

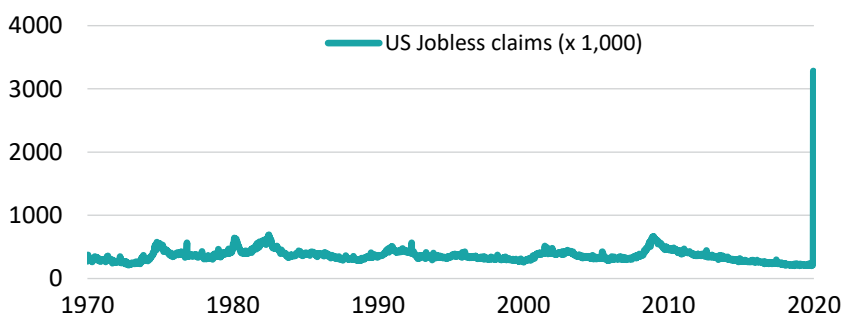
# Marktopdate 30 maart 2020

## In het oog van de storm?<sup>1</sup>

30 maart 2020

Afgelopen week leek veel weg te hebben van een adempauze. Nieuws en ontwikkelingen volgden zich nog steeds snel op, maar ogenschijnlijk in een iets lagere versnelling. Ongekende economische steunmaatregelen van overheden en centrale banken hielpen het marktsentiment weer op de been. Aandelen lieten zowaar drie dagen op rij groene cijfers zien, goed voor een stijging van wel 15%. Op diverse markten was sprake van een lichte verbetering op het vlak van liquiditeit en algeheel functioneren. Aan de andere kant loeren nog steeds grote onzekerheden ten aanzien van de impact van de COVID-19 pandemie op de gezondheid van wereldeconomie. Een niet te missen symptoom was natuurlijk de ongekende toename van het aantal aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen in de VS (zie Figuur 1). Nog nooit kwam het aantal nieuwe aanvragen ook maar in de buurt van het aantal nieuwe aanvragen de afgelopen week.

**Figuur 1: Wekelijkse aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen VS (Bron: Bloomberg)**



Daarnaast lijkt het aantal besmettingen op plaatsen zoals Italië, Spanje en New York nog verre van onder controle. Bevonden de financiële markten zich de afgelopen week in het oog van de storm? We belichten de week aan de hand van onderstaande onderwerpen.

- **Europa:** de start van het **PEPP** door de ECB en gesteggel rondom gecoördineerde actie tussen lidstaten
- **VS:** wat betekenden de acties van de Fed en overheid op de USD funding stress?
- **Update liquiditeit:** Hoe was liquiditeit in diverse markten?
- Update op het vlak van **Emerging markets**

<sup>1</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=iv8GW1Gaolc> voor een soundbite bij de marktopdate van deze week.



# EU: PEPP & (gebrek aan) solidariteit?

## ECB: whatever it takes 2.0

Woensdagavond 25 maart heeft de ECB de details bekendgemaakt van het *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*. Dit programma was 18 maart al aangekondigd, nadat de spreads tussen periferie en de kern van de Eurozone hard opliepen. Een week na aankondiging werden zodoende de details van het programma bekend. De spelregels van het PEPP bleken soepeler en ruimer dan waar de markt op geanticipeerd had (zie onder voor beknopte verbijzondering). Daarnaast werd het *Outright Monetary Transactions (OMT)*-programma, waarin onbeperkt obligaties van specifieke eurolanden opgekocht kunnen worden, weer afgestoft. Wat blijft hangen is dat de ECB ook in deze crisis bereid is tot *whatever it takes* om de stabiliteit in de Eurozone te behouden.

## Lidstaten oneens over gecoördineerde actie

Hoe daadkrachtig en eensgezind de ECB deze week was, des te verdeelder bleken de EU-regeringsleiders. Tijdens het topeverleg op donderdag 27 maart konden de lidstaten het maar lastig eens worden. Gesteggel over o.a. de uitgifte van gezamenlijke eurobonds legde de nog immer moeizame verhoudingen bloot. Verwijten van zuid aan noord over een gebrek aan solidariteit en vice versa over een gebrek aan begrotingsdiscipline vlogen over tafel. Er wordt openlijk getwijfeld aan de houdbaarheid van de EU als men het niet eens wordt over de bestrijding van de financiële en economische malaise. De komende week staat dan ook in het teken van de Europese politieke besluitvorming; Wordt er een eerste eurobond uitgegeven? Wordt het noodfonds ESM ingezet? En zo ja, is dit dan met of zonder strikte hervormingsregels? Of krijgen de Duitsers en de Nederlanders hun zin, en blijft het voorlopig bij monetaire maatregelen van de ECB en losse acties van de individuele lidstaten.

