

IR BI-MONTHLY

IS DE SLINGER AAN HET DOORSLAAN?

27 JANUARI 2022

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

Fiorenzo Mele
Fixed Income Midcap Sales
Tel: +32 (0)2 565 83 25
fiorenzo.mele@bnpparibasfortis.com

Vragen?
ask.markets.cb@bnpparibasfortis.com

CIB – CAPITAL MARKETS
Research & Marketing FI Sales - Brussels
Marketing communication



BNP PARIBAS
FORTIS

The bank for a changing world

Inleiding

Bij aanvang van het jaar is het altijd interessant om ook eens enkele bladzijden terug te bladeren en na te gaan of de voorspellingen klopten met de intussen uitgespeelde realiteit.

Een jaar terug verwonderden we ons in deze publicatie nog over de enorme hoeveelheden liquiditeit die in de markten werd gepompt. We observeerden de stijgende inflatieverwachtingen en zagen hoe groeivoorzichten het lange eind van de curve voorzichtig hoger deden bewegen. Deze beweging was voornamelijk in de VS merkbaar, waar de vaccinatietrein op snelheid kwam, terwijl de Europese inflatieverwachtingen richting prepandemie bewogen.

Bij de momentopname die we hier bij de start van 2022 maken, staat het inflatiethema nog steeds centraal. Prijsstijgingen bleken niet alleen vele malen hoger dan verwacht, door tal van factoren bestaat de vrees dat ze ook hardnekkiger zullen zijn. In tussentijd is ook het korte eind van de rentecurve van de grond aan het komen. De slinger lijkt door te slaan en het regent voorspellingen over de omvang van de monetaire verstrenging die nodig zal zijn om de verhitte economie terug op koers te brengen.

Gecombineerd met lagere groeiverwachtingen, die op hun beurt ook het resultaat zijn van de op til zijnde verstrengingen in de wereldwijde geldcreatie, leidt dit tot een vlakkere Amerikaanse en Europese rentecurve.

Terwijl markten mikken op de start van een cyclus van quantitative tightening (QT) in de VS vanaf maart, loopt net dan het PEPP van de ECB af. Dit laatste instituut lijkt dit jaar nog niet van plan om aan de rente te sleutelen en verwacht dat de top van de inflatie stilaan bereikt is. En zo lijkt het beleid van beide centrale banken opnieuw een spreidstand te maken.

Veel leesplezier!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis, Anton Pietermans en Fiorenzo Mele



Voorspellingen

Regio	Rente	Q1 '22	Q2 '22	Q3 '22	Q4 '22	Q4 '23
Eurozone	Refi Rate	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Deposit rate	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,10%
	2-year*	-0,60%	-0,55%	-0,50%	-0,50%	0,00%
	10-year*	0,00%	0,05%	0,05%	0,10%	0,40%
Verenigde Staten	Fed Funds Rate	0,40%	0,65%	0,90%	1,15%	2,15%
	2-year	1,15%	1,40%	1,60%	1,75%	2,10%
	10-year	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,30%

* Duitse benchmark

Voorspellingen BNP Paribas op 11/01/2022



Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	16/03/2022	0,125%	Renteverhoging (25 bp)	79,0%	Renteverhoging (50 bp)	21,0%
ECB	Deposit Facility Rate	03/02/2022	-0,50%	Status Quo	97,8%	Renteverhoging (10 bp)	2,2%
Bank of Canada	ON Target Rate	02/03/2022	0,25%	Renteverhoging (25 bp)	97,6%	Status Quo	2,4%
Bank of England	Bank Rate	03/02/2022	0,25%	Renteverhoging (25 bp)	93,2%	Status Quo	6,8%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	18/03/2022	-0,10%	Status Quo	99,1%	Renteverlaging	0,9%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	24/03/2022	-0,75%	Status Quo	96,9%	Renteverlaging	2,1%

Bron: Thomson Reuters Datastream (27/01/2022)



