

IR BI-MONTHLY PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX

29 MARS 2021

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

La forte progression du taux d'intérêt américain à 10 ans depuis le début de cette année peut s'inscrire dans le cadre d'un épisode de reflation. Non seulement les anticipations d'inflation et les rendements des emprunts publics à plus long terme ont augmenté aux États-Unis, mais l'écart avec le Bund allemand est également remarquable.

Les principaux moteurs de ce mouvement sont la différence de rythme des vaccinations, la vague bleue accompagnée de stimuli fiscaux qui est devenue réalité après la victoire démocrate en Géorgie et le soutien monétaire continu offert par la Fed. Ces facteurs ont un impact sur la courbe des taux, poussant l'extrémité la plus longue à la hausse, tandis que le taux de base reste fortement ancré dans les prévisions de la Fed.

Pourtant, les pressions à la hausse des taux d'intérêt doivent être relativisées. Jerome Powell s'est dit à l'aise à propos de la perspective d'une hausse de l'inflation au deuxième trimestre à des niveaux supérieurs à 2 % et le FOMC s'est engagé à communiquer bien à l'avance les futurs changements de politique lors de la dernière réunion.

La BCE, en revanche, s'est montrée beaucoup plus préoccupée par la hausse des taux d'intérêt en mars. En raison des inquiétudes liées à la crise sanitaire et à la fragilité des indicateurs économiques, les rendements des obligations européennes à long terme ont néanmoins été tirés à la hausse en ligne avec ceux des États-Unis. La réponse de Christine Lagarde a donc été d'accélérer le rythme des achats de soutien au sein du PEPP.

Ci-dessous, nous examinons de plus près les éléments qui rendent la situation européenne et américaine si différente.

Bonne lecture

Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans



Prévisions

Région	Taux	Q2 '21	Q3 '21	Q4 '21	Q4 '22
Zone euro	Refi Rate	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Deposit rate	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
	2-year*	-0.65%	**	**	**
	10-year*	-0.50%	**	-0.20%	0.10%
Etats-Unis	Fed Funds Rate	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%
	2-year	0.25%	**	0.50%	**
	10-year	1.60%	**	2.00%	**

* Benchmark allemand.

