

# IR BI-MONTHLY

## HOGE INFLATIE DWINGT MONETAIRE VERKRAPPING AF

30 JUNI 2022

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)

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

Vragen?  
[ask.markets.cb@bnpparibasfortis.com](mailto: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

---

De laatste editie van deze publicatie dateert van eind januari. Niet alleen moet dit de langste periode zonder een update over onze rentevoorzichten zijn, het te bespreken tijdsbestek bevat bovendien de meest opmerkelijke gebeurtenissen op rentevlak uit de laatste jaren – zie daar meteen ook de reden voor de opgelopen vertraging.

De centrale bankiers van de G10 hebben in de laatste maanden moeten erkennen dat ze het tempo van de prijsstijgingen hebben onderschat, waardoor er erg abrupt een einde is gekomen aan een langdurend uiterst soepel beleid – dit met uitzondering van de Bank of Japan die als laatste centrale bank een ultra-accommodatief beleid blijft voeren.

Hoewel langetermijn-renteniveaus in tandem de hoogte ingaan, verbreedt aan Europese zijde de spread tussen de Bund en onder andere de BTP. In de nabije toekomst zal de ECB – nog maar enkele maanden na het uitdoven van PEPP – opnieuw naar het mechanisme van aankopen van overheidsobligaties moeten teruggrijpen om de rente op het lange eind van de curve te drukken. Tegelijkertijd lijkt tegen het einde van de zomer een tijdperk van negatieve rente uit te doven indien de ECB haar beleidsrente opeenvolgend in juli en september optrekt.

De inflatie doet ook de Fed zweten. Jerome Powell kende met een historische renteverhoging van 75 basispunten zijn Volcker-moment, hoewel de deur naar een grotere sprong is opengezet na opnieuw een hoger dan verwachte CPI-print in mei. De president van de Amerikaanse Fed gaf tijdens zijn laatste hoorzitting in de Senaat te blijken dat een recessie niet meer geheel ondenkbaar is. Centrale bankiers navigeren dezer dagen in wel erg woelig water. Laten we hopen dat de koers de juiste is.

Veel leesplezier,

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



# Voorspellingen

Regio	Rente	Q3 '22	Q4 '22	Q2 '23	Q4 '23
Eurozone	Deposit rate	0,25%	1,00%	1,75%	2,00%
	2-year*	1,20%	1,50%	2,00%	2,00%
	10-year*	1,60%	1,80%	2,25%	2,25%
Verenigde Staten	Fed Funds Rate	2,40%	2,90%	3,15%	3,15%
	2-year	2,85%	2,90%	2,80%	2,70%
	10-year	3,10%	3,20%	3,10%	3,00%

\* Duitse benchmark

Voorspellingen BNP Paribas op 13/06/2022



# Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	27/07/2022	1,625%	Renteverhoging (75 bp)	76,1%	Renteverhoging (50 bp)	23,9%
ECB	Deposit Facility Rate	21/07/2022	-0,50%	Renteverhoging (10 bp)	100,0%	Status Quo	0,0%
Bank of Canada	ON Target Rate	13/07/2022	1,50%	Renteverhoging (25 bp)	100,0%	Status Quo	0,0%
Bank of England	Bank Rate	04/08/2022	1,25%	Renteverhoging (25 bp)	100,0%	Status Quo	0,0%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	21/07/2022	-0,10%	Status Quo	99,1%	Renteverhoging	0,9%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	22/09/2022	-0,25%	Renteverhoging (25 bp)	100,0%	Status Quo	0,0%

Bron: Thomson Reuters Datastream (29/06/2022)



# Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- In onze laatste publicatie van januari kwalificeerde de Europese Centrale Bank inflatie nog als 'transitoir'. Het huidige discours bevindt zich nu op de antipoden: in een paar maanden tijd is de economische context 180 graden gedraaid. De inflatieniveaus overtroffen alle voorspellingen en bereikten ongekende hoogten, namelijk 8% voor de eurozone (HICP) in het tweede kwartaal. De belangrijkste oorzaken die worden genoemd, zijn de stijging van de prijzen van energie en voedselproducten, de totale versterking van de toeleveringsketens en de wereldhandel.
- Veel centrale banken hebben nu op deze inflatoire context gereageerd door hun monetaire beleid te verkrappen: de stijging van de belangrijkste rentetarieven is in opkomst. De ECB was daarop geen uitzondering en haar president Christine Lagarde kondigde tijdens de vergadering van begin juni een verhoging van 25 basispunten voor juli aan, net zoals het einde van haar programma voor de aankoop van activa voor dezelfde periode.
- De Europese Centrale Bank zal daar niet stoppen in haar race om het 'neutrale' niveau van 2% inflatie te bereiken, wat de essentie van de primaire missie van het establishment bepaalt. Om haar geloofwaardigheid als bewaker van prijsstabiliteit te garanderen, verstrakt de ECB haar monetaire beleid eerder en waarschijnlijk meer dan verwacht. Christine Lagarde liet de deur openstaan voor een mogelijke stijging van 50 basispunten voor de maand september. De markt verwacht een vergelijkbare rally in oktober en nog eens 25 basispunten eind 2022.

