

IR BI-MONTHLY VOLATILITEIT KEERT TERUG

APRIL 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

'What a difference two months can make'. De coronacrisis heeft de wereld onverwacht in een wurggreep genomen. De volatiliteit op de financiële markten is momenteel zeer hoog, zowel op de aandelen-, deviezen- als de rentemarkten.

De rente op overheidsobligaties schommelt tussen de vrees voor hoogoplopende schulden en het vooruitzicht op massale aankoopprogramma's. Basisrentevoeten zoals de EURIBOR 3M en vooral de USD Libor 3M banen zich dan weer een weg tussen renteverlagingen van centrale banken en stress in het financiële systeem.

De rentevoeten voorspellen is momenteel zoals Amerikaans gezondheidsexpert Anthony Fauci het voorspellen van het aantal coronaslachtoffers beschrijft: 'mikken op een bewegend target'.

Wat we wél kunnen, is u helpen een overzicht te bewaren over de ongeziene fiscale en monetaire maatregelen die de crisis moeten bestrijden. Daarvoor verwijzen we graag door naar ons *'in the picture'*-segment, waarmee we dit rapport aanvangen.

Veel leesplezier en vooral, stay safe!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans





In the picture: overzicht maatregelen

De **ECB** kondigt een nieuw LTRO-programma (longer-term refinancing operations) aan, met als doel om het Europese financiële systeem onmiddellijk van extra liquiditeiten te voorzien. Het LTRO-programma is een overbrugging naar TLTRO III (targeted longer-term refinancing operations), dat zal lopen van juni 2020 tot juni 2021. Daarenboven wordt een extra enveloppe van €120 miljard voor 2020 toegevoegd aan het reeds bestaande APP (*asset purchase program*) van €20 miljard per maand.



12/03

16/03



Frankrijk kondigt een pakket van fiscale maatregelen aan om de coronacrisis te bestrijden. Er zal €45 miljard worden vrijgemaakt ter ondersteuning van kleine ondernemingen en zwaar getroffen industrieën. Daarenboven zal de Franse overheid garant staan voor €300 miljard bancaire leningen aan getroffen ondernemingen.



17/03

18/03



Duitsland kondigt een ongezien pakket van fiscale maatregelen aan, waaronder een enveloppe van €400 miljard voor bedrijfsgaranties. Die moeten ondernemingen helpen om zich te herfinancieren op de kapitaalmarkten. (1/2)



23/03



De **Eurogroup** kondigt maatregelen aan op Europees niveau, die de fiscale stimulus op nationaal niveau moeten ondersteunen. Onder andere de 'Corona Response Investment Initiative' wordt in het leven geroepen, en moet €37 miljard vrijmaken voor ondersteuning van kmo's, de arbeidsmarkt en het gezondheidssysteem. De Eurogroup kondigt ook aan dat lidstaten de afspraken van het 'Stability and Growth Pact' tijdens de coronacrisis niet moeten nakomen.

De **ECB** kondigt het 'Pandemic Emergency Purchase Program' van €750 miljard aan. In het aankoopprogramma dat loopt tot eind 2020, zal zowel privaat als publiek schuld papier worden aangekocht. Ten einde voldoende activa ter beschikking te hebben, vallen voor het eerst ook Grieks schuld papier en niet-financieel *commercial paper* binnen de scope.

(2/2) Daarenbovenop wordt €100 miljard voorzien voor de herkapitalisatie van bedrijven in zwaar getroffen sectoren. Een pakket van €50 miljard wordt voorzien ter ondersteuning van kmo's en kleine zelfstandigen. In totaal zal het pakket ongeveer voor €800 miljard aan maatregelen toelaten.





In the picture: overzicht maatregelen

Statement **Jerome Powell**: “...Het coronavirus vormt echter wel een groeiend risico voor de economische activiteit. De Fed volgt ontwikkelingen en hun impact op de economische vooruitzichten op de voet. We zullen onze instrumenten gebruiken en gepast handelen om de economie te ondersteunen.”

