

Marktopdate 15 april 2020

Eurogroep, OPEC+ & de Fed's fallen-angel faciliteit¹

15 april 2020

Terwijl menigeen op de financiële markten uitkeek naar het lange Paasweekend als adempauze stonden de markten en ontwikkelingen niet stil. Aandelen maakten een uitstekende week door, de VIX-volatiliteitsgraadmeter flirtte aan de onderkant met een niveau van 40, een overeenkomst is bereikt binnen de Eurogroep over een gezamenlijk pakket aan noodmaatregelen zonder eurobonds, en als klapper op de vuurpijl een historisch akkoord van de OPEC+ om de olieproductie met circa 10mln vaten per dag te reduceren. De Fed schroomde niet om haar pakket aan noodmaatregelen verder uit te breiden, ditmaal door Amerikaanse 'fallen angels' te hulp te schieten. Tot slot ziet het IMF in de Covid-19 pandemie de grootste dreun voor de wereldeconomie sinds de Grote Depressie van de jaren 30..

We belichten de afgelopen anderhalve week aan de hand van onderstaande onderwerpen:

- **Update liquiditeit:** met het Paasweekend achter de rug blikken we terug op het verloop in beschikbare liquiditeit in diverse producten over de afgelopen weken
- **OPEC+** komt tot historische productiebeperking, maar is het genoeg om de ineengestorte vraag te matchen?
- **Eurogroep** bereikt eindelijk akkoord over Europees pakket aan steunmaatregelen, maar de ECB blijft de belangrijkste schakel in Europa
- De **Fed:** kondigde (wederom) een extra stimuleringspakket aan en waagt de stap naar de markt voor **high-yield bonds** waar het optreedt als redder van 'fallen angels'

Eurogroep: eerste stap is gezet

Langverwacht Eurogroep akkoord is bereikt...

Donderdag 9 april was daar dan eindelijk (virtuele) witte rook uit Brussel. De ministers van Financiën van de Eurogroep bereikten in de avond een akkoord over een pakket aan maatregelen ter waarde van 540 miljard euro. De vraag is nu in hoeverre er gebruik gemaakt gaat worden van deze totale som van 540 miljard. Het pakket bestaat uit de volgende hoofdcomponenten:

¹ <https://www.youtube.com/watch?v=luwAMFcc2f8> voor de soundbite bij de marktopdate van deze week.



- 25 miljard garantiefonds zodat de **EIB voor 200 miljard euro leningen kan verstrekken** aan met name het midden- en kleinbedrijf.
- **ESM kredietlijnen tot 2% van het bruto binnenlands product** van het krediet aanvragende land. Als elk land in de Eurogroep gebruik maakt van deze mogelijkheid, zou het gaan om 240 miljard euro. De kans bestaat echter dat er nauwelijks gebruik gemaakt gaat worden van de faciliteit; Conte – premier van Italië – gaf op vrijdagochtend al aan dat hij geen steun wil² van het noodfonds. Terwijl het al helemaal onwaarschijnlijk is dat bijvoorbeeld Nederland of Duitsland gaat aankloppen bij het ESM. De ESM kredietlijn kan zodoende als verzekering gezien worden.
- **100 miljard euro budget** om de financiering van werkloosheidsregelingen op te vangen die meerdere landen in het leven hebben geroepen. De Europese Commissie kan door middel van 25 miljard aan garanties van de lidstaten dit bedrag ophalen.

...maar ECB lijkt nog steeds aan zet

Donderdagavond bleek ook dat het politiek draagvlak voor extra maatregelen van de ECB gestegen is. Noemenswaardig was dat o.a. de president van de Eurogroep Centeno het ECB-beleid van extra verruiming toejuichte. Deze extra daadkracht van de ECB zou niet ongelegen komen. In vergelijking met de VS/FED blijft de EU/ECB (ver) achter in steunmaatregelen en getoonde daadkracht. Uitbreiding van het PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) lijkt zodoende noodzakelijk en onvermijdelijk. Er zijn geluiden over een verdubbeling van het huidige programma van 750 miljard.

“The big oil deal is done”

Ook witte rook binnen OPEC+...

Onder druk van de VS kwam het afgelopen zondag dan toch tot een lang verwacht akkoord tussen de olieproducerende landen. In een ultieme poging de almaar dalende olieprijs te stutten is OPEC+, aangevoerd door Saudi-Arabië, samen met Rusland en andere olieproducerende staten gekomen tot de grootste productiebeperking ooit. Even nog leek Mexico op de valreep roet in het eten te gooien, maar de onzichtbare hand van Trump zorgde ervoor dat de Saudi's genoeg namen met mildere beperkingen voor Mexico. Trump, in het verleden fervent criticaster van de OPEC, was ditmaal lovend. Misschien wel door zijn eigen rol in de totstandkoming van het akkoord. Het maakt tevens een eind aan de prijsoorlog die de Saudi's ontketenden sinds ze Rusland de zwarte piet toespeelden voor het mislukken van het vorige overleg begin maart.



