IR BI-MONTHLY
TERUGVAL DOOR CORONAVIRUS TIJDELIJK?

FEBRUARI 2020

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 Gijsels
Chief Investment Officer
philippe.gijsels@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

De onzekerheden en paniek rond het coronavirus hebben een abrupt einde gemaakt aan het herstel van de langetermijnrentes.

Na een piek te hebben bereikt met -0,18% in januari, daalde de Duitse 10-jaarsrente de laatste weken weer tot -0,40%. De Amerikaanse 10-jaarsrente viel dan weer terug van 1,94% eind vorig jaar tot 1,56% op het moment van schrijven.

We verwachten echter dat de economische impact van het coronavirus tijdelijk zal zijn, en voorzien daarom niet dat de Federal Reserve of de ECB op korte termijn zullen ingrijpen. Daarom voorspellen we dat zowel de Europese als de Amerikaanse langetermijnrentes gestaag zullen stijgen tegen het einde van dit jaar.

Veel leesplezier,
Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans

Voorspellingen

Regio	Rente	Q1 '20	Q2 '20	Q4 '20	Q4 '21
Eurozone	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%
Verenigde Staten	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%

* Duitse benchmark.

Voorspellingen BNP Paribas op 12/02/2020

Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	18/03/2020	1,6250%	Status Quo	89,3%	Renteverlaging	10,7%
ECB	Deposit Facility Rate	12/03/2020	-0,50%	Status Quo	94,8%	Renteverlaging	5,2%
Bank of Canada	ON Target Rate	04/03/2020	1,75%	Status Quo	83,7%	Renteverlaging	16,3%
Bank of England	Bank Rate	26/03/2020	0,75%	Status Quo	89,7%	Renteverlaging	10,3%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	19/03/2020	-0,10%	Status Quo	71,3%	Renteverlaging	28,7%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	19/03/2020	-0,75%	Status Quo	77,4%	Renteverlaging	22,6%

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

Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- De ECB houdt al geruime tijd een erg soepel monetair beleid aan. Door de nu al zwakke waarderingen voor de euro, zal een verdere monetaire versoepeling weinig zoden aan de dijk brengen. We achten het dan ook niet onwaarschijnlijk dat de centrale bank binnen de tijdhorizon van 2020-21 de rente verder zal verlagen.

- Tijdens de rentebijeenkomst van 12 december bevestigde de *Governing Council* het engagement om obligaties aan te kopen voor een bedrag van €20 miljard per maand, tot de inflatie terug het target van dichtbij, maar net onder de 2%, benadert. Rond deze arbitraire inflatiedoelstelling is de laatste tijd ook veel te doen geweest. (zie '*In the picture*')

- Dit jaar zal de ECB voor het eerst sinds 2003, onder impuls van de nieuwe president Christine Lagarde, haar beleid herzien. Deze boodschap werd naar voor gebracht tijdens de beleidsbijeenkomst van de Europese centrale bank in januari. Twee zaken vielen ons op in de boodschap van Lagarde. De *Council* zal tijdens de herziening van het beleid een vinger aan de pols houden en ingrijpen indien nodig. Door duidelijk een scheiding te maken tussen de strategische beleidsherziening en het monetaire beleid, wil de ECB vermijden de indruk te geven dat diens handen geboeid zijn. Desalniettemin verwachten we voor 2020 een centrale bank op automatische piloot.

- Ook opmerkelijk was de toon die de president aanhield bij het antwoorden op vragen rond de strategische herziening. Christine Lagarde benadrukte een open geest te willen behouden bij het uitvoeren van de oefening. Uiteraard met de bedoeling om niet op de resultaten vooruit te willen lopen. Al kan hiermee ook de kans worden onderstreept dat dit voor de markten verrassingen kan inhouden.

Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

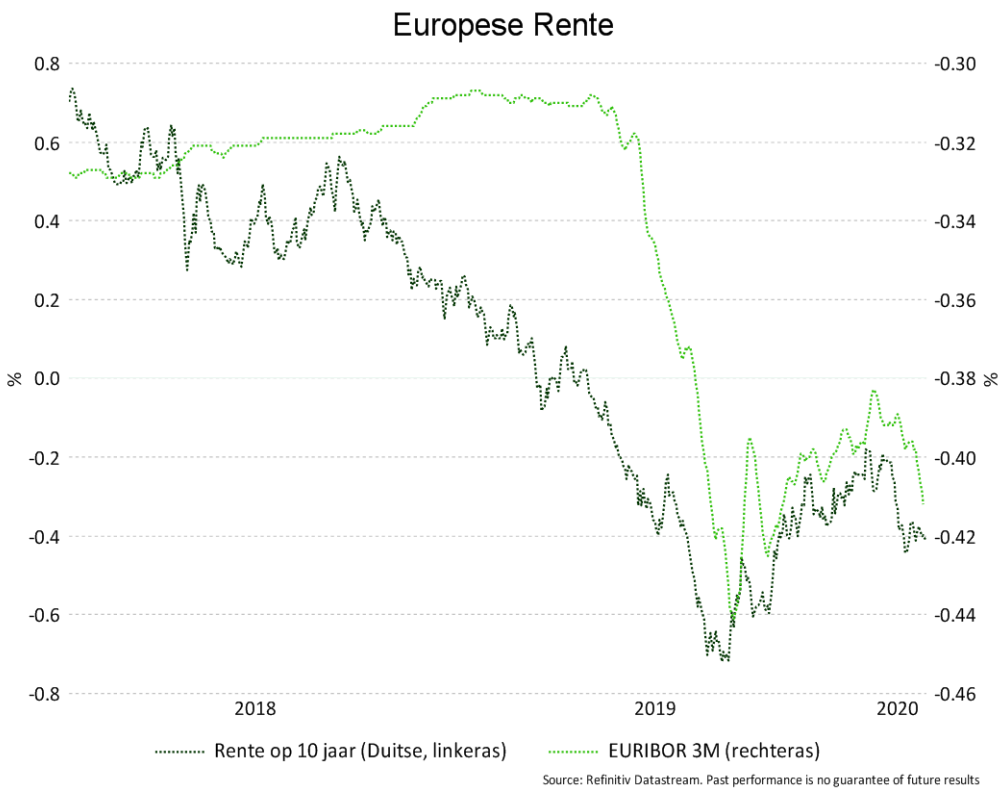
- Tijdens de eerste bijeenkomst van de Fed in 2020 liet president Jerome Powell uitschijnen dat hij de economie in goede gezondheid achtte en dat renteverlagingen voorlopig niet aan de orde zijn, waardoor de beleidsrente in de range van 1,50%-1,75% blijft.

- De Amerikaanse economie stelt sterke jobcijfers en private consumptie tentoon. Daarnaast is de handelsonzekerheid afgenomen door het ondertekenen van de 'Phase 1'-deal tussen China en de Verenigde Staten. De Verenigde Staten blijven dus sterk presteren vergeleken met de eurozone, die kampt met lage groei en een zwakke industrie.

- Het blijft ons inzicht dat de drie renteverlagingen in 2019 als een soort voorzorgsmaatregel genomen werden en eventuele renteverlagingen nu als reactie op economische data zullen worden doorgevoerd. Vanwege de verbetering in deze laatste, veranderen we onze verwachtingen en zien we de Fed voorlopig geen verlaging van de rente doorvoeren.

- Nadat de Fed de repo-operaties in december al had verlengd, besliste het FOMC om nog zeker tot april de liquiditeitsinjecties door middel van repo- en T-bill-aankopen voort te zetten, hoewel het plafond van aankopen wel werd verlaagd naar $20 miljard per maand voor termijnrepo- en $100 miljard per maand voor *overnight* repo-aankopen. Hiermee geeft de Fed blijk van de overtuiging dat de reporente niet de hoogte in zal schieten zonder liquiditeitsinterventies. Het bedrag aan T-bill-aankopen blijft voorlopig ongewijzigd op $60 miljard per maand.