Mario Draghi, terug van weggeweest, stak zijn mening over het gebrek aan gezamenlijke actie in elk geval niet onder stoelen of banken. In de FT riep hij op tot een omvangrijke gecoördineerde aanpak tussen centrale banken en overheden, “..and it has to be done immediately...”.

## PEPP: Flexibel en ongelimiteerd (tot 750 miljard euro)

De ECB maakte woensdagavond de details bekend van haar nieuwste instrument in de al reeds goed gevulde gereedschapskist. Het PEPP bleek, nog meer dan waar rekening mee werd gehouden, een programma te zijn dat er alles aan doet om spreads tussen de Eurolanden niet te laten exploderen. Het programma kenmerkt zich als flexibel, en nagenoeg zonder limieten, behalve dan de totale omvang van €750 mrd. Vooropgesteld is het PEPP een programma dat separaat naast het ‘reguliere’ QE (‘APP’) programma loopt met grofweg hetzelfde ‘opkoopassortiment’. Echter, met één voorname uitzondering: Griekse staatsobligaties mogen ook opgekocht worden<sup>2</sup>. De overige details van PEPP zijn als volgt:

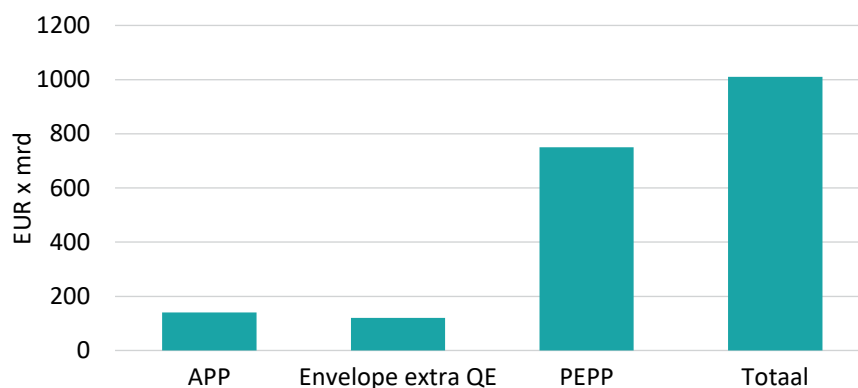
---

<sup>2</sup> Daarnaast is non-financial commercial paper eligible geworden onder zowel APP als PEPP.



1. **Aankopen zijn per direct gestart.** De ECB is vanaf donderdagochtend direct begonnen met opkopen onder het PEPP. Hierdoor is het opkooptempo verhoogd tot ten minste EUR 26 mrd aankopen per week! Dat is meer dan 5x zoveel als 2 weken geleden (5 mrd/week onder reguliere APP). Verwacht wordt dat de ECB een groot deel van de aankopen naar voren zal halen in de tijd ('front-loading').

**Figuur 2: Volume opkopen ECB april t/m december 2020**



2. **Ook kortlopende obligaties (>70 dagen) opgekocht.** Onder het reguliere APP worden obligaties opgekocht vanaf een minimaal resterende looptijd van 1 jaar. Onder PEPP koopt de ECB dus ook veel kortere obligaties op. Alles wat een resterende looptijd heeft van meer dan 70 dagen kwalificeert. De bovenlimiet van 31 jaar resterende looptijd blijft ongewijzigd.
3. **Issuer & ISIN limieten zijn NIET van toepassing.** Indien nodig, kan de ECB meer dan 33% van de uitstaande schuld van een euroland opkopen.
4. **De 'capital key' is veranderd in een aanbeveling.** De ECB laat de harde limiet die verwerkt zit de verdeelsleutel (*Capital key*) van het evenredig opkopen van schuld per euroland varen. De limiet is omgetoverd in een flexibele 'richtlijn'. De ECB kan nu bijvoorbeeld meer (of alleen maar) Spaans en Italiaans staatspapier kopen, terwijl zij de schuld van de sterkere landen links laat liggen.

De voornaamste conclusie is dat de ECB alles uit de kast haalt om renteversillen tussen staatspapier in de Eurozone niet te laten exploderen. Indien de rente op Italiaans staatspapier hard stijgt, maar de rente op Duits papier blijft liggen, dan zal de ECB onbepaald Italiaans papier opkopen totdat deze disallocatie in spreads zich weer heeft opgelost. Volgens kenners is dit een stap in de richting van zogeheten 'yield curve control' (zoals o.a. Bank of Japan heeft toegepast), waarbij de centrale bank in feite de vorm van rentecurve(s) bepaalt.