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- Medio januari stuurde ECB-president Christine Lagarde een duidelijke waarschuwing naar de markten door aan te kondigen dat het onwaarschijnlijk was dat de ECB op korte termijn de beleidsrente zou optrekken. De Europese Centrale Bank verwacht dat de prijsstijgingen een piek hebben bereikt en dat de inflatie in de eurozone in de loop van 2022 en 2023 geleidelijk in tempo zal afnemen. Dit vanwege het weggebben van onderliggende oorzaken die een tijdelijk karakter hebben – zoals de enorme toename in energieprijzen – en ook door structurele oorzaken – zoals de disrupties in de wereldwijde toevoerketen. De ECB wijst erop dat 50% van de prijsstijging in Europa te wijten zou zijn aan energiekosten. Christine Lagarde kiest er daarom voor om een afwachtende houding aan te nemen en zo te vermijden dat er onnodig aan de rem getrokken wordt.
- Dit leidt ons ertoe om te vermoeden dat de ECB haar soepele monetaire beleid in 2022 zal handhaven. Desalniettemin zijn wij ervan overtuigd dat de inflatieverwachtingen van de ECB te conservatief zijn en meerdere malen zullen worden overschreden. Het onderschatten van inflatieniveaus zou dan druk zetten op de centrale bank. Dit verklaart onze prognose dat de ECB in 2023 tot viermaal toe de beleidsrente met 10 basispunten zal optrekken. Zodoende zou de depositorente van de ECB van -0,5% naar -0,1% op het einde van 2023 toenemen. Onderstaande tabel laat zien dat de ECB voor 2023 en 2024 zelfs verwacht om haar inflatiedoel te ondershotten. Zeker aangezien de centrale bank haar mandaat van prijsstabiliteit vooral toetst aan de kerninflatie.

HICP verwachtingen

	Q1 '22	Q2 '22	Q3 '22	Q4 '22	2022	2023	2024
BNP Paribas	5.0	4.6	3.9	2.9	4.1	2.0	-
ECB staff, Dec 2021	4.1	3.7	3.0	1.9	3.2	1.8	1.8

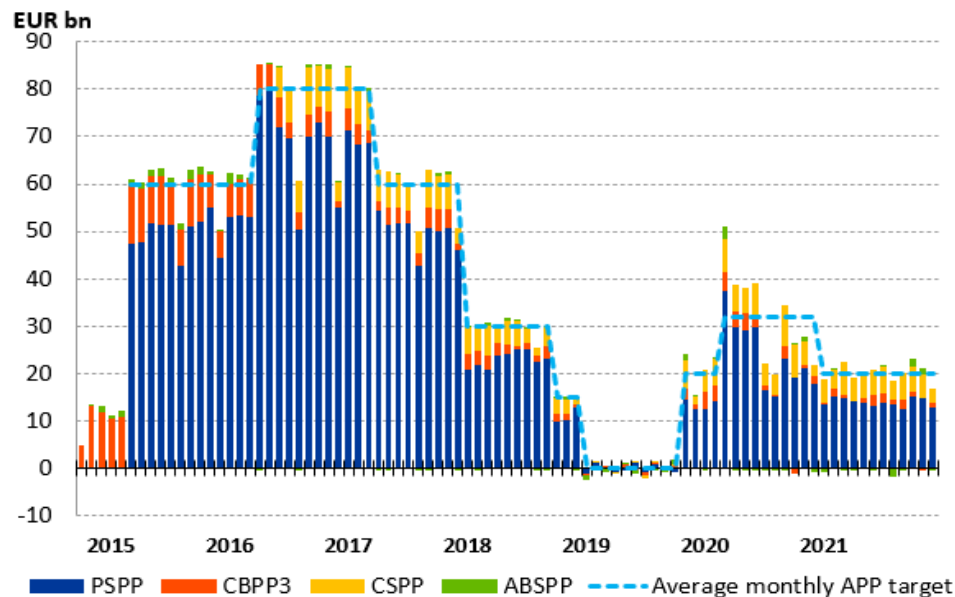
Bron: BNP Paribas, ECB



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- Het Pandemic Emergency Asset Purchase Program (PEPP) loopt af in maart 2022, maar de Raad van Bestuur heeft besloten om de bijbehorende herinvesteringshorizon te verlengen en is overeengekomen om terugbetalingen als hoofdsom te herinvesteren tot eind 2024. De enveloppe voor het 'klassieke' programma voor de aankoop van activa – het Asset Purchase Program (APP) – zal worden verdubbeld naar 40 miljard euro per maand in het tweede kwartaal, voordat dit bedrag zal worden afgebouwd naar 30 miljard in het derde kwartaal, om vanaf het vierde kwartaal opnieuw op het huidige tempo liquiditeit te verschaffen. Christine Lagarde heeft inderdaad verklaard dat het "gezien de onzekerheden in verband met de gezondheids crisis en de verstoring van de toeleveringsketens, van essentieel belang was om "flexibiliteit en optionaiteit in het voeren van monetair beleid te handhaven".

