

# IR BI-MONTHLY

## RECHUTE TEMPORAIRE DUE AU CORONAVIRUS ?

FÉVRIER 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

---

Les incertitudes et la panique entourant l'épidémie de coronavirus ont mis un terme brutal à la reprise des taux d'intérêt à long terme.

Après avoir atteint un sommet de -0,18 % en janvier, le taux à 10 ans allemand a de nouveau chuté à -0,40% ces dernières semaines. Le taux américain à 10 ans est, lui, passé de 1,94 % à la fin de l'année dernière à 1,56% au moment de la rédaction de ces lignes.

Cependant, nous nous attendons à ce que l'impact économique du coronavirus soit temporaire, et que la Réserve fédérale ou la BCE n'interviendront pas à court terme. C'est pourquoi nous prévoyons que les taux d'intérêt européens et américains à long terme augmenteront progressivement vers la fin de cette année.

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



# Prévisions

Région	Taux	Q1 '20	Q2 '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*	-0,70%	-0,65%	-0,60%	-0,50%
	10-year*	-0,50%	-0,40%	-0,30%	-0,10%
Etats-Unis	Fed Funds Rate	1,50% - 1,75%	1,50% - 1,75%	1,50% - 1,75%	1,50% - 1,75%
	2-year	1,40%	1,40%	1,50%	1,60%
	10-year	1,60%	1,80%	2,00%	2,25%

Benchmark allemand.

Prévisions BNP Paribas au 12/02/2020



# Central Bank Monitor

Banque centrale	Taux	Prochaine décision	Niveau actuel	Le plus vraisemblable	Probabilité	Le moins vraisemblable	Probabilité
Réserve Fédérale	Federal Funds Target Rate	18/03/2020	1,6250%	Statu quo	94,7%	Hausse de taux	5,3%
BCE	Deposit Facility Rate	12/03/2020	-0,50%	Statu quo	92,5%	Baisse de taux	7,5%
Banque du Canada	ON Target Rate	04/03/2020	1,75%	Statu quo	89,4%	Baisse de taux	10,6%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	26/03/2020	0,75%	Statu quo	91,2%	Baisse de taux	8,8%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	19/03/2020	-0,10%	Statu quo	86,3%	Baisse de taux	13,7%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	19/03/2020	-0,75%	Statu quo	89,4%	Statu quo	10,6%

Source: Thomson Reuters Datastream (19/02/2020)



# Nos attentes en bref : la BCE

---

- La BCE poursuit une politique monétaire très flexible depuis un certain temps. Le récent affaiblissement de l'euro a apporté son coup de pouce, ce qui rend peu probable une nouvelle baisse de taux par la BCE à l'horizon 2020-2021.
- Lors de la réunion du 12 décembre sur les taux d'intérêt, le Conseil des gouverneurs a confirmé l'engagement d'acheter des obligations pour un montant de 20 milliards d'euros par mois, jusqu'à ce que l'inflation revienne à son objectif, proche mais juste en dessous de 2%. Beaucoup de choses ont été dites récemment concernant cet objectif d'inflation arbitraire.
- Cette année, pour la première fois depuis 2003, sous l'impulsion de la nouvelle présidente Christine Lagarde, la BCE va revoir sa politique. Ce message a été transmis lors de la réunion de politique de la Banque centrale européenne de janvier. Deux éléments sont à épinglez. Premièrement, pendant la révision, le Conseil restera à l'écoute et interviendra si nécessaire. En faisant une distinction claire entre la révision de la politique stratégique et la politique monétaire, la BCE veut éviter de donner l'impression qu'elle a les mains liées. Néanmoins, nous attendons une banque centrale en pilotage automatique en 2020.
- Secondo, il convient également de noter le ton que la présidente a adopté lorsqu'elle a répondu aux questions sur la révision stratégique. Christine Lagarde a souligné qu'elle voulait garder un esprit ouvert lors de l'exercice. Bien sûr avec l'intention de ne pas vouloir anticiper les résultats. Mais cela souligne que la possibilité d'une surprise pour les marchés n'est pas à exclure.



