

# Marktopdate 21 april 2020

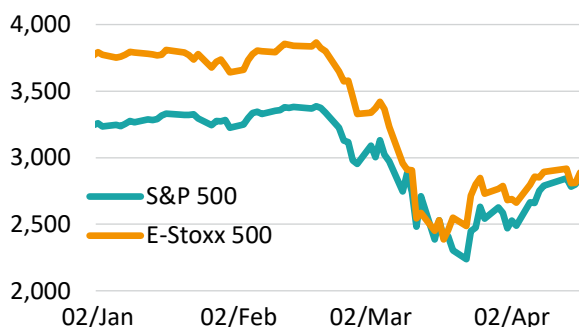
## Klinkt de inflatie- of deflatie-blues & olie onder nul?<sup>1</sup>

21 april 2020

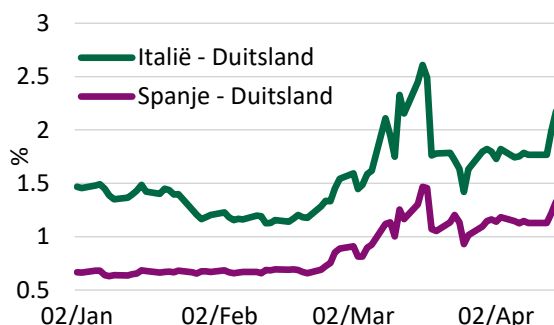
### “The market is brilliant”

Hoewel de vooruitzichten voor de wereldeconomie somber zijn, leken aandelenkoersen niet te stuiten de afgelopen week. Voor het weekend waren bijna de helft van de verliezen vanaf de highs in de S&P 500 goedge maakt (zie Figuur 1) en bedraagt het nettoverlies nu circa 15%. President Trump schuwde niet om deze stijging toe te schrijven aan zijn doortastende optreden. Tijdens een persconferentie in het Witte Huis deelde hij zijn kant van het verhaal: “The market is smart. The market is actually brilliant, and they’re viewing it like we’ve done a good job. They view it that way.” Hoewel Europese aandelen ook hun deurt in het zakje deden, lopen ze met een verlies van 25% ten opzichte van de piek, achter op de VS.

**Figuur 1: Verloop S&P500 en SX5E YTD**



**Figuur 2: Verschil tussen 10j-staatsrentes met Duitsland**



Verder werd duidelijk dat de rentemarkt niet onder de indruk was van de uitkomst van de Eurogroep. Het verschil tussen met name Italiaanse en Duitse staatsrentes liep fors op (zie Figuur 2). De alternatieve uitleg is uiteraard dat de rentemarkten minder slim en briljant zijn dan die voor aandelen...

### Prijs WTI olie tikt \$-40 aan!

De meest in het oog springende headline was uiteraard het door de nulbarrière zakken (!) van de prijs van een vat West Texas Intermediate olie (WTI) voor levering in mei ('de CLK0 future'). Een teken van een enorme disconnectie tussen vraaguitval, een chronisch overschot in aanbod en beperkte opslagcapaciteit.

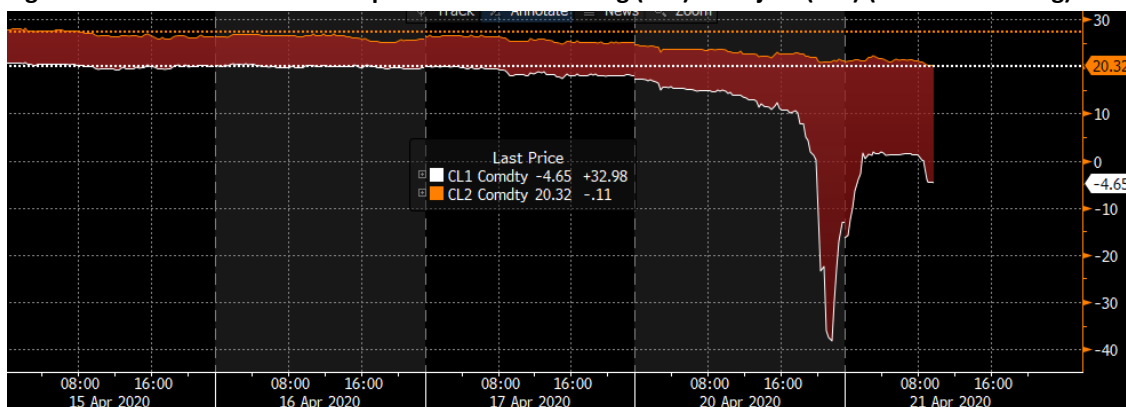
<sup>1</sup> [https://www.youtube.com/watch?v=ES7e\\_AB98h8](https://www.youtube.com/watch?v=ES7e_AB98h8) voor de soundbite bij de marktopdate van deze week.



