

# IR BI-MONTHLY LA VOLATILITÉ EST DE RETOUR

AVRIL 2020

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)

Philippe Gijssels  
Chief Investment Officer  
[philippe.gijssels@bnpparibasfortis.com](mailto:philippe.gijssels@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

---

Quelle différence en deux mois ! La crise de coronavirus a étranglé le monde de manière inattendue. La volatilité des marchés financiers est actuellement très élevée, tant sur les marchés des actions que sur les marchés des changes et des taux d'intérêt.

Les rendements des obligations d'État oscillent entre les craintes d'une augmentation de la dette et la perspective de programmes d'achat massifs. Les taux d'intérêt de base tels que l'EURIBOR 3M et en particulier l'USD Libor 3M, à leur tour, se frayent un chemin entre les baisses de taux d'intérêt des banques centrales et les tensions dans le système financier.

La prévision des taux d'intérêt est actuellement, comme l'écrit l'immunologiste américain Anthony Fauci à propos du nombre de victimes potentielles du virus, : « c'est comme viser une cible mouvante ».

Ce que nous pouvons faire, c'est vous donner un aperçu des mesures fiscales et monétaires pour faire face à la crise d'une ampleur jamais vue auparavant. Nous vous renvoyons pour cela à la section « sous la loupe » ci-dessous.

Bonne lecture, et protégez-vous  
Mattias Demets, Anton Pietermans & Jean-Luc Célis





# Sous la loupe : Aperçu des mesures

La **BCE** annonce un nouveau programme LTRO (opérations de refinancement à plus long terme), dans le but d'apporter immédiatement des liquidités supplémentaires au système financier européen. Le programme LTRO est un pont vers un TLTRO III (opérations de refinancement à plus long terme ciblées), qui sera mis en place de juin 2020 à juin 2021. En outre, une enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros pour 2020 sera ajoutée au programme d'achat d'actifs existant de 20 milliards d'euros par mois



12/03

16/03



La **France** annonce un ensemble de mesures fiscales pour faire face à la crise du coronavirus. 45 milliards d'euros seront débloqués pour soutenir les petites entreprises et les secteurs durement touchés. Par ailleurs, le gouvernement français garantira à hauteur de 300 milliards d'euros les prêts bancaires aux entreprises concernées.



17/03



18/03

L'**Allemagne** annonce un ensemble de mesures fiscales sans précédent, dont une enveloppe de 400 milliards d'euros de garanties en faveur des entreprises. Ils devraient aider les entreprises à se refinancer sur les marchés de capitaux. (1/2)



23/03

L'**Eurogroupe** annonce des mesures au niveau européen pour soutenir l'incitant fiscal au niveau national. Entre autres, la "Corona Response Investment Initiative" est en cours de création et devrait libérer 37 milliards d'euros pour soutenir les PME, le marché du travail et le système de santé. L'Eurogroupe annonce également que les États membres ne devraient pas respecter les engagements du pacte de stabilité et de croissance pendant la crise du coronavirus.

La **BCE** annonce le 'Pandemic Emergency Purchase Program', programme d'achat d'urgence de 750 milliards d'euros en raison de la pandémie. Tant dettes privées que dettes publiques seront achetées dans le cadre du programme d'achat qui se poursuivra jusqu'à la fin de 2020. Afin d'avoir suffisamment d'actifs disponibles, la dette grecque et le papier commercial non financier entrent également, et pour la première fois, dans le périmètre.

(2/2) En outre, 100 milliards d'euros sont prévus pour la recapitalisation des entreprises des secteurs gravement touchés. Un paquet de 50 milliards d'euros est fourni pour soutenir les PME et les petits indépendants. Au total, le paquet englobera environ 800 milliards d'euros de mesures.





# Sous la loupe : Aperçu des mesures

Déclaration de **Jerome Powell**: Le coronavirus pose vraiment un risque croissant pour l'activité économique. La Fed suit de près les évolutions et leur impact sur les perspectives économiques. Nous utiliserons nos outils et agirons de manière appropriée pour soutenir l'économie.

