

IR BI-MONTHLY

BERGEN LIQUIDITEIT, MAAR ZONDER JOBS EN VRAAG BLIJFT INFLATIE IN EEN DIEP DAL

07 OKTOBER 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 Gijssels
Chief Investment Officer
philippe.gijssels@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 september werd de herziening uit de doeken gedaan van de langetermijnobjectieven binnen het monetair beleid van de Fed. Het Federal Open Market Committee (FOMC) gaf 'forward guidance' over de beleidsrente die het zal hanteren voor de komende drie jaar. De Amerikaanse centrale bank engageert zich om de rente tegen het nulpunt te houden gedurende ten minste drie jaar tot het moment dat ze op een duurzame manier haar doelstelling bereikt van volledige tewerkstelling en inflatie. De Fed koppelt dus voorwaarden aan het optrekken van de rente.

Ook de manier waarop de Fed haar mandaat van prijsstabiliteit in de toekomst wil invullen werd gewijzigd. Ze staat voortaan meer flexibiliteit toe in de vorm van een inflatietarget dat gemiddeld 2% inflatie over een bepaalde periode moet bedragen. Zo geeft de Fed zichzelf de mogelijkheid de inflatie te laten oplopen boven de drempel van 2% als compensatie voor periodes van lage inflatie. In ons 'In the Picture'-segment zoomen we in op wat er al gekend is over deze nieuwe aanpak en hoe die concreet geïmplementeerd kan worden.

Het akkoord over een Europees herstelfonds bracht kalmte en deed de grootste risico's wegebben. Iets waarvan de euro kon profiteren. De significante versterking van de Europese pasmunt sinds onze vorige publicatie in juli, baart de ECB echter wel zorgen. Goedkopere importen drukken de prijzen, waardoor de inflatie uiterst zwak blijft. De Europese centrale bank heeft echter weinig munitie om tussen te komen. De evaluatie van het PEPP zal waarschijnlijk als resultaat hebben dat dit programma nog tot volgende zomer in plaats blijft om te voorzien in soepele financieringsvoorwaarden.

Tot slot is het SURE-programma van start gegaan om de arbeidsmarkt een hart onder de riem te steken. In de race naar een vaccin moeten immers nog veel hordes overwonnen worden.

Veel leesplezier!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans



Voorspellingen

Regio	Rente	Q4 '20	Q1 '21	Q2 '21	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%	-0.60%
	10-year*	-0.30%	-0.20%	-0.10%	0.00%
Verenigde Staten	Fed Funds Rate	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%	0.00% - 0.25%
	2-year	0.15%	0.15%	0.20%	0.30%
	10-year	0.75%	0.90%	1.00%	1.20%

* Duitse benchmark.

Voorspellingen BNP Paribas op 16/09/2020



In the picture: Average Inflation Targeting

Een alternatieve invulling van het mandaat van prijsstabiliteit

- Begin 2019 startte het Federal Open Market Committee (FOMC) met een diepgaande analyse van het kader waarbinnen het monetaire beleid gevoerd wordt. Daarbij werden de strategieën, instrumenten en communicatiemethoden onder de loep genomen die gebruikt worden binnen het mandaat van de centrale bank wat betreft volledige tewerkstelling en prijsstabiliteit.
- Tijdens het Jackson Hole Symposium – de belangrijkste jaarlijkse bijeenkomst van de centrale bank die dit jaar vanwege Covid-19 voor het eerst online plaatsvond in plaats van in de bergen van Wyoming – kondigde voorzitter Jerome Powell een nieuwe aanpak van de Fed aan.
- Average Inflation Targeting (AIT) zal de inflatiedoelstelling van exact 2% vervangen. AIT houdt in dat de Fed de teugels zal lossen en de inflatie zal laten oplopen tot voorbij het niveau van 2% met als doel de ondersteuning van de arbeidsmarkt en de bredere economie. Dit mechanisme zorgt voor een compensatie tijdens periodes waarin de inflatie onder het gemiddelde doelniveau blijft.
- Wat AIT echter niet is, is een methode om inflatie te creëren. De TIPS spread geeft een idee van de toekomstige inflatieverwachtingen. De rente op Treasury Inflation Protection Securities (TIPS) wordt er vergeleken met de rente op overheidspapier met dezelfde looptijd. Deze TIPS spread maakt wel duidelijk dat de inflatieverwachtingen zich opnieuw op het niveau van begin dit jaar bevinden (zie grafiek '10- Year Breakeven Inflation Rate').
- TIPS geven naast een vergoeding voor kapitaal in de vorm van interest, ook een variabele component. Die compenseert voor inflatie en wordt bepaald aan de hand van de CPI. Om de prijs van TIPS te bepalen, moet de inflatieverwachting dus verdisconteerd worden.