Handelaren probeerden koste wat kost fysieke levering op WTI olie te voorkomen, zeker nu de opslagcapaciteit in Cushing Oklahoma, het punt waar de fysieke levering van WTI olie plaatsvindt, vol raakt.

Hoewel natuurlijk ongekend, werd deze dip door diverse handelaren ook als extreme 'technische' glitch bestempeld. Het gros van de markt had zijn futures-positie reeds doorgerold naar latere expiraties, al dan niet in anticipatie van deze 'squeeze'.<sup>2</sup> Met de aankomende expiratie (op 21 april) was het aantal in de markt uitstaande mei-contracten al zeer laag. Het lage resterende volume en wegvallen van kopers heeft mogelijk een aantal spelers verrast met gedwongen liquidaties en prijsbeweging als gevolg! WTI futures met latere expiraties zoals de juni 2020, handelden 'gewoon' op \$20. Figuur 3 geeft het verloop weer van het verschil tussen WTI met mei levering (CL1) en juni (CL2). Het prijsverschil tussen twee opeenvolgende oliefutures is nog nooit zo groot geweest.

**Figuur 3: Verschil tussen future op WTI met mei levering (CL1) en in juni (CL2) (Bron: Bloomberg)**



Een glitch of niet, deze duikeling vormt een levensgrote waarschuwing. Als het vraag-, aanbod-, opslagcapaciteitsprobleem niet wordt opgelost, dan staat de markt nog een en ander te wachten bij aankomende expiraties of al eerder...

### Alle ogen gericht op EU summit en kwartaalcijfers banken

Deze week zijn in Europa alle ogen gericht op de EU top (donderdag) en de kwartaalcijfers van Europese banken. Amerikaanse banken namen de afgelopen week al een voorschot. De getroffen voorzieningen voor verliezen op leningen door JP Morgan, Bank of America, Citigroup en Wells Fargo over Q1 waren drie tot zes keer hoger dan over Q4 2019.

Een ander veelbesproken onderwerp is welke impact de Covid-19 pandemie op inflatie zal hebben. Waar we in eerdere updates inflatiemarkten grotendeels links hebben laten liggen, maken we nu een inhaalslag.

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

<sup>2</sup> Waaronder het U.S. Oil Fund als 's werelds grootste olie ETF.



- **Euro-inflatiemarkt:** hoe heeft deze markt standgehouden? En pakt Covid-19 de- of inflatoir uit?
- **Euribor:** leiden stijgende tarieven tot hogere kosten in renteswaps?
- **Varia:** uitstel van de CCP-transitie van EONIA naar €STR en verlenging short-sale ban op aandelen.
- **Update liquiditeit:** hoe ontwikkelt de liquiditeit zich op diverse markten?

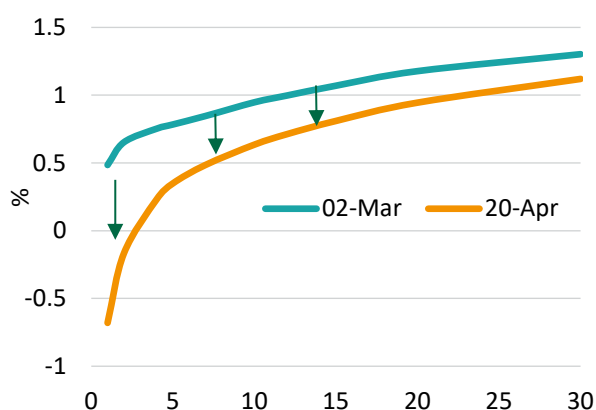
## Corona en de inflatiemarkt

In de afgelopen weken ging in onze marktupdates de meeste aandacht uit naar de rente-, valuta-, en aandelenmarkten en is de inflatiemarkt eigenlijk links blijven liggen. Omdat die markt afhankelijk is van het functioneren van de rentemarkten (welke sterk te wensen overliet in maart), en liquiditeit in inflatie onder normale omstandigheden al gefragmenteerd kan zijn, kende de inflatiemarkt zeer beperkte liquiditeit. Nu liquiditeit op diverse fronten weer wat aantrekt, is het een goed moment wat nader in te gaan op inflatie.