Donald J. Trump ✓ @realDonaldTrump · Apr 12

The big Oil Deal with OPEC Plus is done. This will save hundreds of thousands of energy jobs in the United States. I would like to thank and congratulate President Putin of Russia and King Salman of Saudi Arabia. I just spoke to them from the Oval Office. Great deal for all!

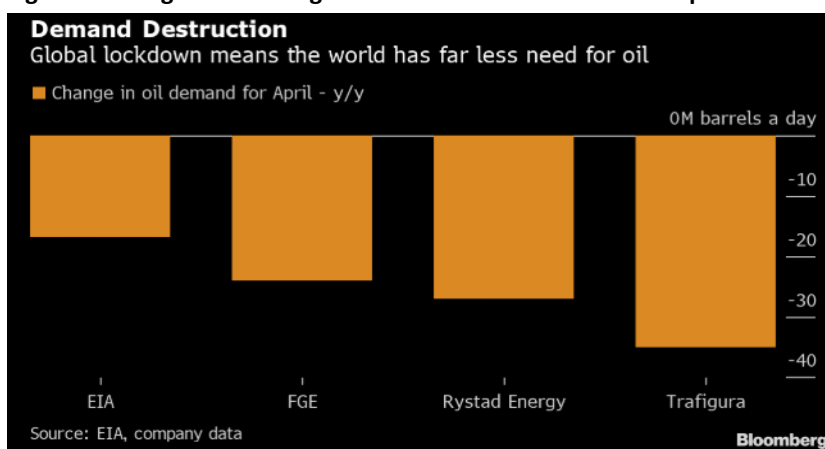
² Er is een subtiel verschil tussen willen en niet anders kunnen



De beperking houdt in dat er gezamenlijk 10 miljoen vaten per dag minder geproduceerd zullen worden in de maanden mei en juni. Dit vertegenwoordigt een daling van 10% van de dagelijkse olieproductie. Na deze periode zeten de productiebeperkingen zich voort tot in 2022, zij het op beperktere schaal.

Analisten schatten de vraaguitval naar olie als gevolg van de Corona crisis en groeivertraging in de economie in op een veelvoud van de aangekondigde beperkingen. Hoewel de schattingen nogal variëren (zie Figuur 1) komen de ramingen aan de bovenkant van de bandbreedte uit op wel 35 miljoen vaten er dag. Ondanks de historische productiebeperkingen aan de aanbodzijde, is het dus maar de vraag of het voldoende effect sorteert.

Figuur 1: Vraaguitval olie ingeschat door verschillende marktspelers.



Olieprijzen reageerden in eerste instantie positief op het akkoord, maar die opleving was van korte duur. Afgaande op het verloop in de olieprijs na het Paasweekend lijkt het erop alsof de markt de productiebeperkingen niet voldoende vindt. Op het moment van schrijven handelde de future op Brentolie rond de \$28.5 per vat en WTI, een ander veelgebruikt benchmark zelfs onder de \$20....

Fed's Fallen Angels Facility

De Fed denderde ondertussen door met een nieuw en wederom uitgebreid wapenarsenaal. Op Witte Donderdag nam de Federal Reserve additionele maatregelen om de Amerikaanse economie te ondersteunen. Opgeteld is het pakket aan steunmaatregelen goed voor \$ 2.300mrd aan kredietverschaffing aan huishoudens, het midden- en kleinbedrijf, staten en lokale overheden. Het pakket bestaat onder meer uit de volgende onderdelen:

- Ondersteuning voor het **midden- en kleinbedrijf** in de vorm van een leenfaciliteit ter waarde van \$600 mrd, beschikbaar gesteld via de bancaire sector.
- Directe noodleningen aan **staten en lokale overheden** ter waarde van \$500 mrd.



- **Uitbreiding** van het reeds bestaande **opkoopprogramma van bedrijfsleningen** naar \$750mrd, waaronder opkoop van high-yield corporate bonds met een ‘junk’-status en ETFs op high-yield corporate bonds.