Minder dan twee weken na de renteknip van 50 basispunten, ziet de **Fed** zich genooddaakt om de rente verder omlaag te trekken naar de target range tussen 0,00% en 0,25%. Ook wordt deze maatregel ondersteund met enkele marktoperaties. Het FOMC engageert zich om in de loop van de volgende maanden voor minstens \$500 miljard en \$200 miljard respectievelijk, staatsobligaties en *mortgage backed securities* (MBS) aan te kopen. (1/2)

Additionele maatregelen om prijsstabiliteit en jobs te garanderen worden genomen. De **Fed** trekt alle registers open: De commissie beslist om tot \$300 miljard aan te reiken voor leningen aan consumenten en bedrijven. Daarnaast engageert de Fed zich tot kredietverstrekking aan grote ondernemingen bij uitgifte van nieuwe obligaties en op de secundaire markt. Ook start de Fed met het afdekken van student- en kredietkaartleningen in de vorm van *asset backed securities* (ABS).



28/02

03/03



15/03



23/03



26/03

Het **Federal Open Market Committee** beslist om de beleidsrente te verlagen met 50 basispunten naar de range van 1,00% tot 1,25%. De raad van gouverneurs stemt unaniem in met een noodknip in de rente en zet de deur op een kier naar verdere ingrepen.

(2/2) Daarnaast beslist de Fed om ook korte termijn liquiditeit te verzekeren en een vlotte werking van de *overnight* financiering op de dollarmarkt te garanderen door de repo-activiteiten te ondersteunen tot een limiet van \$30 miljard per dag. Deze maatregelen moeten een vlotte financiering van kredieten aan huishoudens en ondernemingen mogelijk maken en beschikbaarheid van intraday krediet garanderen. De Fed beslist ook om de *reserve requirements* te schrappen en banken aan te zetten de liquiditeits- en kapitaalbuffers die ze hebben opgebouwd te gebruiken.

De **Senaat** keurt een steunpakket ten belope van \$2,2 biljoen goed. \$300 miljard hiervan komt direct terecht bij huishoudens onder de vorm van helikoptergeld. \$500 miljard ter ondersteuning van grote bedrijven en een schijf van \$350 miljard moet kleine ondernemingen in staat stellen om het hoofd boven water te houden en lonen te blijven uitbetalen. Het steunpakket is bijna drie keer zo groot als de *American Recovery and Reinvestment Act* van 2009 die Barack Obama tekende in de nasleep van de financiële crisis.





In the picture: overzicht maatregelen

De **BoE** verlaagt haar beleidsrente van 0,75% naar 0,25%. Daarnaast heeft ze, om de solvabiliteitsvoorwaarden die aan banken worden opgelegd te verzachten, de anticyclische kapitaalbuffer opgeheven. Het betreft hier de reserves die banken dienen aan te houden tegen het risico op wanbetaling van kredietnemers bij een neergang van de economische cyclus. Hierdoor kwam 190 miljard pond vrij (13 keer het bedrag van de in 2019 door banken verstrekte leningen). Verder heeft de centrale bank ook een vierjarig financieringsmechanisme voor kmo's opgezet.

De **Britse regering** kondigt een stimuluspakket van £30 miljard aan als onderdeel van haar eerste post-Brexit-budget.



11/03

19/03



23/03

24/03



30/03

De **BoE** verlaagt haar beleidsrente opnieuw om deze vast te stellen op 0,10%. Ze besluit ook om haar kwantitatieve versoepeling op te trekken door het investeringsaankoopprogramma (Asset Purchase Facility) te verhogen van £445 miljard naar £645 miljard, waarbij het merendeel van het huidige programma uit Brits staatspapier bestaat, maar ook £10 miljard aan bedrijfsobligaties worden opgekocht. De BoE verduidelijkt dat haar nieuwe aankopen voornamelijk betrekking zullen hebben op Britse overheidsschuld.