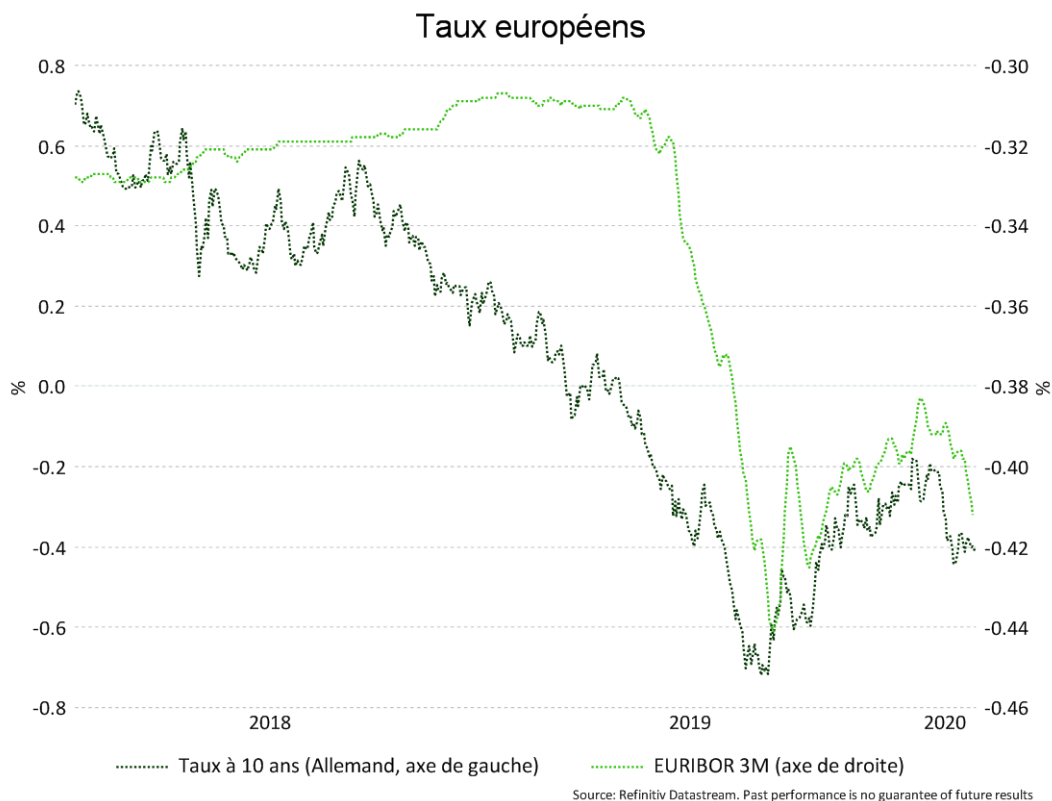
# Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

---

- Lors de la première réunion de la Fed en 2020, son président Jerome Powell a révélé qu'il considérait que l'économie était en bonne santé et que les baisses de taux d'intérêt n'étaient pas à l'ordre du jour pour le moment, maintenant donc les taux directeurs dans une fourchette de 1,50% à 1,75%.
- L'économie américaine affiche de bons chiffres d'emploi et de consommation privée. En outre, l'incertitude commerciale a diminué en raison de la signature de l'accord de phase 1 de l'accord commercial sino-américain. De son côté, la zone euro doit faire face à une faible croissance et à une industrie faible. Nous pensons toujours que les trois baisses de taux d'intérêt en 2019 ont été prises à titre de précaution et que toute baisse des taux d'intérêt ne dépendra désormais que des données économiques. En raison de l'amélioration de ces dernières, nous modifions nos attentes et ne voyons plus la Fed réduire ses taux pour le moment.
- Après avoir déjà étendu ses opérations de repo en décembre, le FOMC a décidé de poursuivre ses injections de liquidités par le biais d'achats de repo et de bons du Trésor jusqu'en avril, bien que le plafond des achats ait été abaissé à 20 milliards de dollars pour les repos à terme et 100 milliards de dollars pour les achats au jour le jour. La Fed semble avoir conviction que le taux repo n'augmentera pas malgré la cessation de ses interventions de liquidité. Le montant des achats de bons du Trésor reste inchangé à 60 milliards de dollars par mois pour le moment.



