

# IR BI-MONTHLY

## DES TAUX BAS FACILITENT LES GRANDES DÉPENSES ET INVERSEMENT...

30 JUIN 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

---

En mars et avril, tout était entre les mains des banques centrales. Les gros canons ont été sortis pour soutenir une économie au point mort. Les taux directeurs étaient presque alignés au sein du G10, qui n'est guère supérieur à 0% .

Les taux d'intérêt bas ont donné aux banquiers centraux la possibilité de fournir des liquidités sans précédent. Aux gouvernements, aux grandes entreprises, aux PME et aussi directement aux familles. Ces faibles taux d'intérêt semblent perdurer pendant un certain temps. L'augmentation du chômage limite la demande privée de biens et le prix du pétrole sous pression maintient également l'inflation à un niveau très bas. Tant que c'est le cas, la pression pour relever les taux d'intérêt reste faible. Il semble donc que la politique d'expansion qui est devenue la nouvelle norme au cours de la dernière décennie ne soit pas terminée.

Dans le même temps, l'UE essaie de regarder plus loin et complète un plan de relance. Une dépense conjointe de dette des 27 États membres serait un événement unique, qui enverrait également un signal fort de la part du bloc. Il reste à voir si la réconciliation est possible entre les pays nécessiteux qui ont déjà des dettes exorbitantes et les États membres qui ont leurs budgets en ordre depuis des années. Dans notre partie « Sous la loupe », nous examinons de plus près les progrès du fonds européen de relance.

Bonne lecture!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans



# Sous la loupe : l'Europe trébuche sur son plan de relance

---

## L Union fait la force

- Fin mai, la Commission européenne a présenté un ambitieux plan de mobilisation de 750 milliards d'euros pour un fonds de relance, qui devrait aider les régions les plus touchées à se sortir de la crise actuelle. En outre, l'aide devrait permettre de garantir que les États membres de l'UE ne s'écartent l'un de l'autre et que le marché unique soit menacé à long terme.
- L'idée est de lever ces fonds à travers le budget de l'UE - un plan quinquennal qui finance des programmes conjoints - pour éviter une grave récession. Cette nécessité a été décrite fin mai dans un document de travail publié par la Commission intitulé "Le moment de l'Europe : réparer et préparer pour la prochaine génération".
- Les dents se sont vite mises à grincer. Le document souligne les dangers de la divergence des niveaux de vie et des conséquences négatives supplémentaires pour les pays où les petites entreprises représentent l'essentiel de l'économie. Des États membres comme les Pays-Bas et l'Allemagne, qui peuvent se targuer d'un faible taux d'endettement et d'un budget équilibré (voire excédentaire), se sont rapidement opposés à l'idée de transferts vers des pays qui avaient déjà plus de dépenses que de revenus avant la crise du coronavirus et qui n'avaient jamais réussi à respecter les normes budgétaires et d'endettement du traité de Maastricht.



