

IR BI-MONTHLY

LAGARDE ONTPOPT ZICH TOT HAVIK

11 JANUARI 2023

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

In de tweede jaarhelft van 2022 waren de publicaties van inflatie-indices de economische data waar veruit de meeste aandacht naartoe ging. Zowel aan Europese als Amerikaanse zijde trachtten analisten te zoeken naar signalen die op een piek in het tempo van de prijsstijgingen konden wijzen.

Intussen lijkt – met dank aan de dalende energieprijzen en vanwege de afnemende vraag – die piek in inflatie bereikt. Toch wil dat niet zeggen dat er onmiddellijk een ommekeer in het beleid van de centrale banken moet worden verwacht. Met een krappe arbeidsmarkt en betere industriële vooruitzichten lijkt de economie nog niet meteen af te koelen. Bovendien heropent China in sneltempo en moeten we de impact daarvan op de grondstofprijzen nog voelen. Centrale bankiers zien dus de nood om de hardnekkige kerninflatie zo snel mogelijk de kop in te drukken.

Meer nog, de aanhoudende inflatie heeft ook enkele reuzen wakker gemaakt. Nadat de ECB het tijdperk van negatieve rente achter zich liet, begint ook de Japanse centrale bank voorzichtig aan de eerste stappen richting een strenger monetair beleid.

In deze publicatie gaan we dieper in op de aanpak van de Fed en de ECB en de gevolgen daarvan. Terwijl overheden fiscale maatregelen nemen om de pijn van de inflatie voor ondernemingen en gezinnen te verzachten, worden de financieringsvoorwaarden strenger. Daarnaast analyseren we de recente beslissing van de Bank of Japan om de voorwaarden voor Yield Curve Control te versoepelen en waarom de Japanse centrale bank – de laatste centrale bank die een negatieve beleidsrente hanteert – op die manier de rentecurve manipuleert.

Veel leesplezier,

Mattias Demets, Fiorenzo Mele, Mathilde Jamar, Lea Paleressompoulle en Anton Pietermans



Voorspellingen

Regio	Rente	Q1 '23	Q2 '23	Q3 '23	Q4 '23	Q4 '24
Eurozone	Deposit rate	3,00	3,00	3,00	3,00	2,00
	2-year*	2,75	2,45	2,20	2,00	1,50
	10-year*	2,75	2,65	2,50	2,30	2,00
Verenigde Staten	Fed Funds Rate	5,15	5,15	5,15	5,15	3,15
	2-year	5,00	4,25	3,85	3,50	2,75
	10-year	4,30	4,00	3,75	3,50	3,25

*Duitse benchmark

Voorspellingen BNP Paribas op 03.01.2023



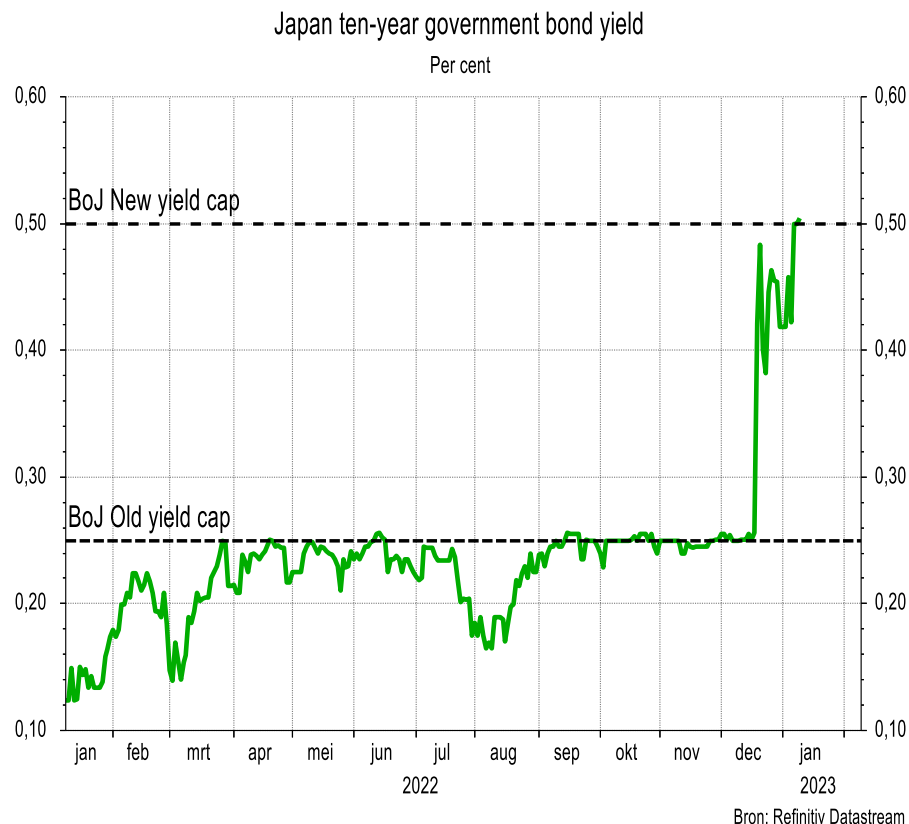
Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	01/02/2023	4,375%	Renteverhoging (25bp)	68,8% ↑	Renteverhoging (50bp)	31,2% ↑
ECB	Deposit Facility Rate	02/02/2023	2,00%	Renteverhoging (50bp)	97,2% ↑	Renteverhoging (25bp)	2,8% ↑
Bank of Canada	ON Target Rate	25/01/2023	4,25%	Renteverhoging (25bp)	58,1% ↑	Status Quo	41,9% =
Bank of England	Bank Rate	02/02/2023	3,50%	Renteverhoging (50bp)	76,4% ↑	Renteverhoging (25bp)	23,6% ↑
Bank of Japan	Policy Rate Balance	18/01/2023	-0,10%	Status Quo	84,5% =	Renteverhoging (10bp)	16,5% ↑
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	23/03/2023	1,00%	Renteverhoging (50bp)	75,4% ↑	Renteverhoging (25bp)	24,6% ↑

Bron: Thomson Reuters Data Stream (03.12.2022)



In the Picture: paradigmaverschuiving in Japan



Is het ultra-accommodatieve monetaire beleid van Japan op zijn retour?