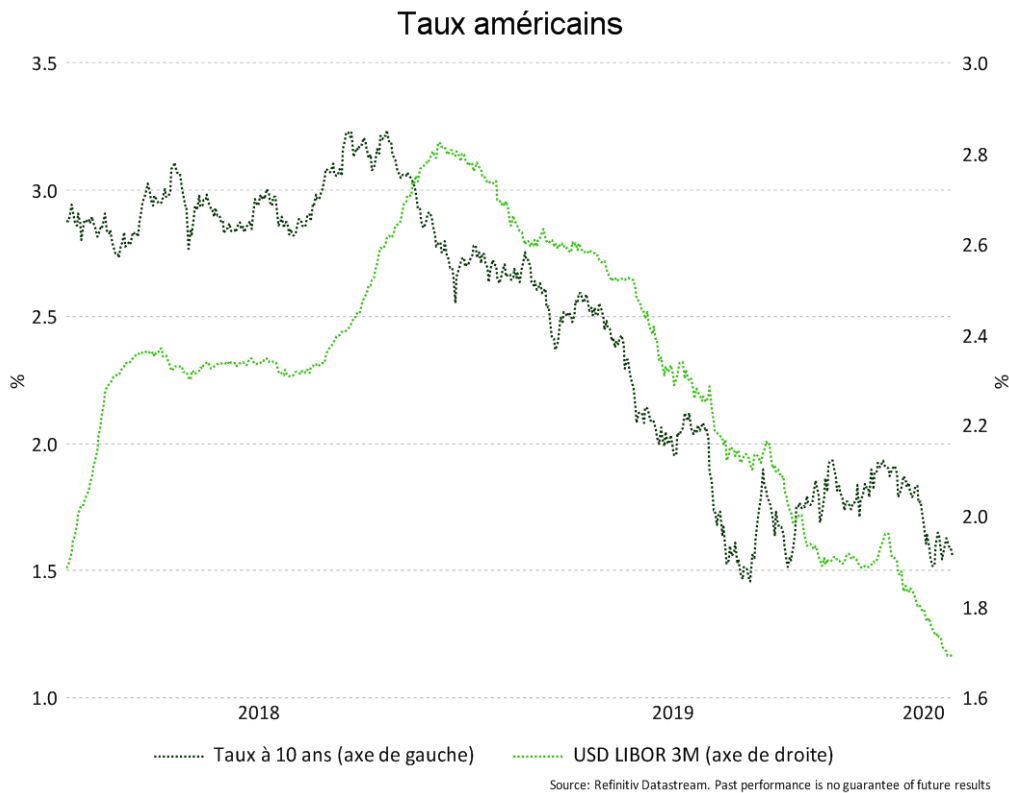
# Eurozone : survol des taux d'intérêts



- La hausse des taux d'intérêt allemands à 10 ans, perceptible depuis septembre, a atteint son apogée vers la fin de l'année à un niveau de -0,18%. Le début janvier a vu une première baisse en raison de la hausse de la demande, récurrente à cette saison. Par la suite, le coronavirus l'a fait chuter à -0,44%, le rapprochant donc de notre objectif de -0,50% pour le premier trimestre de 2020.
- Nous voyons peu de potentiel pour une nouvelle réduction significative des taux à long terme. C'est principalement dû à la probabilité limitée d'une nouvelle réduction de leur taux directeur par la BCE et la Fed. De plus, l'inflation dans la zone euro s'accélère depuis octobre et a atteint un niveau de 1,4% en janvier.