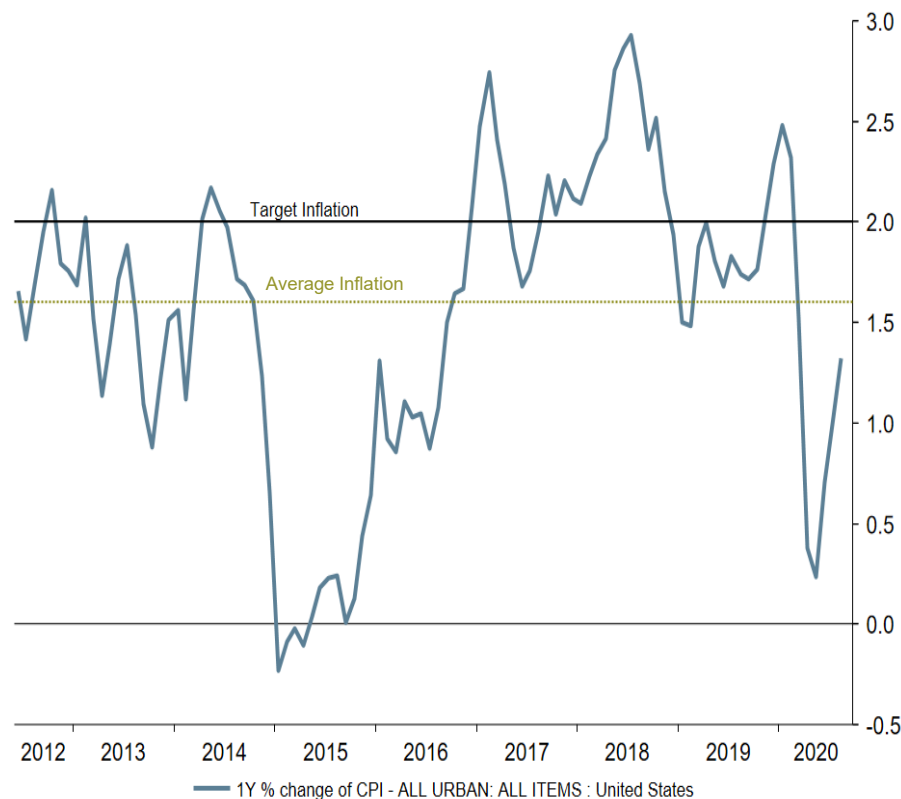
Source: Federal Reserve Bank of St. Louis