- Op 20 december 2022 verraste de Bank of Japan de markten door te verklaren dat zij zou toestaan dat de rente op Japanse benchmarkobligaties (JGB's) met een looptijd van 10 jaar binnen een bredere bandbreedte van 0,50% zou schommelen, in plaats van de huidige 0,25%. Een signaal dat de markt interpreteert als de eerste stap naar normalisatie. Maar wat betekent dat in de praktijk?

Achtergrond

- In het kader van het beleid voor het beheer van de rentecurve behoudt de BoJ zich in september 2016 het recht voor om een onbeperkt aantal staatsobligaties op de markt te kopen om de rente binnen de gewenste marge te houden. Dankzij het beleid ter beheersing van de rentecurve kon Japan de rente extreem laag houden, soms zelfs negatief, om de deflatoire krachten in zijn economie tegen te gaan.



In the Picture: paradigmaverschuiving in Japan

Het verschil in monetair beleid heeft de yen hard getroffen

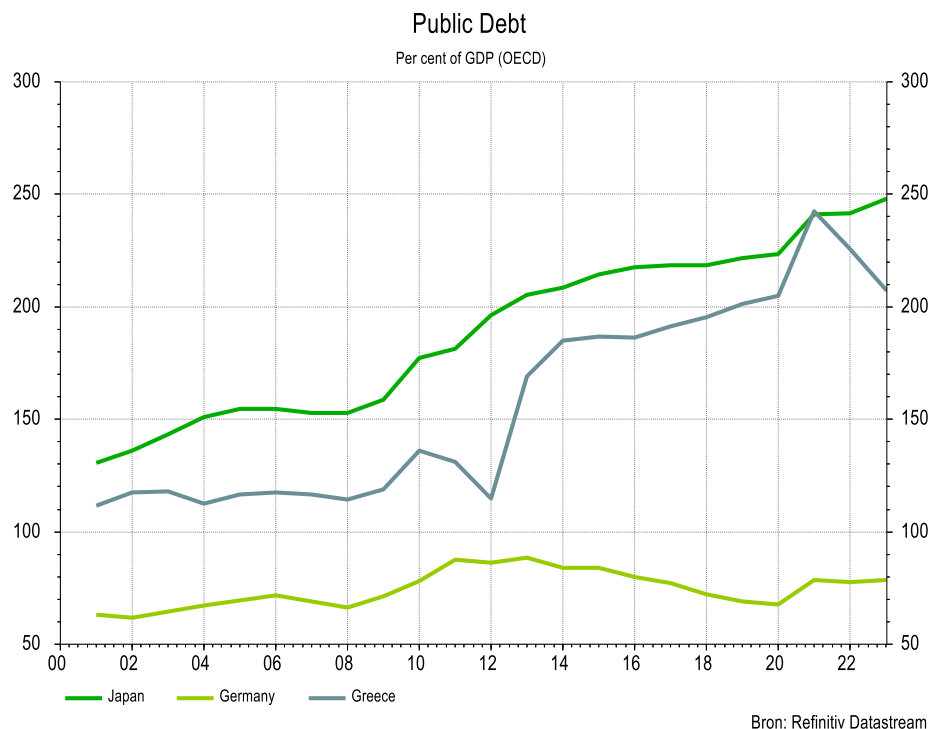
- In een poging om haar economie te ondersteunen heeft de BoJ haar rente in negatief terrein gehouden, waardoor een extreem accommodatief monetair beleid is ontstaan. Dat terwijl in 2022 westerse centrale bankiers – aangevoerd door het Verenigd Koninkrijk en op de voet gevolgd door hun Amerikaanse en Europese tegenhangers – recordrenteverhogingen doorvoerden om de schade van de ongebreidelde inflatie te beperken, zowel op de marges van bedrijven als op de koopkracht van huishoudens.
- Het verschil in monetair beleid heeft de Japanse munt hard getroffen, waardoor de wisselkoers van de yen in 2022 op zijn laagste punt met ongeveer 12% verzwakte ten opzichte van de euro en met bijna 30% ten opzichte van de greenback. Aan het eind van het jaar intervenueerde de BOJ daarom met wisselend succes rechtstreeks op de geldmarkt om de yen te ondersteunen, door die terug te kopen met haar deviezenreserves. Aangezien die reserves niet oneindig zijn, moeten de Japanse centrale bankiers hun plannen herzien.



Bron: Refinitiv Datastream



In the Picture: paradigmaverschuiving in Japan



- Nu de inflatie weer opkomt in Japan, dat in het verleden te maken heeft gehad met een nul- of zelfs negatieve inflatie, zouden de Japanse centrale bankiers traditioneel gedwongen moeten worden hun belangrijkste rentetarieven te verhogen. Niettemin heeft de Japanse economie met meer dan 250% de hoogste schuldquote ter wereld. Het is dan ook begrijpelijk dat de BoJ voorzichtig is met haar herwaardering van de korte rente, op het gevaar af dat zij een buitensporige begrotingsdruk op de staatsbegroting veroorzaakt met de kosten van toenemende rentebetalingen.