# Etats-Unis : survol des taux d'intérêts



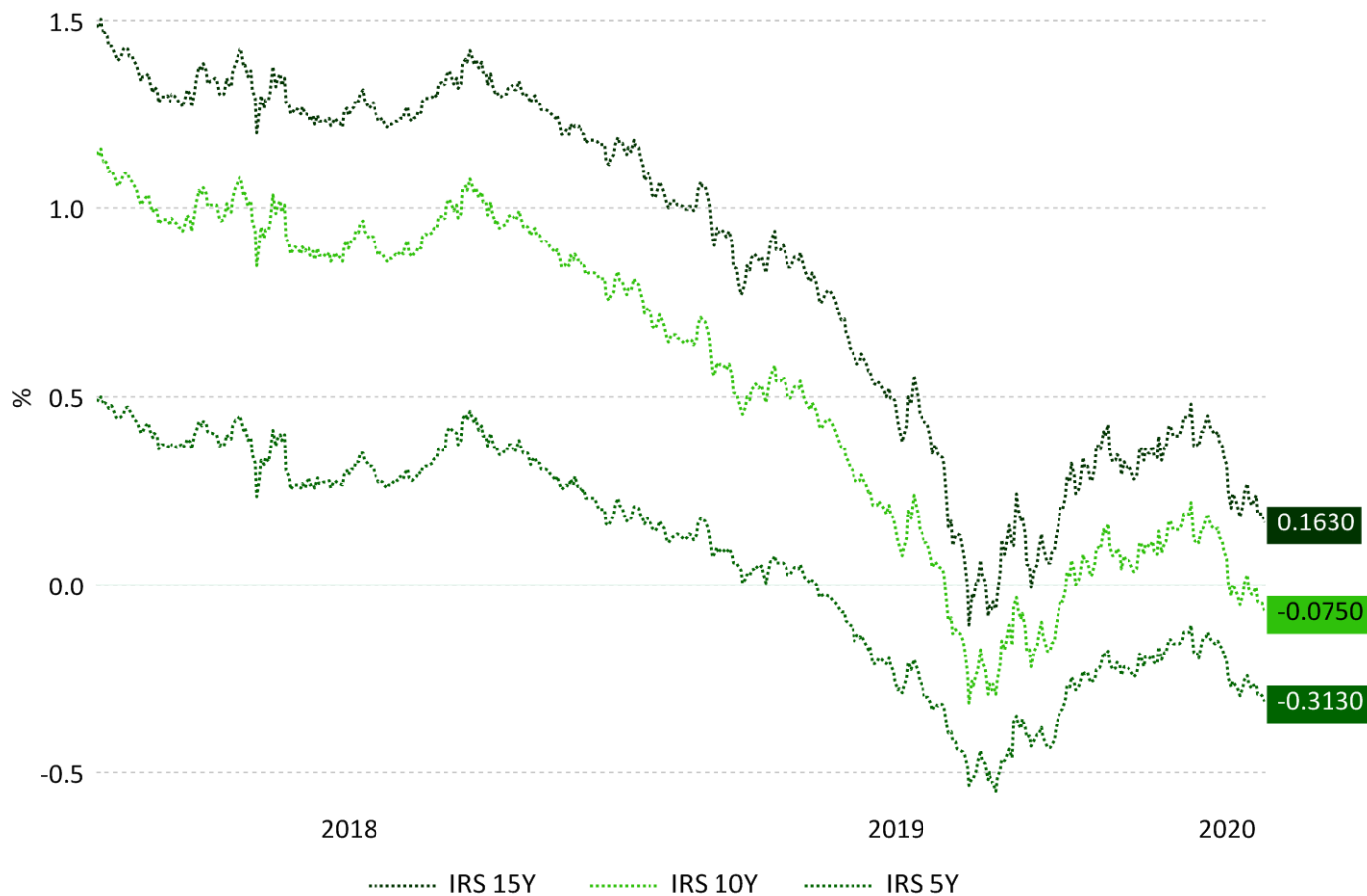
- Tout au long du mois de janvier, le taux 10 ans américain a perdu près de 40 points et se négocie actuellement à 1,58%. Bien que le marché du travail américain ait de nouveau démontré sa vigueur en janvier et que la consommation reste stable, c'est la flambée du coronavirus et l'impact économique associé qui ont provoqué la baisse des taux long terme.
- Nous prévoyons que les taux d'intérêt au troisième trimestre reviendront à 2,10%, tirés par la fin progressive du programme de liquidité de la Fed. En outre, la baisse de la demande de papier d'état américain est également limitée, en raison des taux d'intérêt négatifs au Japon et en Europe.
- La mesure dans laquelle la propagation du virus corona pourra être contenue sera un facteur important dans le potentiel haussier des taux.
- Enfin, il existe un risque de volatilité accrue si l'élection présidentielle conduit à un "gouvernement unifié" (où le président et le congrès appartiennent au même parti), ce qui peut entraîner des changements de politique majeurs.