## Groei- en inflatieverwachtingen

	BNP Paribas GDP growth forecasts								BNP Paribas CPI inflation forecasts																														
	Annual (% y/y)				Quarterly (% q/q)				Annual avg (% y/y)				Quarterly rate (% y/y)																										
	2021 <sup>(1)</sup>	2022	2023	2024	2022				2023				2021 <sup>(1)</sup>	2022	2023	2024	2022				2023																		
				Q1 <sup>(1)</sup>	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4																												
Global <sup>(2)</sup>	6.1	3.4	3.5	3.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
US	5.7	2.6	1.9	1.7	-0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	4.7	7.5	3.9	2.4	8.0	8.0	7.5	6.6	5.3	4.1	3.4	3.0															
Eurozone	5.3	2.5	2.3	2.2	0.6	-0.2	0.1	0.5	0.7	0.8	0.8	0.6	2.6	7.9	4.1	2.0	6.1	8.0	8.7	8.6	6.5	4.5	3.2	2.3															

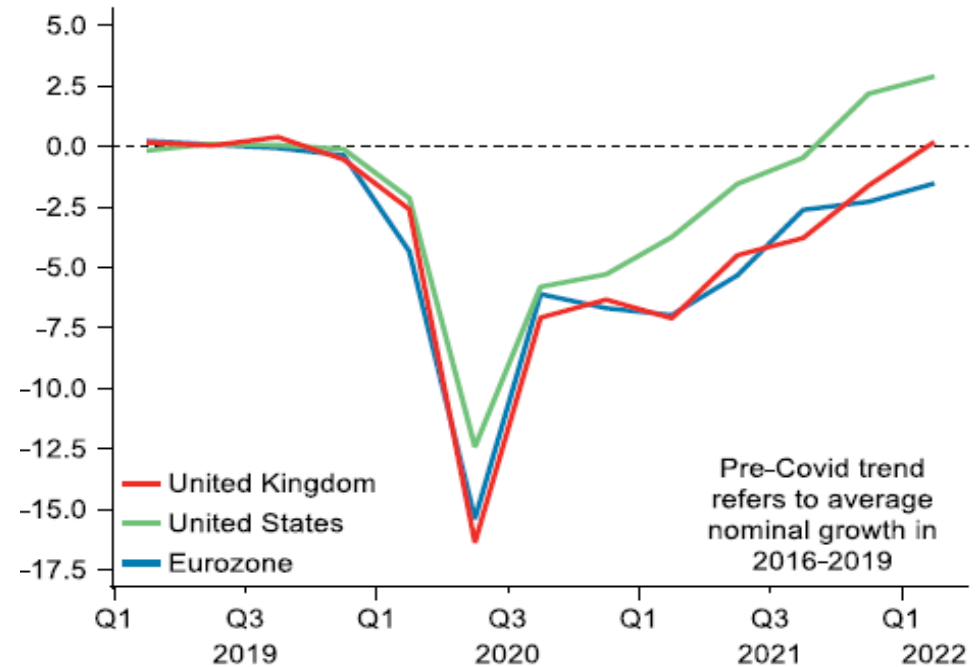
Source : BNP, Corporate Outlook Q3



# Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- De strijd tegen inflatie is echter verre van een lange, kalme rivier. Het belangrijkste instrument van de Europese Centrale Bank in haar monetaire beleid, de verhoging van haar beleidsrente, heeft inderdaad schadelijke gevolgen voor andere aspecten van de Europese economie. Christine Lagarde en haar gouverneurs moeten jongleren met hun beslissingen en de twee belangrijkste gevolgen die ze kunnen hebben.
- Ten eerste is de afweging tussen inflatie en economische groei in de eurozone een frontlinedilemma. Het is het zwaard van Damocles van een dreigende recessie die Christine Lagarde vastbesloten is te vermijden. Wij zijn van mening dat de ECB een inflatieniveau boven de 2%-doelstelling zal tolereren, om de groei van de Europese economieën niet verder te verstikken, zolang de inflatiecijfers blijken te dalen. Dit is dus een zicht op stagflatie voor de rest van 2022.

