

Markt update 16 maart 2020

De Fed grijpt naar bazooka

16 maart 2020

Een bewogen week

Aan actie op de financiële markten, vanuit centrale banken en de politiek geen gebrek de afgelopen week. In een week waarin menig koersverloop veel weg had van een achtbaan, kregen we onder meer te maken met:

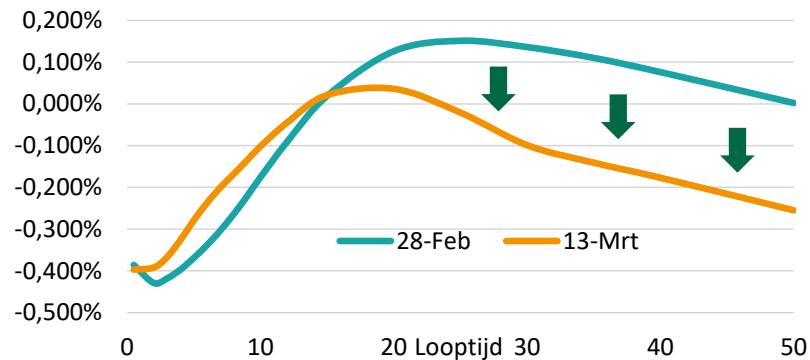
- **Aandelenkoersen** -10% op 12 maart: de op-één-na grootste daling in de laatste 85 jaar..... Gevolgd door een vrijwel net zo grote stijging op vrijdag de 13^e. Bezien over de week een daling van 20% in Eurostoxx 500 en 9% in S&P 500.
- De gehele **euro swapcurve** werd negatief terrein ingesleurd, met een dieptepunt van -39bp in de 30-jaars swaprente op donderdag. Inmiddels is het middensegment (15-25j) 'hersteld' tot net boven nul.
- De yield op 30-jaars **US Treasuries** bewoog in één week met meer dan 100bp!!
- **Renteverlagingen** door o.a. Bank of England, Bank of Canada, maar niet door de ECB.
- **Zeer beperkte liquiditeit** stond efficiënte executie van transacties in de weg.

Als klapper op de vuurpijl verraste de Fed met een 100 bp (!) renteverlaging op zondagavond. Daar bovenop werd een opkoopprogramma aangekondigd waarin de Fed voor minimaal \$700 mrd aan schuld papier zal aankopen o.a. om het functioneren van de markt voor US Treasuries te waarborgen. Bovendien werd in samenwerking met andere centrale banken de brede toegang tot dollar liquiditeit ondersteund door de rente op swaplijnen te verlagen. Aandelen reageerden zondagavond / maandagochtend aanvankelijk niet enthousiast (S&P future ca -5% op moment van schrijven). Het functioneren van de markt voor dollar funding en valutamarkt lijkt daarentegen wel positief te reageren op de liquiditeitsondersteuning in dollar.

Flattening the Curve?

Waar de maatregelen in de samenleving gericht zijn om de 'infectiecurve' af te vlakken, lijkt het vooralsnog de euro swap curve te zijn die hier op financieel vlak gehoor aan geeft (zie Figuur 1).





Figuur 1: euro swapcurve per eind Feb 20 en per slot 13 mrt

Sinds eind februari is de vorm van de swapcurve fors vlakker geworden. Figuur 2 geeft dit op een andere wijze neer: het verschil tussen de 30-jaars en 10-jaars swaprente is voor het eerst sinds de financiële crisis onder nul gedoken.



Figuur 2: Verloop van het verschil tussen de 30-jaars en 10-jaars EUR swaprente

Liquiditeit laag, volatiliteit hoog

Om maar meteen met de deur in huis te vallen: liquiditeit was gedurende de gehele week sterk verminderd en zeer gefragmenteerd. Het beeld dat we in onze vorige update schetsten is helaas intact gebleven. Concreet betekent dit dat het zeer lastig zo niet onmogelijk was / is om grote volumes aan marktrisico (zoals renterisico) te verhandelen en daarbij hoge transactiekosten, dan wel marktimpact te vermijden.