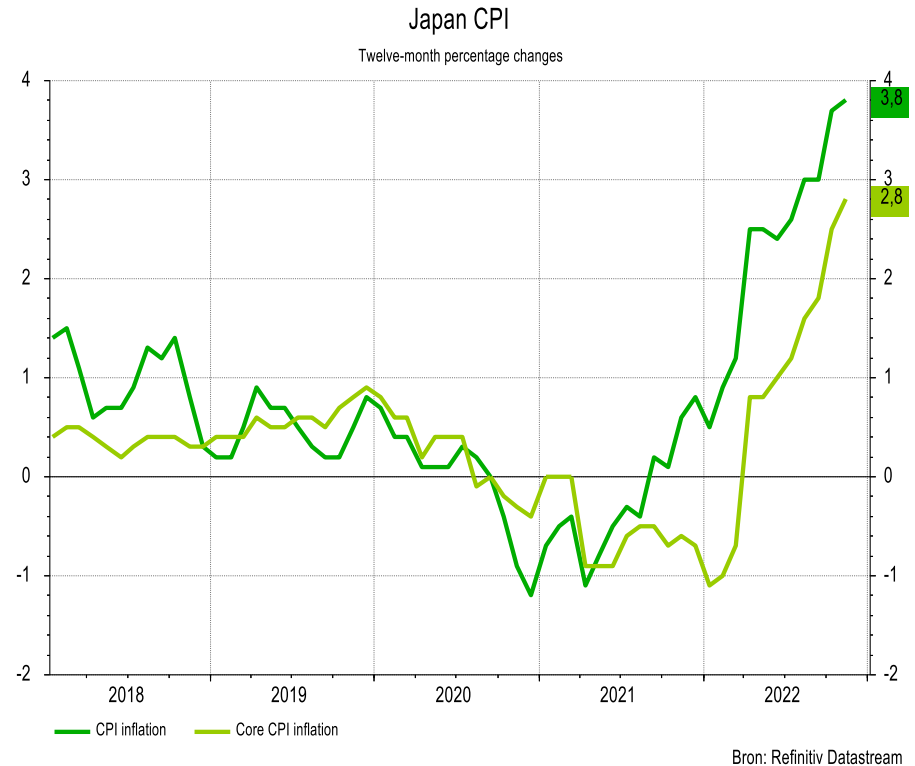
Wat houdt die verandering in de YCC in?

- Die verrassende stap werd door economen geïnterpreteerd als een beslissende verschuiving in de richting van normalisering van het monetaire beleid. Velen lijken nu bereid te wedden dat de BOJ het plafond verder zal verhogen of helemaal zal afschaffen naarmate de inflatie in Japan toeneemt. Dat heeft geleid tot een verkoopgolf van Japanse obligaties, waardoor de BoJ begin dit jaar massaal obligaties moest opkopen om de rente onder controle te houden.



In the Picture: paradigmaverschuiving in Japan

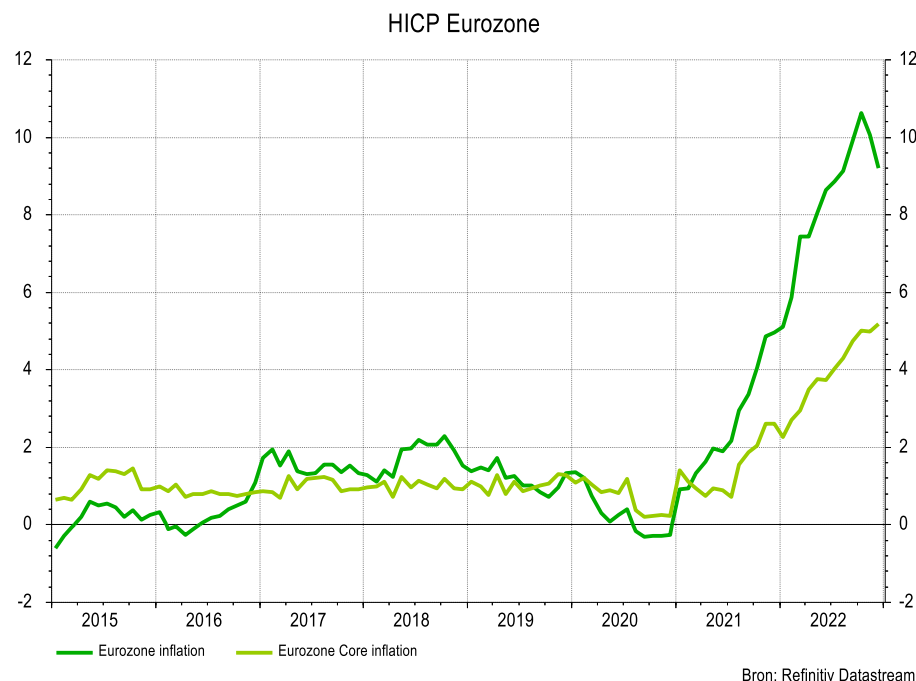
- Wij delen de overtuiging dat het mogelijk is dat de BoJ het YCC-plafond opnieuw zal verhogen. De BoJ zelf zal een dergelijke stap wellicht nog niet overwegen, maar zou opnieuw kunnen aanvoeren dat de neveneffecten van het huidige monetaire regime moeten worden aangepakt, door haar beleidstarieven ongewijzigd te laten maar de langetermijnrente vrijer te laten bewegen. Volgens ons is het ook mogelijk dat toekomstige YCC-verplaatsingen vooraf worden aangekondigd om financiële instellingen, waaronder pensioenfondsen, aanwijzingen te geven om zich dienovereenkomstig te positioneren.
- Op korte tot middellange termijn lijkt een ‘verkrapping’ van het Japanse monetaire beleid door een verhoging van de beleidsrente onwaarschijnlijk. Een dergelijke aanpassing zou eventueel gerechtvaardigd kunnen zijn om de neveneffecten te verzachten van wat een eeuw aan ultra-accommodatief beleid lijkt te zijn, maar dat blijft onwaarschijnlijk zolang de Japanse economie te kampen heeft met trage groeivoorzichten. Niettemin heeft de Bank of Japan bewezen dat zij kan verrassen en dat zij meer dan één pijl op haar boog heeft. Dus zeg nooit nooit.



