

Marktopdate 28 april 2020

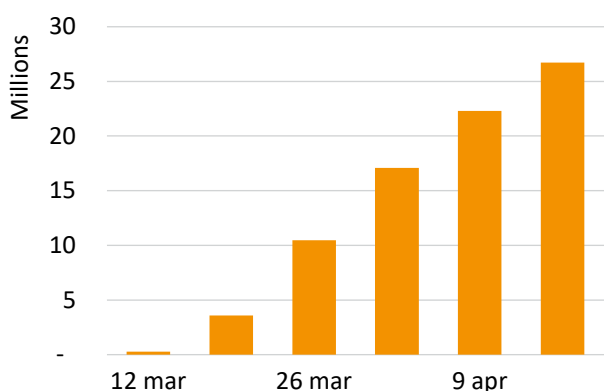
“Too little too late”, Lagarde aan zet

28 april 2020

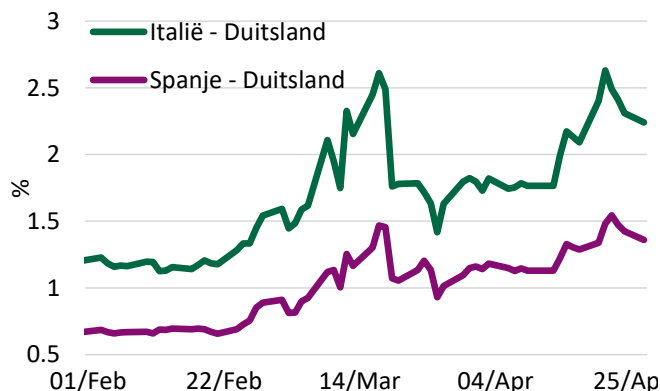
Nu de besmettings- en sterftcijfers langzaam verbeteringen laten zien, zetten diverse Europese landen stapjes richting graduele herstart van de samenleving en de economie. Vanuit economisch perspectief is het overheden er alles aangelegen om zo snel mogelijk de economie weer op gang te krijgen, zonder terug te vallen in een tweede besmettingsgolf. Social distancing is en blijft het sleutelwoord.

De afgelopen week betrof in de VS het aantal nieuwe aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen 4.4 miljoen. In de VS is de covid-19 pandemie tot op heden ten koste gegaan van ruim 26.5 miljoen banen (Figuur 1). Hiermee zou de werkloosheid inmiddels op zijn gelopen tot net boven de 20%, het hoogste niveau sinds de Grote Depressie van jaren '30.

Figuur 1: Nieuwe werkloosheidsaanvragen VS (cumulatief)



Vershil tussen 10j-staatsrentes met Duitsland



(Bron: Bloomberg).

S&P bevestigde afgelopen vrijdag de huidige BBB-rating van Italië, op twee niveaus boven 'junk'-status. Uiteraard was dit een opluchting voor Italië en de Eurozone als geheel, waar menigeen toch rekening hield met een downgrade. S&P gaf aan dat ondanks een verwachte stijging van de publieke Italiaanse schuld naar 153% van het GDP, de opkoopprogramma's van de ECB een additionele backstop vormden. Op maandag was een compressie zichtbaar van de Italiaanse staatsrentes ten opzichte van die van Duitsland (Figuur 1).

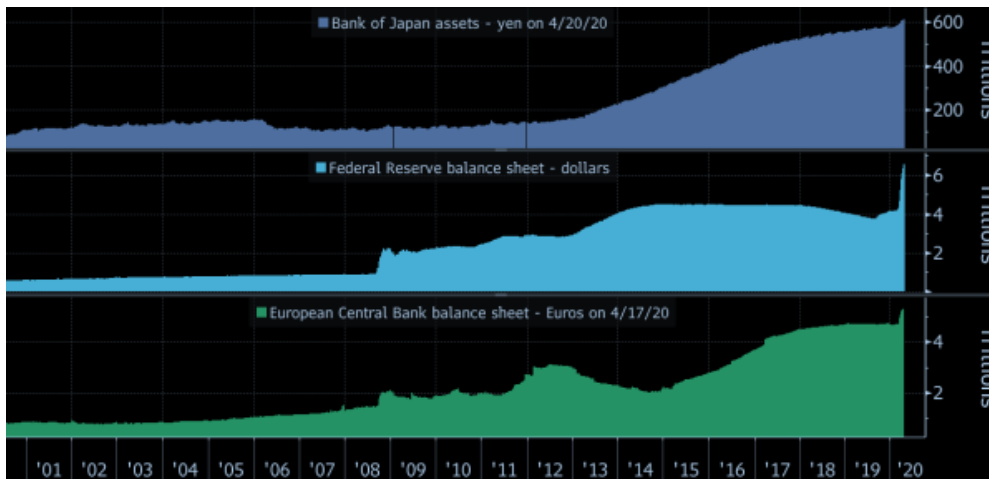
Deze week staan centrale banken in het middelpunt van de belangstelling. Zowel de ECB, de Federal Reserve als Bank of Japan houden hun reguliere beleidsvergadering deze week. BoJ trapt maandagochtend al af en kondigde onder meer aan de limiet op obligatie-aankopen te laten varen om zo de weg vrij te banen voor de benodigde, met schuld gefinancierde, overheidsuitgaven met beperkte rentelasten.

