

# IR BI-MONTHLY

## RENTECURVE OPNIEUW STEILER

29 MAART 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

---

De sterke opmars van de Amerikaanse 10-jaarsrente sinds begin dit jaar, kan binnen het verhaal van reflatie worden gekaderd. Niet alleen stegen in de VS de inflatieverwachtingen en de rente op de langer lopende staatsobligaties, ook de spread met de Duitse Bund is opmerkelijk.

De belangrijkste drijfveren voor deze beweging zijn het verschil in tempo van vaccinaties, de blauwe golf met bijhorende fiscale stimuli die na de Democratische overwinning in Georgia werkelijkheid werd en de aanhoudende monetaire steun die de Fed biedt. Deze factoren impacteren de yield curve, door het langere eind hoger te duwen, terwijl de basisrente sterk verankerd blijft door de *forward guidance* van de Fed.

Toch moet de druk van een hogere rente in perspectief worden geplaatst. Jerome Powell uitte zich in het vooruitzicht van een hogere inflatie in Q2 comfortabel met niveaus boven 2% en het FOMC beloofde tijdens de laatste rentebijeenkomst ruim op voorhand te communiceren over toekomstige beleidswijzigingen.

De ECB daarentegen toonde zich in maart heel wat ongeruster over de stijgende rente. Met zorgen over de gezondheids crisis en wankele economische indicatoren werd de rente op langlopende Europese obligaties toch mee omhooggetrokken met deze uit de VS. De reactie van Christine Lagarde was dan ook het optrekken van het ritme van de steunaankopen binnen PEPP.

Hieronder gaan we dieper in op de elementen die de Europese en Amerikaanse situatie zo verschillend maken.

Veel leesplezier!

Mattias Demets, Jean-Luc Célis en Anton Pietermans

---



# Voorspellingen

Regio	Rente	Q2 '21	Q3 '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*	-0,65%	**	**	**
	10-year*	-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	0,25%	**	0,50%	**
	10-year	1,60%	**	2,00%	**

\* Duitse benchmark

\*\* Te herzien

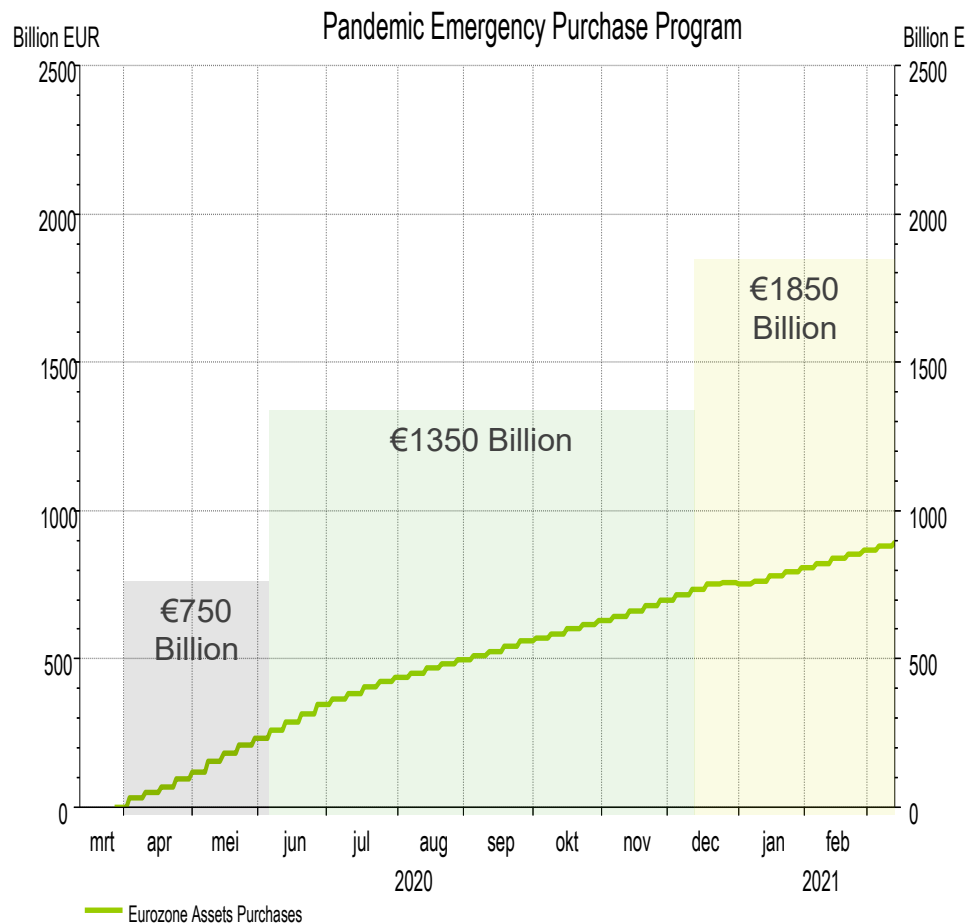
Voorspellingen BNP Paribas op 04/03/2021