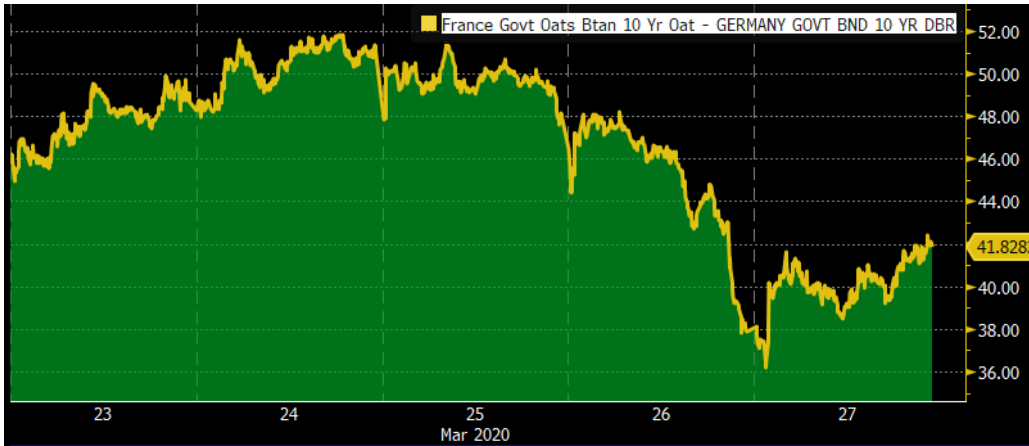
De details van het PEPP-programma waren soepeler en ruimer dan de markt had ingeschat. Als gevolg liepen op donderdag de spreads tussen de rentes op 10-jaars staatspapier terug:

- Frankrijk – Duitsland spread  $\Delta$  -10bp
- Italië – Duitsland spread  $\Delta$  -24bp
- Spanje – Duitsland spread  $\Delta$  -20bp

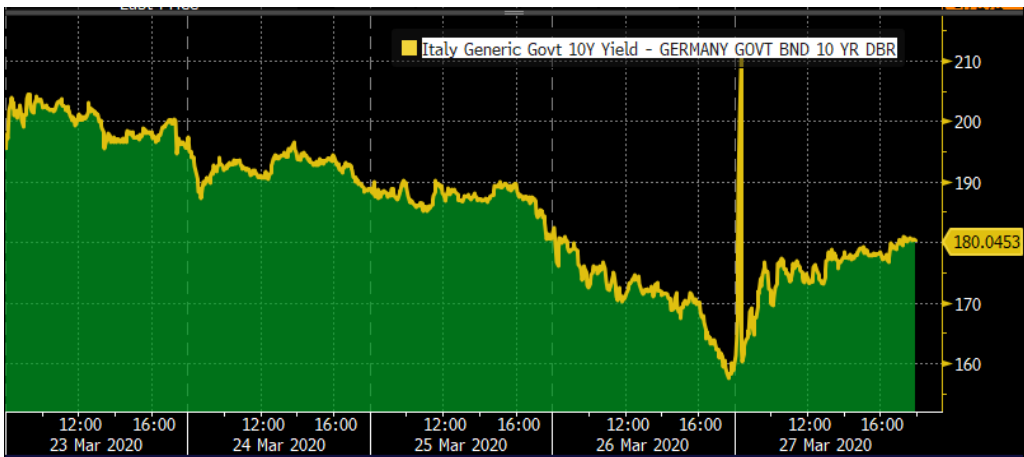


Op vrijdag liepen de spreads overigens weer langzaam op. Zie onderstaande figuren voor het verloop van de spreads van afgelopen week.

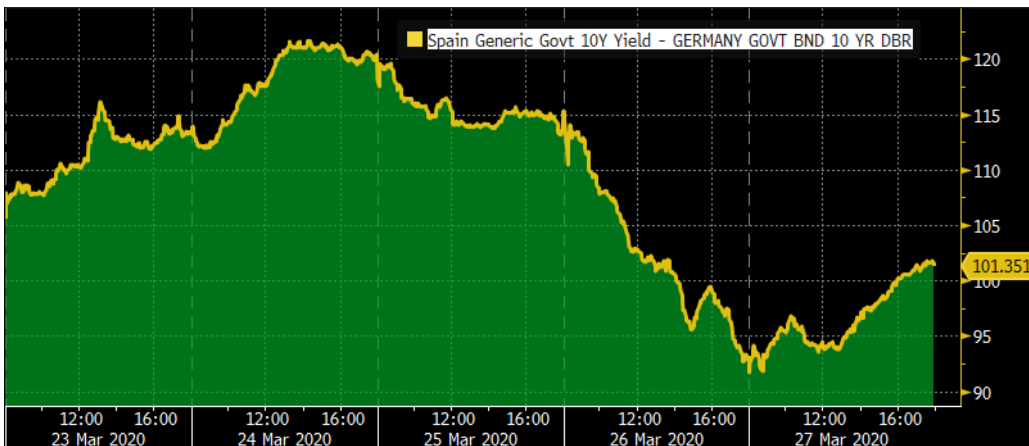
**Figuur 3: 10-jaars Frankrijk minus 10-jaars Duitsland**