Steunaankopen ECB binnen APP



1. corporate sector purchase programme (CSPP)
2. public sector purchase programme (PSPP)
3. asset-backed securities purchase programme (ABSPP)
4. third covered bond purchase programme (CBPP3)

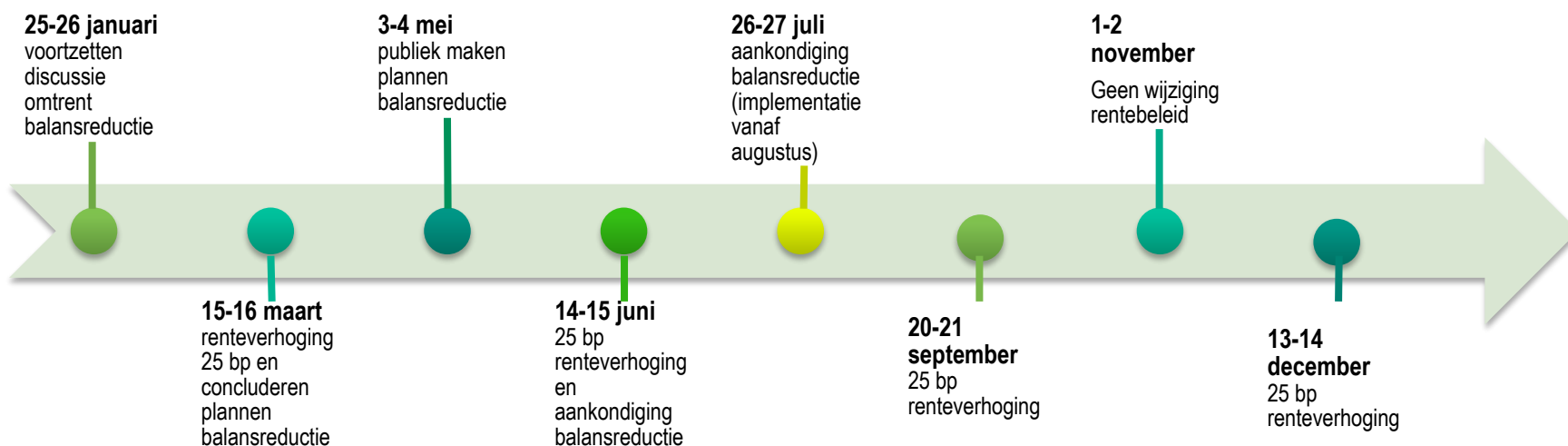
Source: ECB



Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- De notulen van het FOMC over de vergadering van december tonen een duidelijke *hawkish* shift van de Amerikaanse centrale bank. De dot-plot en inflatieverwachtingen hadden al de aanzet gegeven, maar de in januari gepubliceerde notulen toonden dat er binnen de Fed enkele stemmen opgingen die aandringen om sneller actie te ondernemen.
- Tijdens de rentebijeenkomst van januari maakte Jerome Powell de weg vrij voor een renteverhoging in maart 2022. De voorzitter van de Fed gaf tijdens zijn eerste vergadering van zijn tweede ambtstermijn ook wat meer duidelijkheid over de geplande quantitative tightening-modaliteiten (QT) waarover de debatten intern aan de gang zijn.
- Zoals geïllustreerd op onderstaande tijdlijn, lijkt hiermee het startschot gegeven voor een jaar van monetaire verstrenging.

