

# IR BI-MONTHLY VACCINHOOP NEEMT INFLATIE OP SLEEPTOUW

26 JANUARI 2021

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)

Philippe Gijssels  
Chief Investment Officer  
[philippe.gijssels@bnpparibasfortis.com](mailto:philippe.gijssels@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

---

500 miljard euro, dat is de enveloppe die de ECB in december aan het 'Pandemic Emergency Purchase Program' toevoegde. De markten worden overspoeld met liquiditeiten, in Europa maar ook in de Verenigde Staten. We verwachten dan ook dat de rentevoeten zeer laag zullen blijven in de voorzienbare toekomst, ondanks het recente herstel van de Amerikaanse 10-jaarsrente.

De samenloop van een fors monetair én fiscaal beleid is wat de huidige relancemaatregelen onderscheidt van die in de jaren na de Financiële Crisis. In deze IR Bi-monthly schenken we dan ook extra aandacht aan de inflatieverwachtingen in beide economische blokken. Die zijn sinds het dieptepunt in maart fors gestegen, en wijzen op een groot vertrouwen van de markten in een stevig herstel post-COVID. De gedeeltelijke disconnectie tussen de langetermijnrentes en de inflatieverwachtingen wijst bovendien op het vooruitzicht van langdurige en diep negatieve reële rentevoeten de komende jaren.

Veel leesplezier!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans



# Voorspellingen

Regio	Rente	Q1 '21	Q2 '21	Q4 '21	Q4 '22
Eurozone	Refi Rate	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Deposit rate	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
	2-year*	-0,60%	-0,65%	-0,60%	-0,40%
	10-year*	-0,35%	-0,50%	-0,20%	-0,10%
Verenigde Staten	Fed Funds Rate	0,00% - 0,25%	0,00% - 0,25%	0,00% - 0,25%	0,00% - 0,25%
	2-year	0,20%	0,20%	0,30%	0,50%
	10-year	1,10%	1,20%	1,40%	1,50%

\* Duitse benchmark.

Voorspellingen BNP Paribas op 23/11/2020



# In the picture: inflatieverwachtingen en de rente

---

## Inflatieverwachtingen stijgen in zowel de eurozone als de Verenigde Staten

- De historische geldcreatie door de ECB en de Federal Reserve heeft in deze coronacrisis de rentevoeten spectaculair lager geduwd. De Duitse 10-jaarsrente daalde tot -0,85% in maart, de Amerikaanse 10-jaarsrente tot 0,50%. Sinds het dieptepunt kon de Duitse 10-jaarsrente amper herstellen, met niveaus rond -0,50% op het moment van schrijven. De Amerikaanse langetermijnrente toonde iets meer weerbaarheid en quoteert momenteel rond 1,10%, nog steeds ver verwijderd van de niveaus bij aanvang van 2020.
- Het gebrekkige herstel staat in schril contrast met de inflatieverwachtingen in beide economische blokken. De inflatieverwachtingen binnen 5 jaar (5y5y forward starting inflation swap) voor de eurozone zijn weer gestegen tot 1,30%, ongeveer op het peil van de niveaus voor de coronacrisis. Tijdens het dieptepunt in maart doken de inflatieverwachtingen voor de tweede helft van dit decennium onder 0,75%. De Amerikaanse inflatieverwachtingen stegen een stuk forser, van minder dan 1,25% in maart tot 2,36% op het moment van schrijven. De Amerikaanse inflatieverwachtingen behalen daarmee de hoogste niveaus sinds 2018. De markten prijzen daarmee duidelijk een redelijk fors economisch herstel in, met prijsmechanismen die inflatie zouden moeten creëren.
- De decorrelatie tussen langetermijnrentes en inflatieverwachtingen is het resultaat van het beleid van de ECB en de Federal Reserve, die zich ertoe hebben verbonden de rente heel laag te houden tot de inflatie daadwerkelijk het target (of iets hoger) heeft bereikt. Het signaal dat de markten hiermee geven, is dat ze (zeer) negatieve reële rentevoeten (nominale rente – inflatie) verwachten de komende jaren. Dat verklaart de sterke prestatie van reële activa, zoals vastgoed, edele metalen en aandelen. Verder zien we dat het verschil tussen de inflatieverwachtingen en de 10-jaarsrente in de Verenigde Staten véél groter is geworden (van ongeveer een halve procentpunt begin 2020 tot 1,20 procentpunt vandaag), terwijl de spread in de eurozone slechts licht steeg. Die beweging verklaart ook in grote mate de zwakke prestaties van de dollar vorig jaar.