** En révision

Prévisions BNP Paribas au 04/03/2021



BNP PARIBAS
FORTIS

The bank for a changing world

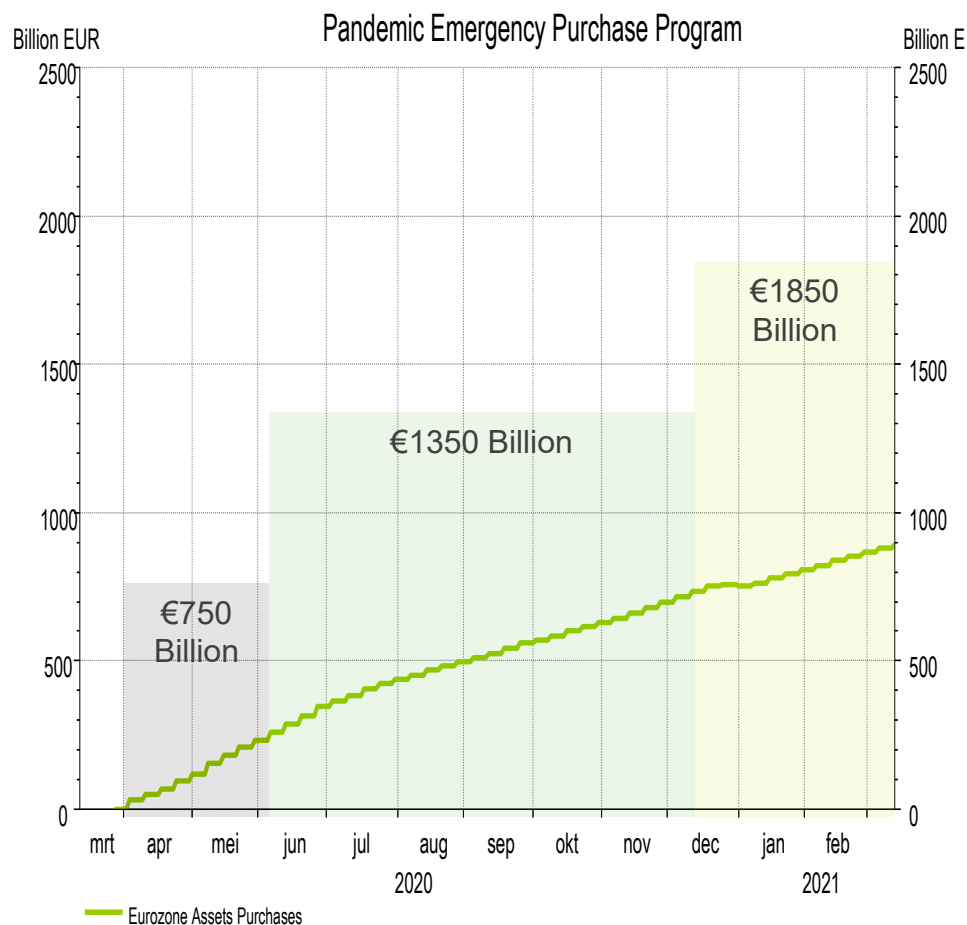
IR Bi-Monthly Mars 29/03/2021 3

Classification : Internal

Sous la loupe : US & Zone euro – Reprise à deux vitesses

La marge de manœuvre de la BCE pour contrer les taux d'intérêt

- Deux raisons expliquent pourquoi la BCE a pu rassurer les marchés lors de la réunion politique de mars en annonçant une augmentation de ses achats de soutien :
1. Jusqu'à la mi-mars, « seulement » 900 milliards d'euros d'achats de soutien ont été effectués dans le cadre du PEPP, laissant plus qu'assez de place dans l'enveloppe pour accélérer le rythme de cette ligne d'urgence lancée en mars.
 2. Malgré le fait que le taux du Bund à 10 ans allemand ait également augmenté dans le sillage des taux américains, la situation sous-jacente est très différente sur les deux continents. Les mesures qui prévalent en Allemagne, entre autres, dépriment la reprise et la faible couverture vaccinale obscurcit les attentes de croissance qui s'appuient sur une reprise du secteur des services.