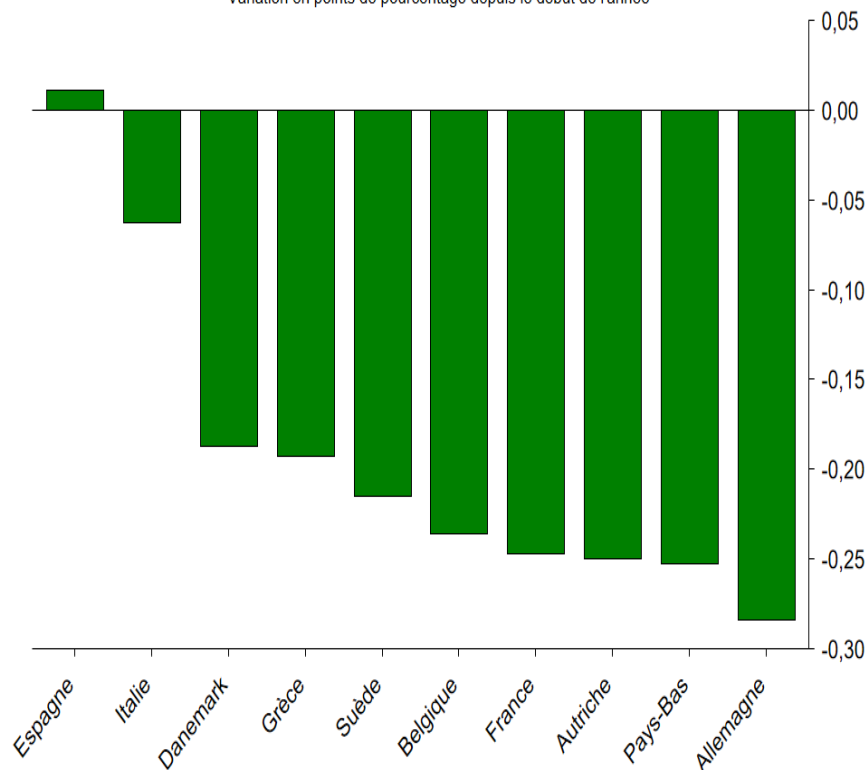
# Sous la loupe : l'Europe trébuche sur son plan de relance

## Émission conjointe de la dette, un signal fort de l'union

- Les coronabonds ont déjà été évoqués en avril comme une première possibilité pour cet objectif. Une dépense de dette commune, utilisant la force de l'Union européenne pour transmettre un soutien solide et un message convaincant aux investisseurs, réduirait également les coûts de financement.
- Les critiques des Pays-Bas, qui ne voulaient pas payer pour des problèmes structurels dans les pays du sud de l'Europe, ont suscité des malentendus et des accusations de manque de solidarité envers le ministre Wopke Hoekstra. Ce dernier a constaté que le PEPP de la BCE offrait suffisamment d'options pour des prêts à taux d'intérêt très bas et a suggéré de créer un fonds qui pourrait fournir un soutien financier pour accompagner les pays dans leurs dépenses médicales.

## Taux de référence pour les obligations d'État

Variation en points de pourcentage depuis le début de l'année



Source: Refinitiv Datastream



# Sous la loupe : l'Europe trébuche sur son plan de relance

## M&M

- L'ouverture est survenue un mois plus tard, lorsque Macron a réussi à convaincre Merkel de faire volte-face et d'envisager la question de la dette commune. La déclaration d'intention a été qualifiée d'« historique », l'Allemagne étant la plus grande sourde oreille avérée.
- Cependant, les 27 États membres de l'UE n'ont pas encore pu parvenir à un consensus. Le Danemark, l'Autriche, les Pays-Bas et la Suède sont les principaux détracteurs de l'idée. Les plans actuellement sur la table s'élèvent à 500 milliards d'euros d'aide d'urgence, complétés par 250 milliards d'euros de prêts. C'est plus que les 500 milliards d'euros initialement proposés par Merkel et Macron et correspond à 5,25% du PIB annuel de l'UE. Dans sa forme actuelle, les fonds seront dédiés à trois grands segments :
  - I. Aider les États membres à mettre en œuvre des investissements et des réformes.
  - II. Préserver la solvabilité des entreprises et encourager l'investissement privé.
  - III. Soutenir les initiatives de promotion des soins de santé.
- Les principaux points de discussion sont l'origine des fonds d'une part et la clé de répartition entre prêts et dons d'autre part. Les quatre opposants susmentionnés au plan exigent que les dons soient également soumis à des conditions.
- La présidente de la Commission, Ursula von der Leyen, s'est inspirée des programmes de dette antérieurs pour sa proposition. Un montant de 750 milliards d'euros serait emprunté sur les marchés financiers, principalement entre 2020 et 2024, avec des échéances de remboursement allant jusqu'à 2058. Le modèle de remboursement sera inspiré des valeurs prônées par l'UE telles que la juste taxation et la lutte contre le changement climatique. Concrètement, la Commission propose l'introduction d'une taxe numérique et d'une taxe carbone.
- Alors que la première proposition avait déjà provoqué une petite émeute diplomatique, la deuxième taxe proposée entrera sans aucun doute en collision avec les protestations des États-Unis lors de sa mise en œuvre.
- La date butoir pour un accord au Conseil européen est la fin du mois de juillet, même si beaucoup d'eau devra encore passer sous les ponts du Rhin avant qu'il ne soit sur les rails.