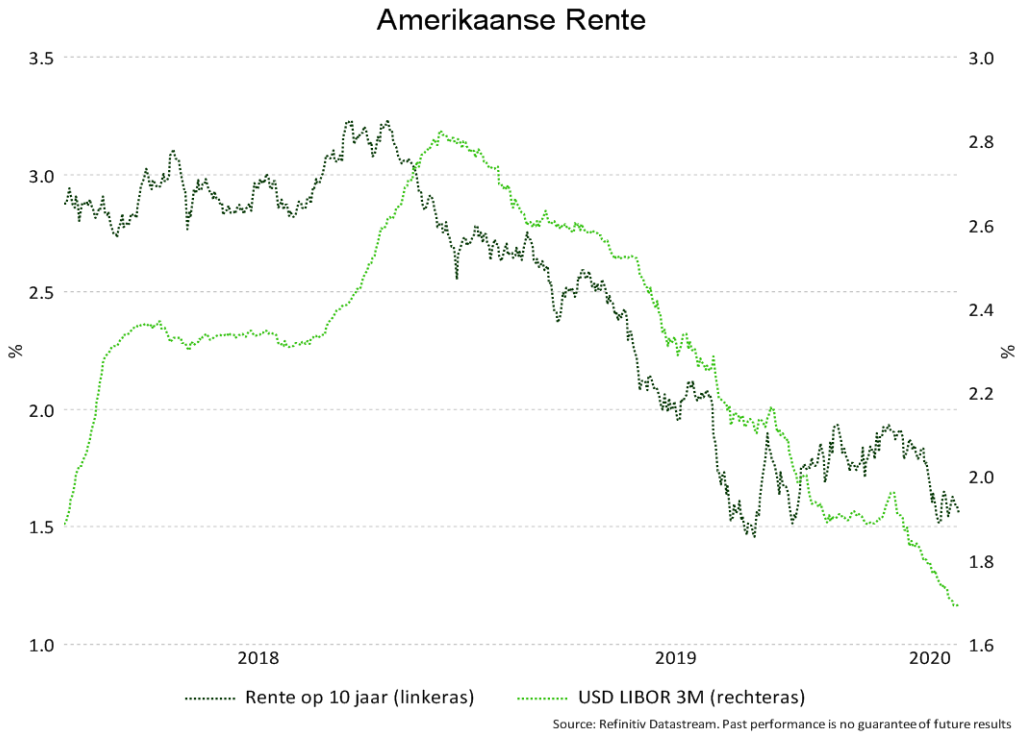
Eurozone: rente in vogelvlucht



- De stijging van de Duitse 10-jaarsrente, die sinds september te bemerken was, bereikte een hoogtepunt rond de jaarwisseling aan een niveau van -0,18%. Begin januari was er eerst een daling, ten gevolge van seizoensgebonden patronen in de vraag, waarna de 10-jaarsrente als gevolg van het coronavirus in de 2de helft van de maand daalde tot -0,44% en daarmee in de buurt kwam van ons target van -0,50% voor Q1 2020.

- We zien weinig potentieel voor een verdere significante verlaging van de langetermijnrente. Enerzijds door de beperkte kans die we toeschrijven aan een verdere verlaging van de beleidsrente door de ECB en de Fed. Anderzijds omdat de inflatie in de eurozone sinds oktober terug aan het versnellen is en een niveau van 1,4% bereikte in januari.