In the picture: Average Inflation Targeting

- Tot zover lijkt deze maatregel erg duidelijk en intuïtief. Alleen rijzen er meteen wel enkele vragen:
- I. **Over welke periode zal de Fed terugkijken om een gemiddeld inflatieniveau te bepalen?** Indien we terugkijken op de periode sinds de prijsstabiliteit werd vastgesnoerd aan een inflatieniveau van exact 2% in januari 2012, waren het aantal periodes waarin de doelstelling op maandbasis gemist werd legio. Over de periode van bijna 9 jaar ligt het gemiddelde inflatieniveau zelfs 40 basispunten lager dan de doelstelling.
 - II. **Tot aan welk niveau zal de Fed de inflatie laten oplopen?** Wanneer we het gemiddelde inflatieniveau van 1,6% als uitgangspositie nemen voor de inflatie in de terugkijkperiode, dan zou de inflatie in principe moeten kunnen oplopen tot zeker 2,4% voor een gelijke periode. Neel Kashkari, president van de Minneapolis Fed, verklaarde echter in [een essay](#) dat hij *dovish* maatregelen zou aanpassen indien de inflatie “op een duurzame manier het niveau van 2% kan bereiken voor de periode van een jaar”, wat onduidelijkheid schept over de bereidheid om een hogere inflatieniveau te tolereren.
 - III. **Hoe zal de methodologie worden bepaald?** Jerome Powell introduceerde het voorstel voor AIT in [zijn speech](#) van 27 augustus bij de presentatie van de resultaten van de herziening van het monetaire beleid. Hij duidde op het feit dat er geen wiskundige formule zal worden toegepast, maar dat er met AIT een verhoogde flexibiliteit wordt beoogd om het mandaat van prijsstabiliteit op duurzame wijze te volbrengen. Bij een te grote afwijking, gaf Powell aan niet te twijfelen om in te grijpen. Hij deed echter niet uit te doeken wat juist een te grote afwijking is...

Inflatie in de VS gedurende de laatste 8 jaar



Source: Refinitiv Datastream



Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	05/11/2020	0,125%	Status Quo	97,0%	Renteverlaging	3,0%
ECB	Deposit Facility Rate	29/10/2020	-0,50%	Status Quo	94,1%	Renteverlaging	5,9%
Bank of Canada	ON Target Rate	28/10/2020	0,25%	Status Quo	96,3%	Renteverlaging	3,7%
Bank of England	Bank Rate	05/11/2020	0,10%	Status Quo	98,5%	Renteverlaging	1,5%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	29/10/2020	-0,10%	Status Quo	98,8%	Renteverlaging	1,2%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	17/12/2020	-0,75%	Status Quo	84,0%	Renteverlaging	16,0%

Bron: Thomson Reuters Datastream (05/10/2020)



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- De ECB nam in maart krachtige maatregelen. Haar Emergency Pandemic Purchase Program, goed voor 750 miljard euro aan aankopen, werd begin juni verhoogd tot 1.350 miljard euro. Op 18 september was slechts 543 miljard euro daarvan opgebruikt. Het programma dat aanvankelijk tot minstens eind 2022 zou lopen, zal door de ECB opnieuw beoordeeld worden. Ze zal moeten bepalen of een deel niet kan worden overgedragen naar het programma voor de aankoop van langetermijnactiva.
- De centrale bank geeft desalniettemin een positieve beoordeling aan de in juni uitgevoerde herijking. Volgens hoofdeconoom Philip Lane zou de ECB de voorkeur hebben gegeven aan gunstiger financiële voorwaarden.
- Inflatie blijft de belangrijkste zorg van de Europese Centrale Bank. De consumptieprijsindex verzwakte van 0,4% in juli naar -0,2% in augustus en de kerninflatie (exclusief de vluchtige voedsel- en energiecategorieën) daalde van 1,2% naar een historisch dieptepunt van 0,4%.
- De vooruitzichten zijn niet erg bemoedigend. De algemene inflatie zal naar verwachting de rest van het jaar negatief blijven, deels als gevolg van de eerdere ineenstorting van de olieprijsen. Op een year-to-date-basis handhaaft de ECB haar vooruitzichten voor de HICP van slechts 0,3%, maar ze hoopt die volgend jaar te zien stijgen tot 1%. De recente appreciatie van de euro verzwakt de vooruitzichten voor inflatie ook nog eens, onder meer door geïmporteerde goederen goedkoper te maken. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de ECB naar eigen zeggen zeer alert blijft.
- De verzamelde informatie over het succes van de controlemaatregelen op de pandemie, de begrotingsuitgavenplannen van de lidstaten en de Brexit-overeenkomst na de transitie kunnen ertoe leiden dat de ECB haar monetair beleid de komende maanden opnieuw bijstuurt. Als verdere versoepelingsmaatregelen nodig zijn, is het verlagen van de beleidsrente niet de voorkeursroute. Dat zou de markten de indruk kunnen geven dat de ECB haar laatste stukken heeft verbrand.