De **BoE** lanceert haar *Contingent Term Repo Facility* (CTRF) om de liquiditeit van de sterling te versterken. Met deze tool kunnen banken reserves van de centrale bank lenen in ruil voor andere minder liquide activa. Deze leningen hebben een looptijd van drie maanden en zullen naar verwachting zo snel mogelijk bijdragen aan de reële economie.



Voorspellingen

Regio	Rente	Q2 '20	Q3 '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*	-0,80%	-0,80%	-0,80%	-0,70%
	10-year*	-0,50%	-0,30%	-0,20%	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	0,30%	0,40%	0,50%	1,00%
	10-year	0,80%	1,00%	1,25%	1,50%

* Duitse benchmark.

Voorspellingen BNP Paribas op 19/03/2020



Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	29/04/2020	0,125%	Status Quo	100,0%	Renteverlaging	0,0%
ECB	Deposit Facility Rate	30/04/2020	-0,50%	Status Quo	78,4%	Renteverlaging	21,6%
Bank of Canada	ON Target Rate	15/04/2020	0,75%	Renteverlaging	100,0%	Status Quo	0,0%
Bank of England	Bank Rate	07/05/2020	0,10%	Status Quo	99,0%	Renteverhoging	1,0%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	28/04/2020	-0,10%	Status Quo	81,7%	Renteverlaging	18,3%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	18/06/2020	-0,75%	Status Quo	95,9%	Renteverlaging	4,1%

Bron: Thomson Reuters Datastream (29/03/2020)



Onze verwachtingen in het kort: de ECB

- Wat een verschil kunnen twee maanden maken? De totale escalatie van de coronacrisis heeft de ECB tot ongeziene maatregelen gedwongen. Concreet zal de centrale bank in 2020 ter waarde van ongeveer 7,30% van het bbp van de eurozone aan obligaties opkopen. Voor de crisis bedroeg de balans van de ECB net meer dan 40% van het bbp.
- Op 12 maart kondigde de ECB een nieuw LTRO-programma aan met als objectief het financiële systeem van voldoende liquiditeiten te blijven voorzien. Verder werd er een enveloppe van €120 miljard toegevoegd voor 2020 aan het reeds geplande 'Asset Purchase Program' van €20 miljard per maand.
- De financiële markten waren duidelijk niet onder de indruk van deze maatregelen. Met de aankondiging van het 'Pandemic Emergency Purchase Program', goed voor €750 miljard en mogelijk zelfs ongelimiteerde aankopen in 2020, vond Christine Lagarde dan toch de weg naar haar '*Whatever it takes*'-moment.
- Opvallend is de keuze van de ECB om de rente niet meer te verlagen. Dat bevestigt ons eerdere vermoeden dat de ECB de schade van zo'n verdere renteverlaging hoger inschat dan de eventuele winst voor de economie.
- De ECB heeft in maart duidelijk alles uit de kast gehaald, waardoor het perspectief op extra maatregelen klein is en ook niet nodig. We zijn ervan overtuigd dat Christine Lagarde op 18 maart haar '*Whatever it takes*'-moment heeft gegrepen en dat de komende weken en maanden niet veel extra maatregelen nodig zullen zijn.