Verenigde Staten: rente in vogelvlucht



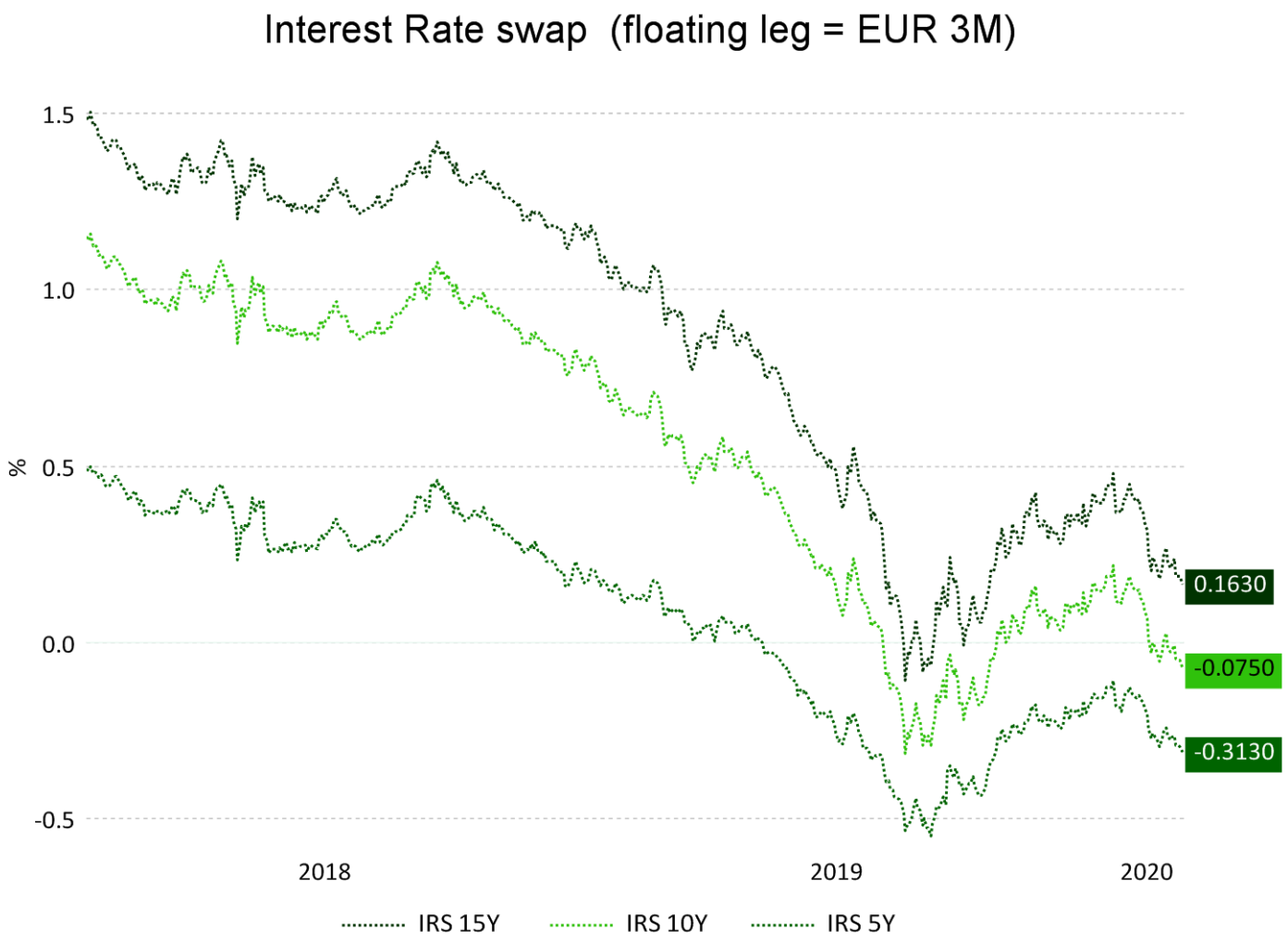
- In de loop van januari verloor de Amerikaanse 10-jaarsrente bijna 40 basispunten, waardoor die momenteel rond 1,58% noteert. Hoewel de Amerikaanse arbeidsmarkt in januari nogmaals zijn sterkte bewees en ook de consumptie op peil blijft, is het de uitbraak van het coronavirus en de hieraan gelinkte economische impact die de daling van de langetermijnrente teweegbracht.