# In the picture: inflatieverwachtingen en de rente

## Inflatieverwachtingen en de rente in de eurozone



Source: Bloomberg (5Y5Y EUR inflation swap and German 10Y yield)



**BNP PARIBAS**  
**FORTIS**

The bank for a changing world

IR Bi-Monthly Januari 26.01.2021

5

# In the picture: inflatieverwachtingen en de rente

## Inflatieverwachtingen en de rente in de Verenigde Staten



Source: Bloomberg (USD 5Y5Y inflation swap and US 10Y yield)



**BNP PARIBAS**  
**FORTIS**

The bank for a changing world

# Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	27/01/2021	0,125%	Status Quo	94,8%	Renteverlaging	5,2%
ECB	Deposit Facility Rate	11/03/2021	-0,50%	Status Quo	95,1%	Renteverlaging	4,9%
Bank of Canada	ON Target Rate	10/03/2021	0,25%	Status Quo	98,8%	Renteverlaging	1,2%
Bank of England	Bank Rate	04/02/2021	0,10%	Status Quo	96,8%	Renteverlaging	3,2%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	19/03/2021	-0,10%	Status Quo	89,1%	Renteverlaging	10,9%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	25/03/2021	-0,75%	Status Quo	86,3%	Renteverlaging	13,7%

Bron: Thomson Reuters Datastream (25/01/2021)



# Onze verwachtingen in het kort: de ECB

---

- Tijdens haar bijeenkomst in december verhoogde de ECB haar inkoopprogramma om de pandemie het hoofd te bieden met 500 miljard euro. De enveloppe, die in juni werd verhoogd tot 1.350 miljard euro, bedraagt nu 1.850 miljard euro. Uit de notulen van de ECB-vergadering van december blijkt dat het nut van de maatregel in vraag gesteld en besproken is, maar dat de heropleving van COVID-gevallen, het verschijnen van nieuwe - meer besmettelijke - stammen en de daaruit voortvloeiende maatregelen ter beperking van de activiteit, net zoals de moeilijke start van vaccinaties, de situatie hebben veranderd.
- Op 12 december benadrukte Isabel Schnabel – econoom en lid van de Directie van de ECB – dat de grootste economische fout zou zijn om de monetaire of fiscale steun te vroeg in te trekken. Een uitspraak die de kans verkleint dat de ECB niet haar volledige programma zal gebruiken. Integendeel, gebeurtenissen zoals de politieke situatie in Italië zouden de ECB ertoe kunnen brengen om haar aankopen te versnellen om een buitensporig sterke stijging van de Italiaanse rente te voorkomen.
- Hoewel de inflatie in de eurozone sinds augustus negatief is gebleven, zijn er enkele tekenen van een mogelijke terugkeer van de inflatie. Een belangrijke indicator van de inflatieverwachtingen op lange termijn in het eurogebied – de hiervoor aangehaalde 5y5y swap, nauwlettend gevolgd door de ECB – bevindt zich nabij het hoogste niveau van de afgelopen 18 maanden. Schnabel is van mening dat deze kortetermijnstijging geen invloed zal hebben op de monetaire beleidsbeslissingen van het in Frankfurt gevestigde instituut. Vooral omdat de versnelling van de inflatie de stijging van de euro zou moeten vertragen. Daarom volgt de ECB "zeer zorgvuldig" de ontwikkeling van de wisselkoers.
- Paradoxaal genoeg blijkt uit een ECB-enquête dat banken nog steeds van plan zijn om de kredietvoorwaarden te verstrengen om het risico op wanbetalingen te beperken, aangezien de ECB probeert de financieringsstromen tegen zeer lage tarieven te houden. Om de banken te steunen en ervoor te zorgen dat genoeg liquiditeit de bedrijven bereikt, heeft de ECB vorige maand ingegrepen in haar TLTRO's. Dit bancaire kredietverleningssysteem met een negatieve rente staat leningen aan financiële kredietverstrekkers toe aan -1 %, op voorwaarde dat de geleende bedragen naar bedrijven vloeien.
- Tijdens haar rentebijeenkomst op donderdag 21 januari besloot de ECB haar zeer accommoderende monetaire beleid niet te wijzigen en te handhaven tot wanneer zij schat dat de coronacrisis voorbij is. Waarnemers zijn van mening dat deze afwachtende houding tot de zomer zal voortduren. Christine Lagarde liet aan de toon van haar discours opmerken dat de toename van infecties een bedreiging vormt voor het herstel.