Onze verwachtingen voor de FOMC-rentebijeenkomsten van 2022

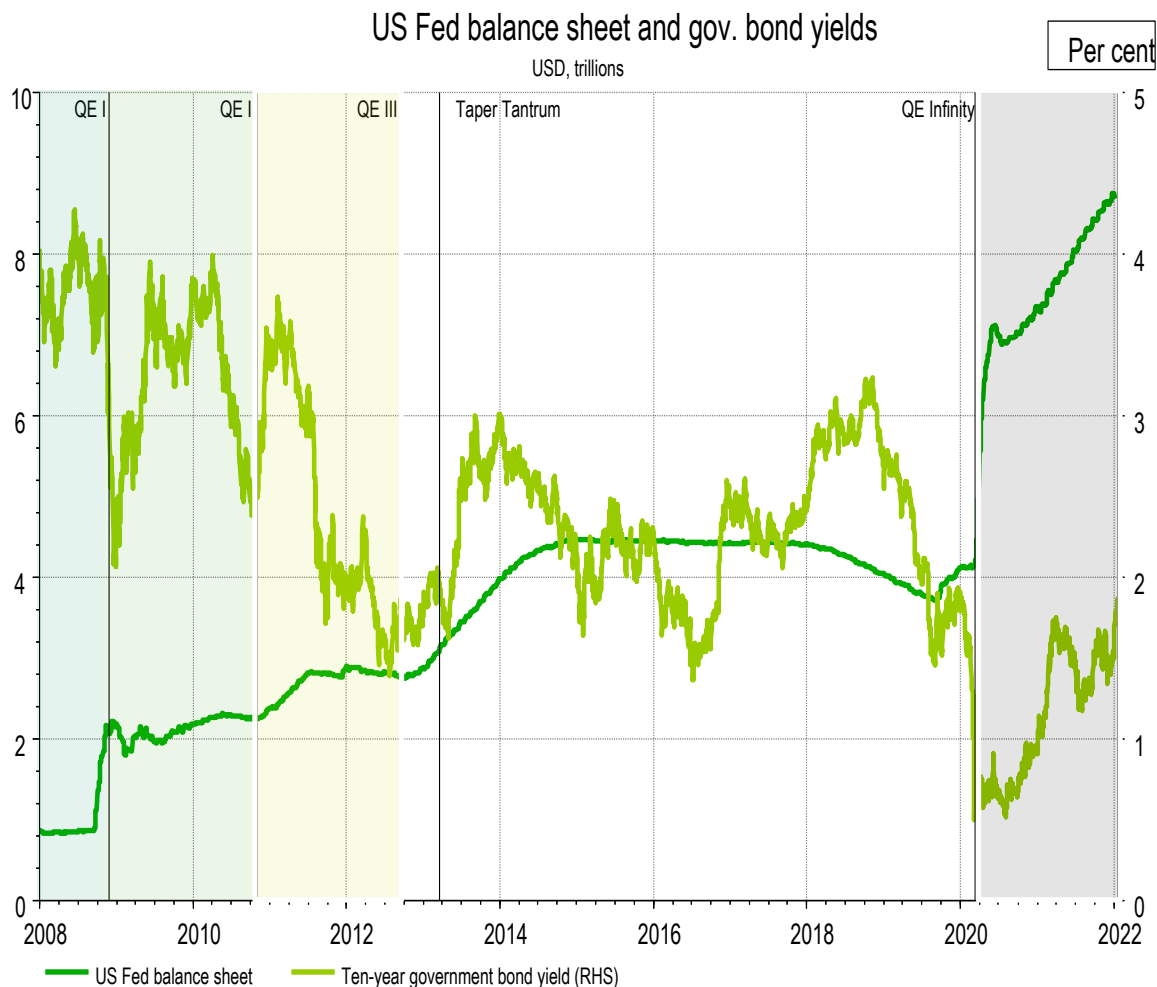


Bron: BNP Paribas



Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- Bij de start van de cyclus van monetaire verstrenging, is de situatie sterk anders dan bij de monetaire verstrenging in 2013 en 2018. De grafiek hiernaast toont dat de balans van de Fed is aangedikt tot bijna 9 biljoen dollar.
- Gezien de huidige inflatieniveaus bevindt de reële rente zich daarnaast ook in sterk negatief terrein.
- Uit de notulen van de decembervergadering bleek ook dat er enige onenigheid bestaat over bepaalde inzichten onder de leden van het comité. Recente uitspraken van enkele gouverneurs benadrukken dat vooral het aantal renteverhogingen dat nodig zal zijn, net zoals de timing ervan, ter discussie staan.
- De vorige slide geeft op de tijdlijn ons basisscenario weer van vier renteverhogingen van de beleidsrente voor in totaal 100 basispunten. Tegenover 2017 lijkt de Fed nu relatief vroeg te starten met QT, maar toch bestaat de vrees dat de Amerikaanse centrale bank al achter de curve aanloopt.
- Het gemengde resultaat van het jobrapport van de laatste maand van 2021 dat met tegenvallende aanwervingen, stijgende lonen en een achterblijvende activiteitsgraad op de krapte op de arbeidsmarkt wijst, zetten deze vrees kracht bij.