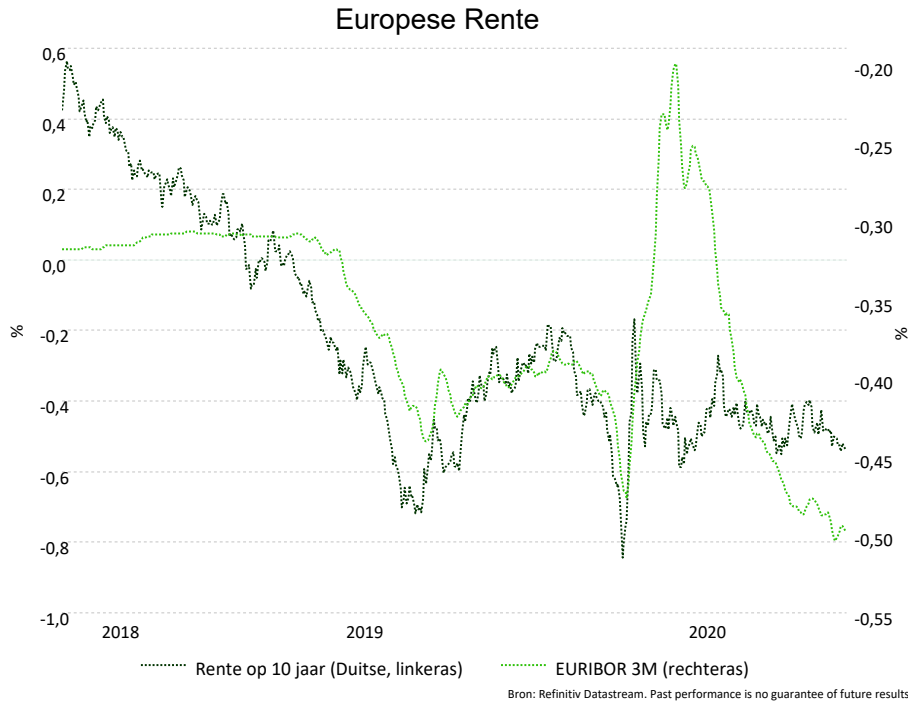


Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- De Federal Reserve heeft in de FOMC meeting van september een belangrijke stap gezet in de 'forward guidance' van het rentebeleid. Concreet verbond de centrale bank zich ertoe om de rente op de huidige niveaus te houden 'tot de arbeidsmarkt een toestand heeft bereikt die de Fed associeert met maximale werkgelegenheid en de inflatie gestegen is tot licht boven 2% voor enige tijd'.
- Daarmee koppelt de Federal Reserve voor het eerst eventuele toekomstige renteverhogingen aan het daadwerkelijk behalen van een doelstelling. In de economische voorspellingen van de Fed zelf, staat dat de werkloosheid pas tegen Q4 van 2023 onder de 'langetermijnwerkloosheid' zou duiken, wat in feite betekent dat – als deze voorspellingen waarheid worden – de rente tot en met eind 2023 op het huidige niveau zou blijven. Deze lage renteverwachtingen reflecteerden zich ook in de beruchte Dot Plot, waarin de bestuurders hun verwachtingen kenbaar maakten.
- In de september meeting werd een duidelijke forward guidance naar voor gebracht voor de fed funds rate, maar niet voor het lopende Quantitative Easing-programma. Dat zou dan ook hét topic kunnen worden voor de FOMC meeting van december. Mogelijk zal de Federal Reserve zich in december verbinden tot de aankoop van activa doorheen heel 2021 en de gemiddelde looptijd van de gekochte US treasuries optrekken. Daarmee zou de centrale bank de perceptie versterken dat de Federal Reserve ver wil gaan om de economie te ondersteunen, als dat al nodig zou zijn.