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

Terugschakelen en gas geven

- Hoewel de ECB in december een versnelling lager leek te schakelen door het tempo van de renteverhogingen van 75bp naar 50bp te brengen, werd die beslissing gevolgd door een persconferentie waarin Christine Lagarde plankgas gaf.
- Ook in het perscommuniqué was de Europese Centrale Bank stellig. Terwijl in november nog werd verkondigd dat er 'substantiële vooruitgang' werd geboekt in de strijd tegen de inflatie, werd die stelling in december geschrapt en werd aan het communiqué toegevoegd dat de rente nog 'significant verder zal moeten stijgen' om 'tijdig' terug te vallen naar de beoogde 2% op middellange termijn.
- Zoals van de grafiek af te lezen valt, lijkt de HICP sinds november inderdaad over zijn piek heen en is die met enkele cijfers gezakt. De kerninflatie daarentegen lijkt die trend nog niet te volgen en blijft meer dan dubbel zo hoog als het doel dat in de mandaten van de ECB is opgenomen.
- Hoewel Christine Lagarde verklaarde haar beleid op het verloop van de inflatie te zullen eiken, lijkt ze niet snel te zullen afwijken van haar huidige cadans van 50bp-verhogingen van de depositorente. Dat is in lijn met de verwachtingen van onze analisten, die de ECB zowel in februari als in maart de beleidsrente zien optrekken om zo op een eindrente van 3% uit te komen.
- Met die grote wijziging in aanpak verrast de ECB niet alleen ons, maar ook haar eigen rangen. Het is Lagarde duidelijk menens met de strijd tegen de inflatie, wat een opwaarts risico aan het rentedoel verbindt.



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

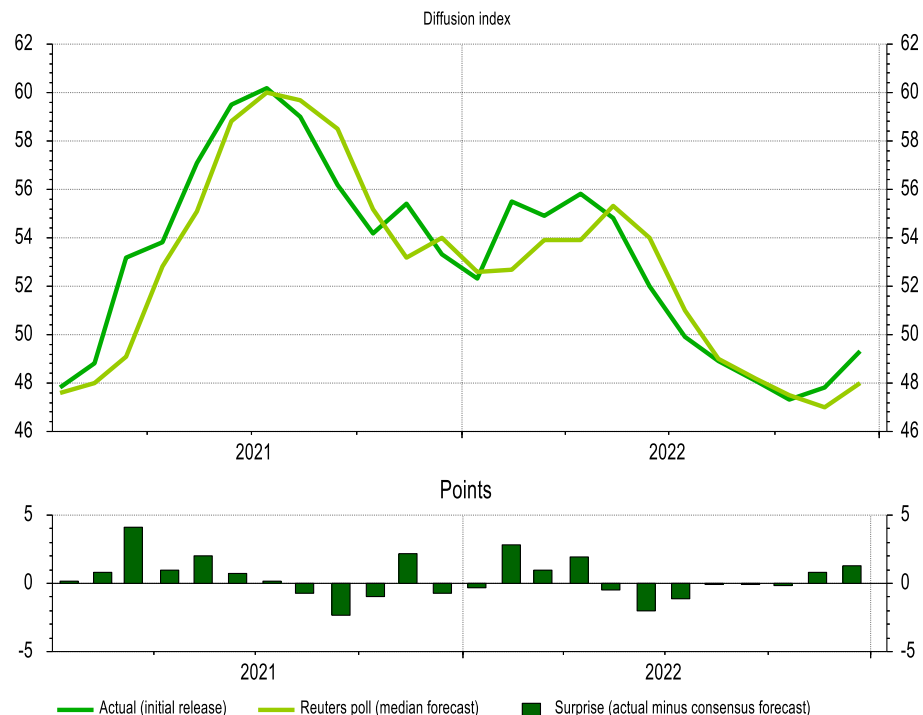
Startschot kwantitatieve verstrenging

- Tijdens de rentebijeenkomst van december werden ook de plannen voor de afbouw van de balans van de ECB uit de doeken gedaan. Zo zal vanaf maart tot aan het eind van Q2 het APP met 15 miljard euro per maand worden afgebouwd, wat overeenkomt met zowat 50% van de bedragen die vervallen binnen het programma en niet worden geherinverteerd.
- Als dat ordelijk verloopt, zou de ECB vanaf juli kunnen stoppen met het herinvesteren van tranches uit het APP die vervallen (momenteel zo'n 23 miljard euro per maand).

Vinger aan de pols

- Hoewel de ECB duidelijk prioriteit geeft aan prijsstabiliteit, is het belangrijk om de groeiverwachtingen – en meer specifiek de wijzigingen van de verwachtingen – nauwgezet op te volgen. Zowel economische groei als het proberen te verlagen van de werkloosheidsgraad behoren namelijk tot het ruimere mandaat van de centrale bank.
- De Europese PMI-cijfers geven op dat vlak een voorzichtig positief beeld. Nadat in november de index naar boven toe verraste en de krimp daarmee kleiner bleek dan de consensus had verwacht (zie grafiek), zette de PMI die opmars in december voort en komt de index opnieuw in de buurt van expansief terrein.