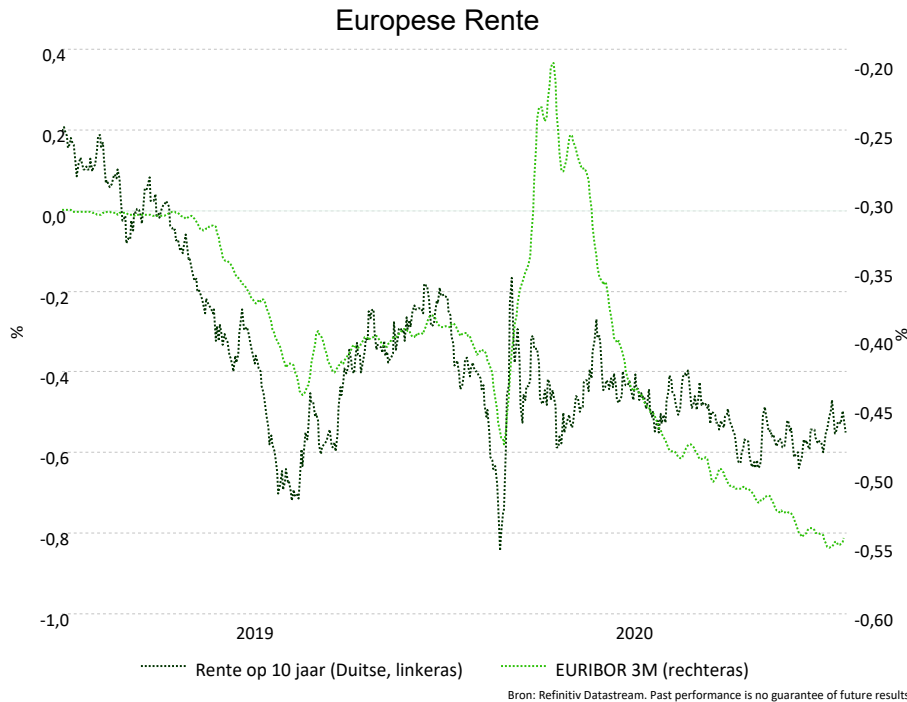
# Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

---

- Ten tijde van de laatste rentebijeenkomst van het FOMC in december was er voornamelijk optimisme naar aanleiding van de aangekondigde vaccinatiestart. Desalniettemin was de consensus onder gouverneurs dat marktoperaties nodig blijven om het herstel te ondersteunen. Een verhoging van de beleidsrente wordt door de meerderheid van de leden van de Open Market Desk niet voor de eerste helft van 2024 verwacht. De *forward guidance* die hierbij gegeven werd, sprak van het vertragen van obligatieaankopen medio 2022 en het einde van QE in 2023.
- Het opduiken van virusmutaties en een trager dan verhoopte vaccinatiecampagne hebben de kortetermijnvooruitzichten geen deugd gedaan. De werkloosheidsgraad stagneerde in december op 6,70%, met weinig beterschap in zicht op basis van de wekelijkse aanvragen voor werkloosheidsuitkering sindsdien. Het target van 4% is daarmee wat verder verwijderd van de huidige situatie.
- Daarentegen is er voor de langere termijn wel hoop bijgekomen. De Democratische overwinning in de Senaatverkiezing voor de staat Georgia bezorgde Biden een meerderheid in de Senaat. Het ijzer smeden wanneer het heet is, doet de kersverse president in de vorm van een voorstel voor een herstellepakket ter waarde van \$1,9 biljoen. Tijdens de afgelopen FOMC-bijeenkomsten opperden de Fed-gouverneurs al de noodzaak van een ondersteuning van het beleid door de overheid. De vooruitzichten op een programma van dergelijke omvang zal naar verwachting de centrale bankiers ertoe aanzetten om voorlopig geen tandje bij te steken op het vlak van liquiditeitsinjecties.
- Zoals hiervoor in het 'In the picture'-segment besproken, beginnen inflatieverwachtingen opnieuw toe te nemen. De rentecurve begint opnieuw te stijgen, met een 10-jaarsrente die opnieuw boven de 1% noteert. Al was de snelle stijging voornamelijk te wijten aan geruchten dat de Fed tegen de 2<sup>de</sup> jaarhelft al zou willen aanvangen met een vertraging van marktingrepen.
- PMI-indicatoren geven ondanks de recente vertragingen echter een positief uitzicht voor 2021. Het wordt bij de rentebijeenkomst van woensdag dan ook uitkijken naar de manier waarop Jerome Powell deze signalen interpreteert en of hij de groeivoorzichten aanhoudt.