# In the picture: VS & Eurozone – Herstel aan twee snelheden

## Ruimte voor de ECB om rente te onderdrukken

- Dat de ECB tijdens de beleidsvergadering van maart de markten gerust kon stellen met een aankondiging tot verhoogde steunaankopen heeft twee redenen:
  1. Tot midden maart werd binnen PEPP ‘slechts’ voor 900 miljard euro aan steunaankopen uitgevoerd, waardoor binnen de enveloppe nog meer dan voldoende ruimte is om het tempo op te drijven van de in maart gestarte noodlijn.
  2. Ondanks het feit dat ook de Duitse 10-jaarsrente op de Bund in het zog van de Amerikaanse rente hoger ging, is de onderliggende situatie op beide continenten sterk verschillend. De heersende lockdown in onder andere Duitsland drukken het herstel en de lage vaccinatiegraad vertroebelt de groeiverwachtingen die op een herstel van de dienstensector rekenen.



Bron: Refinitiv Datastream



# In the picture: VS & Eurozone – Herstel aan twee snelheden

## Einde SLR-relief draagt bij aan toenemende spread

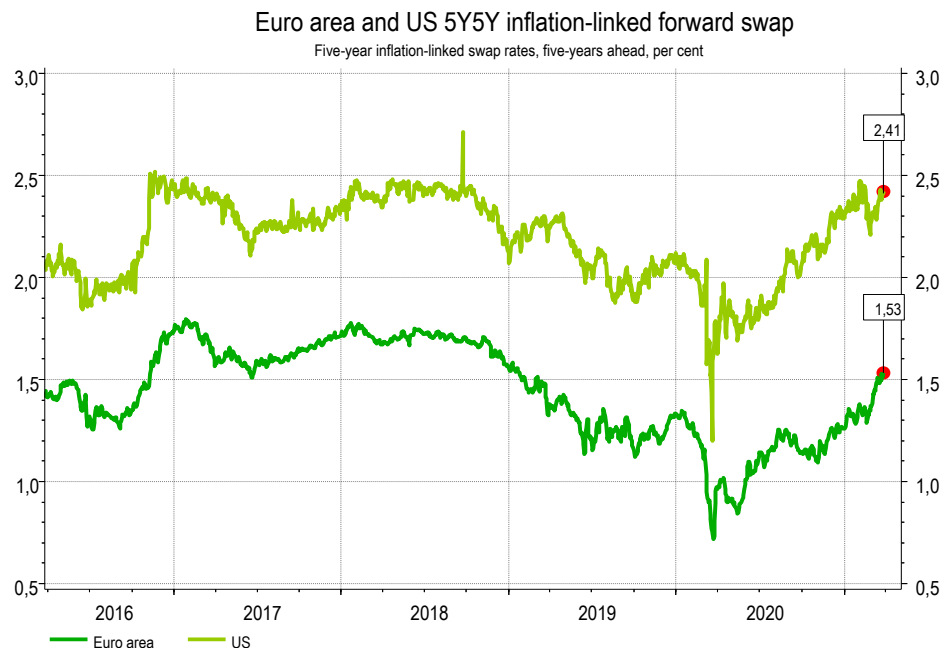
- De spread tussen de Amerikaanse en Duitse 10-jaarsrente neemt hierdoor drastisch toe. Ondanks het feit dat de beleidsrente in de VS omlaag werd getrokken, steeg de spread opnieuw naar niveaus van pre-COVID.
- De lage kortetermijnrente biedt daarbij kansen voor buitenlandse investeerders die goedkoper hun wisselkoersrisico kunnen hedgen, wat de Amerikaanse rente verder opdrijft.
- Daarbij komt dat de Fed beslist heeft om banken niet meer toe te laten om na 31 maart nog overheidsobligaties te onttrekken aan de berekening van de Supplementary Leverage Ratio – een extra kapitaalsvereiste voor grote banken onder Basel III, waarbij 3% extra kapitaal moet worden aangehouden. Deze maatregel zorgt voor extra druk op deze financieringsmarkt.
- Hoewel de Federal Reserve bij de bijeenkomst van het FOMC nog duidelijk maakte in haar *forward guidance* dat vóór 2023 geen renteverhogingen in het verschiet liggen – en dat de centrale bank op voorhand wijzigingen aan haar beleid zal aankondigen wanneer de doelen van prijsstabiliteit en volledige tewerkstelling worden bereikt – wijst de stijging op het verre eind van de rentecurve erop dat de obligatiemarkt hier zijn twijfels bij heeft.