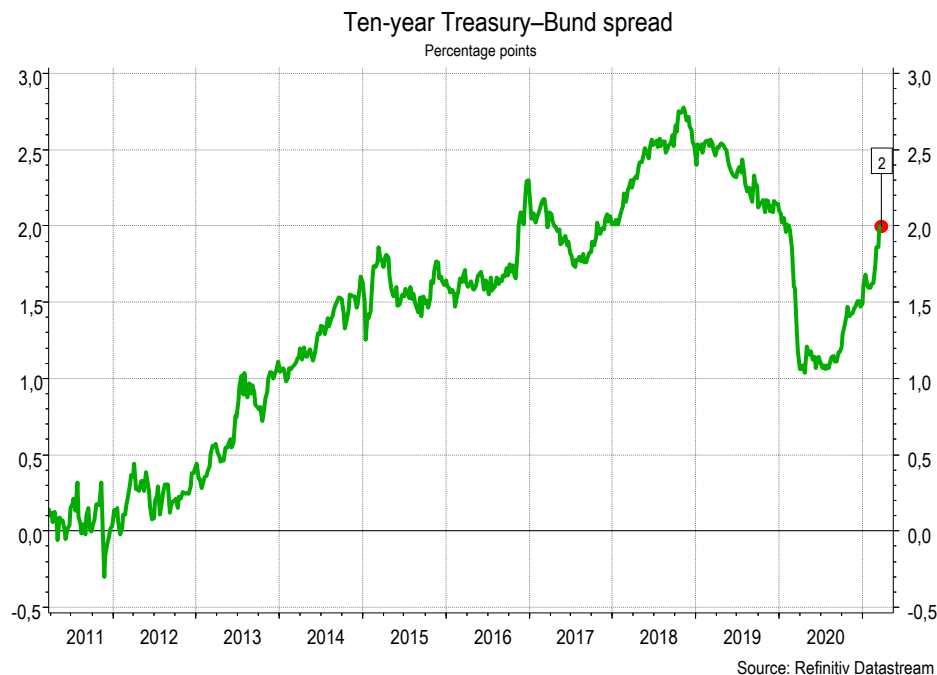
Bron: Refinitiv Datastream



Sous la loupe : US & Zone euro – Reprise à deux vitesses

La fin des secours SLR contribue à accroître la propagation

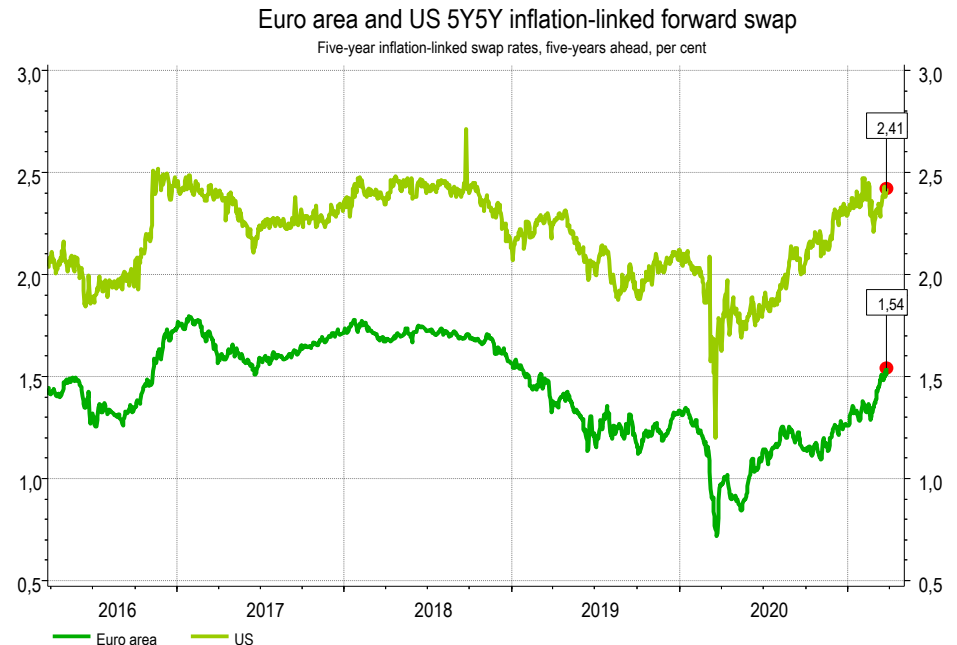
- En conséquence, l'écart entre les taux à 10 ans américain et allemand s'élargit notablement. Bien que le taux directeur américain ait été abaissé, l'écart a de nouveau augmenté aux niveaux d'avant COVID.
- Le faible taux d'intérêt à court terme offre des opportunités aux investisseurs étrangers qui peuvent couvrir leur risque de change à moindre coût, ce qui, à son tour, fait monter les taux d'intérêt américains.
- En outre, la Fed a décidé de ne plus autoriser les banques à retirer les obligations d'État du calcul du ratio de levier supplémentaire (SLR) après le 31 mars - une exigence de capital supplémentaire exigé des grandes banques par Bâle III, qui fixe à 3% le capital supplémentaire qui doit être détenu à titre de réserve. Cette mesure crée une pression supplémentaire sur le marché du financement.
- Alors que la Réserve fédérale a clairement indiqué dans son guidage prévisionnel (forward guidance) révélé lors de la dernière réunion du FOMC qu'aucune hausse des taux n'est prévue avant 2023 - et que la banque centrale annoncera des changements à sa politique à l'avance lorsque les objectifs de stabilité des prix et de plein emploi seront atteints - la hausse du côté long de la courbe des taux indique que le marché obligataire a des doutes à ce sujet.