**Figuur 4: 10-jaars Italië minus 10-jaar Duitsland**



**Figuur 5: 10-jaars Spanje minus 10-jaars Duitsland**



Tevens zagen wij dat de charge (mid – offer) voor het verkopen van kortlopend papier significant terugliep op donderdag t.o.v. woensdag. Dit is mogelijk een direct gevolg van de ECB die kortlopend papier gaat opkopen (>70 dagen resterende looptijd).

### Dividend inhouding om kredietverlening op gang te houden

Afgelopen vrijdag kwam de ECB met een oproep aan de bankensector om voorlopig geen dividend meer uit te keren. Naast het besluit van eerder deze maand om lagere kapitaalbuffers toe te staan bij banken zou de aanbeveling de kredietverlening op peil moeten houden. Vandaag werd bekend dat verschillende Nederlandse banken de aanbeveling van de ECB zullen opvolgen. Het sentiment rondom de Europese bankensector is vooralsnog pessimistisch: in heel Europa dalen aandelenprijzen van bancaire instellingen fors.

## VS: Act fast and go big

### Unlimited QE

Hoewel de Fed ten tijde van onze vorige update al flink had uitpakket met diverse noodpakketten m.n. om marktfunctioneren en dollar liquiditeit op gang te houden, deed Powel er afgelopen maandag (23 maart) nog een flinke schep bovenop. Een scala aan additionele faciliteiten moet zorgen voor voldoende kredietstroom aan de reële economie. Afgaande op de snelheid en omvang van de acties wordt duidelijk dat de Amerikaanse centrale bank de lessen van 2008 ter harte heeft genomen. De balans van de Fed wordt in rap tempo vergroot en er wordt zeker niet gearzeld! Interessant is dat de acties nu meer dan toen gericht zijn op de reële en niet enkel de financiële economie. De belangrijkste van de aangekondigde maatregelen betreffen:

- **“UNLIMITED QE”**: Opkoop van US Treasuries en MBS in “the amounts needed” om marktfunctioneren te waarborgen. Eerder was ‘slechts’ een bedrag van \$700mrd gecommuniceerd. De afgelopen week is al \$75mrd UST en \$50mrd MBS opgekocht, met name ten behoeve van liquiditeit in het financiële systeem.
- Pakket van \$300mrd aan noodfinanciering voor werkgevers, consumenten en bedrijven:
  - Flexibele faciliteit voor **bedrijfsfinanciering** door het opkopen van corporate bonds door de Fed zowel bij *primaire* uitgifte als via de *secondaire* markt.
  - Ondersteuning van de **kredietstroom aan consumenten, bedrijven en gemeenten**.

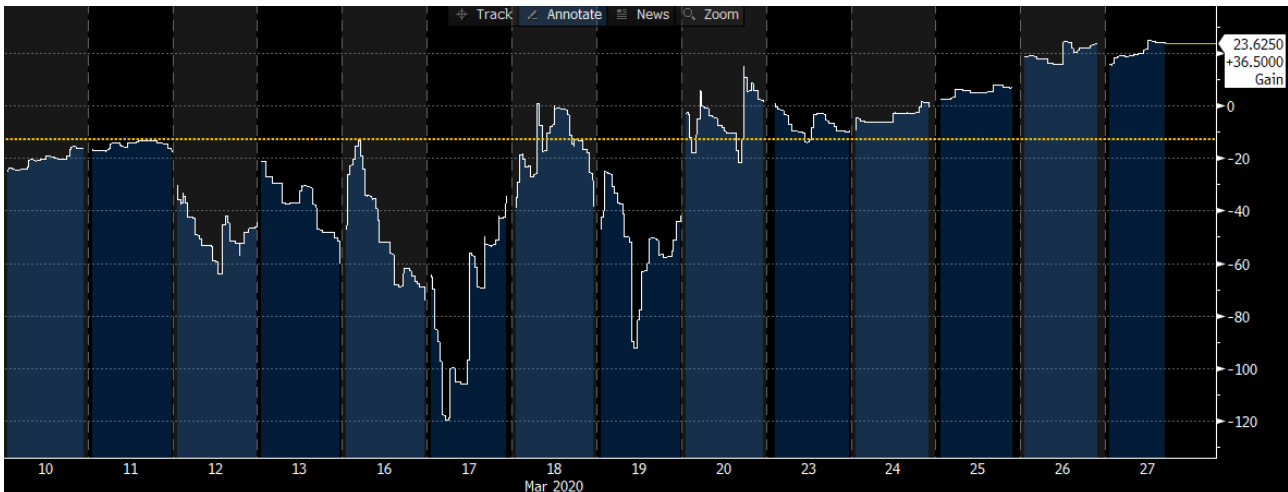
### USD funding stress: druk van de ketel?