Moins de deux semaines après la baisse de 50 points de base, la **Fed** est obligée d'abaisser encore les taux d'intérêt dans la fourchette cible entre 0,00% et 0,25%. Cette mesure est également appuyée par d'autres opérations de marché. Le FOMC s'est engagé à acheter au moins 500 et 200 milliards de dollars respectivement en obligations d'État et en titres adossés à des créances hypothécaires au cours des prochains mois. (1/2)

Des mesures supplémentaires sont prises pour garantir la stabilité des prix et l'emploi. **La Fed** met tout en œuvre: la Commission décide de lever jusqu'à 300 milliards de dollars pour des prêts aux consommateurs et aux entreprises. De plus, la Fed s'est engagée à prêter aux grandes entreprises sur l'émission de nouvelles obligations et sur le marché secondaire. La Fed commence également à offrir du crédit garanti par des prêts étudiants et des prêts sur carte de crédit.



28/02

03/03



15/03



23/03

26/03



Le **Federal Open Market Committee** décide de réduire son taux directeur de 50 points de base dans une fourchette de 1,00% à 1,25%. Le conseil des gouverneurs approuve à l'unanimité une baisse d'urgence et ouvre la porte à de nouvelles interventions.

(2/2) En outre, la Fed décide également d'assurer la liquidité à court terme et d'assurer le bon fonctionnement du financement au jour le jour en dollars sur le marché en soutenant les opérations de mise en pension jusqu'à une limite de 30 milliards de dollars contre des obligations d'État. Ces mesures devraient permettre un financement en douceur des demandes de crédit auprès des ménages et des entreprises et garantir la disponibilité du crédit intrajournalier. La Fed décide de supprimer les réserves obligatoires et encourage les banques à activer les réserves de liquidité et de capital qu'elles ont accumulées.

Le **Sénat** approuve un programme d'aide d'une valeur de 2.200 milliards de dollars. 300 milliards de dollars vont directement aux ménages sous forme d'argent hélicoptère. 500 milliards de dollars vont soutenir les grandes entreprises et une tranche de 350 milliards de dollars devrait permettre aux petites entreprises de garder la tête hors de l'eau et de continuer à payer les salaires. Le plan d'aide représente près de trois fois la taille de la loi américaine de 2009 sur la reprise et le réinvestissement, signée par Barack Obama à la suite de la crise financière.





# Sous la loupe : Aperçu des mesures

**La BoE** a abaissé son taux directeur de 0.75 % à 0.25 %. Elle a d'autre part, dans le but d'assouplir les conditions de solvabilité qui sont imposées aux banques, annulé le coussin de capitaux contra cycliques, à savoir les réserves imposées aux banques pour faire face aux défauts des emprunteurs lors d'un retournement de cycle économique. Ce qui a eu pour effet de libérer 190 milliards de livres (13 fois le montant des prêts octroyés en 2019 par les banques). Elle a également mis en place un mécanisme de financement à 4 ans pour les PME.

**Le gouvernement britannique** a annoncé un plan de relance de 30 milliards de livres dans le cadre de son premier budget post-Brexit.



11/03

19/03



23/03

24/03



30/03

**Le gouvernement britannique** met à disposition des entreprises plus de 330 milliards de livres sterling de prêts et de garanties pour les aider à poursuivre leurs activités. Le soutien aux entreprises se matérialise aussi par le report des échéances fiscales, des subsides aux entreprises qui paient peu de taxes, des allocations de soutien aux secteurs de l'hôtellerie, du commerce de détail et des loisirs. Un programme de maintien de l'emploi est organisé pour prévenir les licenciements.

**Le gouvernement britannique** étend son aide à l'emploi aux travailleurs indépendants. Il versera jusqu'à 2.500 GBP aux travailleurs indépendants, étendant ainsi le paquet déjà massif de soutien aux travailleurs.

**La BoE** a abaissé à nouveau son taux directeur pour le fixer à 0.10 %. Elle a aussi décidé d'augmenter à 645 milliards son programme de rachat d'actifs (Asset Purchase Facility) jusqu'à alors de 445 milliards de livres, dont 435 milliards de papier de la dette publique britannique et 10 milliards d'obligations d'entreprise. La BoE a précisé que ses nouveaux achats porteraient essentiellement sur de la dette publique britannique.