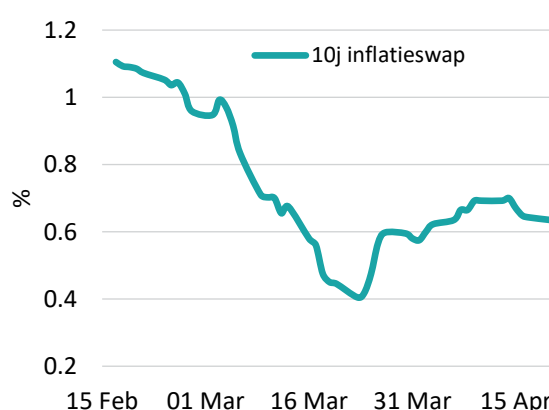
### De éénrichtingsstraat in euro-inflatie

In de tweede en derde week van maart was het éénrichtingsverkeer op de markt voor euro-inflatie. De ineenstorting van de olieprijs deed de korte-termijnvooruitzichten op inflatie uiteraard geen goed. Daarnaast was ook sprake van een golf aan liquidaties van posities in inflatie-gerelateerde obligaties ('linkers'), enerzijds met het motief om cash vrij te spelen, anderzijds gedreven door de val in olie. Mede met matig functionerende rentemarkten was deze eenzijdige verkoopgolf onmogelijk op te vangen als gevolg waarvan de break-even tarieven op euro-inflatie swaps in vrije val raakten.

**Figuur 4: Euro-inflatiecurve van 2/mrt op 20/apr**



**Verloop van break-even tarief 10j euro-inflatie**



Met name het korte eind van de BEI-curve zakte weg in negatief territorium (zie Figuur 4, links). Met name in dit segment was (tweezijdige) liquiditeit enige tijd vrijwel volledig opgedroogd. Afgaande op gesprekken met inflatie-traders lijkt de meeste activiteit te hebben plaatsgevonden in het 10-jaars segment. Onder 'normale' omstandigheden is dit ook het punt met de beste liquiditeit in inflatie.



### Hoe staan we er nu voor?

Hoewel liquiditeit inmiddels sterk verbeterd is - banken schatten deze rond 60 á 70% van gebruikelijk – blijft het evenwicht fragiel. De opkoopprogramma's van de ECB hebben de markt voor euro-linkers een welkome stimulans gegeven. Als onderdeel van PSPP en PEPP heeft de ECB een aardige proportie linkers opgekocht. In combinatie met relatief lage uitgifte van euro-linkers door overheden heeft dit heeft de relatieve pricing voor deze instrumenten goed gedaan. Onder verbeterde omstandigheden vinden institutionele beleggers ook langzaam weer hun weg. Het kortlopende segment blijft lastig, vanwege de samenhang met olieprijsen en enkele praktische problemen die worden beschreven in de volgende paragraaf.

### Praktische uitdagingen: inflatie meten tijdens lockdown

De Covid-19 pandemie heeft de collectie van bepaalde prijsinformatie ten behoeve van het vaststellen van inflatie lastig zo niet onmogelijk gemaakt. Zo was het fysiek verzamelen van prijsinformatie in winkels wegens verplichte sluiting onmogelijk. Daarnaast zijn prijzen op bepaalde items simpelweg niet beschikbaar. En hoe zit het bijvoorbeeld met prijzen voor vliegtickets en vakanties nu er nauwelijks gevlogen wordt noch vakanties worden geboekt? Ten aanzien van Europese inflatie komt daarbij dat het bureau voor de statistiek in elke lidstaat weer met andere problemen te maken heeft. Weet dat maar eens te harmoniseren!