Sous la loupe : US & Zone euro – Reprise à deux vitesses

Les perspectives d'inflation testent le sang-froid de Jerome Powell et son approche d'inflation moyenne temporaire

- Un des principaux moteurs des rendements à long terme est l'inflation redoutée que peut créer une économie en surchauffe.
- La Fed a révisé sa prévision de croissance pour cette année à 6,5%, contre 4,2% en décembre. Nous pouvons considérer que le plan de relance de 1.900 milliards de dollars de Biden comme le fondement de cette révision.
- Mais avec cette croissance ajustée du PIB, le marché examine également l'impact sur les augmentations de prix. En conséquence, les attentes du marché en matière d'inflation sur une période de 5 ans dans 5 ans sont passées à 2,48% aux États-Unis - le niveau le plus élevé depuis 2018. C'est principalement le rythme auquel ces attentes ont explosé depuis le début de la reprise qui est préoccupant.
- Afin de ne pas entraver la reprise, Jerome Powell a modifié l'année dernière les règles de son mandat sur la stabilité des prix. La Fed ne poursuivra plus simplement l'objectif de 2% d'inflation en étant tout ce qui dépasse. L'inflation moyenne sera prise en compte, de sorte que les périodes de récessions dans lesquelles l'inflation s'enlise sera compensée par les hausses de prix plus importantes. La seule question reste de savoir à quel niveau d'inflation la Fed se sent à l'aise.



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	27/01/2021	0,125%	Status Quo	94,8%	Baisse de taux	5,2%
BCE	Deposit Facility Rate	11/03/2021	-0,50%	Status Quo	95,1%	Baisse de taux	4,9%
Banque du Canada	ON Target Rate	10/30/2021	0,25%	Status Quo	98,8%	Baisse de taux	1,2%
Banque d'Angleterre	Bank Rate	04/02/2021	0,10%	Status Quo	96,8%	Baisse de taux	3,2%
Banque du Japon	Policy Rate Balance	19/03/2021	-0,10%	Status Quo	89,1%	Baisse de taux	10,9%
Banque Nationale Suisse	3M Target Libor Rate	25/03/2021	-0,75%	Status Quo	86,3%	Baisse de taux	13,7%

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



Nos attentes en bref : la BCE

- Alors que la Fed peut juste se contenter de garder ses moutons, la BCE doit tenir compte de ce qui se passe outre-Atlantique, car l'effet de contamination des marchés américains sur les marchés européens est une réalité que la BCE ne peut ignorer et doit le cas échéant gérer. Et il faut constater qu'elle est mise à contribution.
- Joe Biden a fait adopter un plan de relance gigantesque et mis le four à préchauffer pour mitonner un nouveau plan de travaux d'infrastructure (BBB). Même s'il s'agit de l'Oncle Sam en personne, les investisseurs lui réclameront des taux de rémunération plus élevés. Mais l'Oncle Sam ne s'en inquiète pas : la perspective d'une forte croissance devrait générer une inflation de nature à limiter la charge de la dette.
- Une des tâches de la BCE sera d'empêcher la contagion de la hausse des taux US aux taux européens. Les détenteurs d'obligations européennes sont tentés de les vendre pour acheter des obligations américaines, ce qui provoque la hausse des rendements européens. Pour empêcher une hausse des taux qui ne se justifie pas par une reprise économique et qui risque de tuer celle-ci dans l'œuf, et préserver des conditions de financement favorables.
- C'est pourquoi la BCE a annoncé lors de sa réunion du 11 mars vouloir augmenter ses achats d'obligations sur les marchés, dans le cadre de son « Programme d'achats d'urgence face à la pandémie » (PEPP), programme jusque-là loin d'être épuisé. Mais la quantité n'est pas une fin en soi. Selon Isabel Schnabel, membre de son directoire, la BCE entend privilégier les rendements, et donc moduler ses achats en fonction des conditions auxquelles les souverains, les entreprises et les ménages peuvent réellement emprunter.
- La hausse du dollar qui accompagne la hausse des taux américains soulage la BCE de son inquiétude de voir le renforcement de l'euro pénaliser les exportations européennes. Mais le mouvement inverse, s'il est bon pour la compétitivité de la Zone, est potentiellement générateur d'inflation importée. Ce dont la BCE ne veut pas non plus. Elle cherche l'inflation, mais une inflation saine, fondée sur la croissance économique et non un poison venu d'ailleurs.