Op de financiële markten leek de opschakeling van de Fed in combinatie met de eerder aangekondigde maatregelen ten minst een deel van de funding stress uit het systeem te halen. In de markt klonken geluiden dat met name de inmiddels op dagbasis beschikbaar gestelde swaplijnen van de Fed het gewenste effect leken te hebben op internationale dollar funding squeeze. De 3-maands EUR/USD XCCY basis bewoog zelfs



naar een (all-time) high (zie Figuur 6). Dit is een teken dat de internationale vraag naar dollars (vs. euro's) sinds deze week af is genomen. Een vergelijkbare beweging was zichtbaar op de JPY/USD XCCY basis.

**Figuur 6: 3-maand cross-currency (XCCY) basis stabiliseert en stijgt. (Bron: Bloomberg)**



Bij deze afgenomen volatiliteit in de XCCY basis ervaarden wij een (beperkte) toename van liquiditeit op FX swaps. Hoewel bied/laat spreads duidelijk nog verijd waren en er sprake was/is van wijde dispersie tussen quotes van verschillende banken, leek de liquiditeit deze week beter en stabielere te zijn.

### Andere indicatoren: waakzaamheid blijft geboden

Enkele andere indicatoren laten zien dat waakzaamheid geboden blijft. Zo blijft liquiditeit op de markt voor USD swaps en die voor US Treasuries echt nog een fractie van wat deze normaalgesproken is. Een deel van de market-makers die doorgaans actief zijn, houdt de kaken nu stijf op elkaar. De handelaren die nog wel actief zijn (m.n. van de grote banken) zijn duidelijk terughoudend om risico op eigen boek te nemen. Bied/laatspreads zijn zeer wijd te noemen.

Een andere indicator die nauwlettend in de gaten wordt gehouden is de spread tussen interbancaire Libor rentes en 'overnight'-rentes. Het verschil wordt gezien als een belangrijke indicator voor kredietrisico en stress in het (Amerikaanse) bancaire systeem. Ditmaal vormt de spread met name een reflectie van de zorg dat veel bedrijven het zwaar zullen krijgen als gevolg van de coronacrisis. Dit maakt interbancaire leningen ook meer risicovol, omdat banken op hun beurt weer verliezen lijden als bedrijven omvallen en in gebreke blijven op bancaire leningen. Het verschil tussen beide is zeker niet op niveau van de financiële crisis (met uitschieters boven de 3%), maar wel op het hoogste niveau sindsdien.



**Figuur 7: Spread tussen 3-maands US Libor en 3-maands overnight rentes als indicatie voor (banken)-stress**

Ook de markt voor commercial paper, een markt die dient als bron van kortlopende financiering voor veel bedrijven (bv. vanuit Amerikaanse money market funds) staat nog stevig onder druk. De opslag voor dit bedrijfspapier staat nog steeds torenhoog (ca. 150 a 200bp). Hopelijk zorgt de inwerkingtreding van de maatregelen van de Fed (half april) tot verlichting.

Wat ook hielp was dat de eerste grote golf aan (paniek)verkoop (waarvan de afgelopen weken sprake was), achter de rug lijkt te zijn. Dit leidde tevens tot een afname van de druk op de vraag naar cash.

Al met al gaat het wat beter met de stress op de dollar (funding)-markt, maar waakzaamheid blijft geboden.

### “Wartime level of investment” door VS

Los van de Fed-maatregelen om de liquiditeitscrisis te beteugelen heeft de Amerikaanse overheid ook niet stilgezeten. Nadat woensdag de Senaat had ingestemd met een uitgebreid steunpakket ter grootte van \$2,000mrd voor de hardst en meest direct getroffen van de crisis, is het voorstel afgelopen vrijdag ook door het Huis van afgevaardigden gelooft en tot wet omgezet. Het noodpakket voorziet in royelere werkloosheidsuitkeringen (een welkome aanwinst voor de sterk groeiende groep werklozen, figuur 1), financiële steun voor ziekenhuizen en lokale overheden en een \$1,200 cheque voor elke Amerikaan met een inkomen tot USD 75,000. Laatste kan een directe stimulans voor de economie vormen, of simpelweg keihard nodig zijn om zorgkosten te betalen in het duurste en minst efficiënte zorgstelsel in de Westerse wereld. Een enorme injectie dus, maar of t voldoende is? Only time will tell.