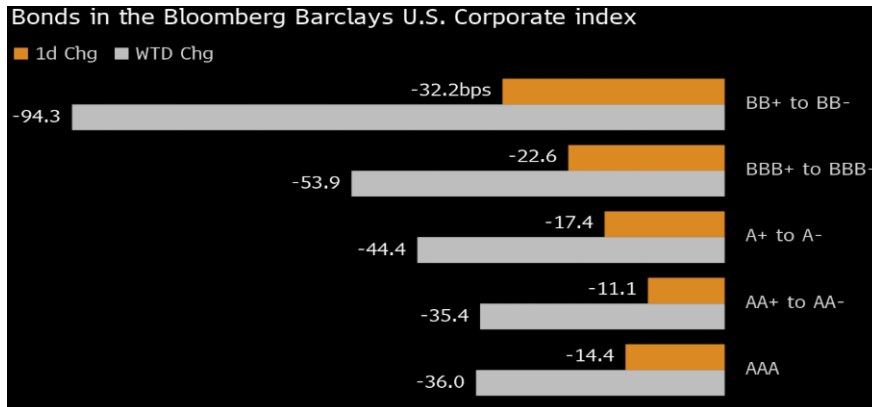
In de bijbehorende toespraak onderschreef Powell nog maar eens dat de Fed niet zal aarzelen met introductie van additionele maatregelen indien die nodig blijken: “We will continue to use these powers forcefully, proactively and aggressively until we are confident that we are solidly on the road to recovery”.

Vangnet voor ‘fallen angels’

Op de financiële markten ging de meeste aandacht uit naar de uitbreiding van het opkoopprogramma van bedrijfsleningen (de ‘Primary and Secondary Market Corporate Credit Facilities’). In de hernieuwde spelregels geeft de Fed zichzelf expliciet de ruimte om bedrijfsleningen met een ‘junk’-status op te kopen. Deze maatregel is specifiek gericht op zogeheten ‘fallen angels’: bedrijven die op 22 maart 2020 nog een kredietstatus van BBB-/Baa3 hadden³, maar vervolgens zijn gedowngrade tot aan BB-/Ba3, komen in aanmerking voor het opkoopprogramma. In de secundaire-markt faciliteit mag de Fed daarnaast ook ETFs opkopen die hoofdzakelijk beleggen in high-yield corporate bonds. Al met al een aardverschuiving in het kredietuniversum van de centrale bank!

De aankondiging leidde – niet verrassend – tot een massale herwaardering op de markt voor bedrijfsleningen met een BB-rating (zie Figuur 2).

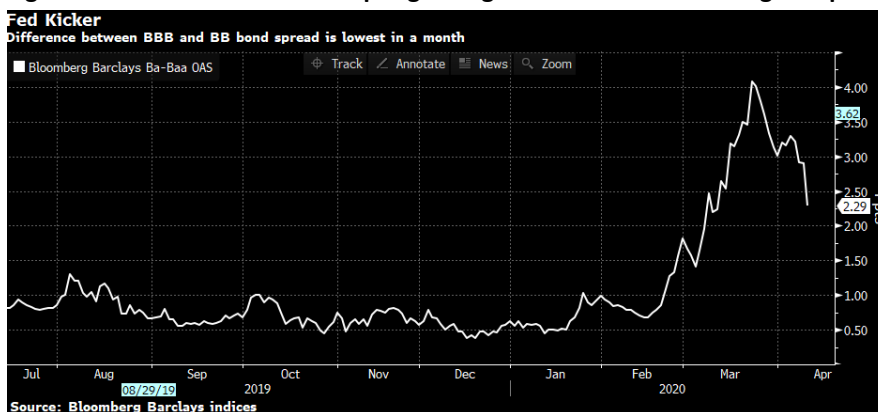
Figuur 2: Indicatie verandering in yields op US corporate bonds per rating klasse (Bron: Bloomberg).



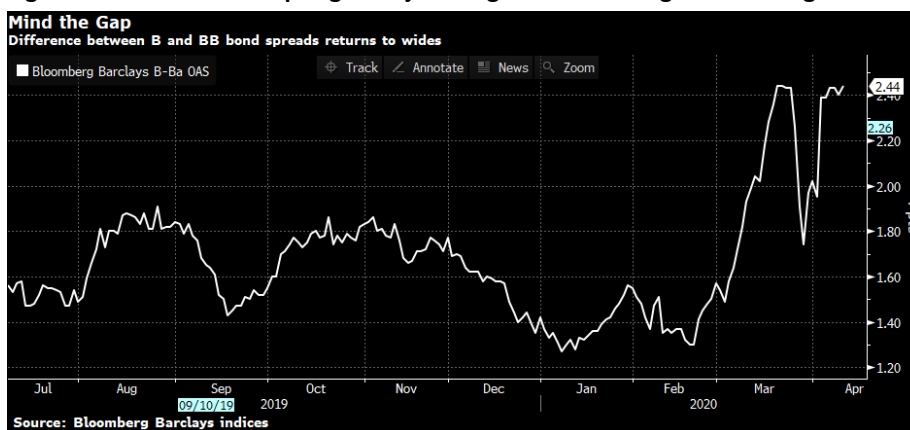
Het vangnet onder BB-bedrijven leidde tot compressie van het verschil in credit spread tussen bedrijven met een rating van BBB en BB (zie Figuur 3).