# In the picture: VS & Eurozone – Herstel aan twee snelheden

## Vooruitzichten inflatie testen koelbloedigheid Jerome Powell en zijn AIT-aanpak

- Een grote drijver van de opwaartse langetermijnrentes is de gevreesde inflatie die een oververhitte economie kan creëren.
- De Fed stelde haar groeiverwachting voor dit jaar bij naar 6,5%, terwijl deze in december nog 4,2% bedroeg. Het 1,9 biljoen dollar omvattende herstelplan van Biden kunnen we hiervoor als gamechanger zien.
- Maar met die bijgestelde bbp-groei, kijkt de markt ook naar de impact op prijsstijgingen. De marktverwachtingen voor de inflatie over een periode van 5 jaar binnen 5 jaar stegen hierdoor in de VS naar 2,48% – het hoogste niveau sinds 2018. Vooral het tempo waaraan deze verwachtingen de lucht in zijn gegaan sinds de relance werd ingezet, baart zorgen.
- Om het herstel geen stokken in de wielen te steken, veranderde Jerome Powell afgelopen jaar iets aan het mandaat rond prijsstabiliteit. Niet langer zal de Fed het doel van 2% nastreven en ook een inflatie hierboven proberen te vermijden. Er zal met een gemiddelde inflatie rekening worden gehouden, zodat periodes met recessies waarin de inflatie aanmoddert, zullen worden opgeheven door expansies met grotere prijsstijgingen. De vraag blijft alleen met welk niveau van inflatie de Fed zich comfortabel voelt.



# Central Bank Monitor

Centrale bank	Rente	Volgende beslissing	Huidig niveau	Meest waarschijnlijk	Kans	Minst waarschijnlijk	Kans
Federal Reserve	Federal Funds Target Rate	28/04/2021	0,125%	Status Quo	100%	Renteverhoging	0%
ECB	Deposit Facility Rate	22/04/2021	-0,50%	Status Quo	95,7%	Renteverlaging	4,3%
Bank of Canada	ON Target Rate	21/04/2021	0,25%	Status Quo	92,2%	Renteverhoging	7,8%
Bank of England	Bank Rate	06/05/2021	0,10%	Status Quo	100%	Rentevehoging	0%
Bank of Japan	Policy Rate Balance	27/04/2021	-0,10%	Status Quo	93,5%	Renteverlaging	6,5%
Swiss National Bank	3M Target Libor Rate	17/06/2021	-0,75%	Status Quo	92,2%	Renteverlaging	7,8%

Bron: Thomson Reuters Datastream (26/03/2021)



