

# Markupdate 23 maart 2020

## We need dollars dollars, dollars is what we need<sup>1</sup>

23 maart 2020

---

Ook de afgelopen week volgden de ontwikkelingen in de financiële markten elkaar in een moordend tempo op. Zodoende is het onmogelijk om al het relevante te belichten. Daarbij komt dat het ontrafelen en duiden van de huidige ontwikkelingen complex is: “Anybody that claims they know 100% what’s going on is being untruthful. This is very complicated!”. Deze update bevat dus een bescheiden selectie van enkele van de vele opvallende ontwikkelingen over de afgelopen week:

- Hoofdthema op de markt: De **Fed** doet er alles aan om **liquiditeitscrunch** in US dollars te voorkomen.
- **Liquiditeit** blijft sterk verminderd met lage efficiëntie van executie als gevolg (zie **liquiditeitsdashboard**).
- **Valutamarkt** buigt qua liquiditeit, maar breekt niet. Safe-haven vlucht stuwt USD omhoog.
- **ECB** introduceert Pandemic Emergency Purchasing Plan en ‘Eurobonds’ liggen weer ter tafel.
- Op aandelenmarkten brak de **VIX een nieuw record**. S&P500 daalde 15% en SX5E hield stand (-1.5%).
- Londense city maakt zich op voor **lockdown** met voortzetting van verminderde liquiditeit als gevolg.

## Nijpend tekort aan US dollars

Waar in Nederland vooral een run op toiletpapier ontstond, geldt dit op de financiële markten voor de US-dollar. Hoewel de coronacrisis diverse kwetsbaarheden in het financiële systeem blootlegt, is HET meest prangende en actuele thema het wereldwijde tekort aan US dollars. Op het eerste gezicht staat dit onderwerp op afstand van bijvoorbeeld euro matchingportefeuilles en overlays. Echter, US dollar liquiditeit vormt een hoeksteen van het financiële stelsel. En dit thema verklaart voor een belangrijk deel wat er gaande is op de financiële markten, niet in het minst het ingrijpen van centrale banken. Gegeven de complexiteit pretenderen we niet het volledige beeld te schetsen. Hopelijk werkt een (sterk) vereenvoudigd stuk alsnog verhelderend.

---

<sup>1</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=nFZP8zQ5kzk> voor een toepasselijke soundbite bij deze update.



## Dollar als wereldwijde reservemunt en smeerolie voor financiële systeem

De dollar is nog steeds 's werelds belangrijkste valuta. Dollars worden vrijwel overal ter wereld geaccepteerd in transacties. Bijna 40% van de wereldwijde schuld is uitgegeven in dollars.<sup>2</sup> 90% van alle valutatransacties is versus de dollar.<sup>3</sup> Circa 60% van de vreemde-valuta<sup>4</sup> reserves van centrale banken betreft dollars.<sup>5</sup> Dit zijn enkele eenvoudige indicaties dat dollars voor banken essentieel zijn om zaken te doen. Toegang tot dollars voor banken fungeert als smeerolie voor het financiële systeem.

## Vraag naar USD explodeert, financiering in USD onder druk!

Als gevolg van de coronacrisis is de behoefte aan US dollars momenteel dusdanig hoog dat een dollar 'liquidity-squeeze' nabij is. Wereldwijde beleggers zoeken typisch toevlucht in (beleggingen in) de dollar, al dan niet via liquidatie van beleggingen. Grote bedrijven houden additionele dollar reserves aan en doen massaal beroep op hun dollar kredietlijnen. Banken aan de andere kant worden juist terughoudender om korte termijn funding te verschaffen. Bovendien is hun balans al tot de nok toe gevuld met bijvoorbeeld US Treasuries ter financiering van Uncle Sam...in dollars. De afgelopen weken begon de markt voor dollar financiering alsmede die voor US Treasuries scheuren te vertonen. We staan stil bij enkele van de indicatoren.

## Indicator 1: 3-maands EUR/USD cross currency basis ('XCCY basis')

De XCCY basis reflecteert de premie voor het omzetten van een lening in euro's in een lening / financiering in dollars. Het feit dat deze premie de afgelopen week (m.n. 17 maart) opliep naar het breedste niveau sinds 2011, suggereert dat beleggers en niet-US banken worstelen om financiering in dollars te bemachtigen. Volgens het IMF is dit een duidelijk signaal van financiële stress op het bancaire systeem.