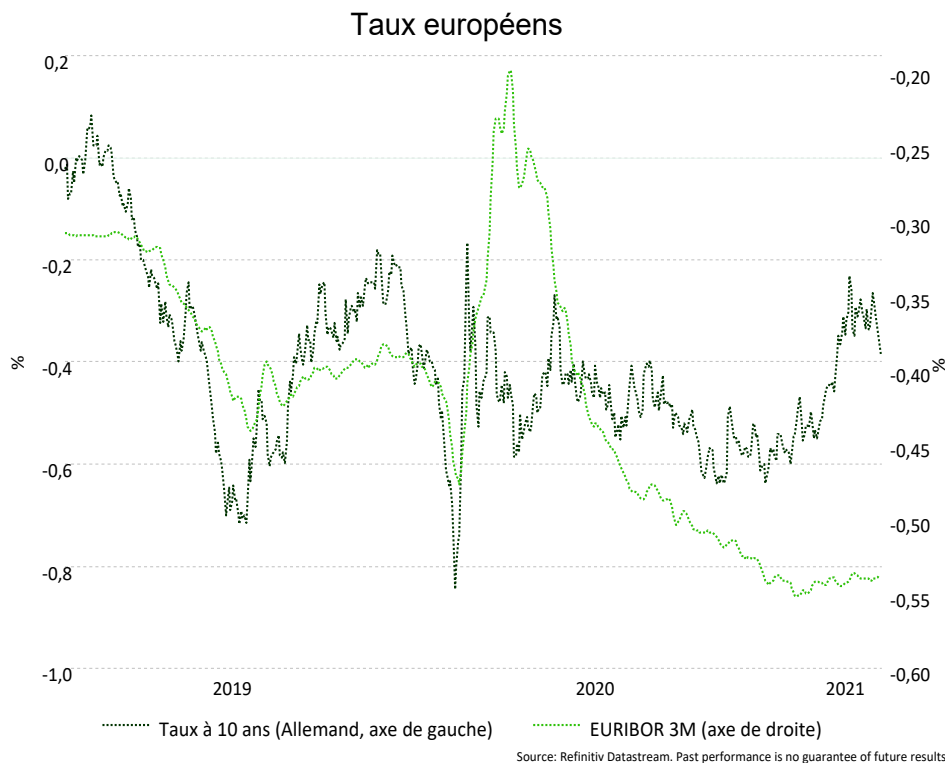


Nos attentes en bref : la Réserve fédérale

- La réunion de la Fed en mars a attiré beaucoup de monde... par vidéoconférence. Le taux d'intérêt à 10 ans en hausse, les taux de croissance révisés de l'OCDE relevés à 5,6% pour les États-Unis et le possible resserrement des contraintes de capital des grandes banques à l'expiration de l'exception SLR: nombreux sont ceux qui attendaient plus de clarté sur ces sujets
- La Fed nous a fourni dans la mise à jour de son diagramme à points sa nouvelle orientation prospective. Sans mentionner qui avait placé son point où sur le graphique, voici les attentes pour le taux de base : s'agissant de 2021, tous les points sont restés alignés à 0,125%, ce qui indique évidemment qu'aucun banquier central n'envisage même de relever les taux d'intérêt cette année. Même avant 2023, la plupart ne semblent pas convaincus de la nécessité de relever les taux d'intérêt. Tel était le message livré par Jerome Powell : malgré des anticipations d'inflation accrues, une croissance plus élevée et de meilleurs chiffres de l'emploi, il reste en faveur d'une banque centrale qui continue de jouer un rôle de soutien.
- Pas de changement de politique, c'est la vision d'avenir de la Fed avec laquelle nous devons faire face. La croissance du PIB pour 2021 est passée de 2,3% en décembre à 6,5%. Les taux de chômage ont chuté de 0,5% à 4,5% d'ici la fin de 2021 et le plein emploi, dont l'objectif est à 3,5 %, est désormais attendu en 2023. Le plan de relance budgétaire de Biden est un contributeur majeur à ces meilleures attentes, le rythme des vaccinations aussi. Avec le BBB (Build Back Better), vaste plan de travaux d'infrastructure dans le pipeline, des prévisions d'inflation plus élevées sont assurées. Les anticipations d'inflation du PCE pour cette année ont été relevées à 2,4% et stabilisées à 2% l'année prochaine.
- C'est ce dernier point qui inquiète un peu les marchés. La Fed montre maintenant sa détermination à tolérer une inflation supérieure à 2%, comme elle l'avait envisagée lors de l'introduction de l'approche de ciblage moyen de l'inflation (ACI). D'autant que, si le BBB devient réalité. Le risque est réel. Powell lui-même est en faveur d'un tel plan d'infrastructure, qui, selon lui, fait partie de la vision d'aller au-delà de simplement réparer les trous que le COVID-19 a percés. C'est pourquoi, la Fed a réitéré son engagement à poursuivre les achats d'obligations et à communiquer bien avant leur date d'échéance.
- La question est de savoir quand nous attendre à cette communication et quelle sera-t-elle. Le « Taper Tantrum » de 2013 montre que des marchés solides peuvent résister aux attentes de conditions de financement plus strictes. Nos analystes américains (Markets Flash 18/03, BNP) attendent les premiers signaux au quatrième trimestre de 21, avec au moins 9 à 12 mois avant le point final.