³ Volgens twee of meer nationaal erkende ratingbureaus.



Figuur 3: Verschil tussen risico-opslag leningen met BBB- en BB rating krimpt

Net onder het vangnet, liepen credit spreads fors uit. Dit kwam tot uiting in een forse toename van het verschil in risico-opslag tussen bedrijven met een BB en een B-rating.

Figuur 4: Verschil risico-opslag bedrijfsleningen met B-rating en BB-rating neemt fors toe!

Begeeft de Fed zich op glad ijs?

Hoewel de nieuwe noodfaciliteiten van de Fed door velen wederom als daadkrachtig worden gezien, vragen anderen zich af of de uitstap naar risicovollere leningen en naar directe leningen aan gemeenten wel zo verstandig is. Deze stap is een forse ommezwaai in het centrale bank beleid en het risico bestaat dat de onafhankelijkheid van de centrale bank in het geding komt. De acties van de Fed beginnen aan te schurken tegen een fiscaal beleid met grootschalige herverdeling van welvaart als gevolg met winnaars en verliezers.

Ook 'moral hazard', een term die onlosmakelijk verbonden is aan de Grote Financiële Crisis van 2008, verschijnt weer ten tonele. Nu men weet dat de Fed toch wel instapt indien zich een ongunstige scenario ontvouwt, rijst de vraag wat voor impact dit heeft op het gedrag van beleggers en specifiek de risico's die ze nemen.

Daadkrachtig of niet, de maatregelen vormen in elk geval een ongekennde uitbreiding van de toch al niet geringe schuldenberg binnen de Amerikaanse economie.





Liquiditeitsdashboard

Rondom het Paasweekend is de handelsactiviteit doorgaans lager dan gebruikelijk. Op Goede Vrijdag en Tweede Paasdag was een aantal markten gesloten. In enkele landen is bovendien sprake van een schoolvakantie. We kijken in deze marktupdate terug op het verloop van liquiditeit over de afgelopen weken.

Hoewel liquiditeit een begrip is met meerdere dimensies en invalshoeken, hebben we de door ons gepercipieerde liquiditeit over de afgelopen periode platgeslagen in twee kwalitatieve maatstaven: hoe verhandelbaar was het product en hoe lagen de transactiekosten t.o.v. een 'normale' markt. Dit wordt per productgroep door de tijd heen weergegeven in Figuur 5. Met het verloop van de figuur schetsen we een 'high-level' beeld van hoe liquiditeit zich heeft ontwikkeld over de afgelopen periode.

Voor de verschillende productgroepen is een vergelijkbaar patroon zichtbaar: begin maart nam liquiditeit in relatief korte periode fors af. Deze periode ging gepaard met wilde intra-dag bewegingen, price-jumps en wijde bied/laat-spreads zoals beschreven in de eerdere marktupdates. In de weken erna vond een graduele verbetering plaats, maar nog niet tot de niveaus van voor de coronacrisis. Ook liquiditeit komt te voet en gaat te paard. Zo lang een volgende paniekgolf op de markt uitblijft, verwachten we dat liquiditeit stapje voor stapje beter zal worden. Het blijft echter de vraag of en zo ja wanneer liquiditeit weer terug komt op het oude niveau.



Leeswijzer

De verticale as geeft de mate van liquiditeit – in de zin van verhandelbaarheid - in de productgroep weer. Hoe hoger het datapunt op de as, des te beter was liquiditeit en vice versa. De eerste bol, relatief hoog op de as, correspondeert met liquiditeit zoals die is/was onder ‘normale’ marktomstandigheden. De omvang van elk datapunt is een indicatie voor de breedte van bied/laat-spreads, ofwel transactiekosten. Een ‘dikke bol’ wijst op (fors) wijdere geobserveerde bied/laat-spreads. Bij een kleine bol waren de spreads klein. De omvang van de eerste bol correspondeert wederom met ‘normale’ marktomstandigheden.

Figuur 5: Indicatie van verloop in liquiditeit in diverse productcategorieën