## Liquiditeitsdashboard

Onderstaande tabel geeft een indicatief beeld van de liquiditeit in diverse producten. Voor al deze producten geldt nog onverminderd dat sprake is van verhoogde volatiliteit, verminderde liquiditeit en terughoudendheid onder liquiditeitsverschaffers. Dit komt naar voren in fors hogere bied/laat 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 en komt de lagere liquiditeit meer tot uiting in hogere bied/laat spreads en forse intra-dag prijsbewegingen.

Hoewel liquiditeit in alle producten in Tabel 1 veel lager is dan gebruikelijk, was over de afgelopen week wel een duidelijke verbetering waarneembaar t.o.v. de weken ervoor.

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

Markt	Fragmentatie in liquiditeit	Kleur	Bid/offers X maal wijder dan normaal	t.o.v. vorige week?
EUR swaps	Hoog	Bid/offer ca. 1.0 – 2.5 bps in 100k bpv	2 tot 6	Beter
EUR govies	Hoog	Sterk afhankelijk van bond (land, looptijd)	2 tot 6	Beter
EUR inflatie	Zeer hoog	In IL swaps ok, in linkers zeer gefragmenteerd	3 tot 8	Beter
FX swaps	Hoog	Veel 2-zijdige flow, maar op wijde bid/offers	5 tot 20	Beter
FX spots	Laag	Veel 2-zijdige flow, maar op wijdere bid/offers	2 tot 10	Vergelijkbaar
Equity opties	Laag	Grote risk transfers mogelijk, wel op wijde bid/offers	3 tot 10	Vergelijkbaar

### Dislocatie tussen bunds en swaps beperkt handelaren

Figuur 8 toont het verloop van het verschil in de 10-jaars renteswaps en de geïmpliceerde rente op Duitse bund futures. Er is een duidelijke dislocatie zichtbaar vanaf eind februari tussen bunds en swaps. Voor traders in renteswaps is de bund future echter een essentieel instrument. Zo kunnen zij zich tijdelijk indekken tegen directioneel renterisico, bijvoorbeeld na een renteswap transactie met een pensioenfonds. Liquiditeit in bunds is doorgaans uitstekend. De dislocatie in Figuur 8 geeft aan dat bunds hun rol als swaphedge minder goed vervullen dan voorheen. Traders worden als gevolg beperkt in hun mogelijkheden. Onder meer door deze dislocatie is liquiditeit in swaps gereduceerd.

**Figuur 8: Verloop 10-jaars swaprente vs Duitse bund ('aswabund' in bp). Bron: Bloomberg**

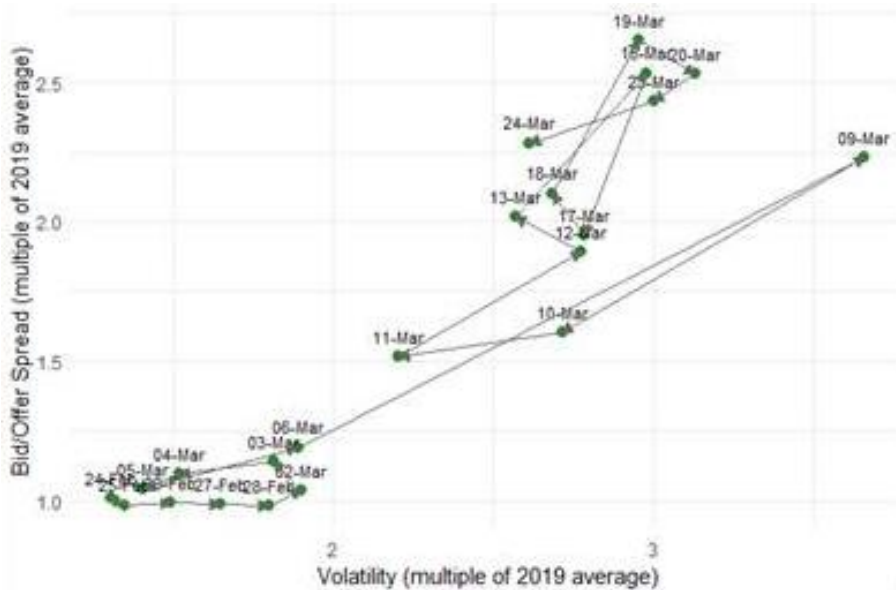




### Inzicht van de markt voor FX spots

Specifiek t.a.v. de FX spot markt geeft onderstaande figuur een interessant beeld van de ontwikkeling van liquiditeit sinds eind februari. De figuur plot voor opeenvolgende handelsdagen de volatiliteit in de EUR/USD wisselkoers aan en de factor hoeveel maal hoger de bid/laatspreads liggen (t.o.v. het gemiddelde in 2019) op een aantal veelgebruikte (interdealer) handelsplatformen.