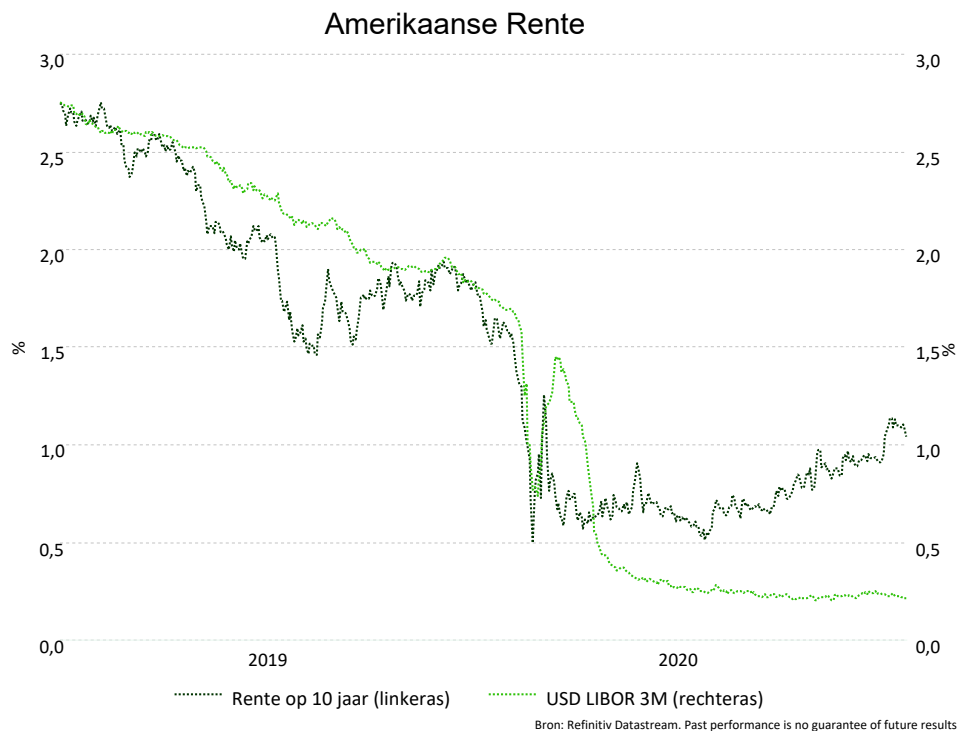
# Eurozone: rente in vogelvlucht



- Het PEPP van de ECB speelde een doorslaggevende rol bij het stabiliseren van de rente van de Bund en het verkleinen van de spreads op staatsobligaties. Maar wat gebeurt er als er eind maart 2022 een einde komt aan het QE-programma?
- Traditioneel gecorreleerd, zijn Amerikaanse staatsobligaties en de Duitse Bunds sinds augustus 2020 aan het ontkoppelen. De Duitse lange rente is in wezen gestabiliseerd, terwijl de Amerikaanse lange rente is gestegen.
- Het is niet zozeer pessimisme over de groeivoorzichten als wel de verlaging van de reële renterisicopremie in Europa die dit rechtvaardigt. De ECB is er via haar activa-aankopen (QE, PEPP, enz.) in geslaagd om het niveau van de obligatierente te beheersen door invloed uit te oefenen op de risicopremie.
- Onze analyses suggereren dat de lange rente laag zal blijven, met als doel een Duitse 10-jaarsrente op -0,20% tegen het einde van dit jaar.



# Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

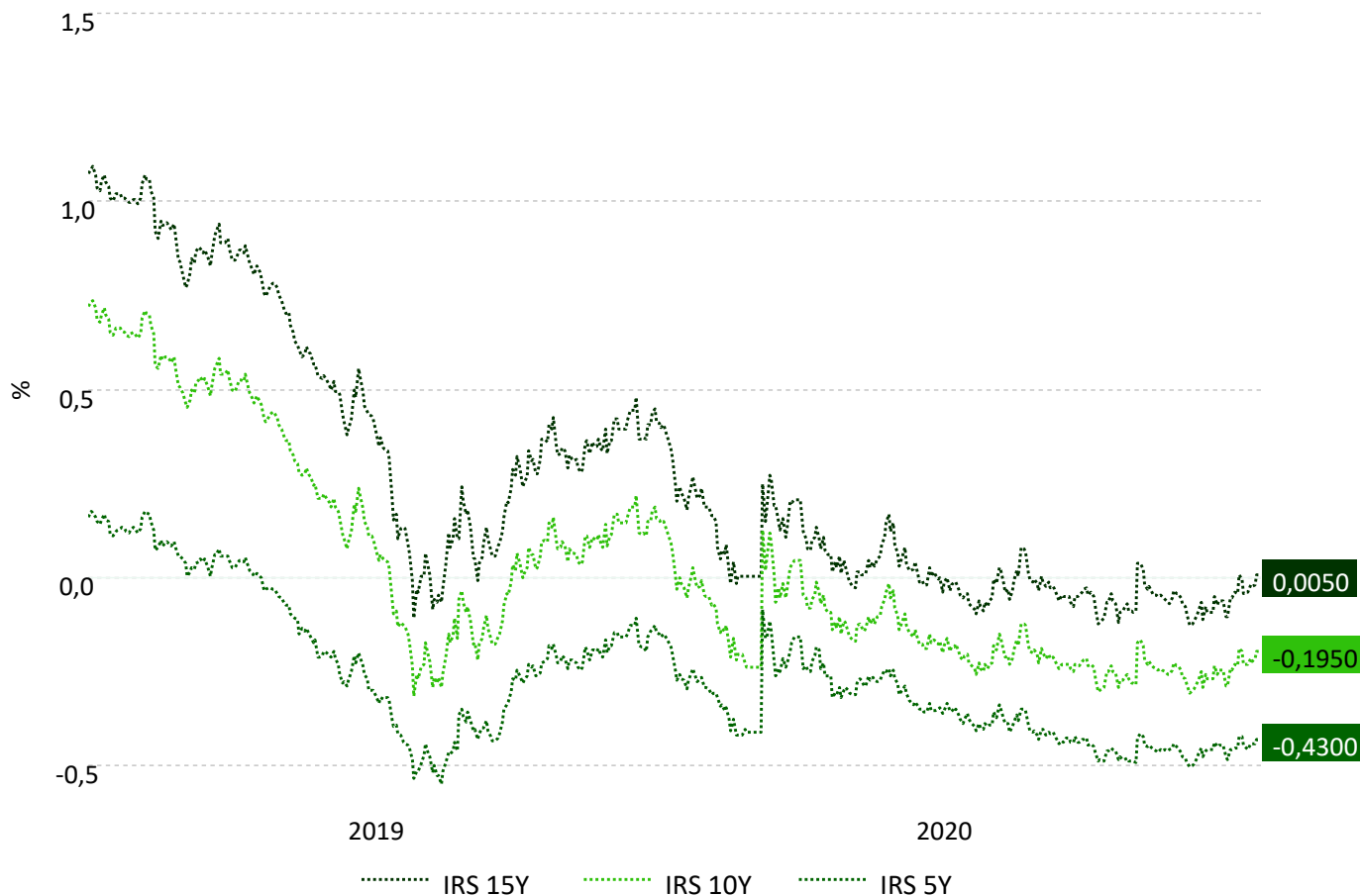


- Onze groeiprognoses werden positief bijgesteld met 0,5% en 0,9% respectievelijk, tot 4,2% voor 2021 en 4,1% voor 2022, nadat de Democraten door een overwinning van de twee zitjes voor Georgia een nipte meerderheid in de Senaat veroverden. Hierdoor krijgen Bidens fiscale plannen meer kans om tot beleid te worden omgezet. Het directe gevolg van de bijkomende monetaire uitgaven wordt geraamd op een extra tekort op de begroting van 12% van het bbp (in vergelijking met 5% pre-COVID in 2019). Hiervoor worden extra uitgaven van staatsobligaties ter waarde van \$370 miljard per maand in dit jaar verwacht om de tekorten te financieren.
- De stijgende inflatieverwachtingen en indicaties die een eindpunt voor het ultra-accommodatieve beleid van de Fed suggereren, zorgden voor een opvering van de Amerikaanse 10-jaarsrente tot 1,19% begin januari. Gezien de verwachting dat de beleidsrente van de Fed nog jaren op het huidige niveau zal blijven, verwachten we dat de USD Libor 3M de komende maanden niet meteen zal stijgen. Momenteel noteert de kortlopende rente op 0,21%.
- Na de recente stijging verwachten we een stabilisatie van het langere eind van de curve, met tegen het einde van dit jaar een 10-jaarsrente aan 1,40%, waarbij het langere eind van de curve zal stijgen onder de premisse dat de toenemende vaccinatiegraad een marktreactie teweeg zal brengen. De stijgende inflatieverwachtingen met een 5y5y inflatieswap die opnieuw boven 2% noteert, zetten de reële rente onder druk. Met de verwachte stijging van de nominale rente, zorgt dit voor een reële rente op -0,75% tegen eind 2021.