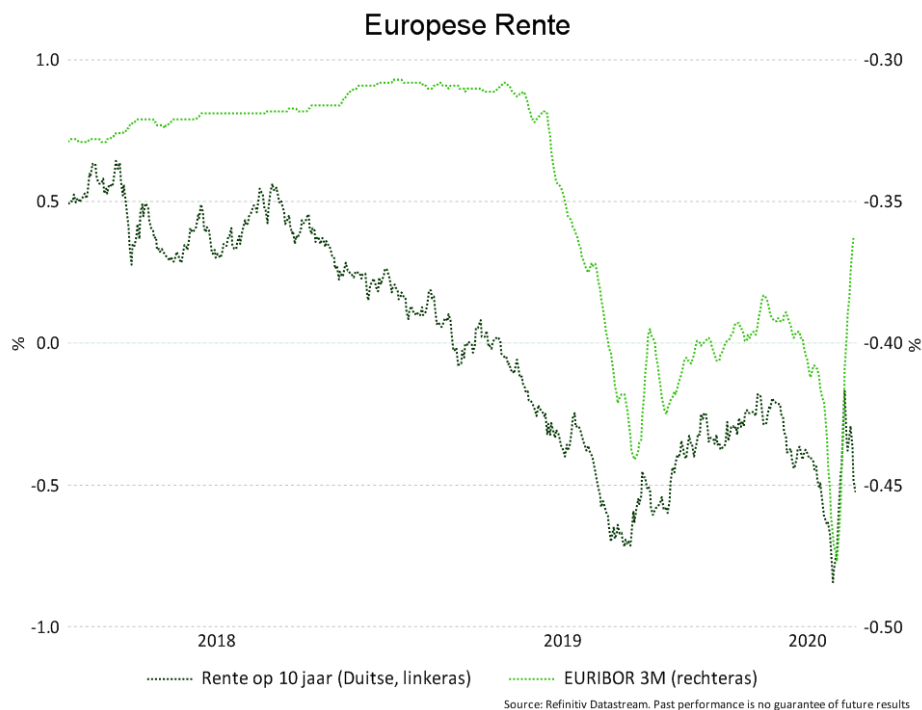


Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

- Net als de ECB had de Federal Reserve geen andere mogelijkheden dan het grote geschut boven te halen. In twee opeenvolgende renteverlagingen besliste de Fed om de fed funds rate te verlagen tot de *zero lower bound* van 0,00% - 0,25%. Net als de ECB heeft de Fed haar beleidsrente nu verlaagd tot 0,00%, waardoor in die optiek geen extra maatregelen kunnen worden genomen.
- Daarenboven werd een ongelimiteerd QE-programma aangekondigd, waarin de komende maanden waarschijnlijk ongeveer \$1.000 miljard aan activa zullen worden opgekocht. Daarvan zal minstens \$700 miljard worden aangewend voor de aankoop van Treasuries, en minstens \$200 miljard om *mortgage backed securities* op te kopen.
- Daarenboven nam de Federal Reserve verschillende maatregelen om ervoor te zorgen dat Amerikaanse families en bedrijven voldoende kredieten zouden krijgen. Onder andere de financiering van lokale overheden, studentenleningen, autoleningen en kredietkaartleningen zullen door de centrale bank gegarandeerd of ondersteund worden. Daarenboven zullen ook voor honderden miljarden US dollars aan repo-activiteiten worden uitgevoerd.
- Met al zoveel kruit verschoten, geldt voor de Fed hetzelfde als voor de ECB, namelijk dat er niet zo heel veel perspectief meer is op extra maatregelen. Een ingreep die nog genomen zou kunnen worden, is de beslissing om rechtstreeks bedrijfs- en of gemeentelijke obligaties aan de balans toe te voegen. Die beslissing zal de Federal Reserve naar alle waarschijnlijkheid echter niet nemen zonder het Amerikaanse Congres in deze beslissing te betrekken.