# Interest Rate Swaps

Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)

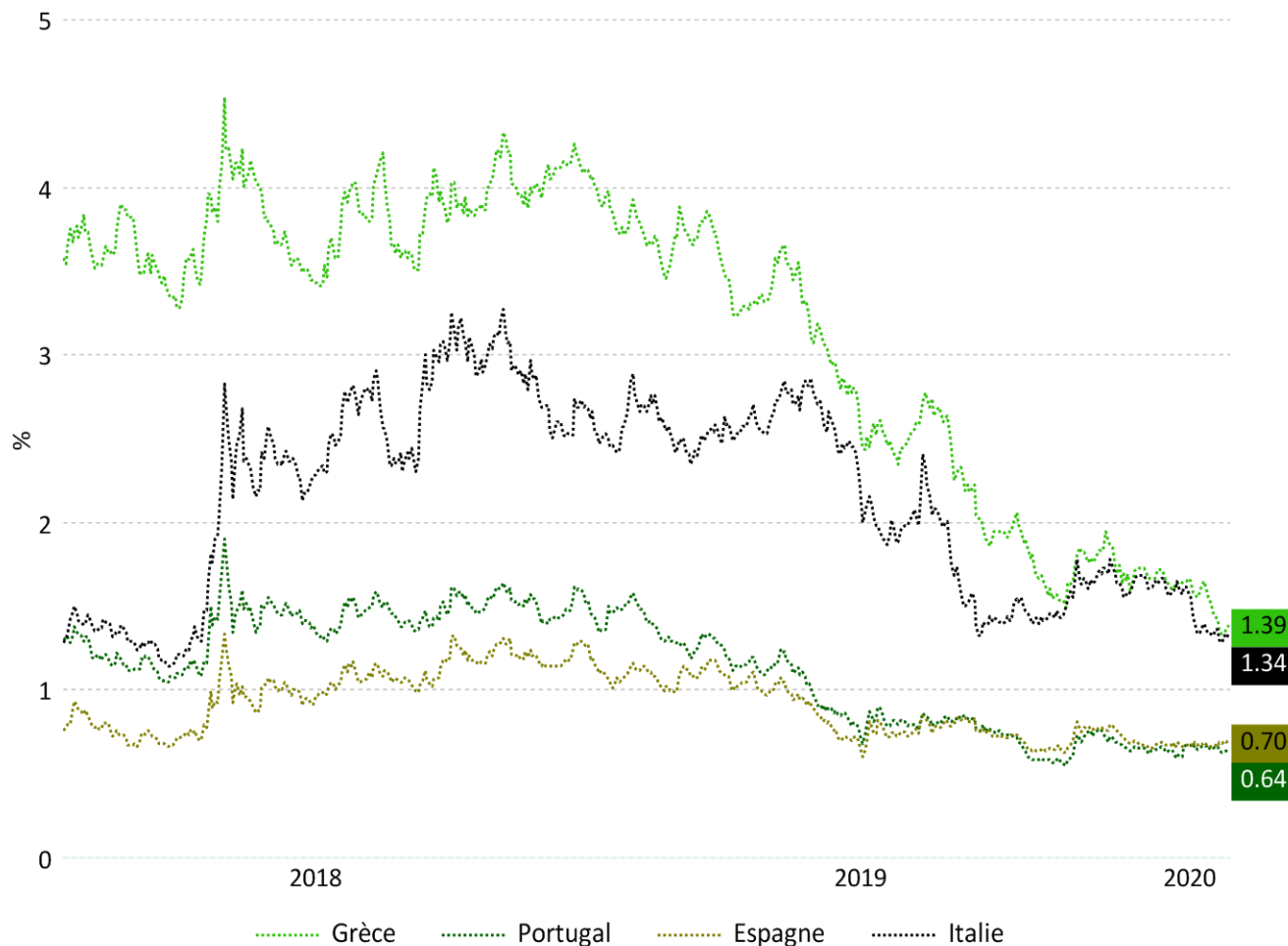


Source: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



# 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



# Sous la loupe : Coût du logement et objectif d'inflation de la BCE

---

**Benoît Coeuré : Speech au colloque de la BCE sur « La politique monétaire : les défis à venir ». Francfort, 18 décembre 2019.**

« L'IPCH (Indice des prix à la consommation harmonisé) est un outil formidable pour fournir une mesure fiable, opportune et comparative de l'inflation des consommateurs dans les États membres de l'UE. Mais s'il capture correctement le coût de la vie, il devrait être soumis à un examen régulier. Un exemple bien connu est le coût du logement. »

« L'IPCH ne saisit que de façon marginale les dépenses les plus importantes des ménages pour la vie, à savoir le coût du logement. Les coûts de logement entrent actuellement dans l'IPCH principalement par le biais des loyers réels, avec un poids de seulement 6,5%. En revanche, les coûts des logements occupés par leur propriétaire ne sont pas inclus, même si plus de 65% des ménages de la zone euro sont propriétaires de leur résidence principale. »