We verwachten dat verminderde liquiditeit de komende dagen / weken nog zal aanhouden, mede afhankelijk van de ontwikkelingen rondom COVID-19, beleidsmakers, centrale banken, et cetera. Dit betekent dat snelheid en waarschijnlijkheid van executie lager liggen dan gebruikelijk en transactiekosten fors hoger kunnen zijn.



Omdat het beeld qua liquiditeit ongewijzigd is, besteden we in deze update iets meer aandacht aan onderbouwing van dit beeld. Wat zijn – naast natuurlijk de feedback van traders – indicatoren voor verminderde liquiditeit? Voor de eenvoud beperken we ons tot euro staatsobligaties en renteswaps.

Liquiditeit, wat is dat eigenlijk?

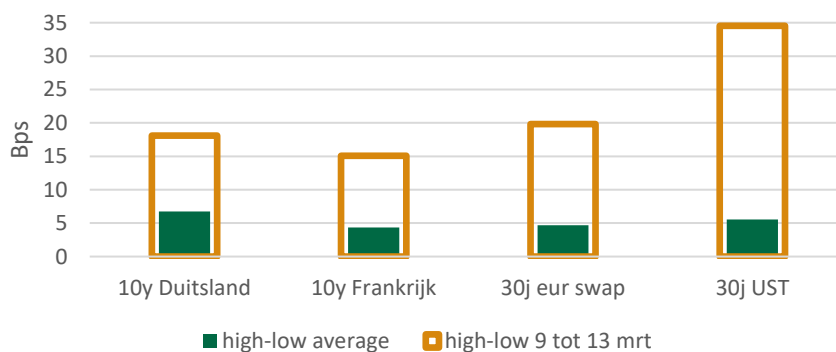
Onder liquiditeit verstaan we het vermogen om binnen een relatief kort tijdsbestek grote transacties uit te voeren met beperkte prijsimpact, geassocieerd met lage transactiekosten. Liquiditeit kent duidelijk meerdere dimensies. Hieronder beschrijven we er een aantal van.

Indicator 1: Wijde bied/laat spreads

In normale omstandigheden ‘streamen’ banken en liquiditeitsverschaffers op continue basis bied- en laatprijzen in swaps en obligaties. Het verschil tussen bied- en laatprijzen is de bied/laatspread. Normaalgesproken liggen deze op bv. looptijden van 10 jaar ruim binnen 1bp yield. De afgelopen week betrof dit eerder 2 tot 8bp. Van een aantal banken ontvingen we de kleur dat ze in bepaalde trades een zeer defensieve prijs lieten zien, zeg 4bp van ‘mid’, maar tot hun verbazing nog steeds de trade wonnen!

Indicator 2: Hoge intra-dag volatiliteit

Lage liquiditeit uit zich op twee manieren: of helemaal geen intra-dag beweging (omdat er geen prijsvorming plaatsvindt) of juist wilde prijsschommelingen intra-dag. Onderstaande figuur geeft voor enkele – doorgaans zeer liquide – instrumenten het gemiddelde verschil tussen de hoogste en laagste yield op een dag weer (groene balk) gemeten over de afgelopen drie jaar, en daarnaast het gemiddelde verschil tussen hoog en laag over de afgelopen week (oranje balk).



Indicator 3: kleinere trade size in Bund & Treasury futures

Bond future contracten, zoals de Bund future en de 10y Treasury future vormen belangrijke ankerpunten op de euro en dollar fixed income markten. Traders gebruiken deze instrumenten om zich (tijdelijk) in te dekken tegen renterisico's, bv. na een transactie in een renteswap. Kenmerkend voor een afname in liquiditeit is de afname in de omvang van de gemiddelde trade size in deze futures en afname in het aantal contracten dat op elk moment aangeboden wordt aan de bied- en laatkant. Diverse partijen schatten in dat liquiditeit in deze kern-instrumenten 80 tot zelfs 90% slechter is dan gebruikelijk!