**Figuur 1: Grillig verloop 3-maands EUR/USD XCCY basis: lager = duurdere USD funding (Bron: Bloomberg)**



<sup>2</sup> International Monetary Fund, "Global financial stability report", October 2019.

<sup>3</sup> Zie Triennial Central Bank Survey from BIS "Foreign exchange turnover" in April 2019. [https://www.bis.org/statistics/rpfx19\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf)

<sup>4</sup> Bron toevoegen: IMF rapport en website (<https://www.thebalance.com/world-currency-3305931#citation-9>)

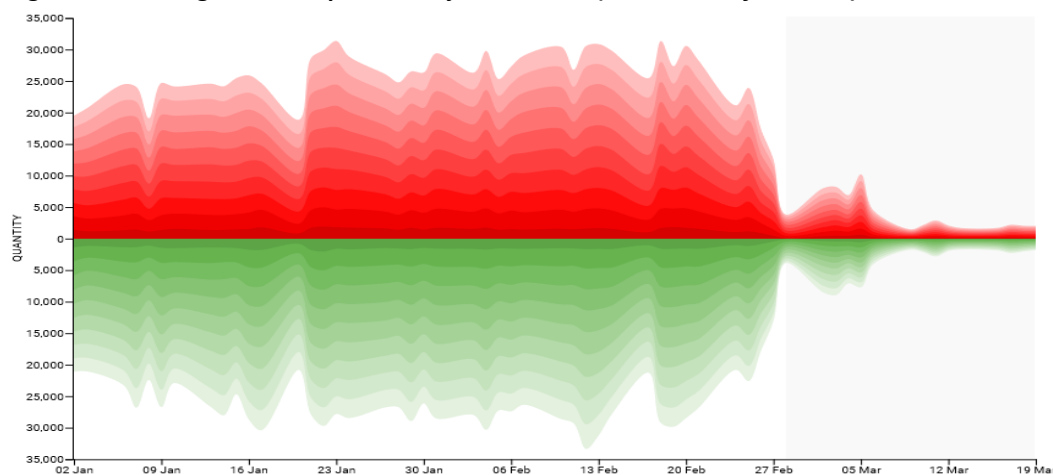
<sup>5</sup> Op basis van data van het IMF. <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>



### Indicator 2: Disfunctionerende markt voor US treasuries

De markt voor US treasuries, normaalgesproken één van meeste liquide ter wereld, zakte op 12 maart bijna volledig door z'n hoeven. Volgens sommige traders was liquiditeit zelfs slechter dan tijdens de crisis in 2008. Duidelijke tekenen waren wilde prijs-swings, bied-laai spreads van 10 tot 20 keer zo breed als gebruikelijk en banken die zelfs niet bereid waren quotes af te geven. Figuur 2 toont ter illustratie van de sterk verminderde liquiditeit het aantal 10j UST futures op elk moment op de eerste tien prijsniveaus aan de bied- (groen) en de laat kant (rood) in het central limit order book. Duidelijk een enorme afname van de 'diepte' van de markt.

**Figuur 2: Sterk afgenomen liquiditeit 10j UST futures (Bron: Bank of America)**



Andere actuele stressindicatoren zijn bv. het uitlopen van 3-maands LIBOR vs OIS swaps, spikes in ééndaags-repo-rentes en in rentes op kortlopend commercial paper. Met 2008 nog vers in het geheugen, was het afgelopen week overduidelijk dat de Fed er alles aan doet om een implosie van het financiële systeem te voorkomen.

## De Fed: lender of last resort

Hoewel de 'renteverlagings-bazooka' de headline vormde, zijn de andere in de loop van vorige week aangekondigde ingrepen van de Fed wellicht belangrijker in het vermijden van een wereldwijde cash crunch:

- Het \$700 mrd *opkoopprogramma* en uitbreiding van de *repo-faciliteit* door de Fed zou de US Treasury markt op de rails moeten helpen.
- De *Commercial Paper Funding facility* zorgt dat bedrijven toegang houden tot kortetermijnfinanciering.
- Versoepeling van de directe leenmogelijkheden bij de Fed ('*ease of discount window*') zorgt voor liquiditeitsvangnet voor Amerikaanse banken.