**La BoE** procède au lancement de son Contingent Term Repo Facility (CTRF) pour renforcer la liquidité du sterling. Cet outil permet aux banques d'emprunter des réserves de la banque centrale en échange d'autres actifs moins liquides. Ces emprunts auront une durée de trois mois et devraient aider à soutenir les prêts à l'économie réelle le plus rapidement possible.



# Prévisions

Région	Taux	Q2 '20	Q3 '20	Q4 '20	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*	-0,80%	-0,80%	-0,80%	-0,70%
	10-year*	-0,50%	-0,30%	-0,20%	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	0,30%	0,40%	0,50%	1,00%
	10-year	0,80%	1,00%	1,25%	1,50%

\*Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 19/03/2020



# 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	29/04/2020	0,125%	Statu quo	100,0%	Baisse de taux	0,0%
BCE	Deposit Facility Rate	30/04/2020	-0,50%	Statu quo	78,4%	Baisse de taux	21,6%
Banque du Canada	ON Target Rate	15/04/2020	0,75%	Baisse de taux	100,0%	Statu quo	0,0%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	07/05/2020	0,10%	Statu quo	99,0%	Hausse de taux	1,0%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	28/04/2020	-0,10%	Statu quo	81,7%	Baisse de taux	18,3%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	18/06/2020	-0,75%	Statu quo	95,9%	Baisse de taux	4,1%

Source: Thomson Reuters Datastream (29/03/2020)



# Nos attentes en bref : la BCE

---

- Quelle différence peuvent faire deux mois d'écart ? L'escalade absolue de la crise du coronavirus a contraint la BCE à prendre des mesures jamais vues auparavant. Concrètement, la banque centrale achètera des obligations représentant environ 7,3% du PIB de la zone euro en 2020. Avant la crise, le bilan de la BCE représentait un peu plus de 40% du PIB.
- Le 12 mars, la BCE a annoncé un nouveau programme LTRO dans le but de continuer à fournir des liquidités suffisantes au système financier. En outre, une enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros pour 2020 a été ajoutée au programme d'achat d'actifs de 20 milliards d'euros par mois déjà existant.
- Les marchés financiers n'avaient manifestement pas été impressionnés par ces mesures. Avec l'annonce le 18 mars du « Pandemic Emergency Purchase Program », d'une hauteur de 750 milliards d'euros voire peut-être même d'un montant illimité d'achats en 2020, Christine Lagarde a ouvert la voie à son propre « Quoi qu'il en coûte ».
- Ce qui est à épingler, c'est le choix de la BCE de ne plus baisser les taux d'intérêt. Cela confirme notre suspicion antérieure selon laquelle la BCE estime que les dommages résultant d'une telle nouvelle baisse des taux d'intérêt sont supérieurs à tout bénéfice pour l'économie.
- La BCE a clairement sorti tout son attirail en mars, rendant la perspective de mesures supplémentaires faible et inutile. Nous sommes convaincus que Christine Lagarde a pris sa décision « Quoi qu'il en coûte » le 18 mars et que peu de mesures supplémentaires seront nécessaires dans les semaines et mois à venir.



