

# Marktopdate 4 mei 2020

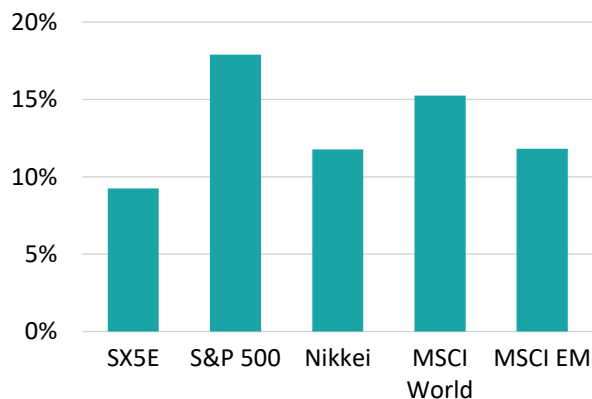
## Money for nothing and liquidity for free<sup>1</sup>

4 mei 2020

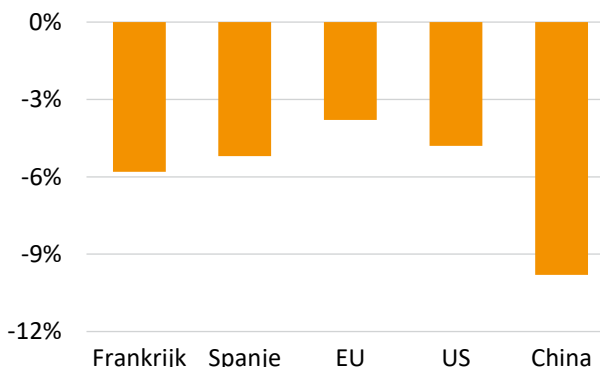
Als we puur en alleen naar de performance van brede aandelenindices kijken, dan hebben we met april een fenomenale maand achter de rug. Een stijging van 10% of meer voor wereldwijde aandelenindices (zie Figuur 1). De meeste van deze indices staan op niveaus die vorig jaar nog als all-time highs werden bestempeld. GDP-cijfers van diverse economieën aan de andere kant lieten niet geheel verrassend een forse krimp zien over het eerste kwartaal van 2020 ten opzichte van het kwartaal ervoor (Figuur 1, rechts). En dat terwijl van lockdowns in slechts een beperkt deel van het kwartaal sprake was.

Paul Krugman, winnaar van de Nobelprijs voor de economie, is de disconnectie tussen de reële economie en aandelenprijzen niet ontgaan. Wat hem betreft een fenomeen dat in feite al sinds begin jaren 2000 aan de gang is. Krugmans adagium is duidelijk: “The stock market is not the economy” En: “Pay no attention to the Dow; Keep your eyes on those disappearing jobs”. Voor een gemiddelde institutionele belegger is een eventueel voortbestaan van de disconnectie meer dan welkom.

**Figuur 1: Performance 1 apr – 30 apr aandelenindices**



**Verandering in GDP Q4 2019 op Q1 2020**



**(Bron: Bloomberg).**

Maar goed, laten we Krugmans advies volgen en nog maar eens inzoomen op werkgelegenheid. Voor de Amerikaanse economie werd het beeld al duidelijk aan de hand van nieuwe werkloosheidsaanvragen (30 miljoen sinds half maart tot aan afgelopen week). Voor Europa liggen de indicatoren iets genuanceerder en verspreid over de lidstaten, maar ze zijn er zeker. Een voorbeeld is de scherpe stijging in aanvragen voor werktijdverkorting in Duitsland ('Kurzarbeit'). Volgens McKinsey is de sterke toename in zulke aanvragen slechts het topje van de ijsberg. McKinsey schat in dat mogelijk tot 59 miljoen Europese banen in gevaar zijn

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



(equivalent aan circa 26% van totale werkgelegenheid). Het dringende advies aan bedrijven en overheden luidt dan ook om deze met man en macht te beschermen.<sup>2</sup> De International Labour Organization, een orgaan van de Verenigde Naties, heeft haar verwachtingen van het wereldwijde verlies aan banen met 110 miljoen FTE verhoogd tot 305 miljoen FTE.