# 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	29/07/2020	0,125%	Status Quo	98,4%	Baisse de taux	1,6%
BCE	Deposit Facility Rate	16/07/2020	-0,50%	Status Quo	82,6%	Baisse de taux	17,4%
Banque du Canada	ON Target Rate	15/07/2020	0,25%	Status Quo	98,2%	Hausse de taux	1,8%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	06/08/2020	0,10%	Status Quo	96,2%	Baisse de taux	3,8%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	15/07/2020	-0,10%	Status Quo	88,9%	Baisse de taux	11,1%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	24/09/2020	-0,75%	Status Quo	88,6%	Baisse de taux	11,4%

Source: Thomson Reuters Datastream (29/06/2020)



# 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, a été porté à 1.350 milliard d'euros début juin. Les achats d'actifs dureront jusqu'en juin 2021, après quoi les actifs arrivés à échéance seront réinvestis jusqu'à la fin de 2022 au moins. Ces réinvestissements permettront à la BCE de cofinancer le Fonds européen de relance.
- Le fait que les achats soient réinvestis jusqu'à la fin de la "phase de crise corona", mais au moins jusqu'à la fin de 2022, prouve que le programme se poursuivra jusqu'à ce que la crise économique s'améliore, plutôt que l'état épidémiologique de l'union monétaire. C'est un fait réconfortant.
- La BCE prévoit une forte contraction économique de 8,7% cette année. Dans le meilleur des cas, l'économie ne reculerait "que" de 5,9%, selon la BCE. Dans le pire des cas, l'économie de la zone euro pourrait reculer de 12,6%. Selon le scénario de base, une reprise suivrait en 2021 avec une croissance de 5,2% par rapport à 2020
- L'inflation (IPCH) devrait ralentir à 0,3% cette année selon le scénario de base de la BCE, puis s'accélérer très légèrement à 0,8% en 2021. Le taux de chômage devrait passer de 7,6% en 2019 à 9,8% en 2020 et 10,1% en 2021.
- La combinaison de perspectives négatives et de mesures fortes de la BCE illustre la volonté de la banque centrale de faire tout son possible pour lutter contre la crise. Si la situation nécessite de nouvelles mesures, d'autres options peuvent être envisagées, telles que le rachat d'obligations tombant à BB en raison de la crise du coronavirus.



# Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

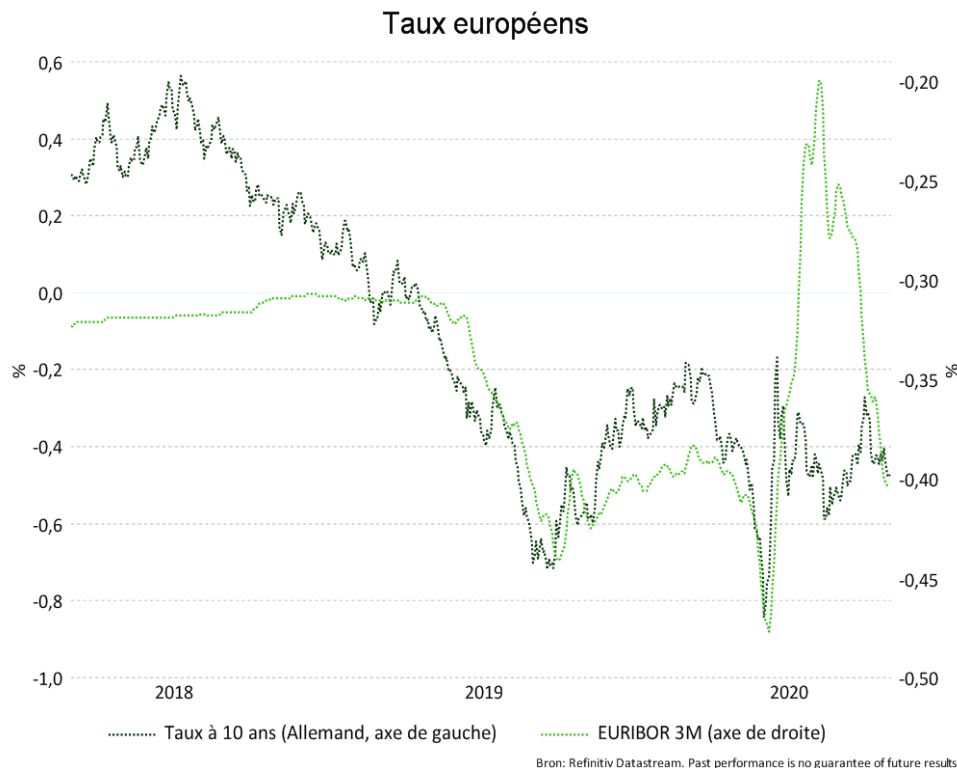
---

- Après une intervention de la Fed en mars et avril, le Federal Open Market Committee (FOMC) a réfléchi aux mesures prises lors de la réunion de deux jours fin avril. Les banquiers centraux ont fait valoir la nécessité d'une intervention à la lumière de la stabilité des prix et des objectifs en matière d'emploi.
- Tant que la crise sanitaire entraînera une baisse des prix et de la demande de pétrole, exerçant une pression sur l'inflation, la Fed sera contrainte de maintenir les taux d'intérêt dans une fourchette de 0,00% et 0,25%. Powell a indiqué très clairement que les avantages d'une nouvelle baisse des taux directeurs en dessous de zéro ne l'emportent pas sur les inconvénients.
- Afin de continuer à fournir des liquidités aux ménages et aux entreprises, l'Open Market Committee s'est engagé dans les mois à venir à maintenir l'activité repo, l'achat de MBS et d'obligations (papier corporate et gouvernement) au moins au niveau actuel.
- Cette nécessité a été réitérée lors de la réunion de juin, lorsque la Fed a révisé ses perspectives d'inflation et de croissance pour la première fois depuis le déclenchement du COVID-19. Le PIB devrait reculer de 6,5% d'ici 2020. À partir de 2021, la Fed prévoit à nouveau une croissance positive de 5,0%, bien que la banque centrale donne une fourchette très large (et surtout baissière) pour ce chiffre, entre -1,0% et 7,0%.
- La Fed voit que l'objectif d'inflation à court terme n'est pas atteint. Un maigre 0,8% est prévu pour la fin de 2020, qui devrait atteindre 1,7% d'ici 2020. Les prévisions de chômage de 9,3% cette année empêchent encore les prix de gonfler en raison de la baisse des budgets familiaux et, par conséquent, d'une baisse de la demande de consommation.
- Le 15 juin, la Fed a publié une mise à jour sur sa facilité de crédit aux entreprises sur le marché secondaire. Cette date a marqué le début du programme d'achat d'une large gamme d'obligations de sociétés sur le marché secondaire. En achetant cette dette auprès d'entreprises qui répondent à une notation minimale et dans un délai maximum, la Fed vise à fournir des liquidités supplémentaires aux grands employeurs.