# Interest Rate Swaps

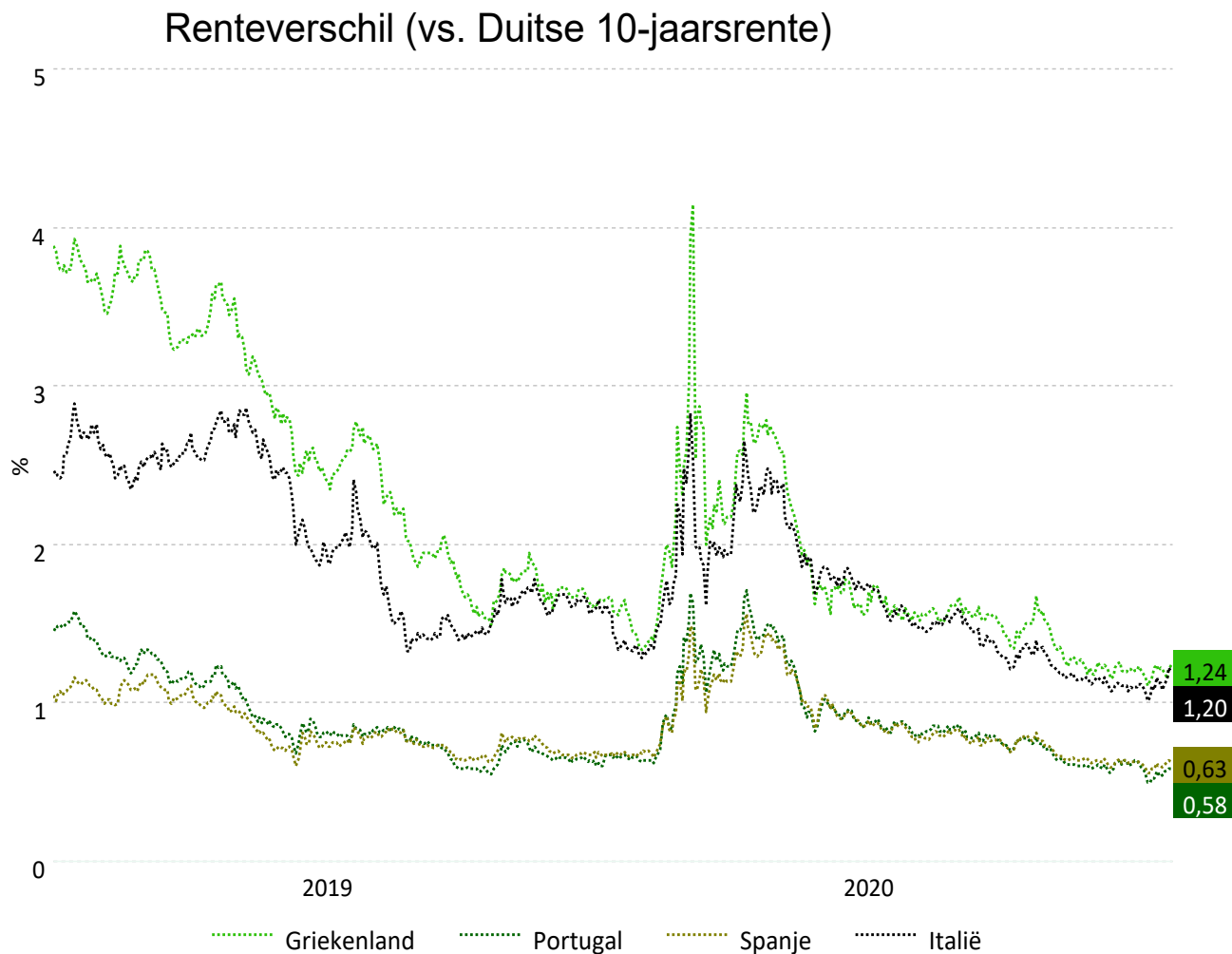
Interest Rate swap (floating leg = EUR 3M)



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.