Tijdens de Eurotop haalde Lagarde flink uit naar Europese regeringsleiders door te stellen dat de EU in gezamenlijk opzicht riskeerde “too little too late” gehandeld te hebben. Mede naar aanleiding van deze toon



en het feit dat de regeringsleiders – behalve akkoord op het voorstel van de Eurogroep - geen overeenstemming hebben bereikt over een Europees herstellfonds, verwacht men deze week actie vanuit Frankfurt. Al met al kunnen we verwachten dat de balans van diverse centrale banken verder uit zal dijen, aardig in lijn met de toch al dominante trend over de afgelopen twintig jaar (Figuur 2).

Figuur 2: Verloop balansomvang van Bank of Japan, Federal Reserve en ECB (Bron: Bloomberg)



Terwijl de VIX index als volatiliteitsgraadmeter inmiddels weer onder de 40 noteert, belichten we de afgelopen week aan de hand van de volgende onderwerpen:

- **Europa:** een terugblik op de Eurotop en een vooruitblik naar de ECB beleidsvergadering
- **Emerging Markets:** Indiase centrale bank grijpt in, Argentinië in wanbetaling en toch coronabonds?
- **Update liquiditeit:** hoe ontwikkelt zich de liquiditeit op diverse markten?

Van Eurotop naar ECB

Eurotop: voorstel Eurogroep akkoord, en verder agree to disagree

De Europese Raad (EU-leiders) keurde afgelopen donderdag de eerdere voorstellen van de Eurogroep (EU-ministers van Financiën) goed. De Raad tekende voor het noodpakket van € 540 miljard van de Eurogroep, bestaande uit drie pijlers:

- 25 mrd garantiefonds zodat de **EIB voor 200 mrd leningen kan verstrekken** aan het MKB.
- **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.
- **100 miljard euro budget** om de financiering van werkloosheidsregelingen op te vangen die meerdere landen in het leven hebben geroepen, ondersteund door 25mrd aan garanties door lidstaten.

De Raad kon het echter niet eens worden over verdere maatregelen en 'agreed to disagree'.



Christine Lagarde had een dringende boodschap voor de regeringsleiders dat de economie van het eurogebied dit jaar met maar liefst 15% kan krimpen als gevolg van de pandemie en dat de EU het risico loopt te weinig en te laat actie te ondernemen. Dit spoorde de Duitse bondskanselier Angela Merkel aan om te beloven dat Duitsland een enorm stimuleringspakket voor de Europese Unie zou steunen en dat EU-landen hogere bijdragen aan de EU-begroting zouden moeten verwachten.