- Het is onze verwachting dat de rente tegen Q3 terug zal oppikken naar 2,10%, onder impuls van de afbouw van het liquiditeitsprogramma van de Fed. Daarnaast zien we de afname in de vraag naar Amerikaans staatspapier ook beperkt blijven, vanwege de negatieve rentes in Japan en Europa.

- De mate waarin de verspreiding van het coronavirus kan worden ingeperkt, zal een belangrijke factor zijn in het opwaarts potentieel voor de rente.

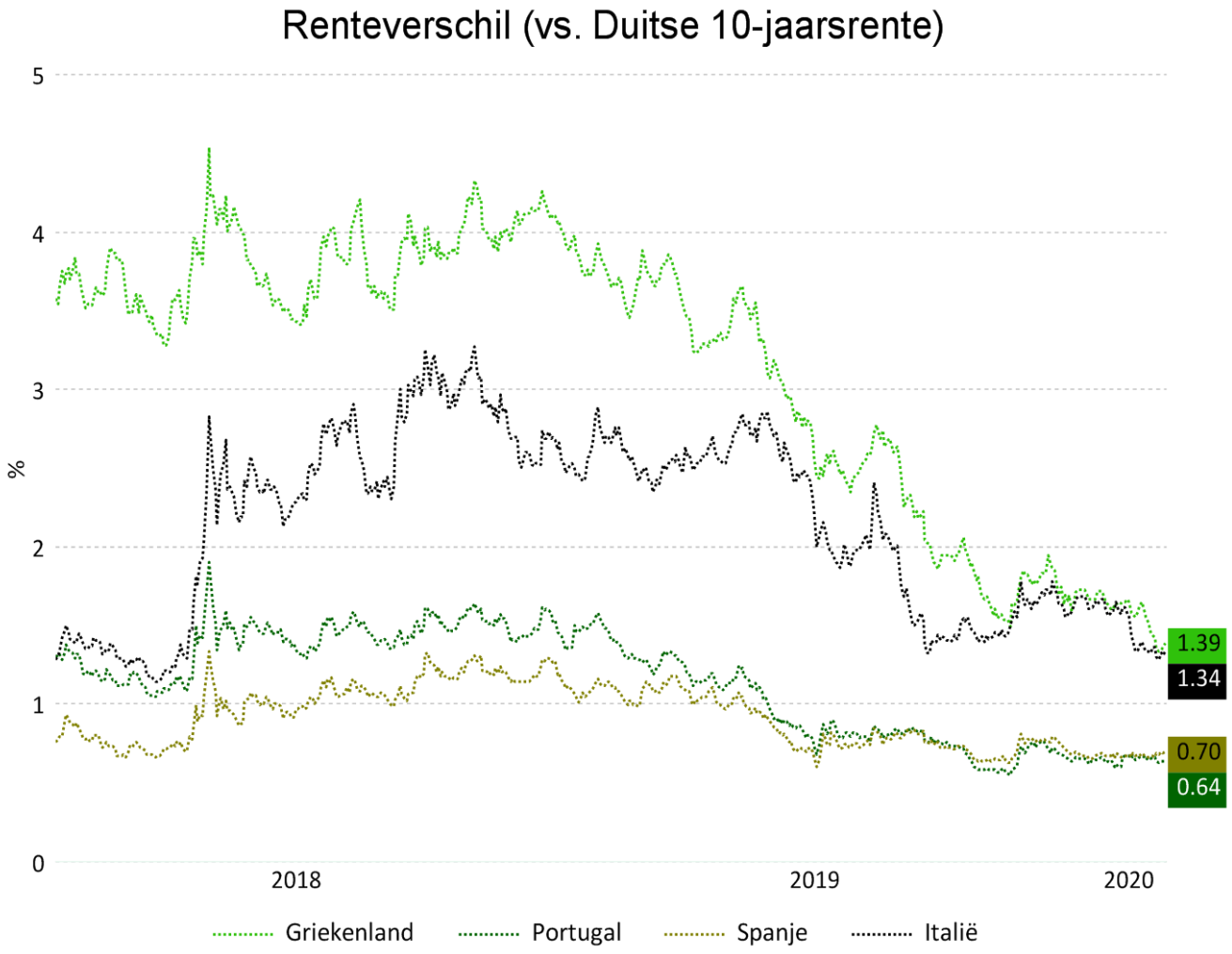
- Tot slot bestaat de kans op verhoogde volatiliteit indien de presidentsverkiezingen tot een '*unified government*' (situatie waarbij zowel de president en het congres tot dezelfde partij behoren) leiden, wat grote beleidswijzigingen kan inhouden.