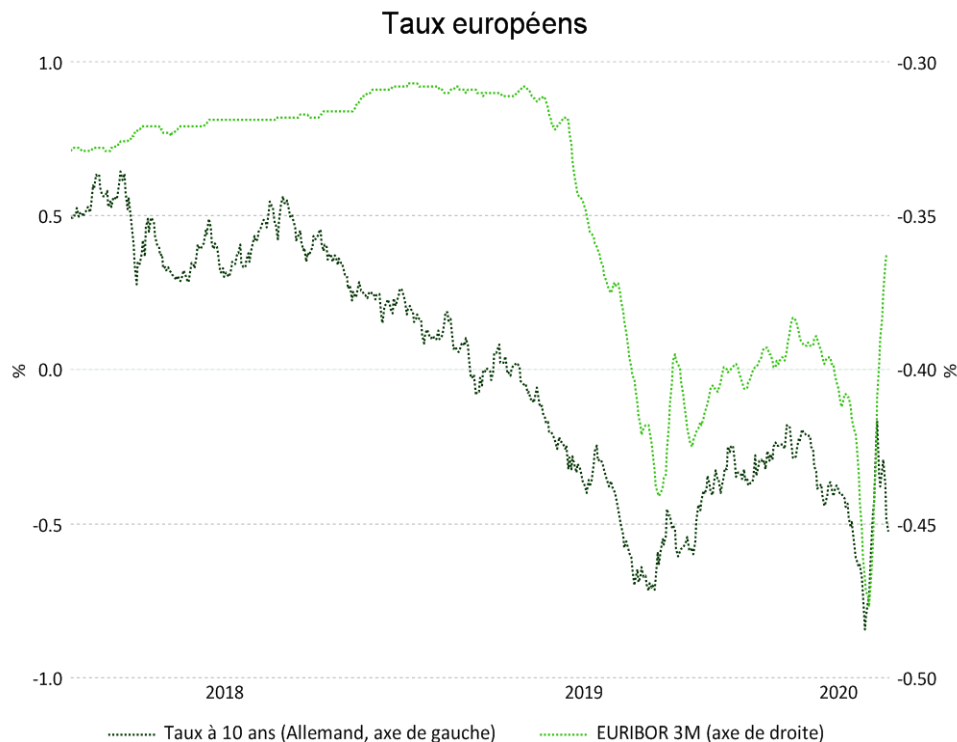
# Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

---

- Comme la BCE, la Réserve fédérale n'avait d'autre choix que de sortir la grosse artillerie. En deux baisses de taux consécutives, la Fed a décidé d'abaisser le taux des fonds fédéraux à la borne inférieure de 0,00% à 0,25%. À l'instar de la BCE, la Fed a désormais abaissé son taux directeur à 0,00%, empêchant ainsi l'adoption de mesures supplémentaires.
- En outre, un programme d'assouplissement quantitatif illimité a été annoncé, dont on pense qu'il se traduira dans les prochains mois par l'achat d'environ 1 000 milliards de dollars d'actifs. Au moins 700 milliards de dollars seront consacrés à l'achat de bons du Trésor et au moins 200 milliards de dollars à l'achat de titres adossés à des créances hypothécaires.
- En outre, la Réserve fédérale a pris plusieurs mesures pour garantir que les familles et les entreprises américaines reçoivent un crédit adéquat. Le financement des gouvernements locaux, les prêts étudiants, les prêts automobiles, les prêts sur cartes de crédit, entre autres, seront garantis ou soutenus par la banque centrale. En outre, les opérations de mise en pension se dérouleront également à concurrence de centaines de milliards de dollars américains.
- Avec un tel florilège de mesures, il en va de même pour la Fed que pour la BCE, à savoir qu'il n'y a pas beaucoup de perspectives de mesures supplémentaires. Une intervention qui pourrait encore être prise est la décision d'intégrer également des obligations d'entreprises et/ou municipales au bilan. Cependant, il est peu probable que la Réserve fédérale prenne cette décision sans inclure le Congrès américain dans cette décision.