Euro area composite PMI & consensus forecasts



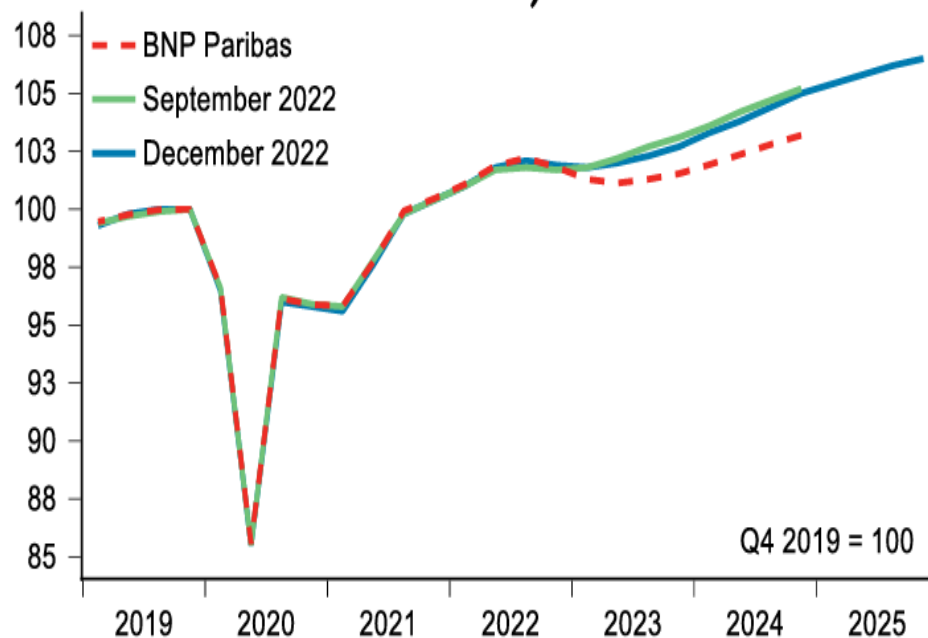
Bron: Refinitiv Datastream



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- Op groeivlak echter schetsen onze analisten een somberder beeld dan de ECB. Zij verwachten een krimp van de eurozone met 0,5%, terwijl de ECB het op een magere groei van dezelfde grootorde houdt. Voor 2024 bedragen onze groeiverwachtingen 1,3% tegenover 1,9% volgens de economen van het instituut uit Frankfurt.

GDP forecasts ECB and BNP Paribas (index Q4 2019 = 100)

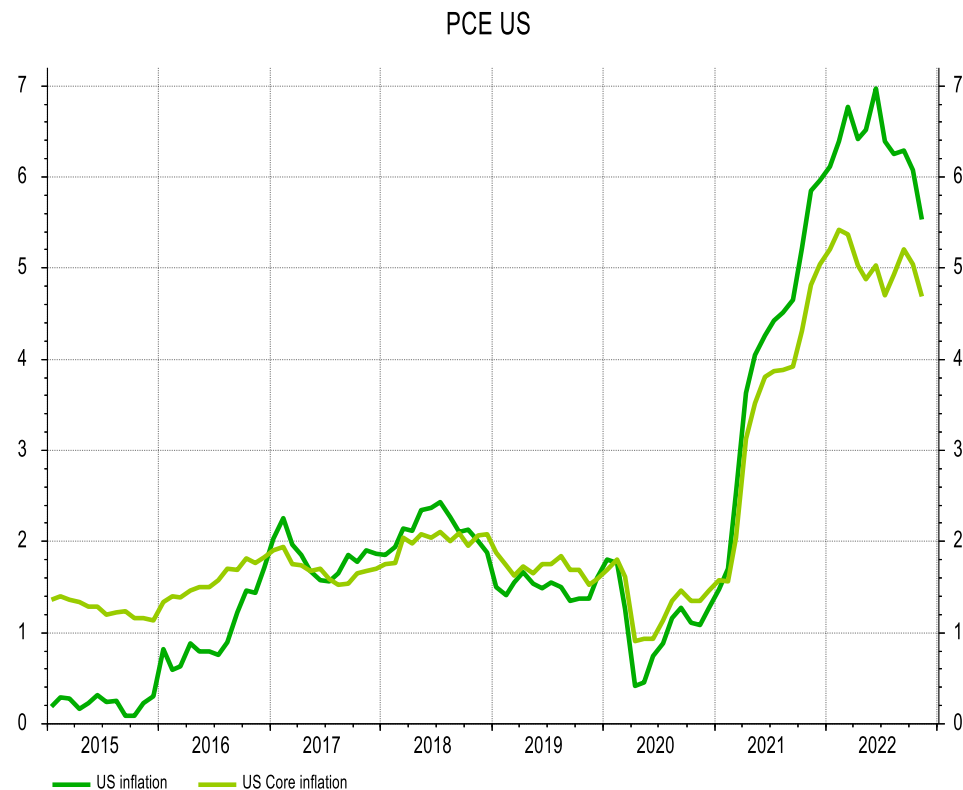


Sources: Eurostat, ECB, Macrobond, BNP Paribas forecasts



Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- De inflatie in de Verenigde Staten heeft in juni van 2022 een piek bereikt met 9% op jaarbasis. Nadien daalde de inflatie in november tot 7,10% op jaarbasis. Ook de kerninflatie lijkt – hoewel minder uitgesproken – een piek te hebben bereikt met 6,00% op jaarbasis in november, tegenover 6,60% op jaarbasis de maand ervoor.
- De afkoeling van de inflatie geeft de Federal Reserve de ruimte om iets gematigder te zijn in de communicatie. Toch blijft de centrale bank strijdlustig. Zo verklaarde Jerome Powell in de FOMC-meeting van december 'tevreden' te zijn met de recente daling van de inflatie op jaarbasis, maar 'substantieel meer bewijs' te willen zien alvorens te concluderen dat de inflatie op een structureel dalend traject ligt.
- Daarom ook dat de Dot Plot erop wijst (op basis van de mediane dot) dat de 'hiking-cyclus' zal eindigen met een Federal Funds-tarief van 5,25% in 2023 (momenteel 4,25% - 4,50%). Jerome Powell voegde daar overigens aan toe dat er in de Dot Plot geen sprake is van een eerste renteverlaging later in 2023, in tegenstelling tot wat er impliciet door de markten wordt geëvalueerd.