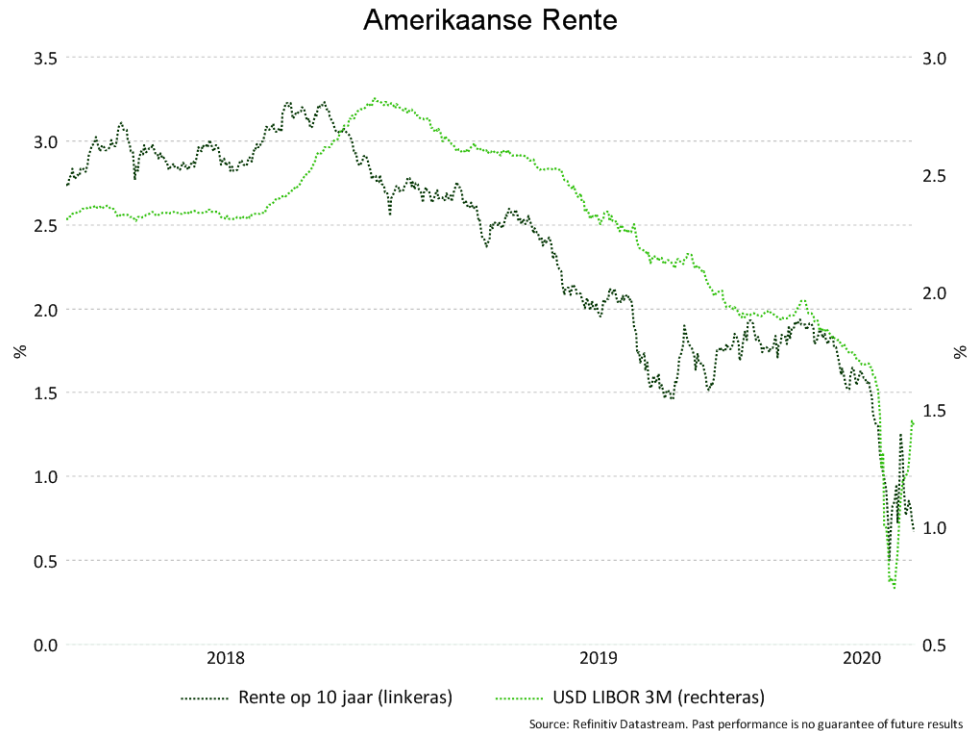
Eurozone: rente in vogelvlucht



- De enorme volatiliteit in aandelen en wisselkoersen is duidelijk, maar ook in de obligatiemarkten is het onzekerheid troef. Aanvankelijk daalde de Duitse 10-jaarsrente – in een globale zoektocht naar veiligheid – tot -0,90% op 9 maart, het laagste niveau ooit.
 - Al snel volgde echter het besef dat de genomen fiscale maatregelen de vraag naar financiering van de Duitse overheid zou doen toenemen, waardoor de Duitse 10-jaarsrente op een bepaald moment steeg tot -0,14% (19 maart). Dat was toen het hoogste niveau sinds mei 2019. Van volatiliteit gesproken.
 - In de wetenschap dat de ECB zeer veel overheidsobligaties zal aankopen in zijn 'Pandemic Emergency Purchase Program' verwachten we dat de obligatierentes de komende jaren laag zullen blijven.
- Daarom voorspellen we een Duitse 10-jaarsrente van -0,20% eind dit jaar en 0,00% eind 2021. De Euribor 3M, die momenteel minder tekenen van stress vertoont dan de USD Libor 3M, zal naar onze verwachting tot en met eind 2021 zeer laag blijven, gezien het uiterst minime perspectief op renteverhogingen door de ECB.



Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

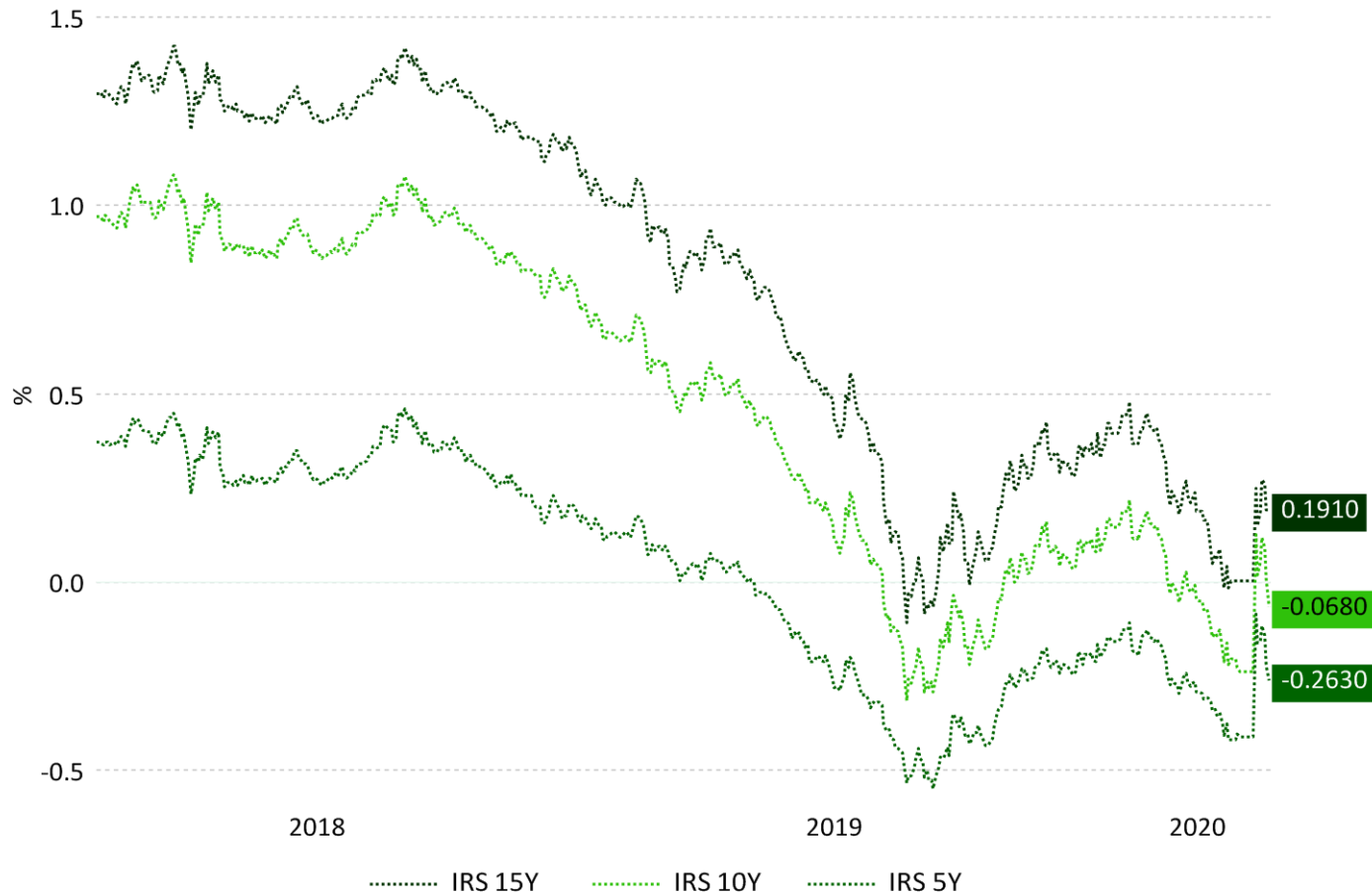


- Als gevolg van de coronacrisis is er een globale zoektocht naar US dollars ontstaan. Dit komt omdat globale institutionele investeerders vaak veel activa bezitten in USD, maar verplichtingen hebben in de lokale munt (lokale investeerders).
 - Deze institutionele beleggers *hedgen* hun USD-risico met als tegenpartij de bank, die op haar beurt USD ontleent om het eigen wisselkoersrisico in te dekken.
 - In combinatie met grote *corporates* die wereldwijd hun kredietlijnen in USD opnemen, zorgt dit voor een grote nood aan US dollars in het financiële systeem. Dé component hiervan is de USD Libor 3M, of de rente waartegen banken elkaar dollars lenen voor een periode van 3 maanden. Die is de afgelopen weken sterk gestegen, ondanks de herhaaldelijke renteverlagingen van de Federal Reserve.
- De hogere USD Libor 3M is een probleem voor de Federal Reserve, aangezien de basisrentevoet financiering voor Amerikaanse bedrijven duurder maakt. We verwachten dat de USD Libor 3M nog even hoger blijft, ondanks de verwoede pogingen (repo, commercial paper interventies) van de Fed om de markt te kalmeren.
 - Voor de Amerikaanse 10-jaarsrente, hebben we onze verwachtingen door de globale *risk-off* en de aankopen van de Fed neerwaarts moeten herzien tot 1,25% eind dit jaar.