**Figuur 9: Verloop bid/offer spreads vs. volatiliteit in EUR/USD sinds eind feb 2020 op primaire FX spot venues**



*Bron:* Reuters, EBS, Hotspot, Currenex, Fastmatch, ParFX. Data from 3/1/2019 – 24/3/2020

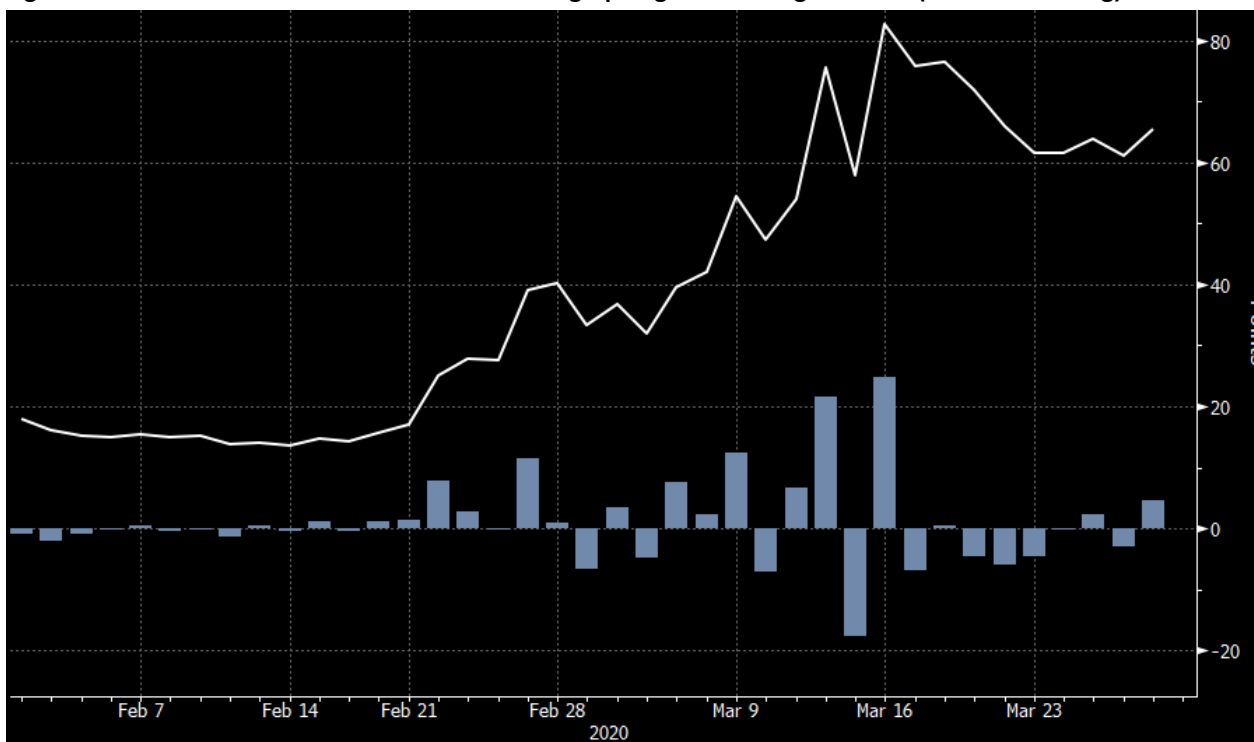
## Aandelen: 3 days in a row

Afgelopen week kende een wat positiever verloop, zeker na het bekendmaken van het pakket aan maatregelen in de US. Op dinsdag liet de Dow Jones Index de grootste winst zien sinds 1933. Het verloop van de week was rustiger, waardoor er geen circuit breakers meer geraakt werden. Nog altijd waren grote intraday bewegingen waarneembaar. De meeste aandelenmarkten sloten de week af met 5-10% winst, en noteerden drie dagen op rij in het groen (dinsdag – donderdag).