Hoewel de historische dividendverlaging van Shell opzienbarend was, laten we deze voor wat hij is en belichten we de afgelopen week aan de hand van de volgende onderwerpen:

- **ECB:** samenvatting van de ECB-beleidsvergadering en ook de ECB komt met een scenario-analyse.
- **Update implied volatiliteit** op gebied van swaptions en markt voor aandelenopties.
- **Tussen de brokstukken:** we staan stil bij enkele van de (financiële) slachtoffers van (1) het slagveld van dividendverlaging, (2) de ongekende toename in volatiliteit en (3) de negatieve WTI olieprijs.
- **Update liquiditeit:** hoe ontwikkelt zich de liquiditeit op diverse markten?

## Rondom de ECB-beleidsvergadering

### ECB: Money for nothing and liquidity for free

Afgelopen donderdag kondigde de Governing Council van de ECB een nieuwe reeks van zeven aanvullende lange termijn herfinancieringsprogramma's aan, genaamd 'pandemic emergency longer-term refinancing operations' (PELTRO's). De PELTRO's bieden liquiditeitssteun aan het financiële systeem in de eurozone en vormen een effectieve backstop bij het aflopen van bestaande financieringsprogramma's. Concreet betekent dit dat banken tot aan 16 maanden van nu geld kunnen lenen bij de ECB tegen - 0.25% rente.

Daarnaast verlaagde de ECB de rente op de bestaande financieringsprogramma's (TLTRO's)<sup>3</sup> tot -0.50%<sup>4</sup>. Voor banken die de door de ECB gestelde leendoelstellingen waarmaken betreft dit percentage zelfs -1%!<sup>5</sup> Hoewel officieel de rentetarieven ongewijzigd bleven kunnen deze aankondigingen worden gezien als een renteverlaging 'in disguise'. Diverse bancaire leentarieven gaan immers omlaag. Het is duidelijk dat de ECB zich deze ronde richt op voldoende liquiditeitsverschaffing voor banken en inzet op transmissie van deze liquiditeit naar de reële economie.

Verder is het Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) niet verhoogd, maar in klare taal bevestigde Christine Lagarde dat de ECB "bereid is om de omvang van het PEPP te vergroten en de samenstelling ervan aan te passen, voor zover nodig en zolang als nodig".

---

<sup>2</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/safeguarding-europes-livelihoods-mitigating-the-employment-impact-of-covid-19#>

<sup>3</sup> Targeted longer term refinancing operations.

<sup>4</sup> Gelijk aan 50bp onder het gemiddelde rentepercentage op ECB herfinancieringstransacties, momenteel gelijk aan nul.

<sup>5</sup> Gelijk aan 50bp onder de depositorente bij de ECB.



De maatregelen en opmerkingen lieten rentes op staatsobligaties en swaps met een aantal basispunten dalen, en de aandelenmarkt reageerde met een daling van circa 2% relatief gelaten. Het renteverskil tussen Italiaanse en Duitse staatsobligaties liep weer wat op, voornamelijk nog gedreven door de downgrade van Italië door Fitch eerder in de week.

Naast de communicatie rondom de beleidsvergadering gaf ECB bestuurslid Philip Lane één en ander weg ten aanzien van de toekomstige koers van de ECB. In een blog<sup>6</sup> maakt Lane duidelijk dat ongewenste volatiliteit in landenspreads de transmissie van monetair beleid binnen de muntunie belemmert, en dat het de taak is van de centrale bank om deze destabiliserende factoren tegen te gaan. Wederom een teken dat de ECB er alles aan zal doen om rentecurves van landen (en onderlinge verschillen) onder controle te houden.