# Onze verwachtingen in het kort: de ECB

---

- Hoewel de Fed zelf kan kiezen welk pad te bewandelen, moet de ECB rekening houden met wat er aan de andere kant van de Atlantische Oceaan gebeurt, omdat het effect van besmetting van de Amerikaanse markten op de Europese markten een realiteit is die de ECB niet kan negeren én indien nodig moet beheeren. En dat is de situatie waarin Christine Lagarde zich bevindt.
- Joe Biden heeft met zijn enorm pakket aan steunmaatregelen de oven voorverwarmd en nog voor de zoete broodjes uit de oven zijn, prepareert de kersverse president al een mooie taart in de vorm van een infrastructuurplan (BBB). Zelfs al is het Uncle Sam zelf, zal dit ertoe leiden dat beleggers hogere rente zullen eisen. Maar Uncle Sam maakt zich geen zorgen: het vooruitzicht van een sterke groei zou inflatie moeten genereren die de schuldenlast de kop kan indrukken.
- Een van de taken van de ECB zal zijn om het spileffect van de hogere Amerikaanse rente op overheidsobligaties te beperken. Houders van Europese overheidsobligaties zien de rentespread en overwegen dan om hun obligaties te verkopen en met dat geld Amerikaanse obligaties te kopen, wat dan weer opwaartse druk zet op de Europese rente. Om te voorkomen dat een renteverhoging zich voordoet die niet gerechtvaardigd wordt door een economisch herstel en die daarbij het risico loopt deze in de kiem te smoren, is het behoud van gunstige financieringsvoorwaarden van groot belang.
- Daarom heeft de ECB tijdens haar laatste beleidsvergadering van 11 maart aangekondigd dat zij haar aankopen van obligaties op de markten wilde verhogen, als onderdeel van haar 'Pandemic Emergency Purchasing Programme' (PEPP), een programma dat tot nu toe verre van uitgeput was. Maar kwantiteit is geen doel op zich. Volgens Isabel Schnabel, lid van de Directie, is de ECB van plan om prioriteit te geven aan het renteniveau en zo haar aankopen aan te passen aan de voorwaarden waaronder overheden, bedrijven en huishoudens daadwerkelijk kunnen lenen.
- De stijging van de dollar die gepaard gaat met de stijging van de Amerikaanse rente ontlast de ECB echter wel van de bezorgdheid over een te sterke euro die de Europese export zou kunnen benadelen. De keerzijde van de medaille is echter dat, hoewel de concurrentiële positie van de EU-exporten verbetert, een zwakkere euro kan leiden tot geïmporteerde inflatie. Wat de ECB ook niet wil. Het instituut streeft naar inflatie, maar naar gezonde inflatie, gebaseerd op economische groei en niet op vergif van elders.





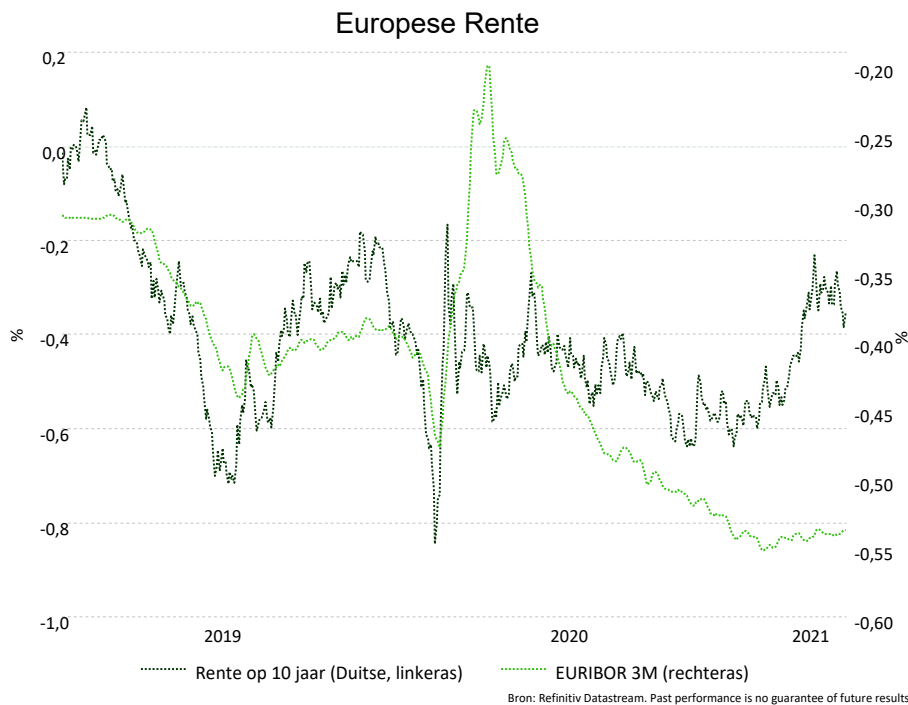
# Onze verwachtingen in het kort: de Federal Reserve