# Eurozone : survol des taux d'intérêts



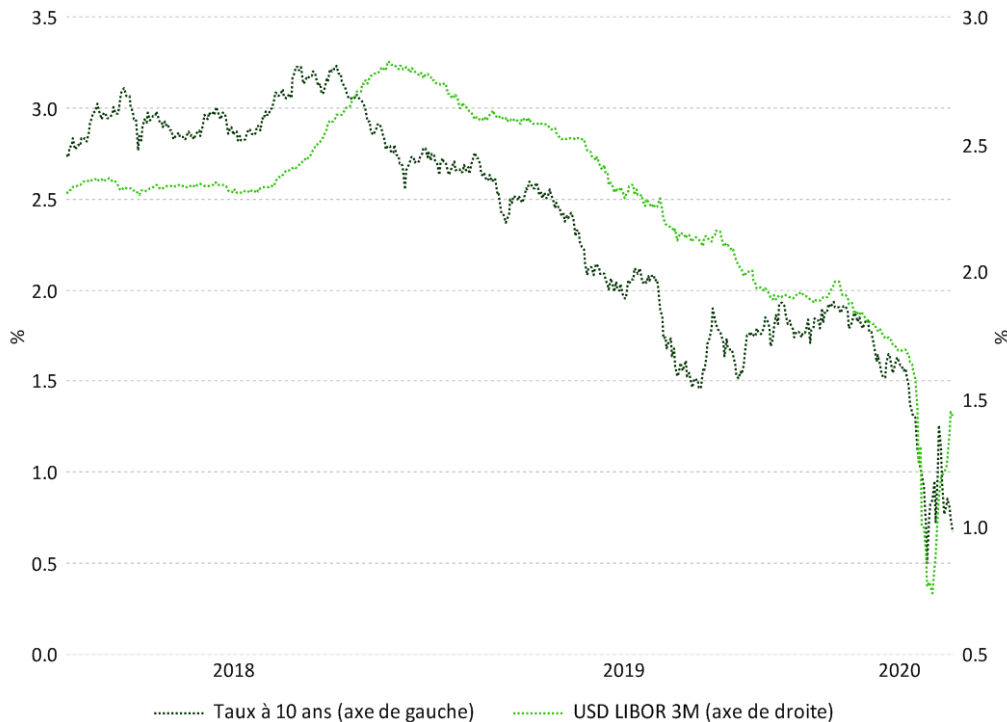
- L'énorme volatilité des actions et des taux de change est évidente, mais l'incertitude est aussi visible sur les marchés obligataires. Dans un premier temps, dans un élan global de sécurité, le taux 10 ans allemand est tombé à -0,90% le 9 mars, le plus bas niveau jamais enregistré.
- Bientôt, cependant, la prise de conscience que les mesures fiscales prises augmenteraient la demande de financement du gouvernement allemand a grimper les rendements allemands à 10 ans à -0,14% (19 mars). C'était le plus haut niveau depuis mai 2019. En parlant de volatilité...
- Sachant que la BCE achètera un grand nombre d'obligations d'État dans le cadre de son « programme d'achat d'urgence en cas de pandémie », nous nous attendons à ce que les rendements obligataires restent faibles au cours des prochaines années

- Par conséquent, nous voyons le taux allemand à 10 ans à -0,20% à la fin de cette année et à 0,00% à la fin de 2021. L'Euribor 3M, qui présente actuellement moins de signes de stress que l'USD Libor 3M, devrait rester très faible, jusqu'à fin 2021 compte tenu de la perspective extrêmement minime de hausse de taux d'intérêt par la BCE.