Als antwoord hierop heeft Eurostat, het overkoepelende Europese bureau voor de statistiek, richtlijnen ontwikkeld voor de nationale bureaus over hoe om te gaan met de methodologische problemen.<sup>3</sup> Prijzen zullen enerzijds op andere wijze worden opgehaald, bijvoorbeeld door meer naar online varianten uit te wijken. Anderzijds zal missende prijsdata worden afgeleid met behulp van statistische schattingen.

Vanwege deze uitdagingen verwachten diverse banken een onvoorspelbaar profiel in de HICP-realisaties over de komende maanden. Als gevolg zal liquiditeit in de inflatiemarkt op korte looptijden de komende maanden naar verwachting matig blijven.

### Covid-19: deflatoir of inflatoir?

Nu het stof van de maand maart is neergedaald is het onderwerp van gesprek op menig inflatiedesk of de coronacrisis op de langere termijn tot inflatie of deflatie zal leiden. Ten aanzien van de korte termijn lijkt de discussie snel beslecht in het voordeel van deflatie.

Tijdens de lockdown periode is de algehele vraaguitval een dominante factor met een duidelijk deflatoire impact, die potentieel versterkt wordt door de praktische problemen bij het meten van de inflatiedata. De ineenstorting van olieprijsen is uiteraard ook een krachtige driver.

Voer voor discussie is hoe inflatie er uit zal zien in de periode na opheffing van de lockdowns. Af te meten aan de negatieve BEI-tarieven voor 1- en 2-jaars inflatieswaps (zie Figuur 4) krijgen we de komende twee jaar te maken met deflatie. Opvallend genoeg schatten diverse banken de verwachting voor de te realiseren inflatie momenteel juist hoger in dan de markt.

---

<sup>3</sup> <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/metadata/covid-19-support-for-statisticians>



Veel zal afhangen van het tempo waarin lockdowns kunnen worden opgeheven, de al dan niet opgelopen werkloosheid en hoe snel consumptie en economische bedrijvigheid weer op gang kan komen. Daarnaast zal de effectiviteit van de maatregelen vanuit centrale banken en overheden om een diepe deflatoire depressie af te wenden mogelijk een cruciale rol spelen.

Hoe de huidige deflatoire druk zich op de langere termijn zal ontwikkelen en mogelijk zal omslaan in een inflatoir scenario, lijkt moeilijker te voorspellen. Enkele factoren die inflatie juist kunnen aanjagen zijn:

- De enorme monetaire / fiscale expansie en geldcreatie door overheden en centrale banken leidt uiteindelijk tot opwaartse druk in inflatie.
- Looninflatie als gevolg van toenemende roep om lonen voor 'vitale' beroepen te verhogen, zoals de zorg, politie en OV.<sup>4</sup> Indien op grote schaal toegepast dan kan dit weerslag hebben op prijsinflatie.
- Potentiële de-globalisering kan wereldwijde supply-chains opschudden en leiden tot opwaartse prijsdruk.

Meer dan ooit is het van belang in scenario's te denken en voorbereid te zijn op deze scenario's.

## Euribor beteugeld door ECB?

### Euribor-tarieven lopen op sinds half maart

Een recent thema in de euro rentemarkten is de stijging van de Euribor rentetarieven. Sinds het uitbreken van de coronacrisis zijn de tarieven voor ongedekte interbancaire leningen gestegen, zowel in absolute termen (Figuur 5) als ten opzichte van gedekte 'overnight' leningen (Euribor/OIS spread, Figuur 6).

**Figuur 5: Verloop 6-maands Euribor tarief YTD (Bron: Bloomberg)**



<sup>4</sup> Aangekaart door meerdere Europese politieke leiders, waaronder Emmanuel Macron.



**Figuur 6: Verschil tussen 6-m Euribor en 6-m OIS swap (Bron: Bloomberg)**

Voor partijen die in een swap de lange rente ontvangen (zoals pensioenfondsen en verzekeraars) is de stijging van het 6-maands Euribortarief relevant aangezien zij dit tarief betalen in renteswaps. De Euribor/OIS-spread kan een teken vormen van verslechterde condities op de financiële markten. De toename van de Euribor/OIS-spread komt nog niet in de buurt van niveaus ten tijde van de Eurocrisis.