Deviatie nominaal bbp van pre-pandemie trend (in %)



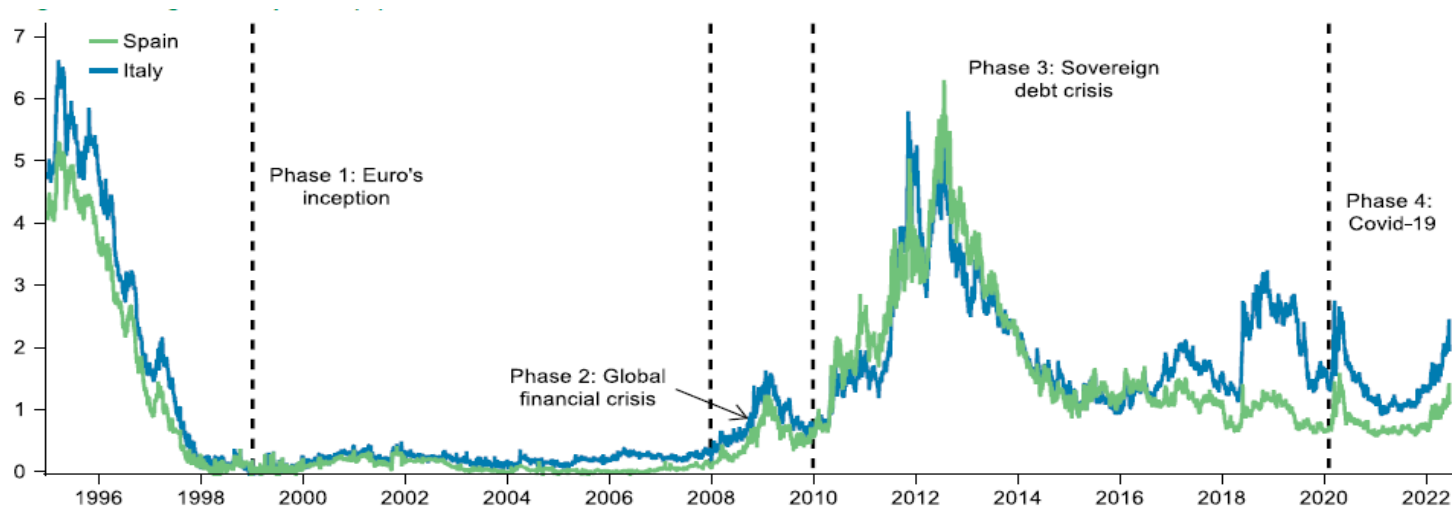
Bron : BNP, Corporate Outlook Q3



# Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- Ten tweede stuit de ECB op een bijkomend probleem ten opzichte van haar Amerikaanse tegenhanger: het risico van fragmentatie. Aangezien Europa een groep van verschillende economieën is en geen kern zoals de Verenigde Staten, is het mogelijk dat de landen niet op dezelfde manier reageren op het monetaire beleid van de ECB en in het bijzonder op de aankondigingen met betrekking tot het programma van terugkoop van activa door de ECB. Met andere woorden, een vergroting van de spreads tussen de obligatierentes in de eurozone is waarschijnlijk. Het zou dan een scenario van soevereine schuldencrisis 2.0 zijn dat opnieuw zou worden geschreven.
- De angst werd medio juni bevestigd toen de Italiaanse tarieven drastisch afweken van de Duitse tarieven. Als reactie daarop moest de Europese Centrale Bank een ad-hocvergadering organiseren. Ze betoogde dat fragmentatie koste wat kost moet worden vermeden en sprak over het versnellen van de totstandkoming van een nieuw instrument tegen fragmentatie. De inhoud, voorwaarden en effectiviteit van deze laatste moeten nog worden gepresenteerd door de ECB, die daartoe voorlopig nog niet geneigd lijkt te zijn.