---

- De rentebijeenkomst van het FOMC in de maand maart lokte veel gegadigden – via videoconferencing welteverstaan. De 10-jaarsrente die in volle opmars was, de bijgestelde groeicijfers van de OESO die voor de VS naar 5,6% werden opgetrokken en de mogelijke verstrenging van de kapitaalsverstrengingen voor banken door het aflopen van de SLR-uitzondering: het waren slechts enkele van de topics waarrond vele marktpartijen duidelijkheid wensten.
- *Forward guidance* werd door de Fed gegeven in de vorm van een update van de dot plot. Zonder te vermelden welke gouverneur zijn bolletje waar op de grafiek had geplaatst, kregen we een overzicht van de verwachtingen voor de basisrente. Voor dit jaar bleven alle bolletjes op een lijn op 0,125%, wat er uiteraard op duidt dat geen enkele centrale bankier er nog maar aan denkt om dit jaar al de rente op te trekken. Zelfs voor 2023 lijken de meesten nog niet overtuigd van de nood om de rente op te trekken. Dit was dan ook de boodschap die Jerome Powell verkondigde: hij blijft ondanks de verhoogde inflatieverwachtingen, de hogere groei en de betere jobcijfers voorstander van een centrale bank die een ondersteunende rol blijft spelen.
- Geen wijzigingen aan het beleid, dus is het opnieuw de toekomstvisie van de Fed waarmee we het moeten doen. De bbp-groei voor 2021 werd ten opzichte van de verwachtingen in december opgetrokken met 2,3% tot 6,5%. Voor de werkloosheidscijfers ging er 0,5% af naar 4,5% voor het einde van 2021 en een volledige tewerkstelling wordt nu in 2023 verwacht wanneer het doel van 3,5% moet worden behaald. Bidens fiscaal stimuluspakket draagt in grote mate bij aan deze betere verwachtingen, net zoals het tempo van de vaccinaties. Met BBB (Build Back Better) zit er ook nog een dijk van een infrastructuurplan in de pijplijn en dit zorgt ook voor een hogere inflatieverwachting. De PCE-inflatieverwachtingen voor dit jaar werden opgetrokken naar 2,4% om volgend jaar te stabiliseren aan 2%.
- Dat laatste is wat markten toch wat zorgen baart. De Fed toont nu de standvastigheid om een hogere inflatie dan 2% te tolereren, zoals het bij de invoering van de Average Inflation Targeting (AIT)-aanpak had vooropgesteld. Al bestaat de vrees dat de inflatie verder dan dit niveau zal oplopen, zeker indien BBB werkelijkheid wordt. Powell zelf toonde zich voorstander van fiscale stimuli zoals het infrastructuurplan, wat volgens hem in de visie past van meer te doen dan enkel de gaten herstellen die COVID-19 heeft geslagen. Daarom herhaalde de Fed het engagement om de obligatieaankopen voort te zetten en ver op voorhand te communiceren rond de einddatum hiervan.
- De vraag is wanneer we deze communicatie mogen verwachten en wat de reactie hierop zal zijn. De 'Taper Tantrum' van 2013 toont hoe sterk markten kunnen reageren, alleen nog maar op de verwachting van striktere financieringsvoorwaarden. Onze analisten uit de VS (Markets Flash 18/03, BNP) verwachten de eerste signalen toch al in Q4 '21, met nog zeker 9-12 maanden voor een effectieve afbouw.