- Noodkredieten in dollars (*“Dollar Swap Lines”*) op weekbasis verstrekt aan een aantal centrale banken, die ze op hun beurt weer door kunnen zetten aan banken in hun eigen jurisdictie. De swaplijnen zouden de wereldwijde druk op dollar financiering van de ketel moeten halen.

Diverse media, waaronder de Financial Times, bestempelden de swaplijnen als belangrijkste actie tot dusver. Figuur 1 (blz. 2) laat zien dat de druk op de XCCY basis na de eerste swaplijn-operatie op 18 maart wat verlicht is. Echter de enorme uitschieters de dag erna geven aan dat er nog steeds sprake is van hoge stress. In antwoord hierop wijzigde de Fed de frequentie van de lijnen van wekelijks naar dagelijks. Daarnaast werd een aantal additionele centrale banken betrokken.

**Figuur 3: Regio's die door de Fed voorzien zijn van het dollar infuus**



## Is het genoeg?

De maatregelen van de Fed zijn logischerwijs toegespitst op de bancaire sector. In de jaren na de financiële crisis is echter juist een groter deel van de wereldwijde financiering door niet-banken opgevuld, zonder toegang tot een centrale bank. Daarnaast is China, als enorme speler op gebied van handel, opvallend genoeg buiten scope van de swaplijnen gelaten. **Een dollar liquiditeitsimplosie lijkt vooralsnog een serieuze bedreiging voor het financiële systeem te blijven!**

# Liquiditeitsdashboard

Onderstaande tabel geeft een indicatief beeld van de liquiditeit in diverse producten. Voor al deze producten geldt dat er nog steeds sprake is van verhoogde volatiliteit, verminderde liquiditeit en terughoudendheid van liquiditeitsverschaffers. Dit uit zich nog steeds in fors hogere bid/offer spreads, grotere intra-dag bewegingen en ‘prijs jumps’. Met name op de rente- en inflatiemarkten geldt dat liquiditeit sterk gefragmenteerd is. Op het ene moment is het goed mogelijk om transacties uit te voeren tegen (relatief) beperkte kosten, maar op



het andere moment kan liquiditeit volledig afwezig zijn. Liquiditeit en transactiekosten kunnen dus sterk variëren. In valuta- en aandelenmarkten lijkt minder sprake te zijn van fragmentatie, maar komt lagere liquiditeit meer tot uiting in hogere bied/laat spreads en forse intra-dag prijsbewegingen.

**Tabel 1: Indicatieve kleur t.a.v. liquiditeit in diverse instrumenten**

| Markt         | Fragmentatie in liquiditeit | Kleur                                                      | Bid/offers X maal wijder dan normaal |
|---------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------|
| EUR swaps     | Hoog                        | Bid/offer ca. 1.5 – 3.0 bps in 100k bpv                    | 3 - 6                                |
| EUR govies    | Hoog                        | Sterk afhankelijk van specifieke bond (land, looptijd)     | 3 tot 8                              |
| EUR inflatie  | Zeer hoog                   | Liquiditeit op 2j – 7j vrijwel afwezig; >10j is slecht     | 3 tot 8                              |
| FX swaps      | Hoog                        | Veel 2-zijdige flow, maar op extreem wijde bid/offers      | 10 tot 40 (!)                        |
| FX spots      | Laag                        | Veel 2-zijdige flow, maar op wijdere bid/offers            | 2 tot 10                             |
| Equity opties | Laag                        | Grote risk transfers nog mogelijk, wel op wijde bid/offers | 3 tot 10                             |

## Valutamarkt maakt buiging

De valutamarkt is de grootste en meest liquide markt ter wereld. Dagelijkse handelsvolumes bedragen \$ 6.6 biljoen.<sup>6</sup> Circa 50% van dit volume betreft FX swaps en 45% FX spots en forwards, beide gebruikt voor afdekken van valutarisico en voor funding in vreemde valuta (FX swaps). De enorme omvang maakt dat deze OTC markt doorgaans superliquide is. Het is op continue basis mogelijk grote hoeveelheden te handelen tegen lage transactiekosten en minieme prijsimpact. Sinds anderhalve week is dit niet meer het geval...