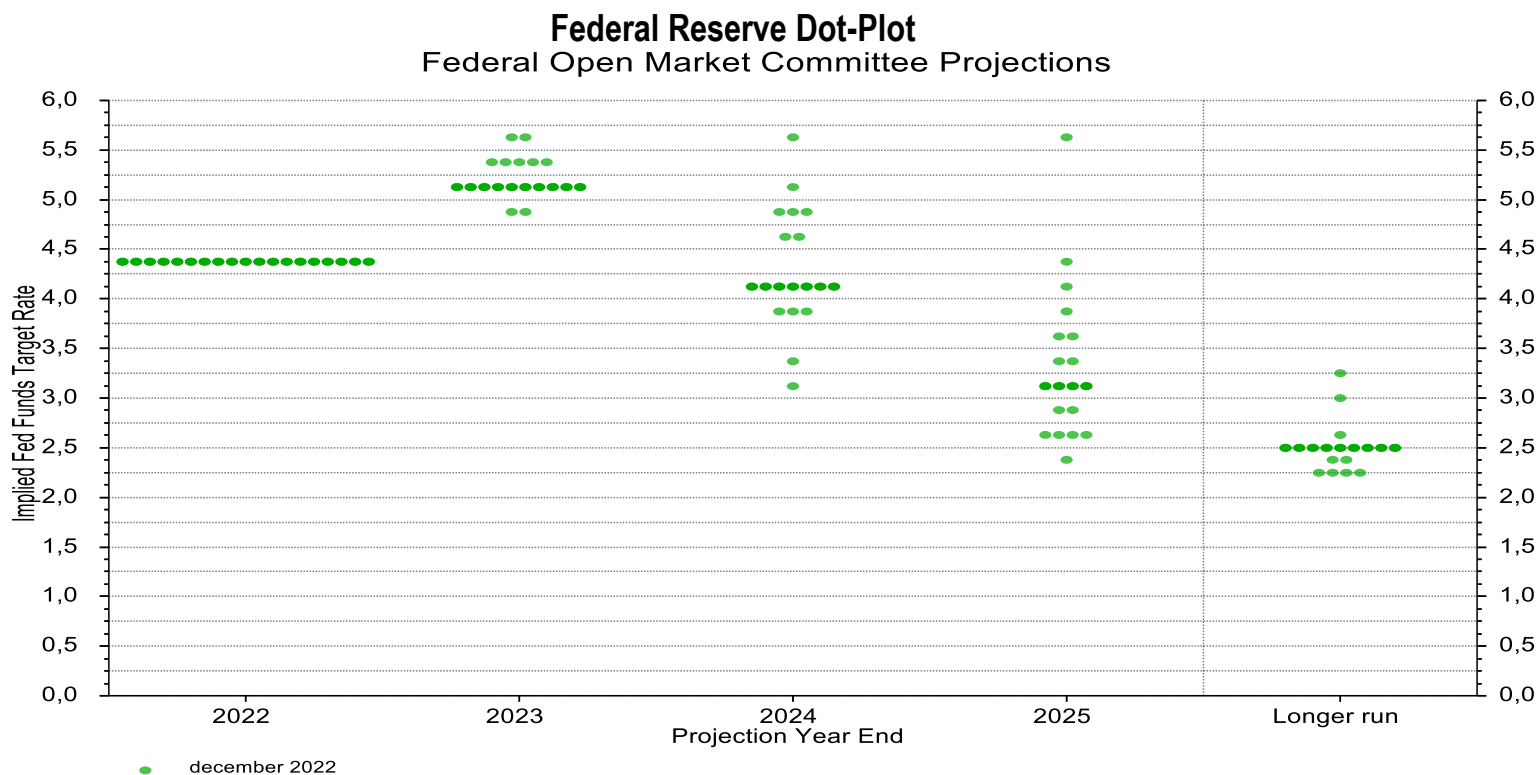


Bron: Refinitiv Datastream



Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- Opvallend is de consensus die we kunnen afleiden uit de Dot Plot over het te volgen rentetraject in 2023 waar de dots erg dicht bij elkaar liggen, terwijl er toch een grotere deviatie is in de positionering van de dots voor 2024. Daaruit blijkt dat sommige bestuurders een zachte landing verwachten, terwijl andere een ergere recessie voorspellen.
- Het basisscenario dat we voorop kunnen stellen na de laatste rentebijeenkomst is dat de Federal Reserve het Federal Funds-tarief met 50 basispunten zal optrekken in februari 2023 en met 25 basispunten in maart 2023.