# Etats-Unis : survol des taux d'intérêts

Taux américains



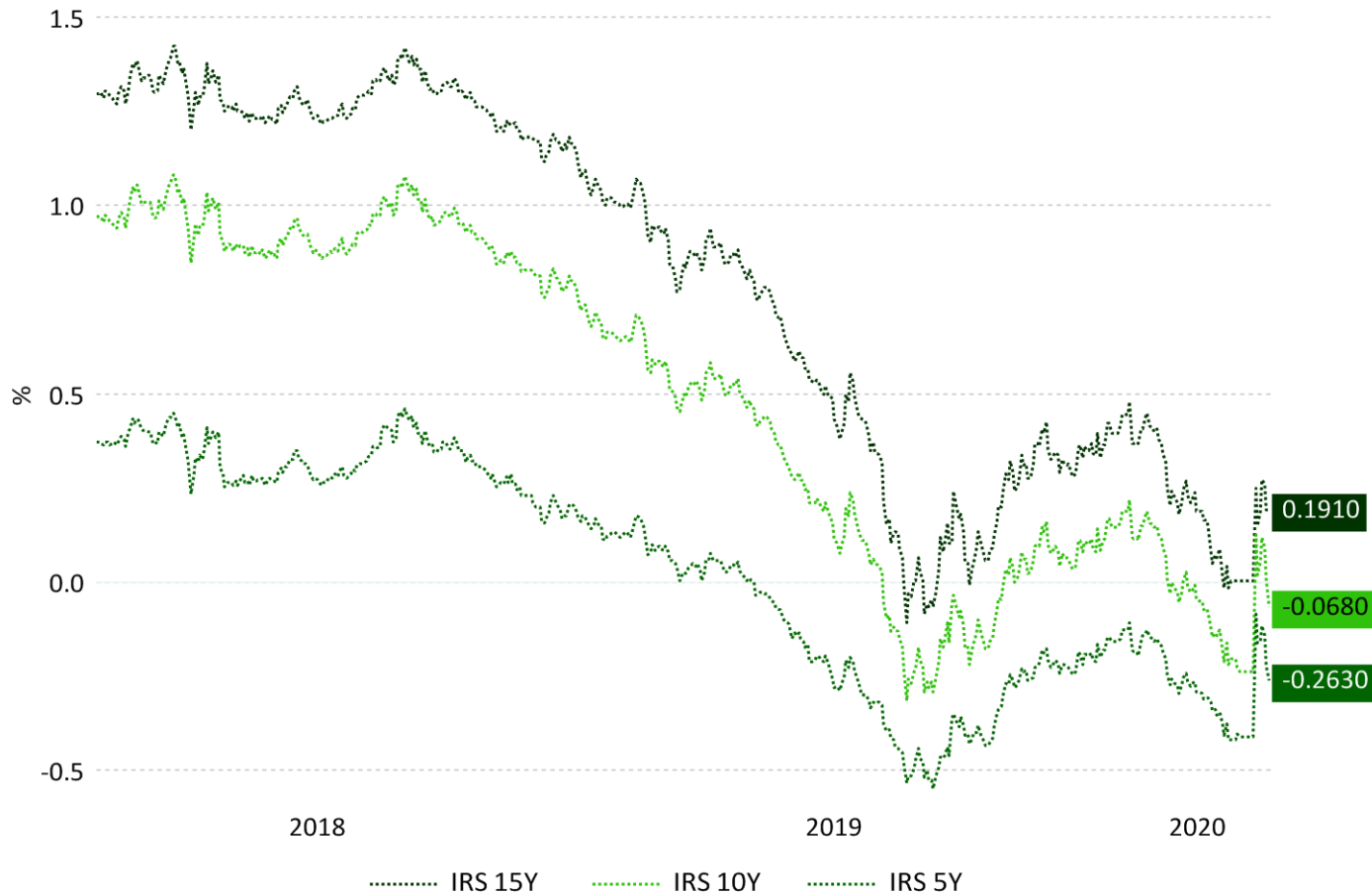
Source: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results

- La demande mondiale de dollars américains a émergé à la suite de la crise du Covid19. En effet, les investisseurs institutionnels possèdent souvent de nombreux actifs en USD, mais ont des obligations en monnaie locale (investisseurs locaux).
- Ces investisseurs institutionnels couvrent leur risque USD avec une banque comme contrepartie, qui à son tour emprunte du dollar pour couvrir son propre risque de change.
- Si on y ajoute les grands corporates qui tirent leurs lignes de crédit en USD dans le monde entier, cela crée un grand besoin de dollars américains dans le système financier. La référence est le Libor 3M USD, ou l'intérêt auquel les banques se prêtent des dollars pour une période de 3 mois. Il a fortement augmenté ces dernières semaines, malgré les baisses répétées des taux d'intérêt de la Réserve fédérale.
- La hausse du Libor USD 3 M constitue un problème pour la Réserve fédérale car ce taux d'intérêt de base rend le financement plus cher pour les entreprises américaines. Nous nous attendons à ce que l'USD Libor 3M reste un peu plus élevé, malgré les efforts effrénés de la Fed (repo, interventions sur papier commercial) pour calmer le marché.
- S'agissant des rendements américains à 10 ans, nous avons dû revoir à la baisse nos attentes à 1,25% à la fin de cette année en raison du risque global et des achats de la Fed.