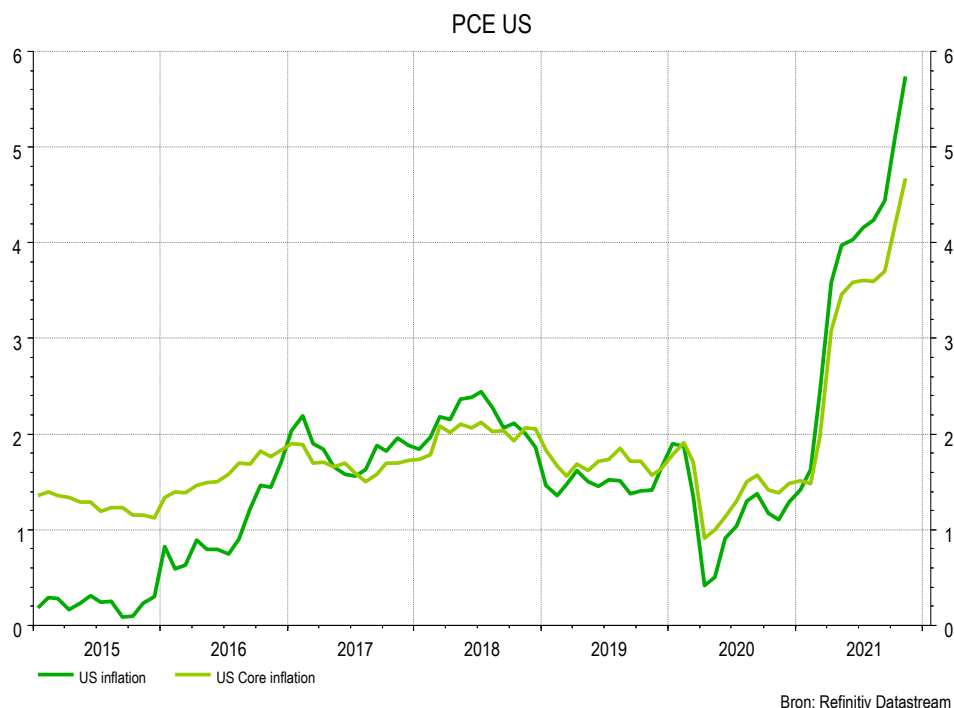


Bron: Refinitiv Datastream



Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- In afwachting van maart zal de evolutie van het prijspeil in het oog worden gehouden. De Fed kijkt hiervoor naar de PCE en voornamelijk de minder volatiele kern-PCE. Verwacht wordt dat de Amerikaanse inflatie in het eerste kwartaal van dit jaar zal pieken, maar dat de PCE wel het hele jaar boven de doelstelling van gemiddeld 2% prijsstijging op lange termijn zal blijven.
- De onenigheid binnen het FOMC van de Fed doet de vrees toenemen dat Jerome Powell plots met volle kracht op de rem zal moeten gaan staan, indien de problemen in de toevoerketen niet worden weggewerkt en inflatie blijft stijgen.



- Zo'n scenario doet denken aan Paul Volcker die tegen het einde van de jaren 70 moest vechten tegen ontsporende inflatie en zich daardoor genoodzaakt zag om de beleidsrente tijdelijk op te trekken tot wel 20%.
- De huidige macro-economische omgeving lijkt er echter op te wijzen dat inflatie in grote mate het gevolg is van de vraagschok en de verstoorde toevoerketen in het zog van de pandemie.
- Vanwege de enorme fiscale en monetaire versoepeling die nodig is geweest om de wereldeconomie op de rails te houden na de initiële aanbodschock en de onrust in 2020 bij de start van de pandemie, is het niet onlogisch te verwachten dat ook de verstrenging wat extra kracht zal vergen om de verhitte economie te stabiliseren.