Interest Rate Swaps

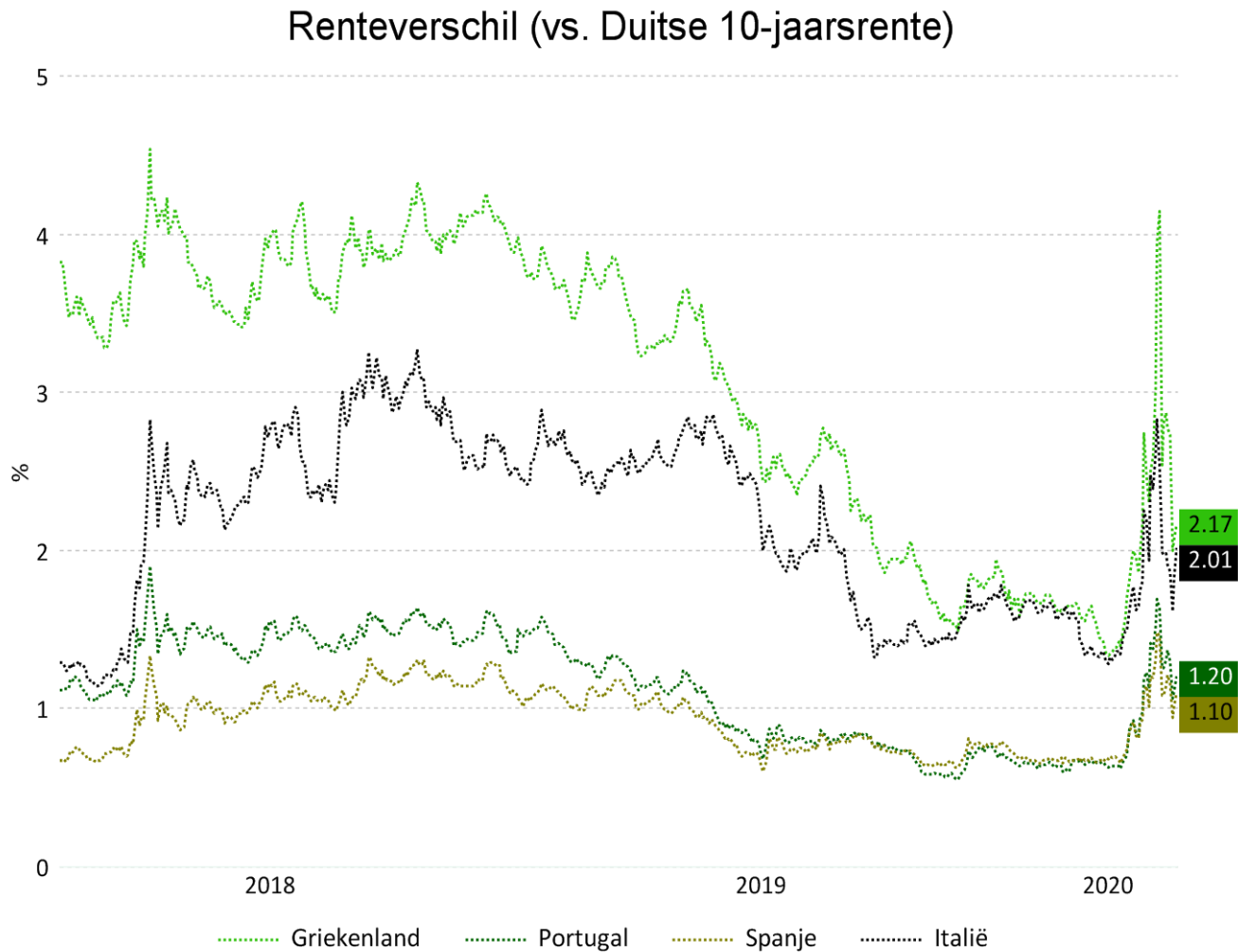
Interest Rate swap (floating leg = EUR 3M)



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



Risicopremies in de periferie



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.