Eurozone : survol des taux d'intérêts



- En mars 2021, la BCE a ajusté sa gestion du PEPP. Christine Lagarde a promis d'accélérer le rythme des achats obligataires pour combattre la hausse des taux obligataires.
- Le message est cependant plus complexe qu'il n'y paraît : il s'agit moins de contrer la hausse des taux que de continuer à assurer des conditions de financement favorables, ce qui passe par l'analyse suivie du comportement bancaire.
- Elle ajustera donc ses achats en fonction du maintien ou non de ces conditions favorables dont l'assiette est plus large que le seul niveau des taux d'intérêts. Dans cette optique, les achats ne seront pas formatés (x milliards tous les mois) mais ajustés en fonction de l'évolution des rendements.
- Nos analyses suggèrent que la hausse des taux européens sera contrée par les achats de la BCE en 2021. Le Bund 10 ans allemand après un recul au deuxième trimestre vers -0,50 % pourrait finir l'année vers -0,20 %. Ce n'est qu'en 2022 que le taux redeviendrait positif, avec 0,10 % comme cible en fin d'année



Etats-Unis : survol des taux d'intérêts

Taux américains



Le taux américain à 10 ans a atteint son plus haut niveau depuis le COVID-19 à 1,75% au moment de la réunion de politique monétaire de la Fed en mars. Malgré la rhétorique très accommodante de la Fed, les taux ont continué de grimper dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation. Les investisseurs anticipaient que la Fed pourrait serrer la vis plus rapidement que prévu et menacerait de relever ses taux d'intérêt à un stade ultérieur si l'inflation s'avérait plus élevée que prévu.

En outre, les taux d'intérêt négatifs sur le marché Repo ont montré à quel point les obligations à 10 ans étaient demandées pour être vendues à découvert. De plus, la décision de ne pas prolonger l'assouplissement du SLR a obligé les grandes banques à réduire certaines de leurs positions accumulées en obligations d'État - un autre facteur qui a poussé les taux d'intérêt à la hausse.