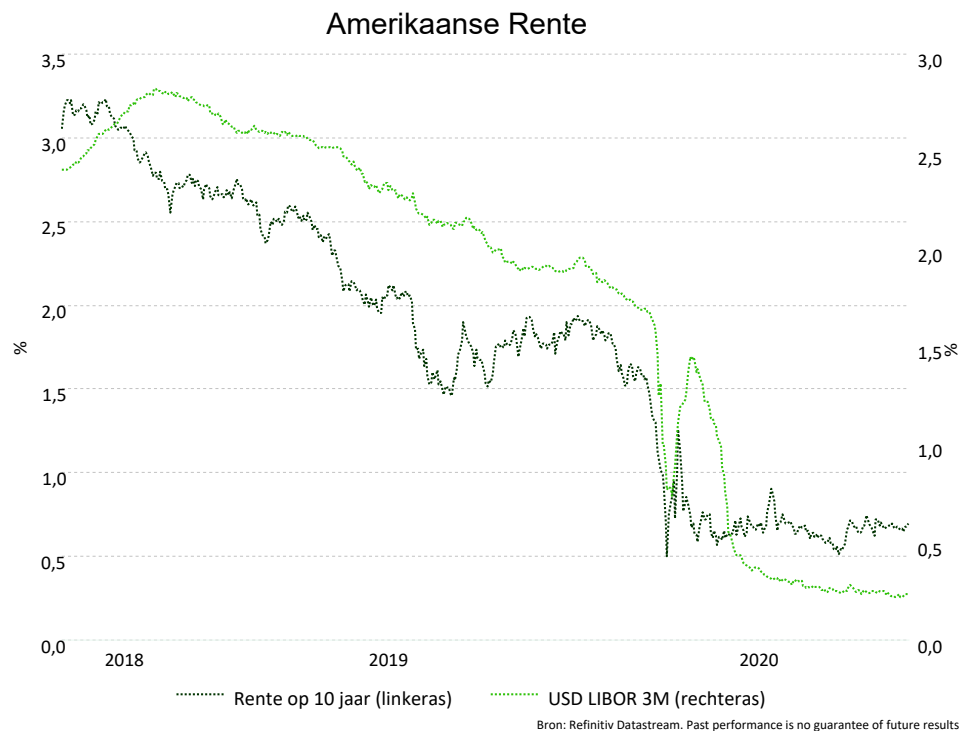
Eurozone: rente in vogelvlucht



- Hogere rentes zijn mogelijk als gevolg van: de combinatie van een aantrekkende economie, overvloedig aanbod en een breder inflatiemandaat voor centrale banken. Alleen al in september bedroeg de uitgifte van staatsobligaties 123 miljard euro. Aangezien de linkerkant van de curve stevig verankerd is, zou dit op middellange termijn een steilere curve voor de euro betekenen.
- De uitvoering van het Europese SURE-programma zal naar verwachting dit jaar 30 miljard euro en volgend jaar 70 miljard euro opleveren. Dit programma, waarvan de naam een acroniem is voor 'Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency', verstrekt leningen aan lidstaten die kunnen worden gebruikt om tijdelijke werkloosheid te vergoeden en zo de arbeidsmarkt steun te bieden tijdens de pandemie.
- Daarnaast zal ook de EU-reddingsoperatie van 750 miljard euro in 2021 van start gaan. De concurrentie met het PEPP van de ECB zal hevig zijn, wat ertoe zou kunnen leiden dat beleggers iets veeleisender worden in termen van rendement.
- Onze opwaartse prognoses blijven echter gematigd met een stijging van 5 basispunten van de 2-jaars rente en een beperkte toename van de spread tussen de 10-30-jarige rente van 35 basispunten.
- Tijdens dit vierde kwartaal zal de 10-jaars Bund naar verwachting binnen een smalle bandbreedte van 25 basispunten bewegen.



Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

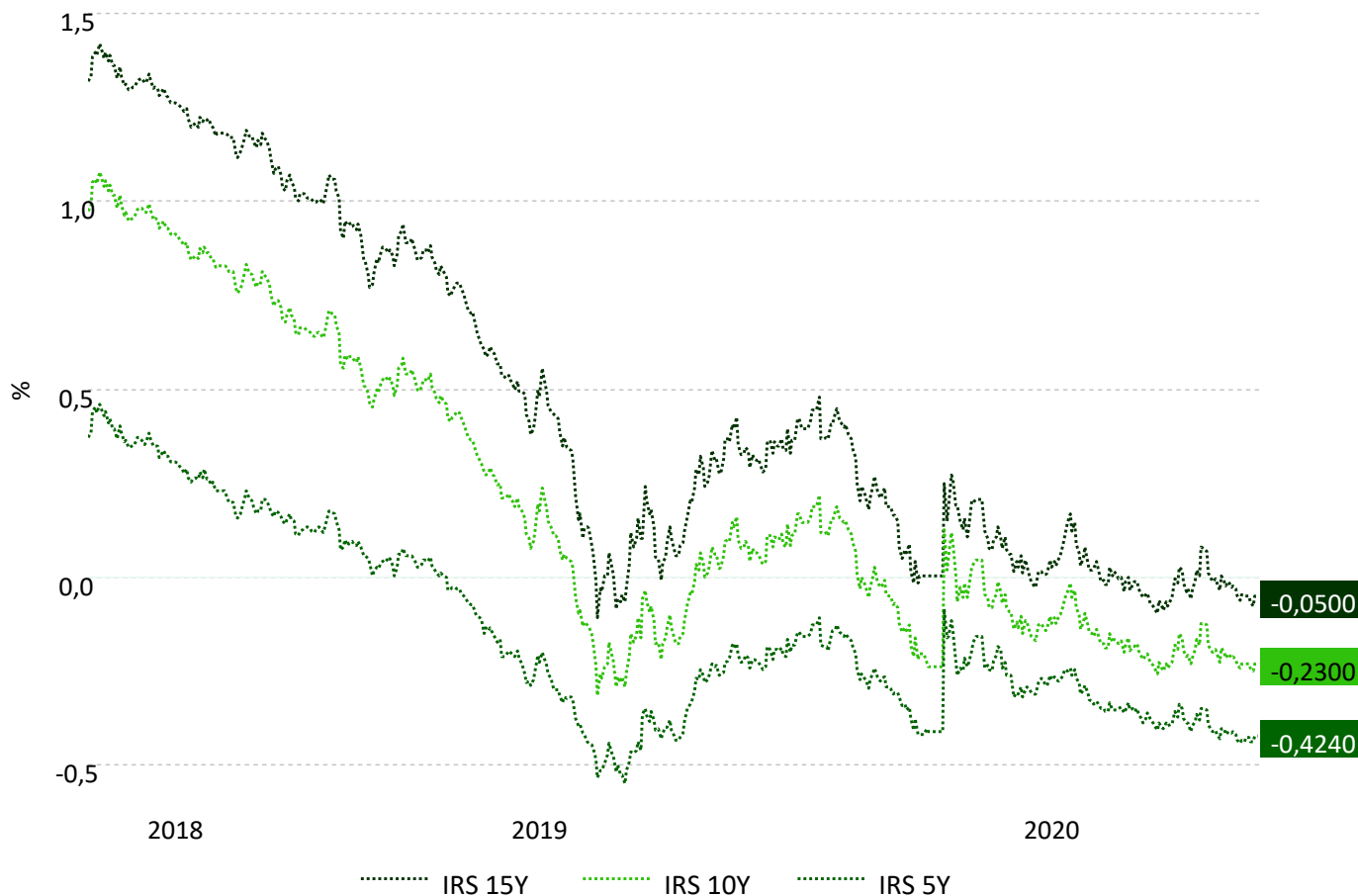


- De Amerikaanse 10-jaarsrente bleef de afgelopen maanden erg stabiel. Op 28 augustus steeg ze even tot 0,75% om vervolgens opnieuw wat te zakken tot 0,65% op het moment van schrijven. Dat de rente zo laag blijft, is opvallend gezien het sterke herstel op de aandelenmarkten deze zomer. Het optimisme dat we daar zien, reflecteert zich dus niet op de obligatiemarkt.
- De USD Libor 3M bleef lichtjes dalen tot 0,23% op het moment van schrijven. Het zeer stabiele verloop toont dat er geen stress is op de interbancaire markt.
- Gezien de verwachting dat de fed funds rate nog jaren op het huidige niveau zal blijven, verwachten we dat de USD Libor 3M de komende maanden (en jaren) niet meteen zal stijgen. We verwachten een 10-jaarsrente van 0,75% tegen het einde van dit jaar en 1,20% tegen eind 2021.