Eurozone: rente in vogelvlucht

Europese Rente



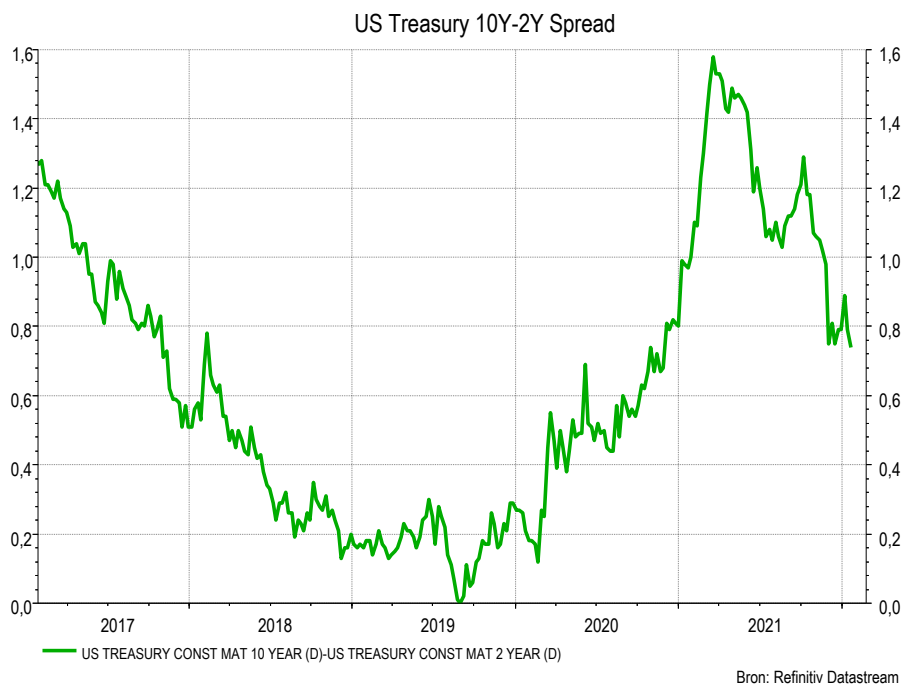
Bron: Refinitiv Datastream. Past performance is no guarantee of future results

- Tijdens de bijeenkomst van 16 december bevestigde de ECB het einde van het PEPP in maart en de tijdelijke verdubbeling van het APP om een soepele overgang te verzekeren. De ECB gaf toe dat als de inflatie sterk zou blijven, en dat in het geval van een aanhoudende stijging in de energieprijzen, ze mogelijk harder op de rem zal moeten duwen.
- Gedreven door de stijging van de Amerikaanse obligatierente, de verwachte liquiditeitsvermindering en de overtuiging dat de ECB zal moeten regeren tegen de inflatie, steeg de Duitse 10-jaarsrente net na half december weer. Een maand later ging de Duitse langetermijnrente voor het eerst sinds 2019 positieve waarden betreden.
- De hoop van de ECB om de storm te laten passeren, beperkt a priori het potentieel voor een stijging van de langetermijnrente. Onze voorspelling voor een 10-jaarsrente van 0,10% eind 2022 blijft geldig, net zoals de stijging tot 0,40% die BNP Paribas verwacht eind 2023.
- Het opwaartse potentieel lijkt nóg beperkter voor de 2-jaarsrente, waarvan het lot veel meer verbonden is met de beleidsrente van de ECB. BNP Paribas verwacht vier verhogingen van 10 basispunten voor de depositorente in 2023. Dit zou volgens BNP Paribas de 2-jaarsrente richting 0% moeten kunnen duwen, waardoor de yield curve zou kunnen afvlakken.



Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

Vlakkere Amerikaanse rentecurve



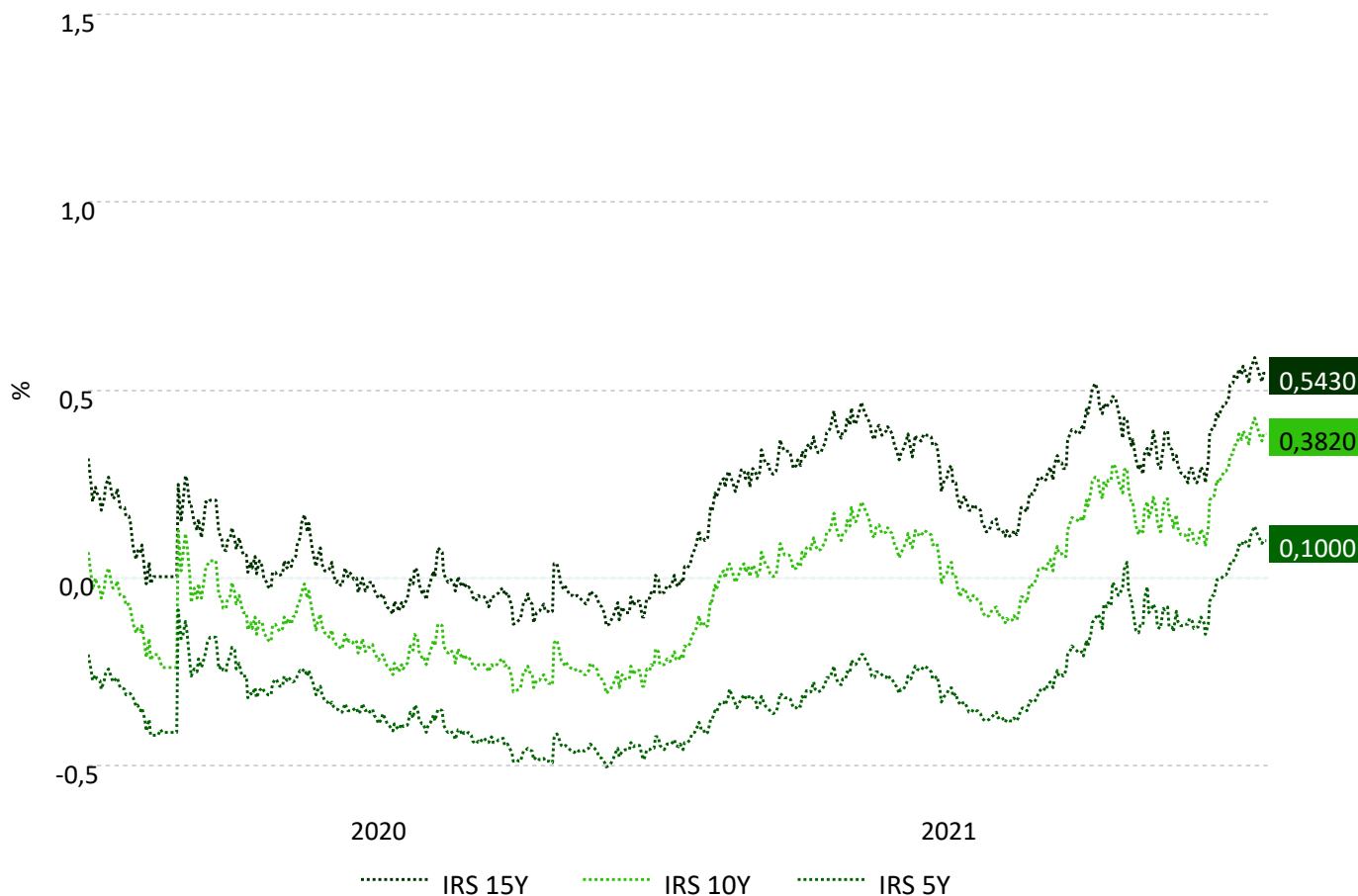
- Zoals besproken heeft de Federal Reserve de afgelopen weken en maanden een 'hawkish' shift doorgemaakt. De verwachte renteverhogingen dit jaar vertalen zich uiteraard in een stijging van de Amerikaanse kortetermijnrente. Sinds begin november steeg de Amerikaanse 2-jaarsrente met 53 basispunten, van 0,50% tot 1,03%.
- De 10-jaarsrente steeg met slechts 23 basispunten van 1,55% tot 1,78%. We zien dan ook een 'flattening' van de yield curve, wat wil zeggen dat het verschil tussen de Amerikaanse 10-jaarsrente en de 2-jaarsrente sinds begin november gedaald is van 105 tot 75 basispunten.
- De yield curve is dus vlakker geworden, wat een zekere ongerustheid van de markten reflecteert. De 10-jaarsrente stijgt minder dan de 2-jaarsrente omdat de markten vrezen dat de hiking cycle tot een gevoelige groeivertraging zal leiden, waardoor na de hiking cyclus de beleidsrente stabiel zal blijven of er renteverlagingen zullen volgen. Een 'flattening' van de yield curve is een eerste stap naar een inverted yield curve (2-jaarsrente hoger dan 10-jaarsrente), wat een beruchte leading indicator is voor recessies.