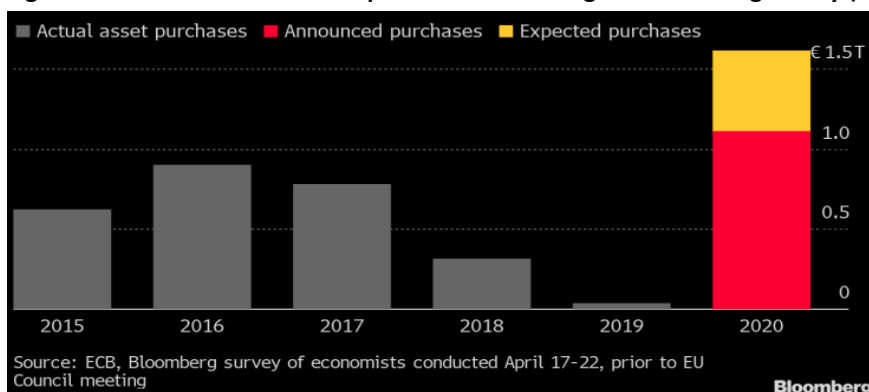
Ondanks deze belofte konden de EU-leiders geen overeenstemming vinden over een dergelijk EU-herstelfonds. De belangrijkste verschillen in standpunten betreffen de manier waarop een dergelijk pakket moet worden gefinancierd. Enerzijds zijn er lidstaten, zoals Nederland en Oostenrijk, die erop staan dat de extra middelen de vorm van leningen moeten krijgen. Volgens o.a. Mark Rutte zijn euro-/corona-bonds hierbij geen optie. Die zijn wat hem betreft “dood en begraven”. Aan de andere kant eisen onder meer Frankrijk en Spanje dat het herstelplan gefinancierd wordt met subsidies uit een aanzienlijk verhoogde EU-begroting. Deze landen beweren dat nieuwe leningen de schuldenlast van landen met reeds hoge schulden alleen maar zouden verergeren en dat subsidies juist een teken van solidariteit zouden zijn. Een concreet vervolg op deze discussie wordt verwacht in de eerste week van mei.

ECB to step up PEPP?

Waar verdere steunmaatregelen vanuit de EU uitbleven, ondernam de ECB wel actie. De afgelopen week kondigde de ECB al aan dat zij schuld papier met een ‘junk’-status zal accepteren als onderpand voor haar leningen aan banken. De maatregel is gericht op bescherming van de zwakkere economieën van het eurogebied, aangezien deze het grootste risico lopen op downgrades. De ECB zal obligaties accepteren die op 7 april ten minste de laagste ‘investment grade’ status hadden. De aankondiging kwam vlak voor de evaluatie van de rating voor Italië door S&P Global Ratings. Deze ‘backstop’ wekte enig vertrouwen, waardoor spread tussen de Duitse en Italiaanse obligaties weer enigszins afnam (Figuur 1).

De ECB-vergadering deze week betreft een geplande beleidsvergadering, waarin de ECB-raad zich onder andere zal buigen over een uitbreiding van het opkoopprogramma. De ECB heeft zich al gecommitteerd aan €1100 miljard aan obligatie-aankopen in dit jaar, waaronder € 750 miljard in het Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). Volgens een enquête onder economen is de verwachting dat de Europese Centrale Bank de aankoop van noodobligaties de komende maanden zal verhogen (Figuur 3).

Figuur 3: Verwachte extra aankopen ECB in 2020 volgens Bloomberg survey (Bron: Bloomberg)



Ongeveer één op de vier respondenten verwacht dat dat al op donderdag is, maar de meerderheid ziet het tegen september gebeuren. Er is dus een kans dat het PEPP donderdag al wordt uitgebreid, maar mogelijk geeft de ECB eerst een sterk signaal af dat ze bereid is meer te doen met meer flexibiliteit in het aan te kopen instrumentarium. Dat wil zeggen dat de ECB meer schulden van landen aan kan kopen, die harder zijn getroffen door de corona-crisis, dan de huidige kapitaalsleutel toestaat. Het verder los mogen laten van de kapitaalsleutel zou de ECB meer bewegingsruimte geven in het controleren van de staatspreads, maar schurkt al snel aan tegen monetaire financiering, wat nadrukkelijk buiten het mandaat van de ECB ligt.

Uitgifte Europese staatschuld komt op gang

Ondertussen komt de additionele uitgifte van Europese overheidsschuld goed op gang. Schattingen van Bloomberg en Unicredit van de verwachte toename in schulduitgifte in 2020 liggen in een range van EUR 700 mrd tot meer dan 1000 mrd. De precieze financieringsbehoefte is lastig in te schatten en hangt onder meer af van hoe lang lockdowns zullen voortduren en in welke mate lidstaten gebruik zullen maken van de Europese leenfaciliteiten.

Een significant deel van de uitgifte zal naar verwachting plaatsvinden met relatief korte looptijden. Enerzijds, omdat de markt kortlopende instrumenten doorgaans eenvoudig absorbeert, anderzijds vanwege de lagere renteniveaus bij kortere looptijden en het feit dat kortlopende bonds (>70d resterende looptijd) in aanmerking komen voor opkoop onder PEPP.

Update Emerging Markets

Ondertussen in de andere helft van de wereld..

Exodus: India

Eind vorige maand schreven we over de ongekende uitstroom van geld uit opkomende markten: toen al meer dan USD 80 miljard aan onttrekkingen in aandelen en obligaties. De desinvesteringen in opkomende markten waren op dat moment al meer dan in de ergste drie maanden van de kredietcrisis in 2008.