## Quel est le défi pour la BCE ?

Lors de la dernière réunion de politique monétaire de la BCE le 23 janvier 2020, Christine Lagarde a de suite apposé sa marque en mettant un sujet connu à l'ordre du jour. La BCE lutte depuis des années contre le fait que, dans l'objectif d'inflation le plus observé, l'IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé), il n'est pas tenu compte de ceux qui occupent leur propre maison.

C'est un problème pour diverses raisons. Les deux tiers des ménages de la zone euro sont propriétaires de leur logement, ce qui signifie que les coûts y relatifs ont un impact significatif sur les familles. Étant donné qu'il n'y a pas de place pour ce coût dans l'IPCH, il ne reflète pas suffisamment la perception des familles sur le coût de la vie. Les frais de location représentent 6,5% de l'index, mais cela ne suffit pas pour assurer une représentation correcte.

*BNPP Deep Dive. Eurozone inflation: 'HICP reform and the cost of housing' a été utilisée pour cette publication et les déclarations sont basées sur les informations de ce rapport.*

---



# Sous la loupe : Coût du logement et objectif d'inflation de la BCE

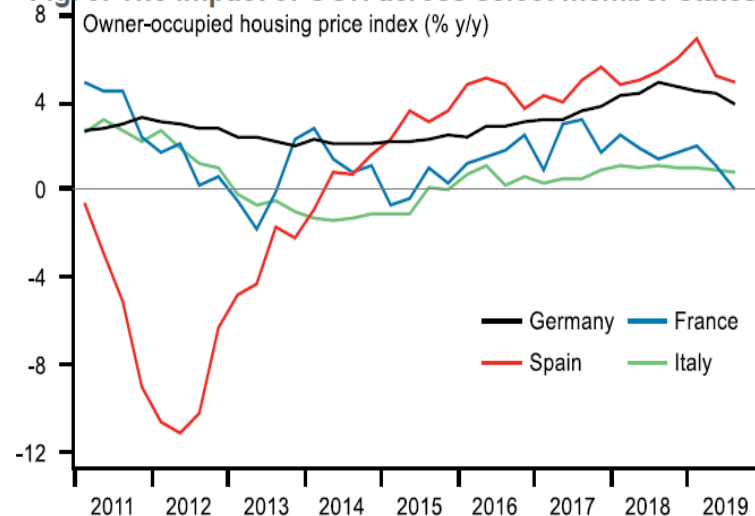
## Quelles difficultés font que l'inclusion de ce coût du logement constitue un défi ?