Interest Rate Swaps



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

Risicopremies in de periferie



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

In the picture: woonkost en de inflatietarget van de ECB

Benoît Coeuré: Speech at the ECB colloquium on 'Monetary policy: the challenges ahead'. Frankfurt, 18 December 2019.

"The HICP has been a tremendous achievement in terms of providing a reliable, timely and comparable measure of consumer inflation across EU Member States. But whether it adequately captures the cost of living should be subject to regular review. A well known example is the cost of housing."

"The HICP captures only marginally the largest single lifetime expenditure of households - their cost of housing. Housing costs currently enter the HICP mainly through actual rentals, with a weight of just 6,5%. The costs of owner occupied housing, by contrast, are not included even though more than 65% of households in the euro area own their main residence."

Wat is de uitdaging voor de ECB?

Tijdens de laatste rentebijeenkomst van de ECB op 23 januari 2020 drukte Christine Lagarde meteen haar stempel door een gekend topic op de agenda te plaatsen. De ECB kampt namelijk al jaren met het probleem dat er in de meest bekeken inflatietarget, de HICP (Harmonised Index of Consumer Prices), geen plaats is voor de kost voor bewoners van een eigen woning.

Dat is een probleem omwille van verschillende redenen. Twee derde van de huishoudens in de eurozone zijn eigenaar van hun eigen woning, waardoor de kost daarvan een belangrijke impact heeft op gezinnen. Aangezien er in de HICP geen plaats is voor deze uitgave, reflecteert die onvoldoende de perceptie van gezinnen over de levensduurte. 6,5% van de index bestaat wel uit huurkosten, maar dat is dus onvoldoende voor een correcte representatie.

BNPP Deep Dive. Eurozone inflation: 'HICP reform and the cost of housing' werd gebruikt als input voor deze publicatie en stellingen berusten op informatie uit dit rapport.

In the picture: woonkost en de inflatietarget van de ECB

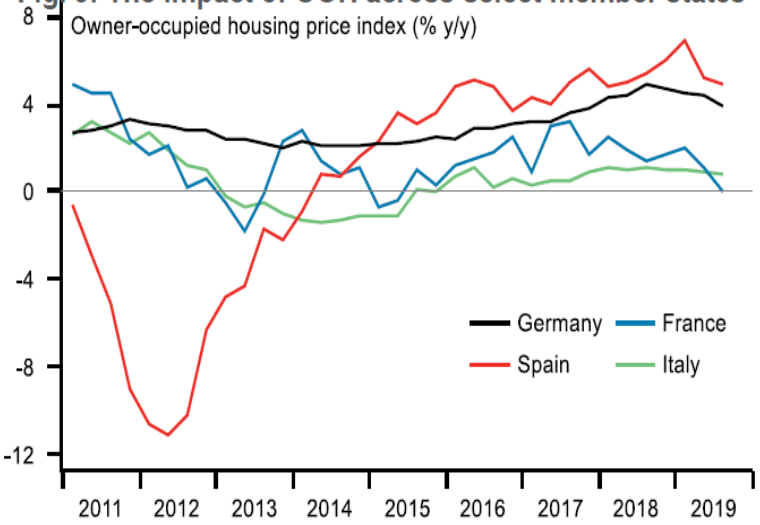
Welke moeilijkheden maken de inclusie van deze woonkost een uitdaging?