Verwachting

We verwachten dat verminderde liquiditeit de komende dagen / weken nog zal aanhouden. Dit betekent dat snelheid en waarschijnlijkheid van executie fors lager liggen en transactiekosten fors hoger. We blijven de situatie rondom liquiditeit nauwgezet monitoren. Mocht het voornemen bestaan significante transacties uit te voeren, dan raden we – meer dan normaal – aan om vooraf met ons te schakelen t.a.v. executie mogelijkheden.

Centrale banken: gemengde respons

Vorige week spraken we over het verwachte ingrijpen van de centrale banken wereldwijd om de coronacrisis – i.c.m. de kelderende olieprijs – te beteugelen. Er kan zonder twijfel gesteld worden dat Centrale Banken ingegrepen hebben. Sinds het uitbreken van de onrust zijn er renteverlagingen doorgevoerd in o.a. Engeland, Australië, Nieuw-Zeeland, Noorwegen, Rusland, China en de Verenigde Staten. Waarbij die laatste de kroon spant, met in anderhalve week tijd twee tussentijdse verlagingen.

ECB

De ECB zag het verder verlagen van de beleidsrente als een weinig effectief middel en koos voor een gerichtere aanpak. Daarnaast legde president Lagarde de nadruk op het feit dat de overheden aan zet zijn en steunpakketten moeten doorvoeren.

Beleggers spraken over de eerste echte test voor ECB-president Lagarde sinds haar aantreden. Na donderdag zal zij gemerkt hebben dat de vorm minstens net zo belangrijk is als de inhoud. Lagarde maakte namelijk een uitglijder door te stellen dat de ECB er niet is om de spread tussen periferie en de sterkere eurolanden te verkleinen. Dit had tot gevolg dat de rentes op Europese staatsobligaties uit elkaar schoten. De handel in Italiaanse en Franse futures werd zelfs stilgelegd. Lagarde en (ex-)kopstukken van de ECB hebben naderhand de uitspraak rechtgezet. Onder andere door hoofdeconoom Philip Lane werd op vrijdag benadrukt dat de ECB er alles aan zal doen om fragmentatie in de eurozone te voorkomen. Het aangekondigde pakket van de ECB bestaat uit drie maatregelen.

1. Ten eerste kan er tijdelijk onbeperkt tegen het depositotarief (-0.50%) geleend worden door banken. Mochten banken in liquiditeitsproblemen komen – nu nog niet het geval – dient dat als redmiddel.
2. Ten tweede zijn de voorwaarden van TLTRO versoepeld en kunnen banken zichzelf financieren op minus 0.75%. Voorwaarde is dat banken deze ultralange leningen gebruiken om het MKB – hard geraakt door het coronavirus- te ondersteunen. Deze maatregel heeft als doel om kredietverlening aan de getroffen bedrijven en gezinnen in stand te houden.
3. Ten derde is het opkoopprogramma vergroot met EUR 120 miljard tot het eind van 2020. De ECB heeft gemeld dat dit bedrag flexibel ingezet kan worden, oftewel het zwaartepunt van de vergroting ligt waarschijnlijk in de komende maanden. Tevens zal de ECB flexibel zijn in de landenverdeling, oftewel er kunnen meer obligaties opgekocht worden van eurolanden die dat harder nodig hebben.



Zoals bekend heeft de ECB de beleidsrente niet opnieuw verlaagd. Om de huidige crisis te beteugelen acht men dit op dit moment geen effectief middel. Een risico is dat de euro mogelijk apprecieert door de flinke renteverlaging in o.a. de VS, hierdoor is het mogelijk dat de ECB alsnog besluit om de rente te verlagen.

FED

Zondagavond om 22.00 uur CET kondigde de FED een verlaging aan van 100bp (inderdaad: - 1%!). In totaal heeft de FED voor 1.50% de rente verlaagd binnen twee weken. De beleidsrente zal laag blijven totdat men ervan overtuigd is dat de economie de coronacrisis heeft doorstaan.

Boven op de renteverlaging werd een opkoopprogramma aangekondigd waarin de Fed voor minimaal \$700 mrd aan schuldpapier zal aankopen. In feite betreft het een enorme liquiditeitsinjectie van de Fed met als doel om het functioneren van de markt voor US Treasuries te waarborgen.