De VIX, de meest bekende volatiliteitsgraadmeter, lijkt afgelopen week in wat rustiger vaarwater terecht te zijn gekomen en heeft steun gevonden net boven de 60. Nog altijd bijna 4 keer zo hoog dan wat we even ervoor nog gewend waren maar, in positieve noot, wel een flink stuk onder het record van 18 maart jongstleden. Onderstaande grafiek toont de bewegelijkheid van de VIX ('vol of vol'). Het is zeker niet onmogelijk optiecontracten (listed of OTC) af te sluiten, zij het dat de doorlooptijd langer is en de kosten waartegen je handelt nog altijd flink hoger liggen dan normaal (hogere bid/offers).



Figuur 10: Absolute niveau van de VIX versus de dag-op-dag verandering in de VIX (Bron: Bloomberg)



## De andere helft van de wereld

### This time it is different – for the worse

De relatief hoge rendementen op EM beleggingscategorieën na de kredietcrisis verklaarde in grote mate de populariteit en forse instroom van gelden naar deze categorieën. De afgelopen weken hebben het omgekeerde effect in een ongekend tempo laten zien. In de afgelopen vier weken is ca. USD 48 miljard onttrokken uit EM obligatiefondsen: meer dan een derde van de instroom over de afgelopen drie jaar. Volgens het IMF hebben investeerders totaal zeker USD 83 miljard aan investeringen uit opkomende markten terug gehaald. Deze geldstromen hebben hun impact op wisselkoersen gehad. In vergelijking met eind 2019 zijn de valuta van Brazilië (real), Rusland (roebel), Zuid-Afrika (rand) en Mexico (peso) alle met ca. 20% gedaald. Koersen van EM aandelen en obligaties hebben dit jaar een daling van 15% tot 20% gezien. Tevens is in opkomende markten sprake van versteiling van rentecurves: de korte rentes dalen door acties van centrale banken terwijl lange rentes stijgen door obligatieverkoop van (buitenlandse) investeerders.

De kapitaalstromen van opkomende naar ontwikkelde markten – en in het bijzonder naar dollars – doet denken aan de kredietcrisis van 2008/09. De omvang is echter nu al tweemaal zo groot als destijds.

### Het zwarte, eh...

De economie van veel EM landen is in sterke mate afhankelijk van winning/productie en export van grondstoffen en dat geldt in het bijzonder voor olie. De prijs van dat zwarte goud is sinds begin dit jaar met



2/3<sup>e</sup> gedaald tot bijna USD 20 per vat: onder het niveau van de kredietcrisis in 2009 en ook onder dat van de minder bekende oliecrisis van 2015. De val van de olieprijs is ingezet door Saudi-Arabië om Rusland terug aan de onderhandelingstafel te krijgen. Het kan daarmee zijn dat een prijsherstel geen lange termijn scenario hoeft te zijn. In de tussentijd zullen olie-exporterende landen zoals voormalige Sovjet staten, de *Commonwealth of Independent States*, en Nigeria de economische pijn voelen zoals in 2015 ook het geval was. Het probleem is breder want niet alleen de olieprijs is gekelderd. De S&P GS Commodity Index (overigens zwaar gewogen naar fossiele brandstoffen) is 40% gedaald dit jaar. Koper, bijvoorbeeld, heeft een kwart van zijn waarde verloren.

### Een dreigende humanitaire ramp

De aantallen gerapporteerde corona-besmettingen in EM landen zijn in vergelijking met westerse landen, extreem laag. Het vermoeden is dat de daadwerkelijke aantallen vele malen hoger liggen en nog sterk zullen toenemen. Voor velen is *social distancing* geen optie: ze wonen in dichtbevolkte steden of krottenwijken, werken in de informele sector en hebben geen financiële buffer. Overheden kunnen hen nauwelijks of geen financiële steun geven. In Europa is het virus vrijwel uitsluitend fataal voor ouderen en/of mensen met specifieke aandoeningen. Vooral in Afrika leven relatief weinig ouderen. Echter, voor de jongere geldt deels dat ze een slechtere gezondheid en zwakker immuunsysteem hebben door slechte voeding en gezondheidszorg. Mogelijkheden voor opvang van acute gevallen is zeer beperkt. Zo merkte *The Economist* cynisch op dat Oeganda meer ministers dan IC-bedden heeft.

Ook op gebied van EM kunnen we geen scenario's uitsluiten. Het zou kunnen dat factoren als de jonge bevolking en het warme klimaat zorgen voor een beperkte impact van het virus op mensen en economie. Mocht het virus wel hard toe slaan dan zijn er helaas veel ingrediënten die kunnen leiden tot de bovengenoemde humanitaire ramp met grote economische impact. Een lichtpuntje is dat het IMF heeft toegezegd in het kader van de huidige crisis USD 50 miljard beschikbaar te maken voor opkomende markten.