### Exploderende bied/laat spreads

De onderstaande tabel geeft indicatieve bied/laat spreads op de wisselkoers en op de forwardpunten, zowel voor de situatie die we normaalgesproken zien als over de afgelopen anderhalve week.

**Tabel 2: Indicatieve (beste) bied/laat spreads in EUR/USD (Bron: Cardano)**

| Instrument    | Relevant bij:      | Normaal       | Maart 2020                     |
|---------------|--------------------|---------------|--------------------------------|
| Wisselkoers   | FX spot, forwards  | 0.5 tot 1.5bp | 2bp tot 5bp → factor 2 tot 10  |
| Forwardpunten | FX swaps, forwards | 0.1 tot 0.5bp | 2 tot 8bp → factor 10 tot 40 ! |

Bied/laat spreads op beide componenten waren dus 2 tot wel 40 maal hoger dan gebruikelijk! En dit betreft dan nog de spread voor de 'winnende' quote. Banken die wel quoteerden, maar de trade niet wonnen zaten nog veel wijder. Voor andere valutaparen was het beeld vergelijkbaar zo niet slechter.

<sup>6</sup> Zie Triennial Central Bank Survey from BIS "Foreign exchange turnover" in April 2019. [https://www.bis.org/statistics/rpfx19\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf)

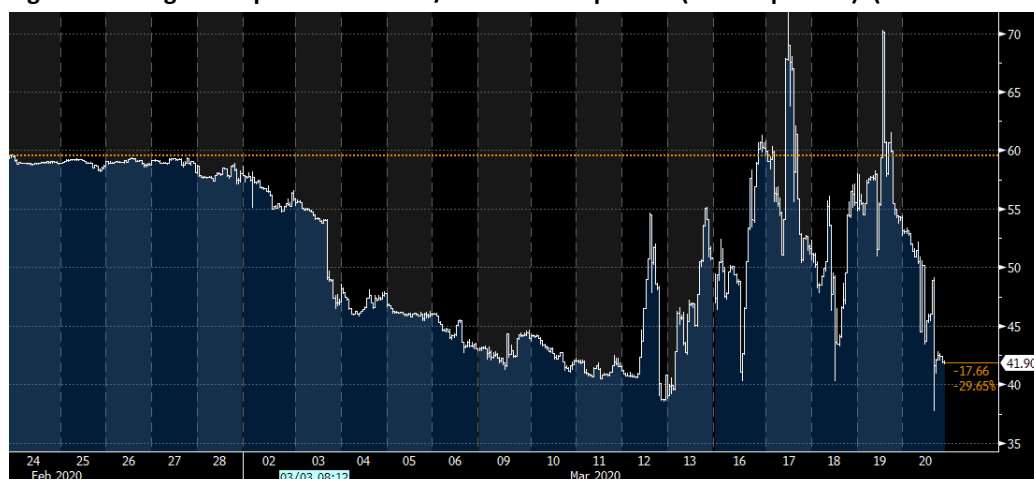


Concreet betekent dit dat transactiekosten voor het bijsturen, maar ook het doorrollen van valutahedges (via FX swaps), momenteel vele malen hoger zijn dan gebruikelijk. De toegevoegde waarde van het spreiden van de afloopdatums van de valutahedges ('dakpanstructuur') bewijst nu zijn waarde.

### FX Swaps: chaos in forwardpunten

Opvallend is dat de bied/laat spreads voor FX swaps veel harder zijn gestegen dan die op FX spots. Waar quotes op FX swaps van 100mln normaalgesproken geautomatiseerd worden afgegeven, vielen handelaren nu veelal terug op handmatige en zeer behouden pricing. De achterliggende reden vinden we in de nijpende liquiditeit in USD financiering met forse bewegingen in de XCCY-basis als gevolg (zoals eerder besproken) en 'risico' op additionele verrassingsingrepen van centrale banken. Hoe dat zich uit? Zie de ongekende intra-dag bewegingen in de 3-maands EUR/USD forwardpunten in Figuur 4. Durf daar maar eens 'markt in te maken' op 0.3bp bied/laatspread...