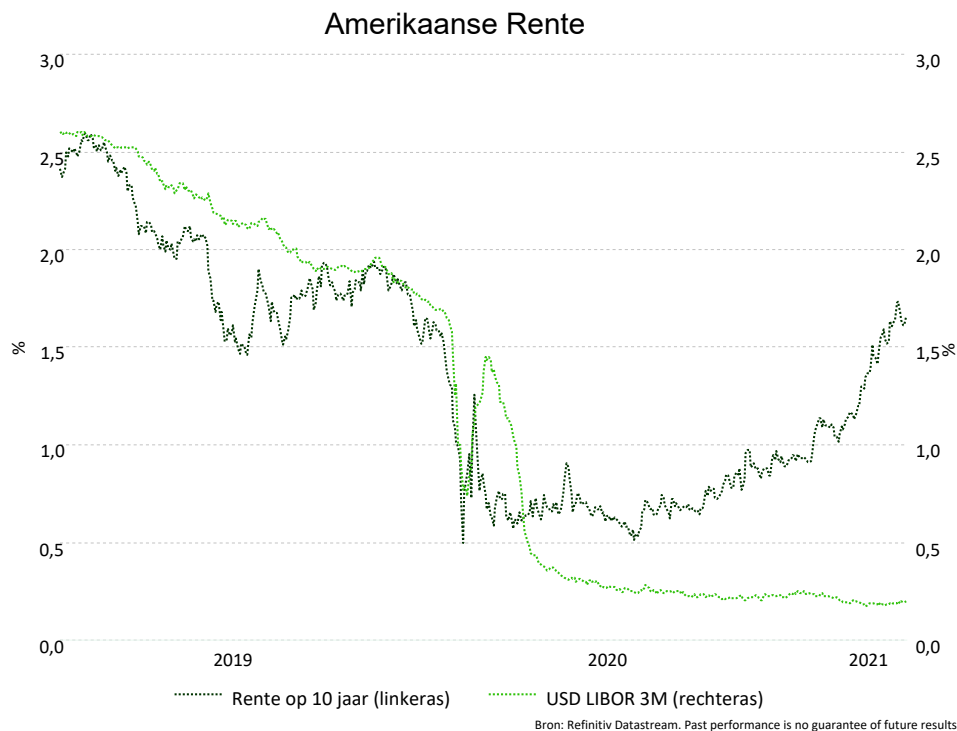
# Eurozone: rente in vogelvlucht



- In maart 2021 heeft de ECB haar aanpak binnen het PEPP aangepast. Christine Lagarde heeft beloofd het tempo van de obligatieaankopen te versnellen om de stijgende rente op overheidsobligaties te bestrijden.
- De boodschap is echter complexer dan het lijkt: het gaat er minder om de stijgende rente tegen te gaan dan om gunstige financieringsvoorwaarden te blijven garanderen, wat een follow-upanalyse van het bankgedrag vereist.
- De ECB zal haar aankopen derhalve aanpassen aan de vraag of deze gunstige voorwaarden al dan niet worden gehandhaafd, met een bredere basis dan enkel de hoogte van de rentetarieven. Met dit in gedachten worden aankopen niet vastgekleit (x-aantal miljarden per maand) maar gecorrigeerd voor veranderingen in opbrengsten.
- Onze analyses suggereren dat de stijging van de Europese rente in 2021 zal worden tegengegaan door aankopen van de ECB. Zo verwachten we dat de Duitse 10-jaarsbund na een daling in het tweede kwartaal naar -0,50%, het jaar zou kunnen afsluiten op -0,20%. Pas in 2022 zouden we opnieuw een positieve nominale rente kunnen zien, met 0,10% als doelstelling aan het einde van dat jaar.