Er lijkt nog geen einde aan de uitstroom te zijn gekomen. Zo besloot de Amerikaanse vermogensbeheerder Franklin Templeton vorige week zes obligatiefondsen in India, met totaal USD 3 miljard aan assets, te sluiten. Dat besluit kwam na sterke toenemende onttrekkingen aan de fondsen. In reactie daarop kwam gisteren (27 april) de Indiase centrale bank, the Reserve Bank of India (RBI), met een liquiditeitsinjectie van 500 miljard roepia (EUR 6 miljard). Het bedrag wordt via repo-transacties aan banken beschikbaar gesteld. De banken dienen het bedrag te gebruiken voor het kopen van assets van fondsmanagers ofwel om aan hen uit te lenen. De hoop is dat hiermee de negatieve prijsdruk op Indiase assets wordt verlicht. Buitenlandse beleggers hebben inmiddels al voor USD 16 miljard aan assets verkocht – meer dan in heel 2008 het geval was in Indiase beleggingen.

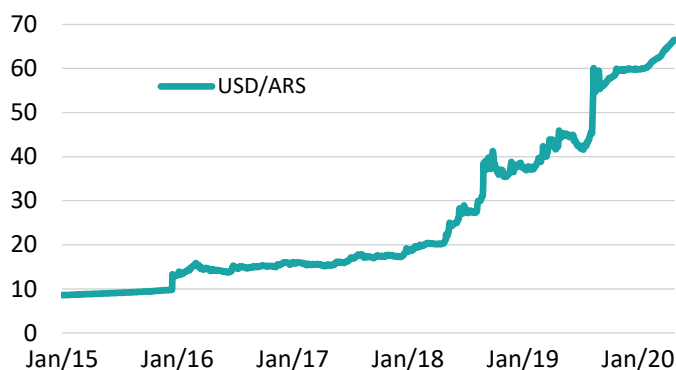


Veel harder dan ze hebben kunnen: Argentinië

Begin deze maand schreven we over het probleem van EMD HC, de categorie van leningen van overheden en ondernemingen in opkomende markten gedenomineerd in harde valuta, doorgaans de US dollar. Deze beleggingscategorie legt het valutarisico neer bij de instelling of het bedrijf terwijl dat veelal (het grootste deel van) haar inkomsten heeft in lokale valuta. Niet zelden vinden een economische crisis en materiële depreciatie van de lokale munt tegelijkertijd plaats. Doorgaans betekent dit een terugval in inkomsten en effectief een toename van schulden (uitgedrukt in de lokale valuta).

Kort na onze update werd bekend dat Argentinië eenzijdig de betaling op USD 10 miljard dollar gedenomineerde schuld opschortte tot volgend jaar. Dit kan niet los gezien worden van de meer dan 80% daling van de Argentijnse peso tegen over de dollar over de afgelopen 5 jaar, en een huidige inflatie van nog steeds zo'n 50%.

Figuur 4: USD/ARS wisselkoers: sterke depreciatie van de Argentijnse Pesos (ARS) tegenover de USD



Vorige week woensdag had Argentinië USD 500 miljoen op de lening moeten betalen maar liet dit na. Hiermee lijkt het land af te stevenen op de negende *sovereign default* en al het derde in dit millennium. Indien de betaling niet binnen 30 dagen plaatsvindt is daadwerkelijk sprake van een default op de lening. Beleggers in Argentijnse staatsschuld zeggen dat het opschorten van de betaling een eerste onderhandelingsstap van het land is: Argentinië heeft meer dan USD 80 miljard aan schuld in dollars uit staan.

Pandemic bond: too little, too late

Een financieel instrument dat de afgelopen maanden op bijzondere aandacht heeft mogen rekenen is de *pandemic bond* ('*Pandemic Emergency Financing Facility*') van de Wereldbank. Drie jaar geleden gaf de bank USD 320 miljoen van deze obligatie uit. Het doel ervan is het ondersteunen van opkomende markten die geconfronteerd worden met een uitbraak van besmettelijk ziekten. Indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan betalen de obligaties geen rente en hoofdsom meer terug, en worden die gelden gebruikt voor bestrijding van de pandemie. De obligaties hebben veel kritiek te verduren. Zo werden ze niet getriggerd toen vorig jaar Ebola uitbrak in Congo waarbij meer dan vierduizend doden vielen.