# Interest Rate Swaps

Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)

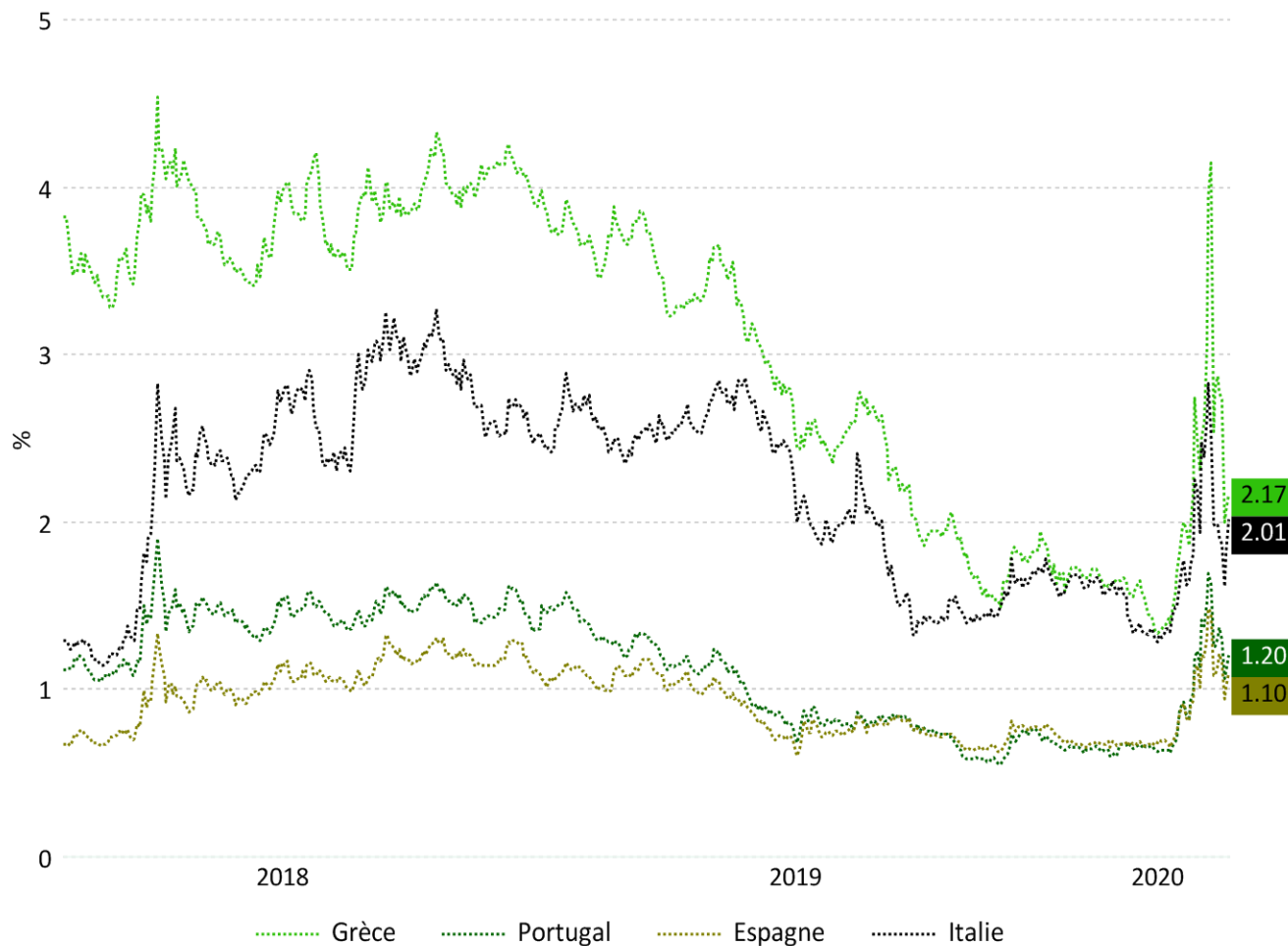


Source: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



# 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



# 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.