Bron: Refinitiv Datastream



Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

Rentespread VS 10-jaarsrente en 2-jaarsrente

US Treasury 10Y-2Y Spread



Bron: Refinitiv Datastream

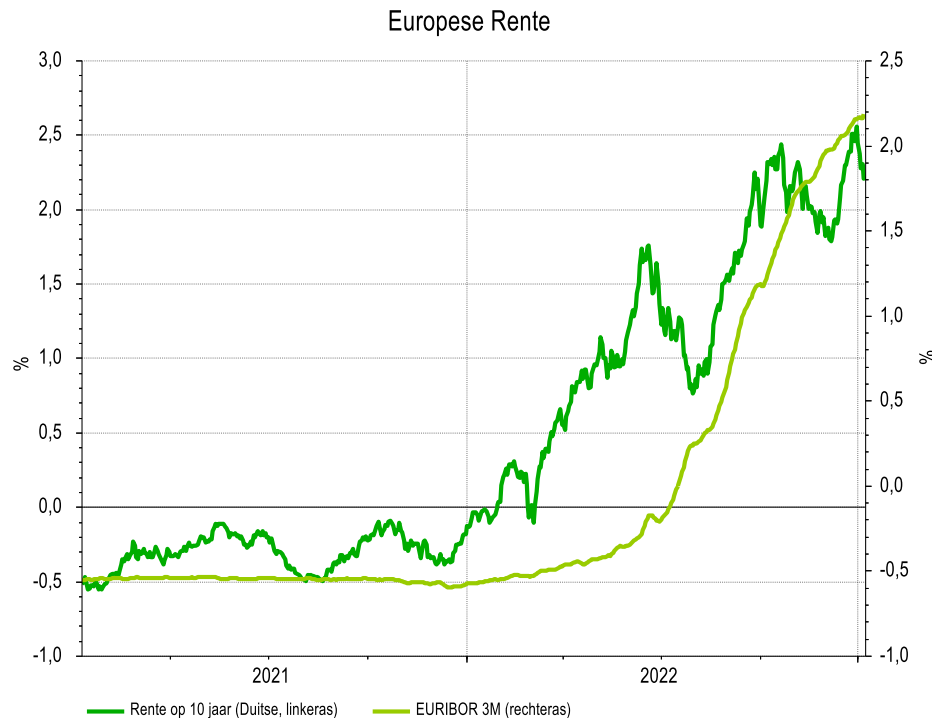
- De Amerikaanse 2-jaarsrente kende tussen begin oktober en het moment van schrijven een opvallend stabiel verloop. De 2-jaarsrente bleef in die periode binnen een marge van 4,00% - 4,80%. Daaruit blijkt dat de financiële markten de Federal Reserve volgen in het idee dat – ondanks de terugval van de inflatie – het rentetraject van de Federal Reserve op korte termijn niet echt zal veranderen. De 2-jaarsrente noteert nu rond 4,37% of 43 basispunten onder de piek van begin november 2022.
 - De Amerikaanse 10-jaarsrente noteert op het moment van schrijven rond 3,70%, of 63 basispunten onder de piek van 2022 (eind oktober). De curve is dan ook verder geïnverteerd, en de spreiding tussen de 10-jaars- en de 2-jaarsrente is verder gedaald tot -66 basispunten. Om een dergelijke geïnverteerde curve te zien, moeten we al terug naar het begin van de jaren 80 onder Volcker. Toen inverteerde de curve op een bepaald moment tot -200 basispunten.
- Volgens de officiële voorspellingen van BNP Paribas zal de Amerikaanse 2-jaarsrente eind Q1 2023 richting 5,00% evolueren, om daarna opnieuw licht te dalen tot 3,50% eind 2023. De Amerikaanse 10-jaarsrente zou eind Q1 2023 nog doorstijgen tot 4,30% alvorens te dalen tot 3,50% eind 2023.



Eurozone: rente in vogelvlucht

Rente in de lift

- De tweede helft van het jaar 2022 was erg turbulent op de rentemarkt. In zes maanden tijd ging de Euribor 3M van 0% naar 2%, een stijging die niet meer werd waargenomen sinds de jaren 2000. De evolutie van de rente op de Duitse bund weerspiegelt de reacties van beleggers op de economische context, tussen hoop en teleurstelling.



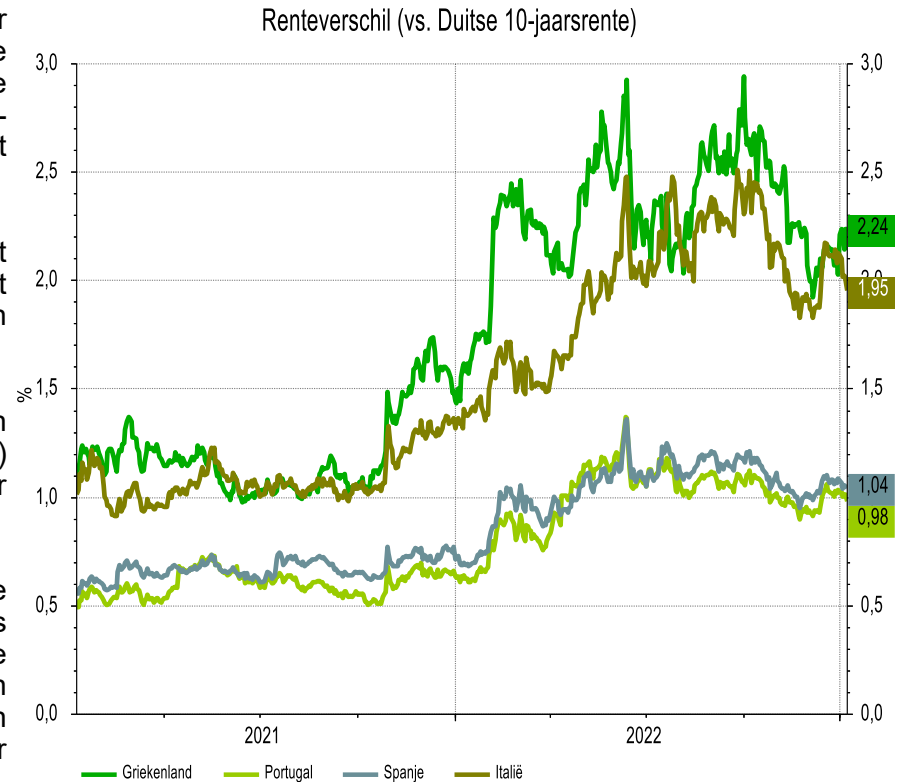
Bron: Refinitiv Datastream

- Tijdens de zomer van 2022 leek de Duitse 10-jaarsrente terug te vallen na de piek van de voorgaande maanden. Tegelijkertijd begon ook de vrees voor een economische vertraging en recessie in de eurozone zich op de markt te verspreiden en vreesden investeerders voor de volgende stappen van voorzitter Lagarde tijdens de bijeenkomst in oktober.
- Na in augustus onder de 1% te zijn gezakt, steeg de rente op de Duitse 10-jaarsobligatie tot 2,5% medio oktober. Die bliksemsnelle stijging is te verklaren door de inflatie die haar hoogtepunt nog altijd niet bereikt leek te hebben en de ECB die daarop inspeelde door haar beleid te verstrengen.
- Naar het jaareinde toe kwamen de rentemarkten ogenschijnlijk op adem, tussen de laatste twee monetaire beleidsvergaderingen van de ECB in.