**Figuur 4: Grillig verloop 3-maands EUR/USD forward punten (in basispunten). (Bron: Bloomberg)**



Het wegebben van de opwaartse spikes leek het gevolg te zijn van de eerste dollar swaplijn operaties via o.a. de ECB met een afname in de druk op de dollar funding als gevolg.

### FX spot: de Greenback naar ongekende hoogte

Waar ons in de marktupdate van 9 maart nog opviel dat van een vlucht naar dollars geen sprake was, is dit sentiment de afgelopen week volledig omgeslagen. De enorme vraag naar USD heeft de dollar in amper twee weken 7% gestuwd t.o.v. de euro en 12% t.o.v. het Britse pond. Het massale éénrichtingsverkeer en de toch al hoge intraday-volatiliteit maakten valutahandelaren terughoudend om scherpe liquiditeit te bieden op de FX spotmarkt.





## ECB introduceert PEPP

In een week waarin wereldwijd 39 (!) centrale banken een renteverlaging invoerden, koos de ECB voor ander wapenarsenaal. Woensdag 19 maart kwam de ECB met een nieuw noodpakket. Het belangrijkste onderdeel was het 'Pandemic Emergency Purchase Programme', waarin de ECB €750 mrd beschikbaar stelt voor de opkoop van obligaties.

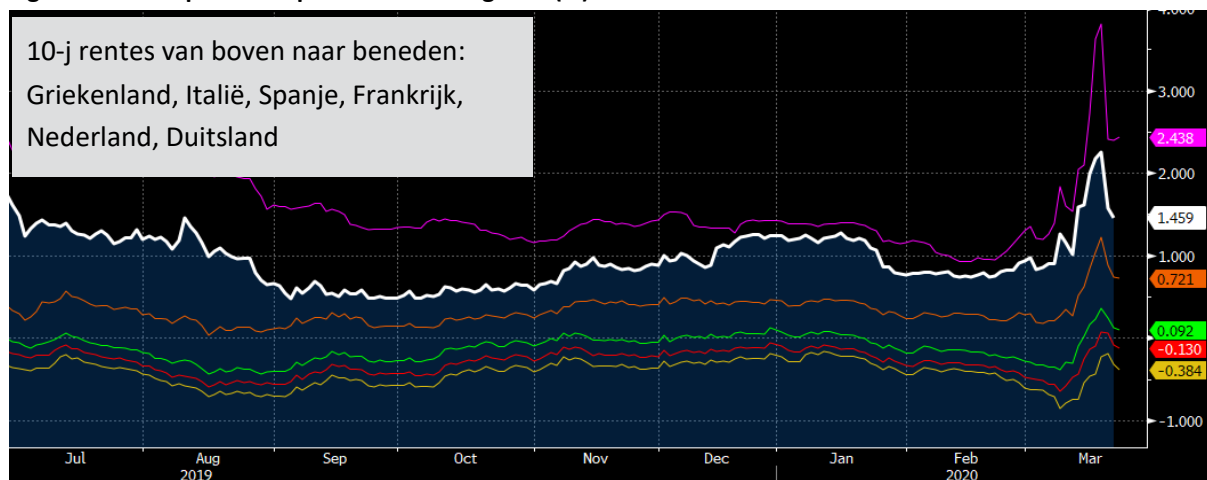
Dat de eerdere maatregelen van de ECB en de woorden van Lagarde niet wisten te overtuigen was duidelijk geworden aan de hand van de piek in obligatierentes en het uitlopen van swapsreads (Zie Figuur 5 en Figuur 6). Daarbovenop kwam het vooruitzicht van forse additionele schuldtoelating en fiscale stimulus door diverse Europese landen om de Coronacrisis op economisch vlak op te vangen. Dat de ECB in tweede instantie wel naar een bazooka grijpt werd door de financiële markten met open armen ontvangen en swapsreads namen donderdag als gevolg weer wat af. Het opkoopprogramma zorgt voor neerwaartse druk op obligatierentes.

Liquiditeit op de euro fixed income markten is nog steeds beduidend lager dan gebruikelijk. Positief punt is dat in vergelijking met bijvoorbeeld de dollar en sterling markten, de markt zich nog 'goed gedraagt'.