## Spread Overheidsobligaties ten opzichte van Bund 10Y (in %)

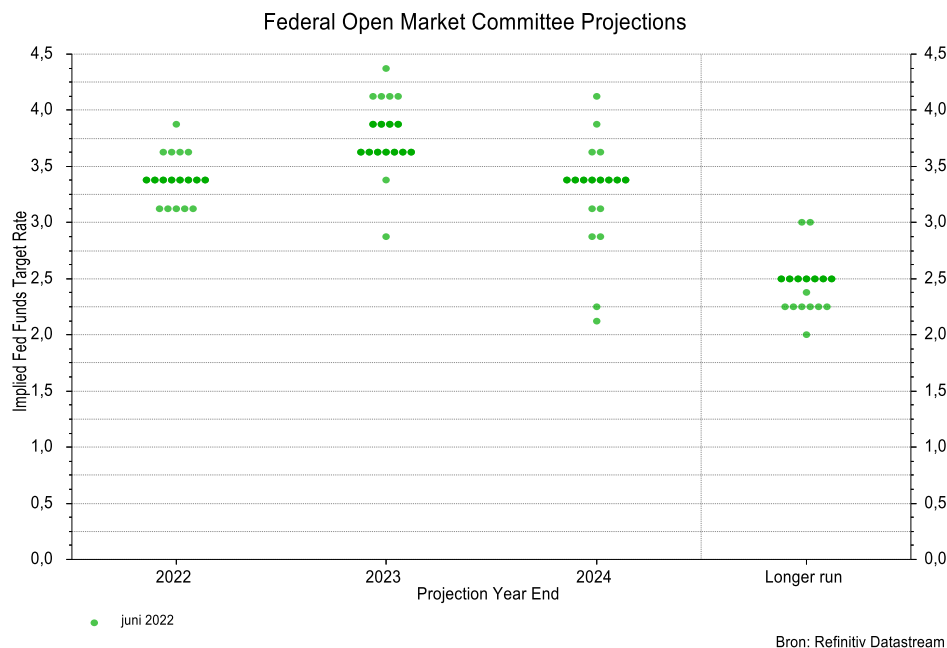


Note: historical characterisation as identified in [United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union](#). Sources: ECB, Macrobond, BNP Paribas



# Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

## Federal Reserve Dot-Plot



- Zowel tijdens zijn speech na het optrekken van de depositorente met een historische 75 basispunten, als tijdens de hoorzitting in de Amerikaanse Senaat een week later, leek Jerome Powell overtuigd van zijn bijgestuurde beleid.
- Hoewel de wereldwijde prijsstijgingen zowel hardnekkiger als van een hoger tempo bleken dan verwacht, lijkt de gouverneur van de Amerikaanse centrale bank overtuigd dat hij over de tools beschikt die nodig zijn voor een zachte landing, hoewel hij de mogelijkheid van een recessie niet uitsluit.
- Het monetaire beleid verstrengen zonder hierbij de groei te veel af te remmen en de Amerikaanse economie in een recessie te duwen, zal geen koud kunstje worden.
- De beslissing om te opteren voor een verhoging van 75 basispunten, gecombineerd met de marktverwachting dat er in de maand juli een renteverhoging van dezelfde grootorde zit aan te komen, doet analisten een gelijkenis zien met de manier waarop Volcker in de jaren 80 de strijd met uitlopende inflatie aanging en de economie tot een reset bewoog.

- Een kijk op de Dot-Plot waarop de gouverneurs van de Fed hun verwachtingen grafisch illustreren, toont inderdaad dat er een grote eensgezindheid bestaat over het niveau waarnaar de beleidsrente zal worden opgetrokken. Duidelijk is de piek die de leden van de Fed zien voor komend jaar en de afname van de rente nadien. Dit duidt erop dat het FOMC verwacht de rente kort boven een neutraal niveau te zullen moeten trekken, dat volgens de consensus tussen 2% en 2,5% zou moeten liggen.
- Opmerkelijk daarnaast zijn de outliers naar beneden toe voor '23 en '24. Deze datapunten kunnen op twee manieren worden geïnterpreteerd. Ofwel kan hieruit worden afgeleid dat verwacht wordt dat een korte verhoging van de rente de inflatie zal terugbrengen. Deze inschatting kan echter ook worden gezien als een verwachting dat de Fed haar beleid al snel terug zal moeten versoepelen om de economie op adem te laten komen.