Eurozone: rente in vogelvlucht

- Tijdens de vergadering van december verraste de Europese Centrale Bank beleggers met de vastberadenheid om haar gemiddelde inflatiedoelstelling van 2% te behalen. Die scherpe retoriek veroorzaakte de sterke stijging van de kortetermijnobligatierendementen, waardoor de Duitse 2-jaarsrente naar het hoogste niveau sinds 2008 steeg tot 2,714%.
- Beleggers zijn onzeker over de toekomst van de obligatiemarkt in 2023 nu de ECB haar marktsteun afbouwt, op een moment dat overheden opnieuw schulduitgiftes opvoeren en fiscaal in het rood gaan.
- De angst is vooral gericht tegen Zuid-Europese naties met een hoge schuldgraad. Italië (4,60%) en Griekenland (4,70%) torsen bovendien de hoogste rente met een spread van meer dan 2% tegenover de Duitse 10-jaarsrente.
- De verhoging van de inflatieprognoses, waardoor die de doelstelling van 2% voor de komende jaren ruimschoots overstijgen, en de agressieve verklaringen van Christine Lagarde over een hogere renteverhoging dan de markten hadden verwacht, hebben het verschil tussen de Griekse en Italiaanse schuld en de Duitse schuld aan het eind van het jaar 2022 vergroot.
- De spreads zijn weliswaar kleiner dan de hoogste pieken van 2022, maar nog altijd heel wat groter dan wat we voordien gewend waren. In 2023 zouden alle ogen nog steeds gericht moeten zijn op de centrale banken en op monetaire beleidsbeslissingen.



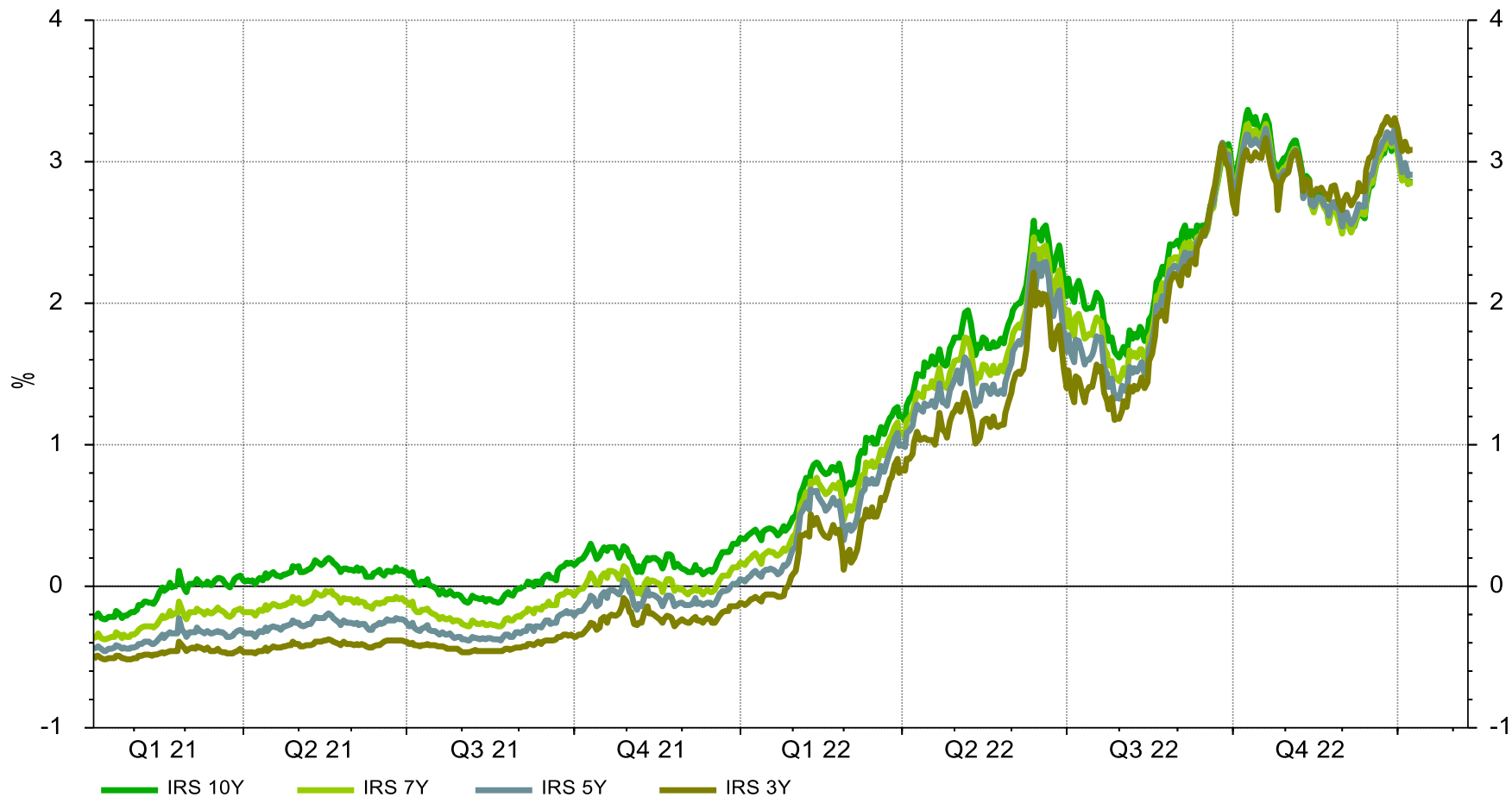
Bron: Refinitiv Datastream



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, advisers 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 itself 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 authorised 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.