Rekening houden met de kost van een woning in eigen bezit betekent de inclusie van vastgoedprijzen in de HICP. Bijgevolg zou er een ‘activa’-component in de HICP worden opgenomen, aangezien vastgoed kan worden aangekocht voor eigen gebruik, maar óók als investering.

Daarenboven zijn alle prijzen opgenomen in de HICP normaal gebaseerd op reële transacties van goederen en diensten, en is het gebruik van berekeningen om prijzen af te leiden niet toegelaten. De woonkost voor eigenaars van een eigen woning zou echter alleen met dergelijke berekeningen kunnen worden afgeleid.

Een andere uitdaging is de sterke variatie in de prijzen van woningen van land tot land (zie grafiek), waardoor de gemeten inflatie voor verschillende landen plots sterker zou kunnen verschillen. Daardoor zal het voor de ECB nog moeilijker worden om voor alle landen een *tailormade* monetair beleid te voeren.

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’ werd gebruikt als input voor deze publicatie en stellingen berusten op informatie uit dit rapport.

In the picture: woonkost en de inflatietarget van de ECB

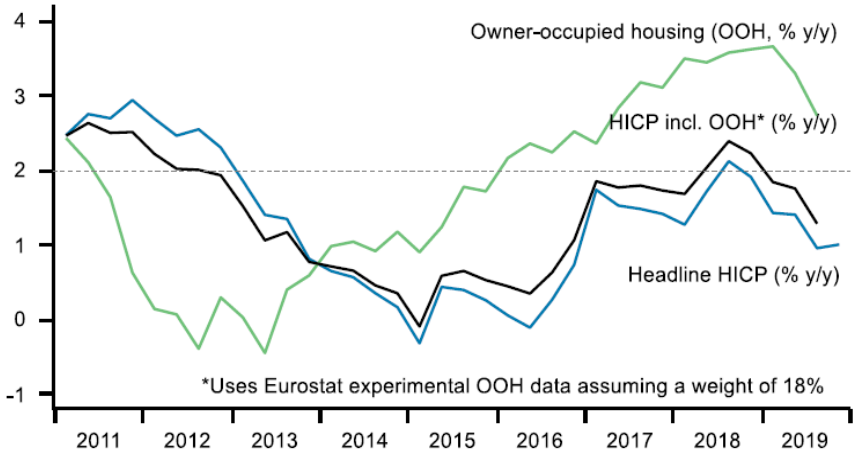
Wat zou de inclusie van de nieuwe woonkost betekenen voor de HICP?

De toevoeging van een activacomponent in de HICP zou de index veel cyclischer kunnen maken. Vastgoedprijzen zijn namelijk gevoeliger voor economische cycli dan de traditionele componenten in de HICP.

Tegelijkertijd zijn vastgoedprijzen minder seizoensgevoelig dan de andere componenten, waardoor de seizoensgebonden schommelingen binnen één en hetzelfde jaar kleiner zullen zijn.

Volgens berekeningen zou de inclusie van de kost van een woning in eigen bezit de inflatie en de kerninflatie met respectievelijk 0,35 en 0,50 procentpunt kunnen verhogen.

Fig. 1: EUR inflation and owner-occupied housing



Sources: Eurostat, Macrobond, BNP Paribas

Wat zou de inclusie van de nieuwe woonkost betekenen voor het monetaire beleid?

Als de kost van een woning in eigen bezit zou worden toegevoegd aan de HICP-index, zou dat een ‘hawkish’ signaal kunnen sturen naar de markten, omdat het de inflatie dichter bij de target van ‘lager dan, maar dicht bij 2%’ zou brengen.

De timing is echter niet gunstig voor een ‘hawkish’ bericht, en dus zou de ECB ervoor kunnen opteren om tegelijkertijd de inflatietarget zelf te veranderen door ‘lager dan, maar dicht bij’ te verwijderen uit de inflatietarget.

BNPP Deep Dive. Eurozone inflation: ‘HICP reform and the cost of housing’ werd gebruikt als input voor deze publicatie en stellingen berusten op informatie uit dit 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.