# Eurozone : survol des taux d'intérêts

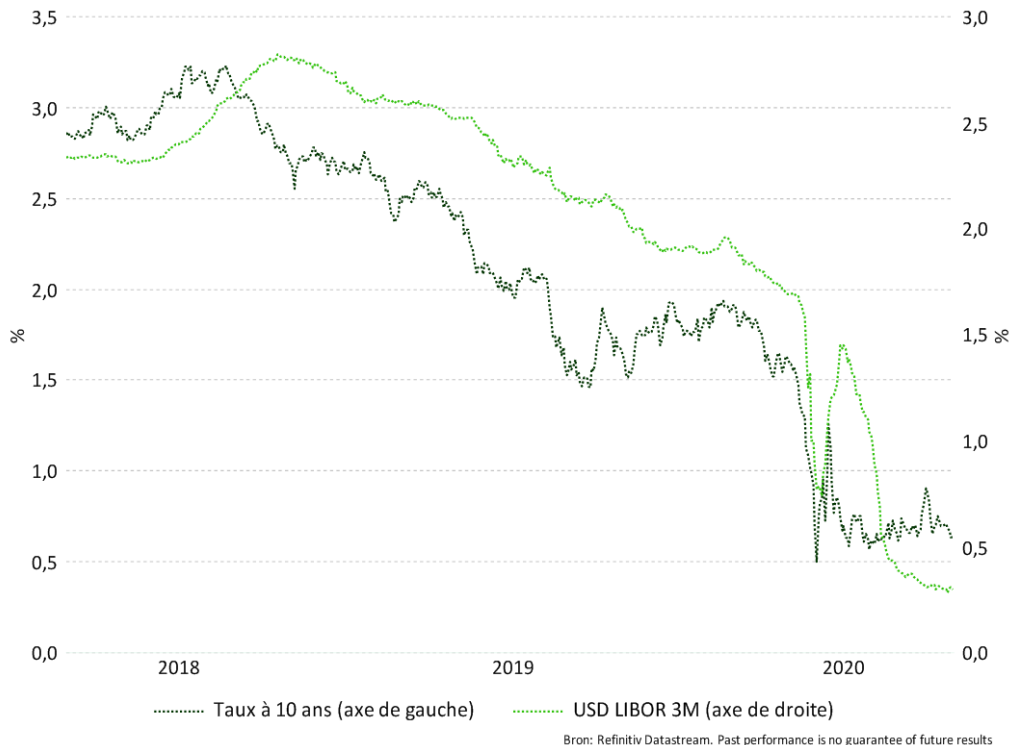


- Les dernières semaines ont été caractérisées par une tendance remarquablement stable de la plupart des taux d'intérêt européens. Cependant, la flambée des taux allemands à 10 ans fin mars (en baisse à -0,19%) a été de courte durée. Pendant ce temps, le taux d'intérêt allemand à 10 ans est déjà autour de -0,45%.
- Les taux d'intérêt à long terme allemands n'ont donc pas augmenté au cours des semaines où les indices boursiers européens ont fortement augmenté. L'optimisme reflété dans le cours des actions n'est donc pas visible dans les rendements obligataires.
- Comme prévu, les mesures de la BCE ont pu éviter une hausse des taux d'intérêt. Nous espérons que cela continuera d'être le cas dans les mois à venir.
- Le stress sur le marché monétaire a également disparu (pour le moment), avec pour conséquence une baisse de l'EURIBOR de -0,20% à -0,40% en 3 mois.