De structuur van de obligatie is grofweg als volgt:

- Afloopdatum: 15 juli 2020
- Tranche A, USD 225mln



- coupon: libor + 6,9%;
- trigger: 2500 doden van wie 20 buiten het land waar de uitbraak startte;
- Tranche B, USD 95mln
 - Coupon: libor + 11,5%
 - Trigger: 250 doden van wie 20 buiten land van uitbraak
- Noodzakelijke trigger voor beide tranches: epidemie moet nog groeiend zijn 12 weken na dag van uitbraak

Vrijdag twee weken geleden, 10 april, bleek dat de coronapandemie de obligaties nog niet getriggerd had als gevolg van die laatste clause: er was nog geen sprake van een exponentiële groei in landen die arm genoeg zijn om in aanmerking te komen. Een week later was de trigger alsnog geraakt en kwam (slechts) USD 132.5 miljoen beschikbaar:

- Tranche A: verlies van 16,7% van hoofdsom
- Tranche B: volledig verlies van hoofdsom

De kritiek van experts was er niet minder om: de uitbetaling is veel te laat in de crisis en was ook veel te laag (ten opzichte van het uitstaande bedrag) gegeven de ernst en omvang van de crisis. Natuurlijk was de uitstaande hoofdsom onderwerp van kritiek: een druppel op een gloeiende plaat gegeven de veel tientallen tot honderden miljarden die voor opkomende markten benodigd lijken in deze crisis. Tevens werd de hoge coupon voor de investeerders bekritiseerd. Uiteindelijk is totaal USD 100 miljoen aan rentebetalingen uitgekeerd. Wellicht zijn dit lessen die de Wereldbank meeneemt voor toekomstige uitgaves.

Voor pensioen- en andere institutionele beleggers is een les dat het afschrijven op een dergelijke ‘cat bond’ (catastrophe bond) gepaard kan gaan met wereldwijze uitdagende financieel-economische omstandigheden en daarmee niet per definitie een diversifier in crisissituaties is.

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.

Tabel 1: Indicatieve beeld van liquiditeit in diverse markten / instrumenten

Markt	Fragmentatie in liquiditeit	Kleur	Bid/offers X maal wijder dan normaal	t.o.v. vorige week?
EUR swaps	Hoog	Bid/offer ca. 0.4 – 2 bps in 100k bpv	1 tot 4	Vergelijkbaar



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

Het beeld is vergelijkbaar met dat van de voorgaande week. De volgende paragrafen vullen het beeld rondom liquiditeit op diverse markten aan.

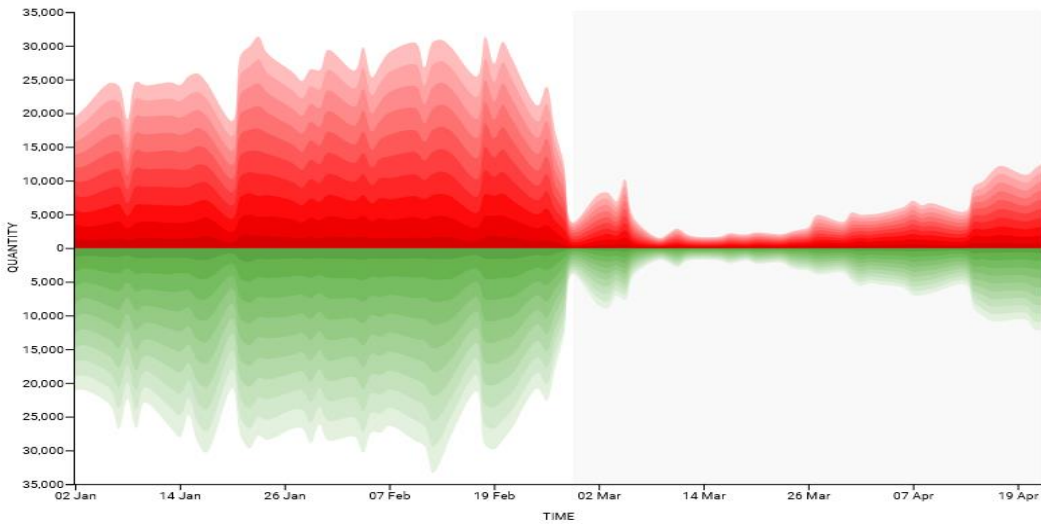
'Marktdiepte' in US treasury futures

Onderstaande figuur geeft een interessant beeld van liquiditeit in de markt voor US Treasuries. De figuur geeft het verloop weer van de 'diepte' van het centrale orderboek van 10-jaars US Treasury futures weer.¹ Een dik orderboek is een indicatie van een 'diepe' markt. Het grote aanbod zowel aan de bied- als laatzijde geeft aan dat de markt zonder probleem veel contracten (lees risico) kan absorberen. Begin maart nam de diepte van de markt enorm af onder meer gedreven door de (dollar-)liquiditeitsproblemen en disfunctioneren van de markt voor US Treasuries. Interessant voor het beeld van liquiditeit is dat de diepte in de markt langzaam terug komt, maar nog niet op het oude niveau is.