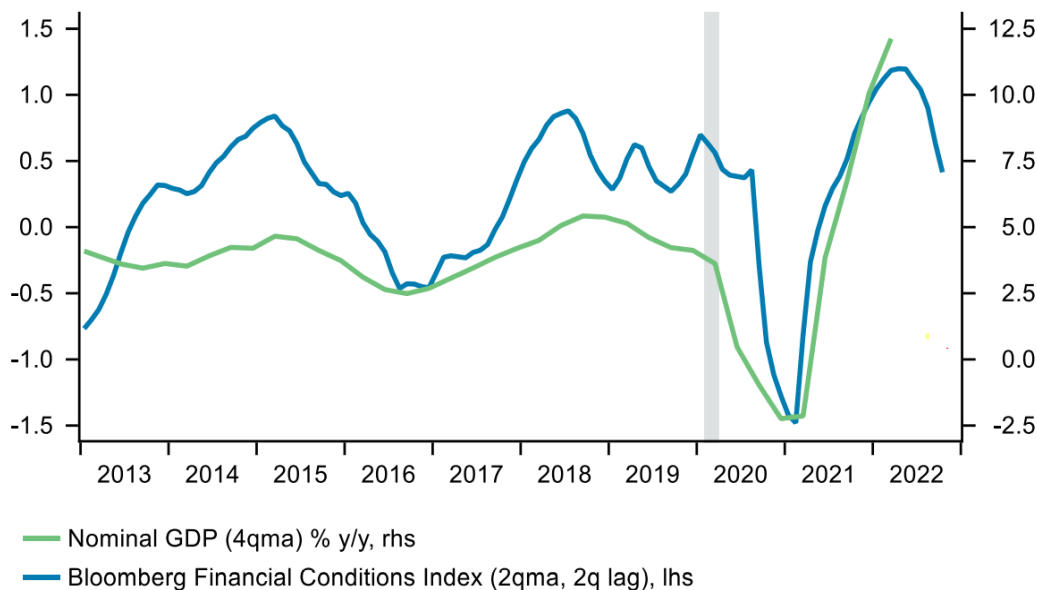




# Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- De impact van de CPI-stijging naar 8,6% in mei tegenover 8,3% een maand eerder, leek zowel de markt als de Fed te hebben verrast. Deze onverwachte versnelling van de inflatie, gecombineerd met een toename in de inflatieverwachtingen gemeten door de 5y5 inflatieswap, hebben de Fed ertoe aangezet om aan de noodrem te trekken.
- De verwachtingen van onze analisten zijn hierdoor naar boven toe bijgesteld. Voor juli mikken we op een toename van de beleidsrente met 75 bp, gevolgd door 50 bp in september en 25 bp in zowel november als december. Tegen juli 2023 zou de cyclus haar top moeten bereiken bij een Fed funds rate op 3,5%.

## Strengere financiële omgeving lijkt te wijzen op een vertraging, niet op een recessie

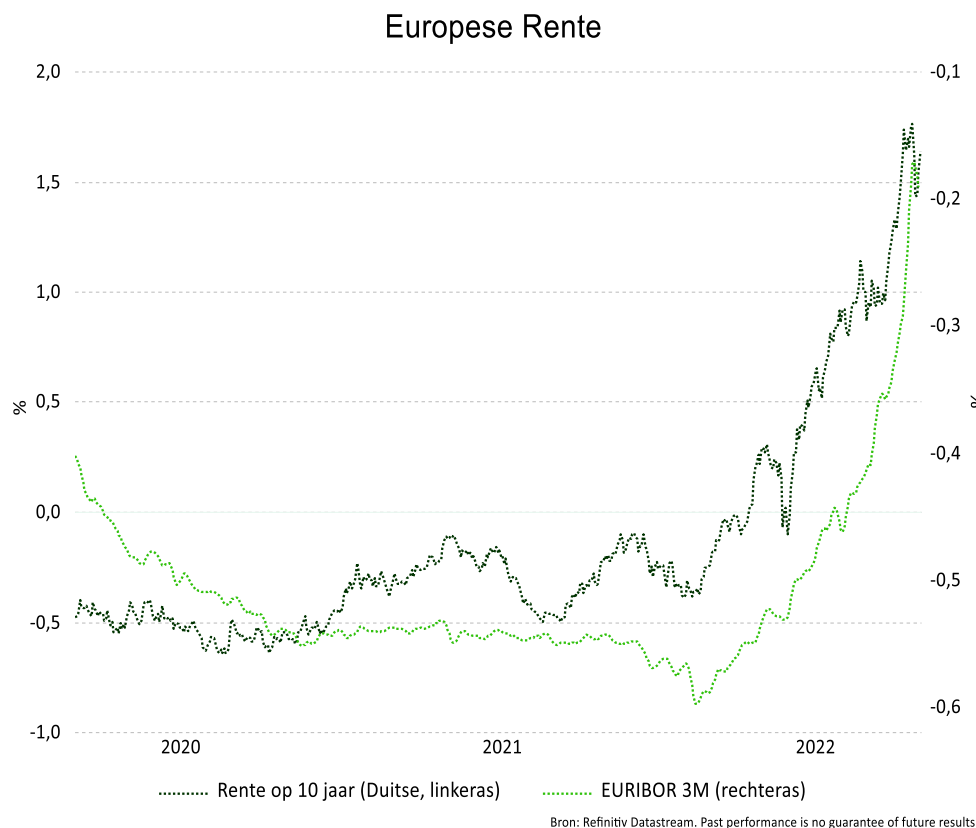


(Bron: BNP, Corporate Outlook Q3)