Interest Rate Swaps

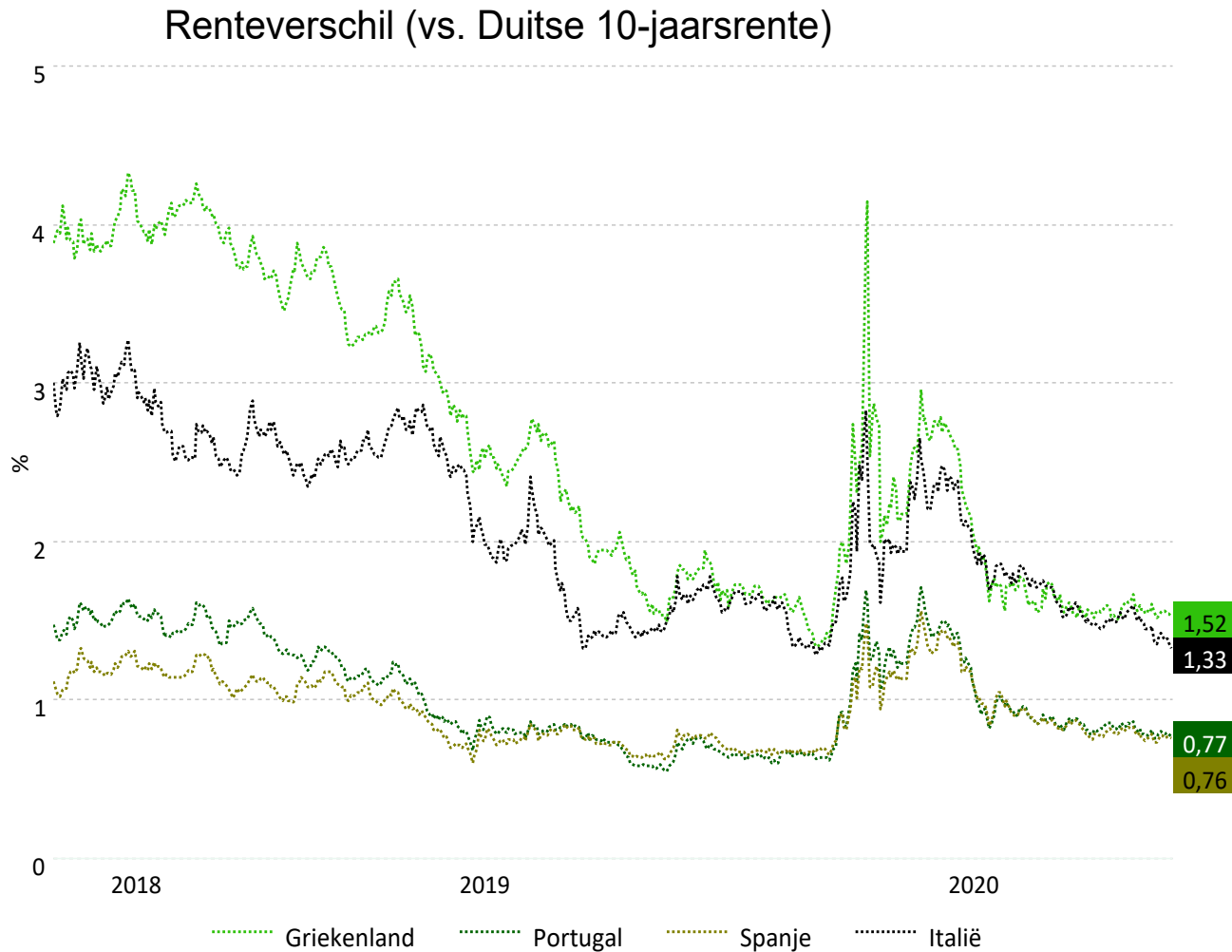
Interest Rate swap (floating leg = EUR 3M)



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.