La prise en compte du coût d'un logement en propre signifie l'inclusion des prix de l'immobilier dans l'IPCH. Par conséquent, une composante « actif » serait incluse dans l'IPCH, car les biens immobiliers peuvent être achetés pour leur propre usage mais également à des fins d'investissement.

En outre, tous les prix inclus dans l'IPCH sont normalement basés sur des transactions réelles de biens et services, et l'utilisation de calculs pour déduire les prix n'est pas autorisée. Le coût de l'immobilier pour les propriétaires de leur propre maison ne pourrait donc être rectifié par calcul.

Un autre défi est la forte variation des prix des propriétés propres d'un pays à l'autre, de sorte que l'inflation mesurée pourrait brutalement varier plus fortement selon les pays. Ce qui rendra, pour la BCE, encore plus difficile de poursuivre une politique monétaire sur mesure pour tous les pays.

Fig. 3: The impact of OOH across select member states



Sources: Eurostat, Macrobond, BNP Paribas

BNPP Deep Dive. Eurozone inflation: 'HICP reform and the cost of housing' a été utilisée pour cette publication et les déclarations sont basées sur les informations de ce rapport



# Sous la loupe : Coût du logement et objectif d'inflation de la BCE

## Que signifierait l'inclusion du coût du logement pour l'IPCH ?

L'ajout d'une composante d'actif dans l'IPCH pourrait rendre l'indice beaucoup plus cyclique. Les prix de l'immobilier sont plus sensibles aux cycles économiques que les composantes traditionnelles de l'IPCH.

Les prix de l'immobilier, en revanche, sont moins sensibles aux variations saisonnières que les autres composantes, ce qui signifie que les fluctuations saisonnières seraient moindres au cours d'une même année.

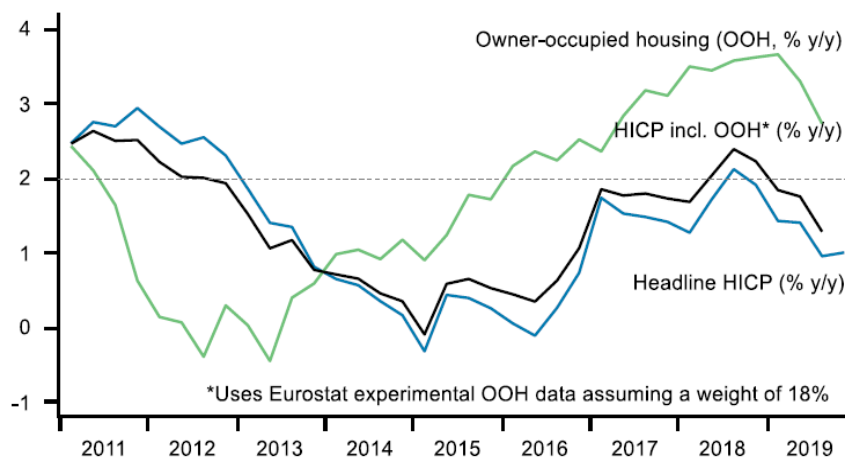
Selon les calculs, l'inclusion du coût d'une maison de propriétaire pourrait augmenter l'inflation et l'inflation sous-jacente de 0,35 et 0,50 point de pourcentage respectivement.

## Que signifierait l'inclusion du coût du logement pour la politique monétaire ?

Si le coût d'une maison individuelle était ajouté à l'indice IPCH, les marchés pourraient y voir un signal "belliciste" car il rapprocherait l'inflation de l'objectif d'inflation de la BCE, "inférieur à, mais proche de 2%".

Cependant, comme le moment n'est pas favorable à un message « belliciste », la BCE pourrait choisir de modifier simultanément l'objectif d'inflation lui-même en supprimant la référence à « inférieur à, mais proche de ».

Fig. 1: EUR inflation and owner-occupied housing



Sources: Eurostat, Macrobond, BNP Paribas

BNPP Deep Dive. Eurozone inflation: 'HICP reform and the cost of housing' a été utilisée pour cette publication et les déclarations sont basées sur les informations de ce rapport



# 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.

