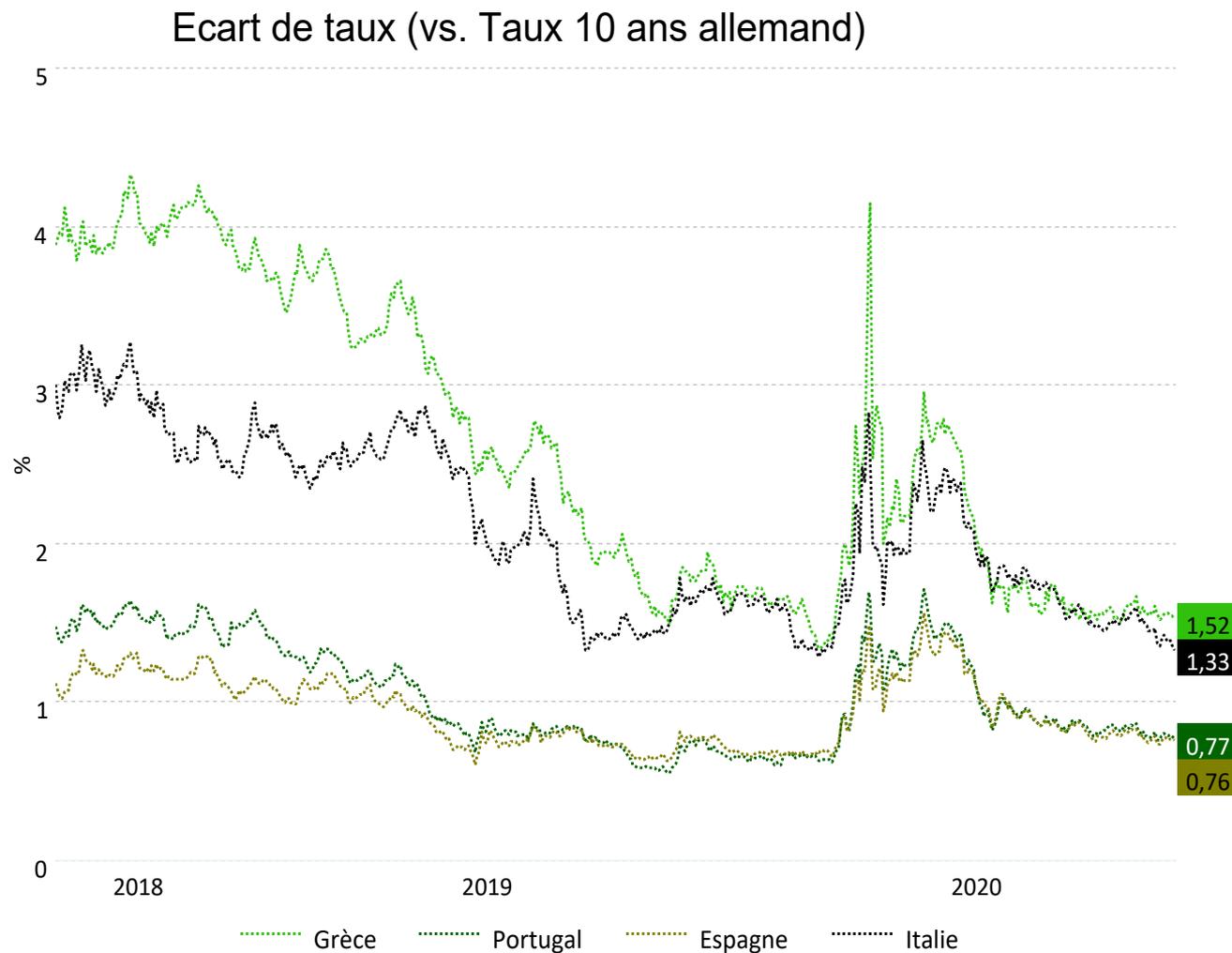
Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)



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



Primes de risque dans la périphérie



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.