# Verenigde Staten: rente in vogelvlucht

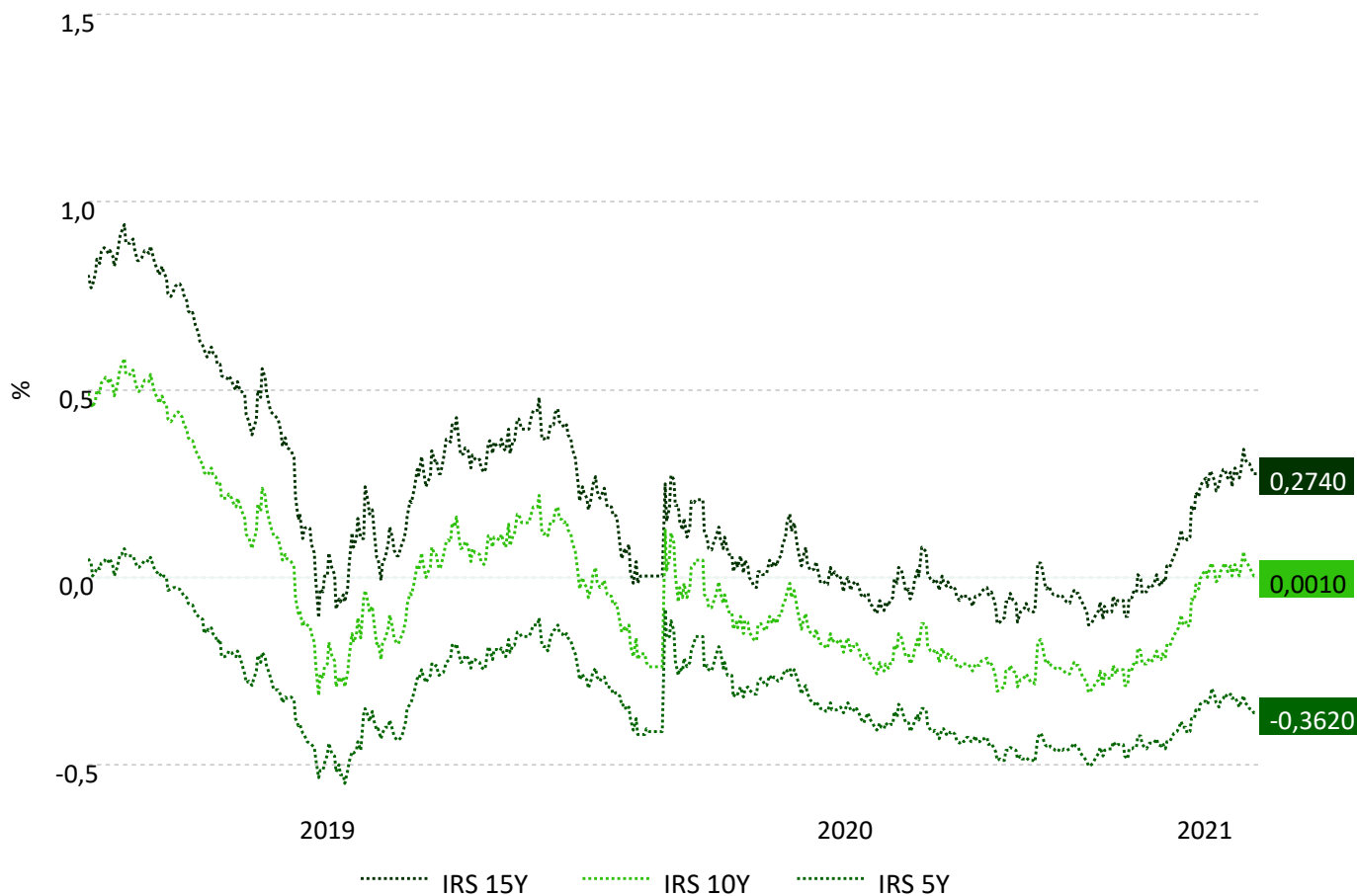


- De Amerikaanse 10-jaarsrente bereikte in maart haar hoogste niveau sinds COVID-19, met 1,75% ten tijde van de FOMC-rentebijeenkomst. Ondanks de erg *dovish* retoriek van de Fed bleef de rente stijgen vanwege de hogere inflatieverwachtingen. Investeerders anticipeerden hierbij al op een Fed die misschien wel sneller dan verwacht aan het verstrengen zou slaan en in een verder stadium de rente dreigt op te trekken indien de inflatie hoger dan verwacht uitvalt.
- Daarbij toonden negatieve rentes op de Repo-markt hoezeer de 10-jaarsobligaties in trek waren om deze te shorten. Ook zorgde het niet verlengen van de SLR-versoepeling ervoor dat grote banken een deel van hun opgebouwde posities in de overheidsobligaties dienden af te bouwen – opnieuw een factor die de rente hoger duwde.
- In het licht van een Fed die hogere inflatie tolereert, kunnen we ook verwachten dat de rente op de langere looptijden van de overheidsobligaties hoger blijft. De laatste dagen echter zien we de 10-jaarsrente wat terugtrekken. De lage kost voor het weghedgen van het wisselkoersrisico in USD maakt het voor investeerders – zeker Japanse en Europese die met een lage ontleenrente worden geconfronteerd – interessant om te beleggen in Amerikaans staatspapier.
- De spread met de Libor 3M stijgt uiteraard doordat de *forward guidance* van de Fed het korte einde van de curve sterk verankert.