Zondagavond werd tevens een gecoördineerde maatregel aangekondigd door de centrale banken van Canada, Engeland, Japan, Zwitserland, Verenigde Staten en de ECB, met als doel een globaal liquiditeitsprobleem (voor namelijk een tekort aan USD) te voorkomen. Hopelijk kan hiermee deze belangrijke spil in het financiële systeem behoed blijven van verdere problemen. Ook voor het functioneren van de valutamarkten zou deze maatregel positief bij moeten dragen. Afgaande op de eerste tekenen lijkt het erop dat deze maatregel positief wordt ontvangen door funding en valutamarkten.

Minder bemoedigend was de daling in aandelenkoersen deze maandagochtend. Volgens menigeen vormen de ongekende acties bevestiging dat de economie van de VS afglijdt in een recessie. Hoewel de maatregelen de liquiditeitscondities op de financiële markten op de rit houden, vormen ze niet de oplossing voor de verspreiding van COVID-19 en de vraaguitval als gevolg. De acties van de Fed lijken het bewustzijn aan te wakkeren dat er een globale economische crisis aan het ontstaan is.

Aandelen: vol met vol

Per vandaag (16 maart) sluit de fysieke handelsvloer (pit) van CME en CBOE, de future- en optiebeurzen van o.a. de S&P500, als voorzorgsmaatregel tegen Corona. Als gevolg zullen er geen transacties uitgevoerd worden waarbij er fysieke aanwezigheid van handelaren in de pit benodigd is. Voor futures geldt dat deze vrijwel volledig elektronisch uitgevoerd en afgewikkeld worden.

Voor transacties in opties is de verwachte impact groter. De grote aandelenindices, waaronder S&P 500, zijn al wel grotendeels geautomatiseerd. De verwachting is dan ook dat de impact op liquiditeit in (listed en OTC) S&P 500 opties beperkt zal zijn. Voor single stock opties (Apple, Google etc.) heeft de fysieke afwezigheid naar verwachting wel grote invloed en zal de liquiditeit significant lager zijn.

In de afgelopen week is de handel in verschillende aandelenmarkten meerdere keren stilgelegd. Doorgaans hebben beurzen geautomatiseerde processen die de handel stilleggen indien de prijs buiten bepaalde



bandbreedtes komt. Deze zogenaamde “circuit breakers” waren vorige week meerdere keren actief; de handel in de S&P 500 is stilgelegd, zowel n.a.v. te forse dalingen (2x) en te forse stijgingen (2x).

De sterke dalingen en intraday bewegingen van de afgelopen dagen resulteren in een sterk verhoogd niveau van implied volatility. Doorgaans geeft de VIX index, ook wel de ‘fear’ index genoemd, een goed beeld van verhoogde onrust (of volatiliteit) op de financiële markten.



Figuur 3: Verloop VIX index sinds begin maart t/m slot 13 maart

Het afgelopen jaar schommelde de VIX index tussen een bandbreedte van 10 - 20 punten, enkele uitschieters daargelaten. De VIX index noteerde vrijdag intra-dag rond de 70 punten en bewoog intra-dag in de afgelopen dagen gemakkelijk 10 index punten. Onrust, onzekerheid en volatiliteit domineren de (aandelen)markten.

Liquiditeit lijdt onder BCP modus

Een actuele zorg is de negatieve impact van het opsplitsen van handelsdeks van banken op liquiditeit en efficiëntie van handel. Traders zijn al terughoudender in deze volatiele markten, maar handel vanuit een back-up omgeving werkt natuurlijk niet bevorderend. Zo werd in een memo van JP Morgan de link gemaakt tussen handel vanuit uitwijklocaties en de exceptionele marktdynamiek, zoals wijdere bied/laat spreads.

Vooralsnog geven onze contactpersonen aan dat de communicatie op hun trading desk nog relatief soepel verloopt en men gewend raakt aan samenwerking vanuit de back-up locaties. Wel geeft men toe aan efficiëntie in te moeten leveren.

We proberen de lijnen met onze bancaire tegenpartijen zo kort mogelijk te houden, zodat onze toegang tot liquiditeit zo min mogelijk is verstoord.