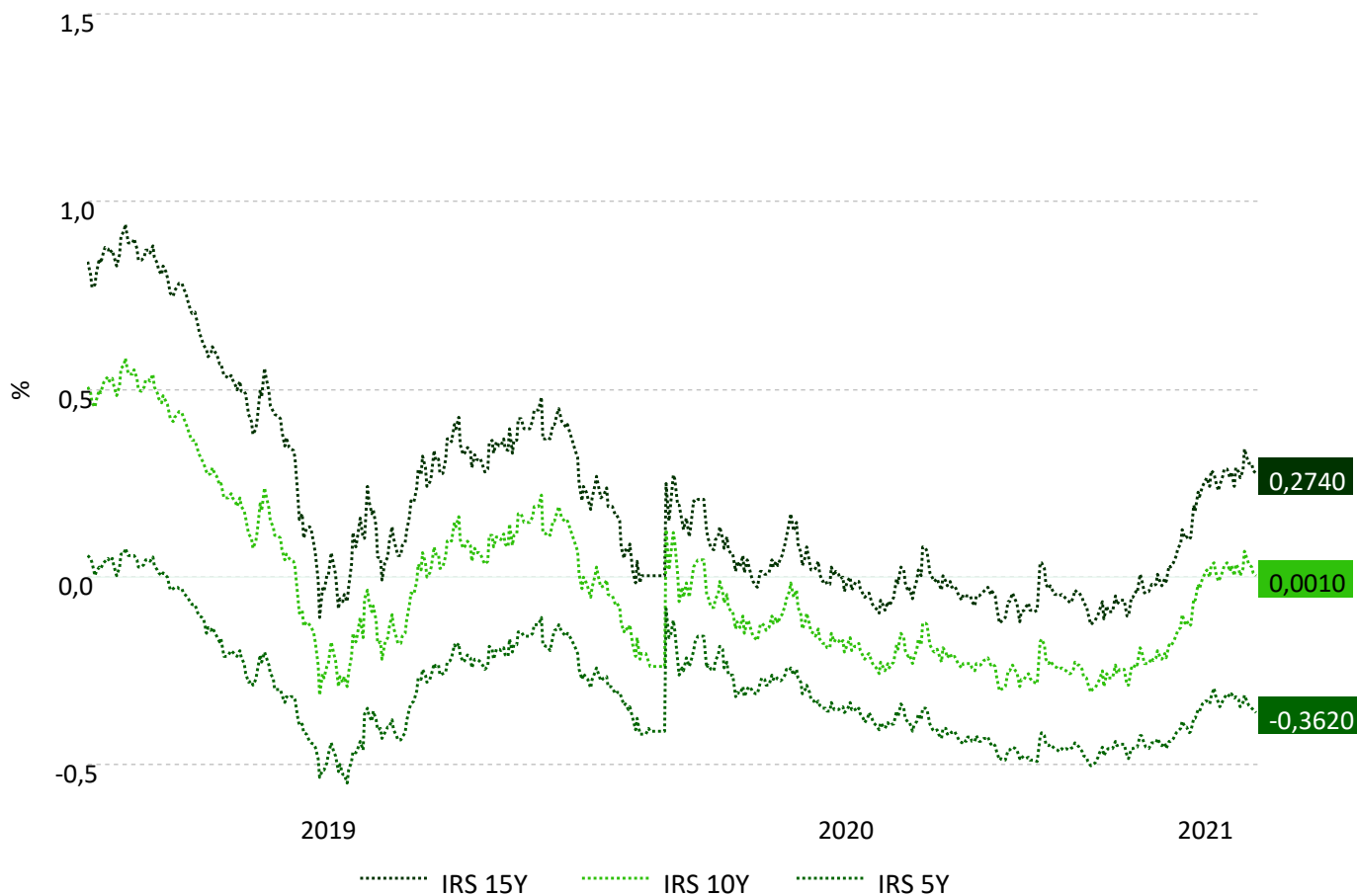
À la lumière d'une Fed tolérant une inflation plus élevée, nous pouvons également nous attendre à ce que les rendements des obligations d'État à long terme restent plus élevés. Cependant, ces derniers jours, nous avons vu le taux d'intérêt sur 10 ans baisser quelque peu. Le faible coût de couverture du risque de change en USD rend intéressant pour les investisseurs - en particulier japonais et européens qui font face à des taux d'emprunt bas - d'investir dans des obligations d'État américaines.

- Le spread avec le Libor 3M s'élargit évidemment car les prévisions de la Fed ancrent fortement l'extrémité courte de la courbe.



Interest Rate Swaps

Interest Rate Swap (jambe flottante = EUR 3M)



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



BNP PARIBAS
FORTIS

The bank for a changing world

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.