- BNP Paribas verwacht dat deze 'flattening' zich zal doorzetten. De bank verwacht namelijk een 2-jaarsrente van 1,75% en een 10-jaarsrente van 2,00% eind dit jaar. Het verschil tussen beide rentevoeten zou dus moeten afnemen tot slechts 25 basispunten.



Interest Rate Swaps

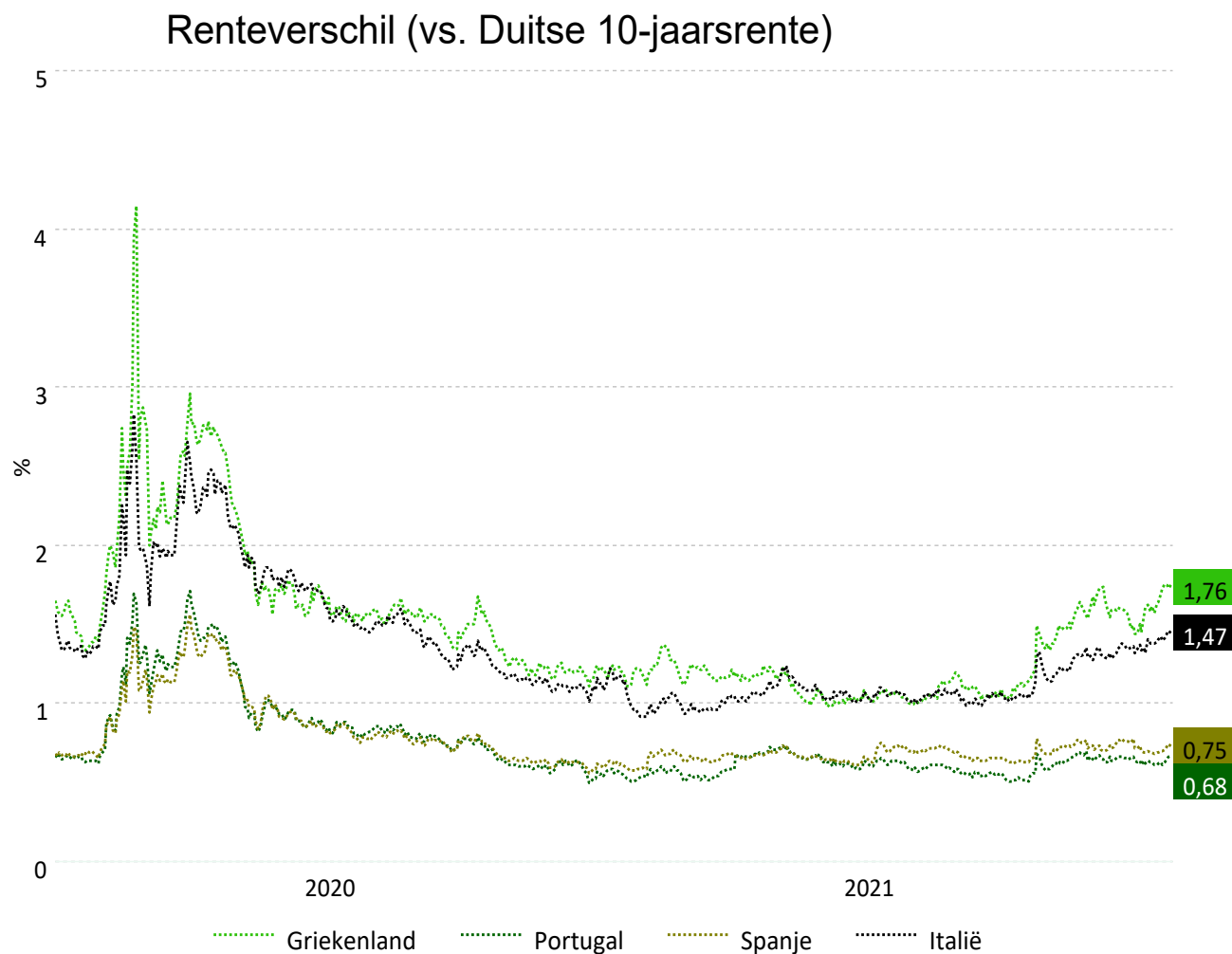
Interest Rate swap (floating leg = EUR 3M)



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



Risicopremies in de periferie



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.