# Etats-Unis : survol des taux d'intérêts

Taux américains

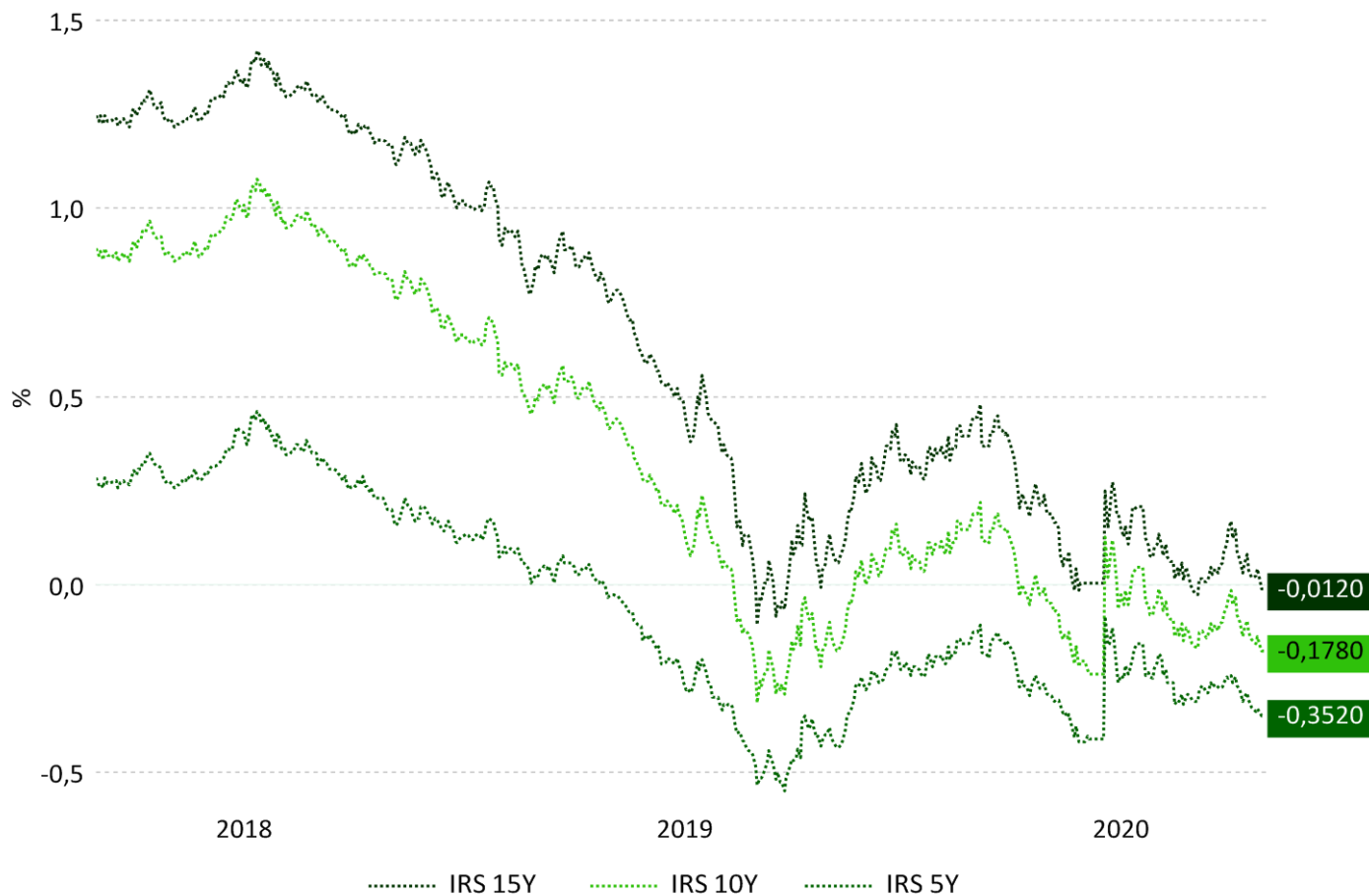


- Après que la Fed a vu son bilan s'épaissir à 7 billions de dollars en raison des mesures prises, il y a eu une baisse en juin pour la première fois depuis février. Cela est principalement dû à la diminution des lignes de swap que d'autres banques centrales maintiennent avec la Fed.
- La pression sur le marché du financement en dollars américains et la pression sur le système financier se relâchent. En conséquence, l'USD Libor 3M s'est inversé il y a quelques mois. Le taux interbancaire à 3 mois - le taux d'intérêt auquel les banques se prêtent et le taux de référence à court terme pour de nombreux autres produits financiers - est passé de son pic d'avril à 1,5% à 0,3% au moment d'écrire ces lignes.
- Les rendements américains à 10 ans sont restés bas autour de 0,6% au cours des deux derniers mois. Certains messages d'espoir concernant le redémarrage de l'économie ont brièvement relevé les taux d'intérêt, mais les craintes d'un retour au confinement maintiendront les marchés en mode risque.