- De grafiek links brengt de groei van het Amerikaanse bbp in relatie tot de Bloomberg-index die aan de hand van de staat van de obligatie-, aandelen- en geldmarkten de financiële condities in de VS meet.
- Hoewel we duidelijk aan het evolueren zijn richting nauwere financiële condities, lijkt de evolutie eerder op een vertraging van de groei dan op een contractie van het bbp te duiden.
- Gegeven de huidige robuuste arbeidsmarkt en het op peil blijven van de gezinsuitgaven, zien wij een basisscenario waarbij de Fed de Amerikaanse economie weg kan sturen van een dreigende recessie.



# Eurozone: rente in vogelvlucht

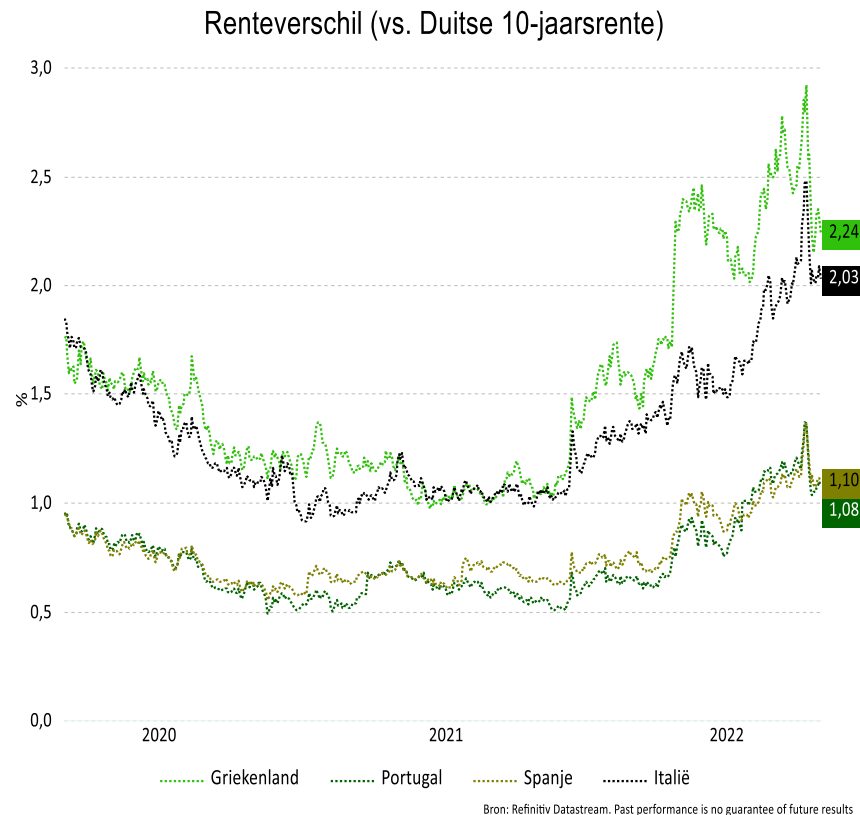


- Aan het korte eind van de rentecurve maakte de 3-maands-Euribor ook een sterke opmars door in de afwachting dat de ECB haar beleidsrente zal optrekken. De 6-maands-Euribor-referentierente noteert met de vooruitzichten op het einde van een tijdperk van negatieve rente op zo'n 30 basispunten boven nul.
- Hierin zien we een weerspiegeling van de ECB die tijdens de rentevergadering van juni al een renteverhoging van 25 basispunten voor juli aankondigde en de deur openzette voor 50 basispunten in september.
- De Duitse 10-jaarsrente kende vooralsnog een erg sterk 2022, met een stijging van 0,14% begin dit jaar tot 1,58% op het moment van schrijven. Een voorlopige piek bereikte de Duitse 10-jaarsrente op 16 juni, met een niveau van 1,93%. In tegenstelling tot de Amerikaanse rentecurve die op verschillende looptijden geïnverteerd is, vertoont de Duitse Bund nog een ruime premie voor langere looptijden.
- De ECB houdt enerzijds het korte eind onder de knoet door weinig los te laten over toekomstige renteverhogingen – hoewel markten meerdere verhogingen met 50 basispunten niet uitsluiten, terwijl het opwaarts potentieel voor de 10-jaarsrente in de range van 1,80-2,80% ligt voor een neutrale nominale rente.