### Versoepeling onderpandseisen ECB verlaagt risico op stress in euro-funding

De onderliggende oorzaak van de stijging lijkt een toenemende vraag naar ongedekte funding. Het betreft bijvoorbeeld bedrijven en beleggingsfondsen die niet bij de ECB terecht kunnen, of kleinere banken die niet over voldoende of het juiste onderpand beschikken om secured funding (*repo*) aan te trekken (al dan niet bij de ECB). Daarnaast speelt de toegenomen uitgifte van kortlopende obligaties (t-bills) door overheden een rol.

Hoewel het uitlopen van Euribor/OIS-spread normaalgesproken een indicatie is voor verslechtering van financiële condities, verwachten diverse banken momenteel dat dit niet zal omslaan in stress op de markt voor euro funding. De ruime liquiditeitsverschaffing door de ECB was sowieso al behulpzaam op dit vlak. Daar bovenop heeft de ECB vlak voor Pasen een verruiming van de onderpandseisen aangekondigd.<sup>5</sup> De maatregel is ten behoeve van ondersteuning van krediet- en liquiditeitsverschaffing door banken. Voor onze klanten betekent dit hopelijk dat 6-maands Euribor tarieven in toom worden gehouden.

## Varia

### Discounting switch uitgesteld naar 27 juli 2020

Vanwege ontwrichting die de Covid-19 pandemie heeft veroorzaakt hebben zowel LCH als Eurex, de twee meest relevante clearinghuizen voor euro-renteswaps aangekondigd dat de overstap van EONIA naar €STR zal worden uitgesteld van 22 juni naar 27 juli 2020. Dit zal de eerste dag zijn waarop discontering van Euribor-renteswaps geschiedt aan de hand van de curve voor €STR-swaps.

<sup>5</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>



## Verlenging short sale ban in diverse Europese landen

In maart kondigden Oostenrijk, België, Frankrijk, Spanje, Griekenland en Italië maatregelen aan die het short gaan van aandelen aan banden zou moeten leggen, om de rust te laten wederkeren op de markt. In Italië gold het verbod initieel al tot 18 juni. Voor de andere landen liepen de maatregelen tussen half en eind april af. Alle vijf overige landen hebben de maatregel verlengd tot en met 18 mei 2020.

Indien de autoriteiten het risico van een vertrouwensverlies in de markt als verminderd zien, worden de maatregelen eventueel eerder opgeschort. De maatregel mag, indien de autoriteiten dit nodig achten, ook verlengd worden.

ESMA (European Securities and Markets Authority) is van mening dat de genomen maatregelen gerechtvaardigd zijn in het licht van de recente omstandigheden, welke een serieuze bedreiging vormen voor het marktvertrouwen en financiële stabiliteit.

## Liquiditeitsdashboard

In lijn met eerdere updates geeft onderstaande tabel een indicatief beeld van de liquiditeit in diverse producten. Het algemene beeld is dat liquiditeit zich gelukkig gradueel verbetert, maar we zeker nog niet terug zijn op het 'normale' niveau. Er is nog sprake van hogere fragmentatie en – afhankelijk van het moment en specifiek te handelen risico – wijdere bied/laat spreads.

Markt	Fragmentatie in liquiditeit	Kleur	Bid/offers X maal wijder dan normaal	t.o.v. vorige week?
EUR swaps	Hoog	Bid/offer ca. 0.6 – 2 bps in 100k bpv	1.5 tot 5	Vergelijkbaar
EUR govies	Hoog	Sterk afhankelijk van bond (land, looptijd)	1.5 tot 5	Vergelijkbaar
EUR inflatie	Hoog	Swaps & linkers: Korte end zeer slecht. Liquiditeit > 5j verbetert gradueel	1 tot 5	Beter
FX swaps	Medium	Liquiditeit verbeterd, bid/offers kruipen terug richting 'normaal'	1.5 tot 4	Beter
FX spots	Medium	Veel 2-zijdige flow, wijdere bid/offers & risico op marktimpact	1.5 tot 4	Beter
Equity opties	Laag	Grote risk transfers mogelijk, wel op wijde bid/offers	3 tot 10	Vergelijkbaar