# Interest Rate Swaps

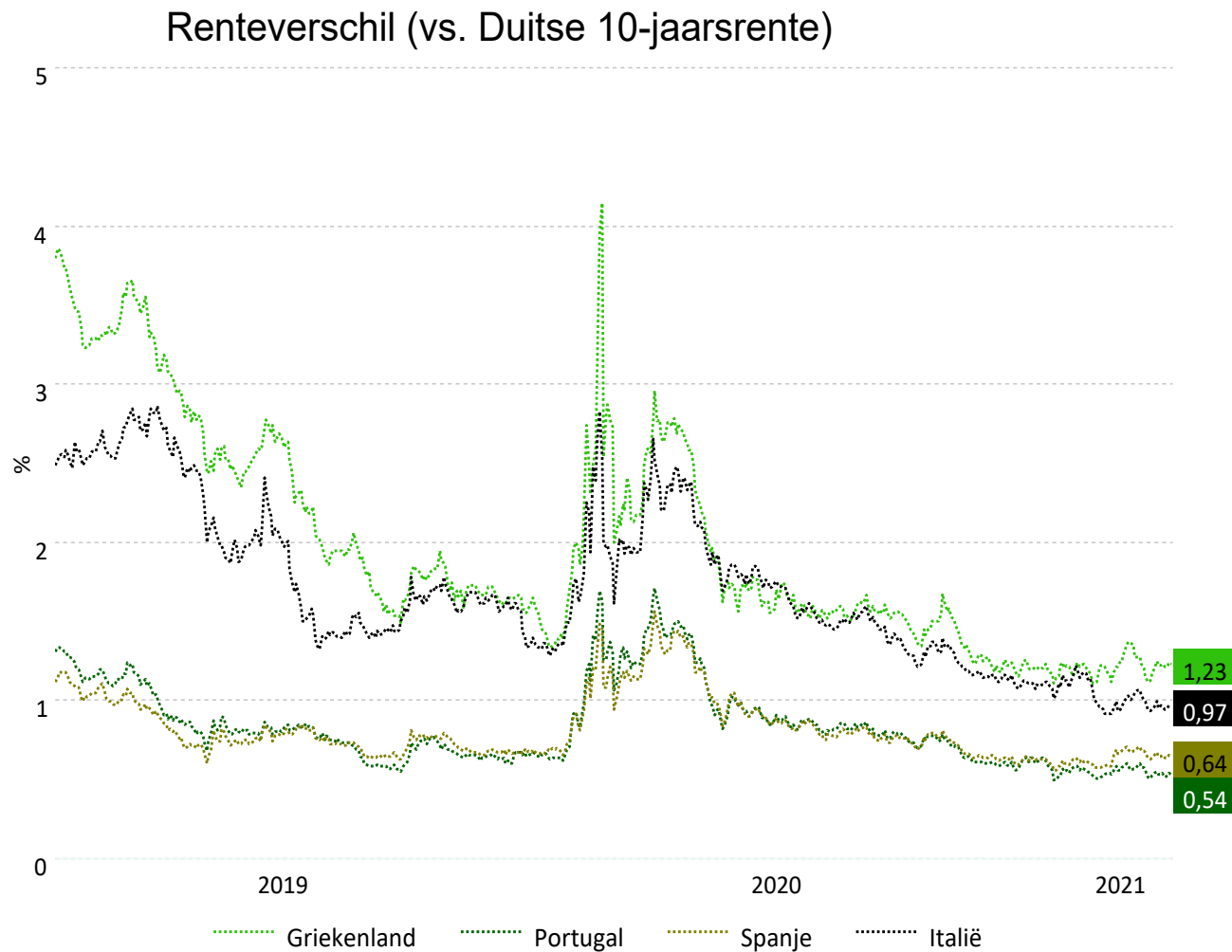
Interest Rate swap (floating leg = EUR 3M)



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.