Verder bakkeleien de euroland over de inzet van het ESM fonds om de economische schade als gevolg van de coronacrisis in te perken. Deze discussie legt op pijnlijke wijze de tegenstellingen tussen Noord- en Zuid-Europa bloot. Frankrijk en Italië opperden opnieuw de mogelijkheid voor het uitgeven van eurobonds, gezamenlijk schuld papier van de eurolanden. Hoewel Merkel de deur leek open te zetten voor dit type schuld papier, leek Nederland juist vast te willen houden aan het eerder afgesproken stappenplan.



Figuur 5: Verloop rentes op euro staatsobligaties (%)



Figuur 6: Verschil tussen yield op 20j Frankrijk en 20-jaar swap opgelopen



## Aandelen: VIX breekt record

Onrust, onzekerheid en volatiliteit domineren de (aandelen)markten. In een week waarin aandelenkoersen werkelijk alle kante op schoten, verloor de S&P500 uiteindelijk bijna 15%. In Europa bleef het verlies beperkt tot 1.5%. Opvallend was de ongekennde beweeglijkheid van koersen. Vrijwel elke dag lagen de verschillen tussen de hoogste en laagste koers van de dag tussen de 5 en 10 procent! De handel in S&P futures is wederom enkele malen stilgelegd vanwege inwerkingtreding van circuitbreakers.

### VIX door het dak

De VIX index, de meest bekende volatiliteitsgraadmeter, vestigde op woensdag een record. Zelfs in de financiële crisis van 2008 kwam de VIX niet boven de 84 uit (zie Figuur 7). Het verloop van de VIX over de afgelopen week laat overigens ook een verhoogde beweeglijkheid zien ('vol of vol'). De index heeft namelijk bewogen tussen circa 55 en 85. Dit doet vermoeden dat er naast kopers van volatiliteit (zoals aandelenbescherming via put opties) ook de nodige verkopers actief zijn: spelers die van het moment gebruik





maken om aandelenhedges af te bouwen of tactische inspelen op de verhoogde volatiliteitsniveaus en bijbehorende prijzen. Hoewel bied/laat spreads op optiemarkten duidelijk verhoogd waren, was het nog steeds mogelijk om flinke hoeveelheden risico te verhandelen.

**Figuur 7: Coronacrisis vestigt met 85.5 een nieuw record in de VIX Index, hoger dan 2008.... (Bron: Bloomberg)**



### Short selling in de ban in Europa

In de afgelopen week hebben diverse Europese landen restricties opgelegd t.a.v. 'short selling', het speculeren op koersdalingen zonder het aandeel te bezitten. Frankrijk, Italië en Spanje hebben allen, zij het elk in een iets andere vorm, een tijdelijk verbod geïntroduceerd op short selling van lokale aandelen. De achterliggende reden is het inperken van wanordelijke handelspraktijken. Hoewel psychologisch gezien wellicht een sterk gebaar, werd de maatregel lauw ontvangen door de markt. Deze maatregel zou amper effect hebben op marktvolatiliteit of handelspraktijken, maar kan aan de andere kant leiden tot afname in liquiditeit.

## London calling....from home?

Afgelopen vrijdag kondigde Boris Johnson sluiting aan van o.a. Londense pubs en restaurants. Een volledige lockdown van Londen zou mogelijk een nieuwe episode inluiden op het gebied van liquiditeit, daar Londen als financieel hart nog steeds een sleutelrol heeft in de handel in FX, grondstoffen, aandelen en fixed income. Het vooruitzicht op een lockdown deed het pond wegglijden tot het laagste niveau vs. de dollar sinds 1985.

Momenteel hebben vrijwel alle banken hun trading desk al opgesplitst over het reguliere kantoor, back-up locaties en thuis. Als echter nog meer traders gedwongen vanuit huis moeten opereren, dan lijkt evident dat dit liquiditeit niet ten goede komt.



Bij vrijwel al onze transacties was de impact vooralsnog relatief beperkt. Maar we bemerken wel dat alles net wat minder soepel verloopt dan gebruikelijk. Als gevolg van afgenomen efficiëntie is simpelweg minder handel mogelijk, wat leidt tot verminderde liquiditeit. We houden er rekening mee dat de thuiswerkfactor een groter effect zal hebben dan nu het geval is. We proberen steeds nauw en actief contact te onderhouden met onze bancaire tegenpartijen om verstoring te minimaliseren.