# Interest Rate Swaps

Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)

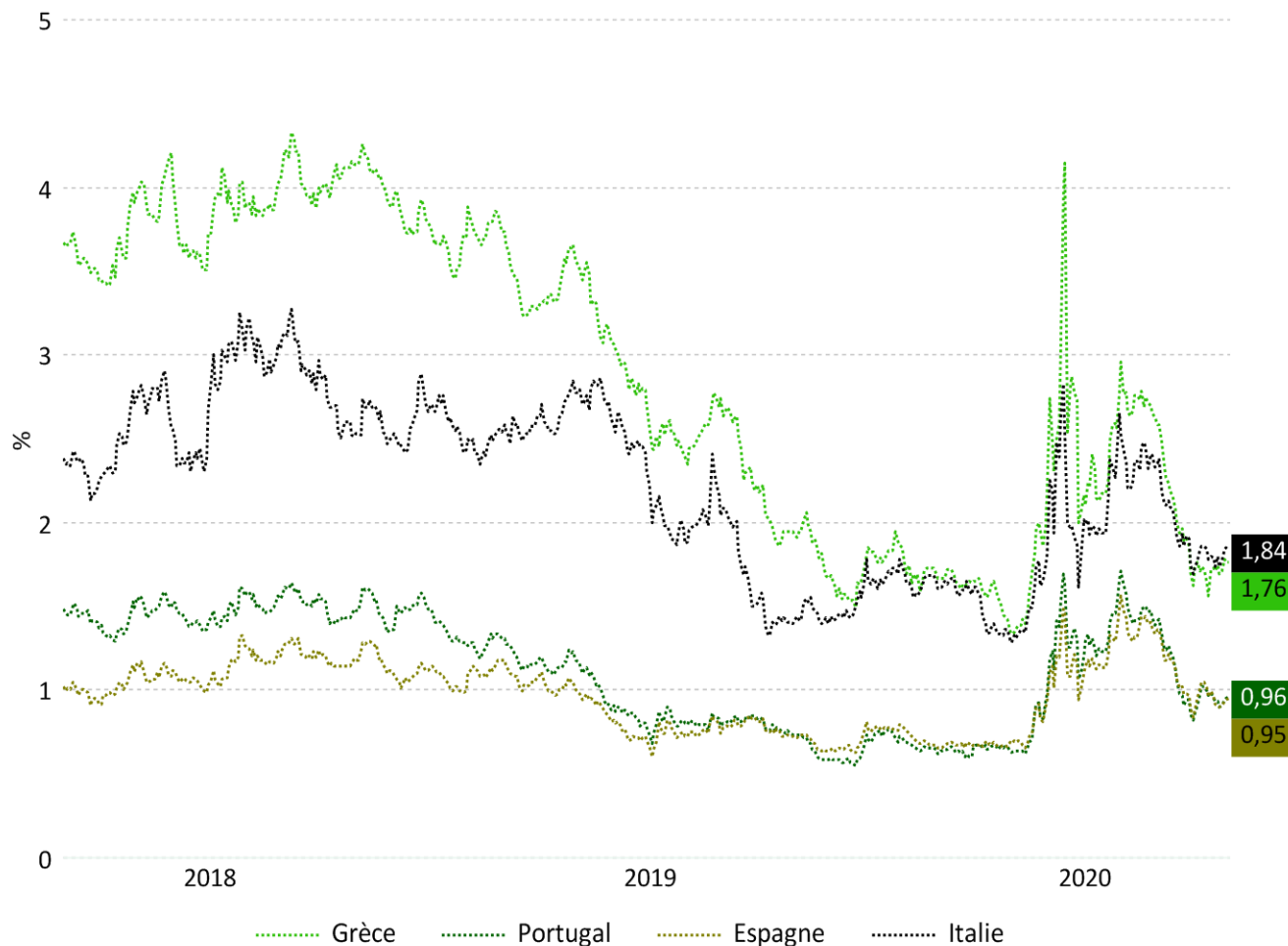


Bron: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results



# 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.