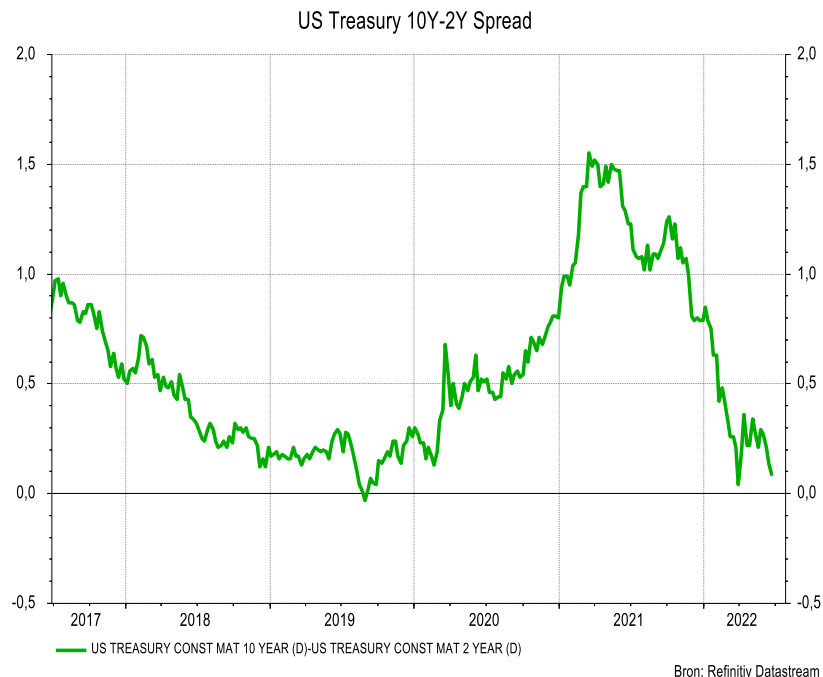
# Eurozone: rente in vogelvlucht

- In de afgelopen weken steeg de spread tussen de Duitse 10-jaarsrente en de rente op overheidsobligaties van de Zuid-Europese landen met een hoge schuldgraad sterk, zoals te zien op de grafiek hiernaast.
- De Italiaanse 10-jaarsrente ging op een bepaald moment boven 4% uitstijgen, alvorens – volgend op de emergency meeting van de ECB – weer te dalen tot 3,31%. Een stevige daling, die bewijst dat de ECB voorlopig in haar opzet is geslaagd. De enveloppe die Lagarde zal uittrekken als backstop voor het stijgen van de rente is voorlopig nog niet bekend en zal voldoende groot moeten zijn om de spread te beperken.
- De vraag is nu hoelang deze stijging van de langetermijnrentes zich kan doorzetten. Enerzijds ziet het er niet naar uit dat de inflatie snel zal afkoelen, of zelfs zal pieken de komende maanden. Anderzijds zien we dat de '5y forward starting 5y inflation swaps' al een tijdje aan het corrigeren zijn, van 2,59% begin mei tot 2,16% op het moment van schrijven. Tegelijkertijd wijzen verschillende vooruitkijkende economische indicatoren op een flinke groeivertraging, zoniet een recessie. De komende maanden zal blijken of de strijd tegen inflatie of de vrees voor een recessie de overhand neemt in de rentevoeten.



# Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

- Geconfronteerd met bloedrode inflatiecijfers in de Verenigde Staten, heeft de Amerikaanse centrale bank de strijd tegen stijgende prijzen tot haar prioriteit gemaakt, met het risico de prognoses voor haar economie aanzienlijk te verduisteren.