¹ De groene grafiek geeft op elk moment het aantal futurescontracten dat op de eerste 10-prijsniveaus aan de biedzijde aanwezig is. De rode grafiek geeft dit volume weer aan de laatzijde.



Figuur 5: # 10j UST-futures op eerste 10-prijsniveaus in orderboek aan de bied- (groen) en laatkant (rood)

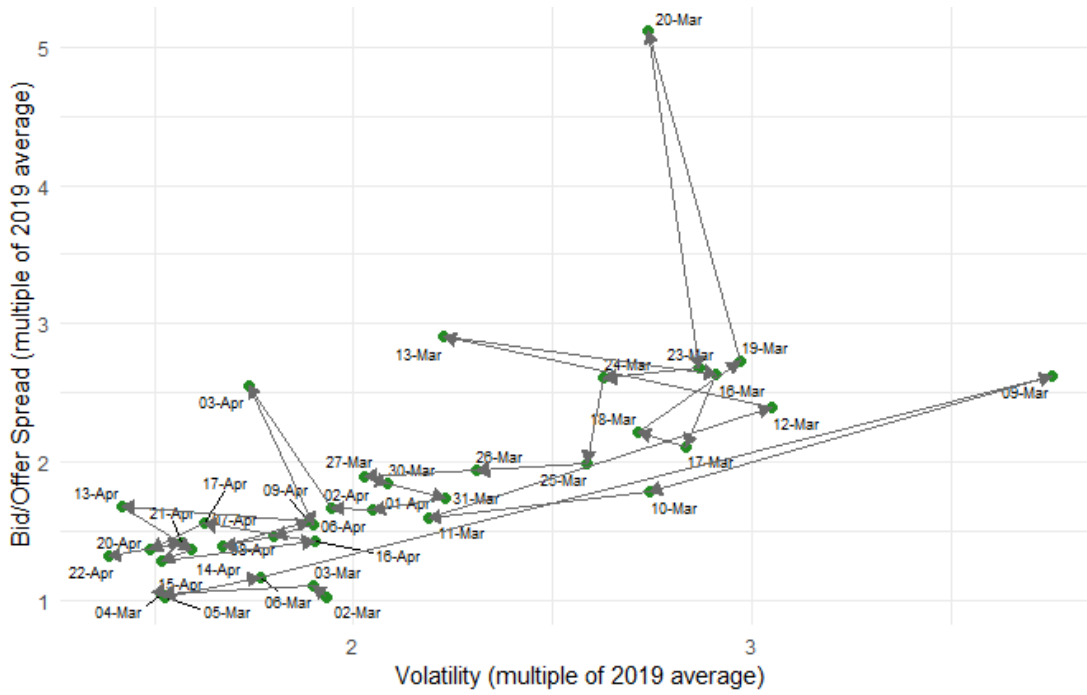


Bron: Bank of America / Merrill Lynch International

Inzicht van de markt voor FX spots

Specifiek voor de FX spot markt geeft onderstaande figuur een beeld van de ontwikkeling van liquiditeit sinds eind februari. De figuur plot voor opeenvolgende handelsdagen de volatiliteit in de EUR/USD wisselkoers tegen de bied/laat-spreads lagen – beide uitgedrukt als multiple ten opzichte van het gemiddelde over 2019.

Figuur 6: Verloop bid/offer spreads vs. volatiliteit in EUR/USD sinds eind feb op primaire FX spot venues



Bron: Reuter, EBS, Hotspot, Currenex, Fastmach, ParFX, BNP Paribas. (Data from 3/jan/19 – 22/apr/20)



Hoe verder naar linksonder in de figuur, des te meer sluit liquiditeit aan bij de gemiddelde 2019 omstandigheden. Het is ietwat een zoekplaatje, maar de belangrijkste conclusie is dat liquiditeit in deze markt weer langzaam richting links-onderaan in de figuur is verschoven.