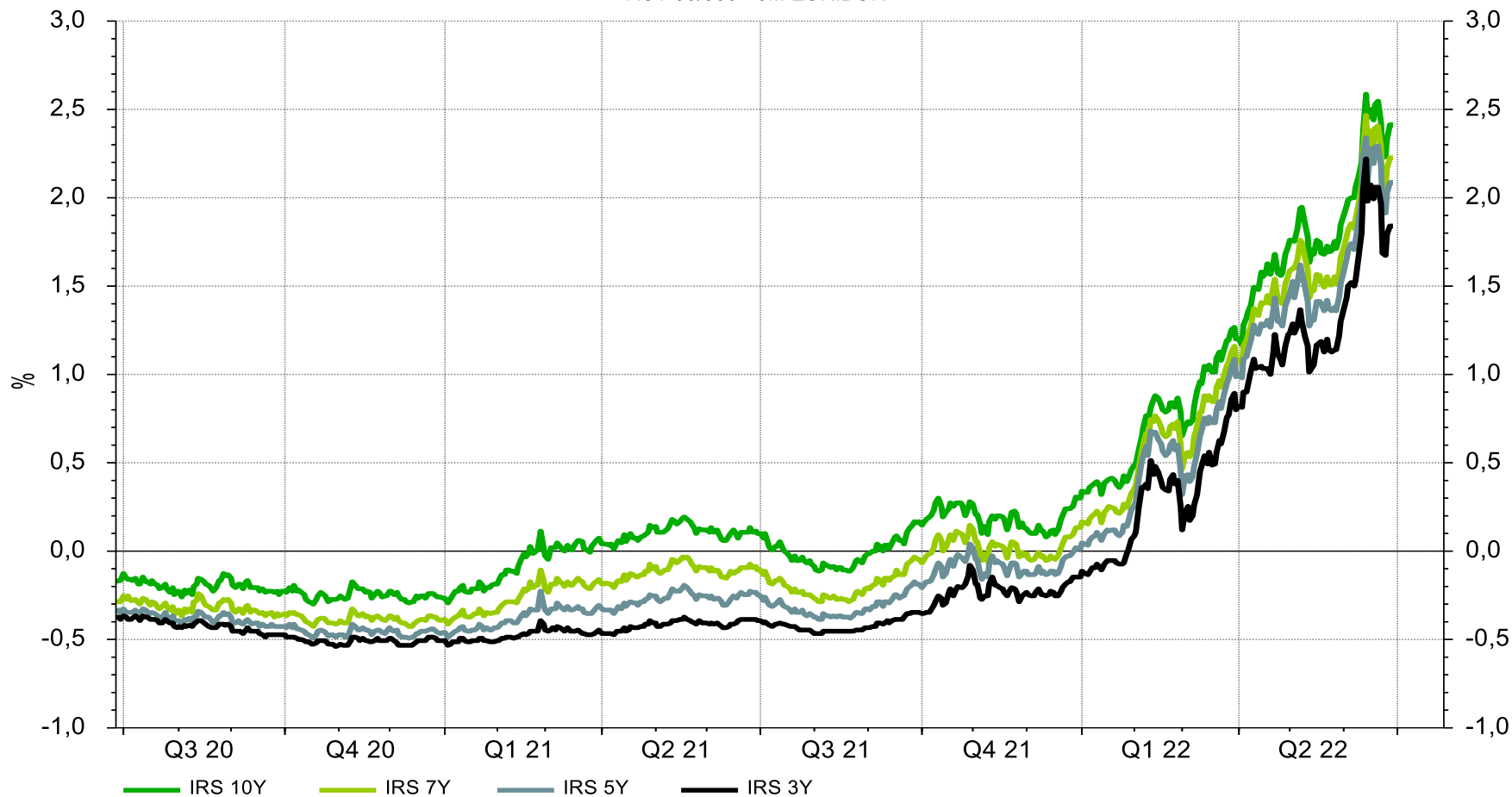
- De huidige situatie komt heel duidelijk tot uiting in de evolutie van de rentecurve van de Amerikaanse staatsobligaties. Het korte deel van de curve ging in de laatste maanden scherp hoger als gevolg van de plotse renteverhoging van de IOER met 75 bp. Daarenboven zijn het de verwachtingen van deze aanstaande renteverhogingen die de rente op overheidsobligaties van 6 maanden tot 3 jaar opdrijven.
- De langere looptijden, gedreven door toekomstige groeien inflatieverwachtingen stijgen ook. De Amerikaanse 10-jaarsrente bereikte midden juni een voorlopig hoogtepunt in de buurt van 3,5%. De spread met de 2-jaarsrente is geslonken tot slechts enkele basispunten.

- Het is in deze context dat de rente op 2-jaarsstaatsobligaties – die de verwachtingen van veranderingen in de korte rente weerspiegelt – steeg van 0,77% aan het begin van het jaar tot meer dan 3% eind juni. Dit is dus een mooie sprong, die ons terugbrengt naar niveaus die meer zijn waargenomen sinds voor de financiële crisis.

# Interest Rate Swaps

## ICE EUR SWAP Rates

ACT 30/360 - 6M EURIBOR



Bron: Refinitiv Datastream



**BNP PARIBAS**  
**FORTIS**

The bank for a changing world

# 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.