### Scenario-analyse ECB

In navolging op de beleidsvergadering op donderdag publiceerde de ECB op vrijdag een scenario-analyse voor de economie van de eurozone de komende jaren<sup>7</sup>. De grote onzekerheid rondom de economische impact van de Covid-19 pandemie vraagt om een analyse gebaseerd op uiteenlopende scenario's, aldus de ECB. In het rapport publiceerde de centrale bank een mild, middelmatig en streng scenario. In het mildste van de geschetste scenario's krimpt de economie dit jaar met 5% en zal het die schade in 2021 weer ongedaan maken. Slechtere scenario's hebben als uitgangspunt dat de onzekerheid rondom de verspreiding van het virus, de onzekere effectiviteit van inperkingsmaatregelen en de veronderstelde permanente economische schade blijven drukken op de groei. In het slechtste van de geschetste scenario's kan de economie van het eurogebied dit jaar wel 12% krimpen en voorlopig niet meer terugkeren naar de omvang van vóór het coronavirus. De ECB benadrukte dat het herstel van de crisis met veel onzekerheid is omgeven.

### Europese Commissie verlicht tijdelijk enkele kapitaalseisen voor banken

In respons op de Covid-19 pandemie heeft de Europese Commissie op 28 april aangekondigd enkele van de kapitaalseisen voor banken tijdelijk te verlichten. Het doel van het pakket is de kredietverstrekking door banken aan bedrijven en consumenten te stimuleren en de economie te ondersteunen in het herstel van de coronacrisis. De maatregelen betreffen onder meer:

- Soepele overgangsregels rondom de introductie van de IFRS 9 accounting standaard, die zouden leiden tot hogere voorzieningen voor kredietrisico (en dus in zou eten op kapitaalsposities);
- Uitstel van de extra kapitaalseis (op de leverage ratio) voor systeemrelevante banken naar 1 jan 2023;
- Meer flexibiliteit bij berekenen van de balansomvang voor de leverage ratio<sup>8</sup> (in het kader van reserves bij centrale banken). Softere behandeling van leningen met een overheidsgaranties.

Europa gaat duidelijk minder ver in de verlichting van de leverage-ratio-eis dan de VS, waar sinds afgelopen maand posities in US Treasuries tijdelijk zijn vrijgesteld voor de berekening van de balansomvang voor banken. Met het wederzijdse besmettingsgevaar tussen zich opstapelende overheidsschuld en wankele

<sup>6</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200501~a2d8f514a0.en.html>

<sup>7</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202003\\_01~767f86ae95.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202003_01~767f86ae95.en.html)

<sup>8</sup> Specifiek ten aanzien van de mogelijkheid reserves gestald bij centrale banken tijdelijk uit te sluiten van de balansomvang.

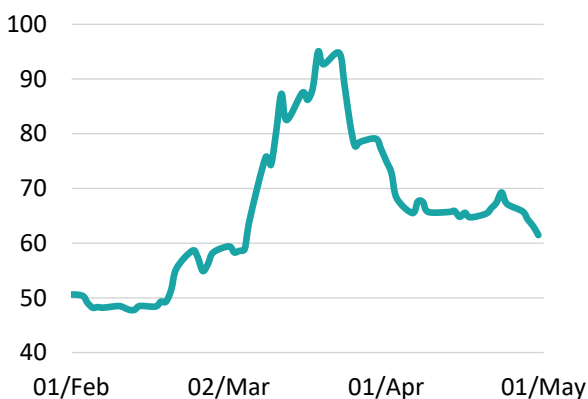


bankbalansen tijdens de eurocrisis nog vers in het geheugen, lijkt een dergelijke verlichting voor Europa niet aan de orde.

## Implied vols: terug naar normaal?

Vanaf het hoogtepunt qua onrust op de financiële markten – zo halverwege maart - zijn implied volatilities stapsgewijs afgenomen. Dit geldt zowel op het vlak van rente (swaptions) als voor aandelen. Figuur 2 (links) toont het verloop van implied volatiliteit voor een 1 jaars swaption met een 30-jaars euro renteswap als onderliggende ter indicatie. Op aandelenvlak toont de rechterkant van de figuur het verloop van de VIX index over de afgelopen maanden.

**Figuur 2: 1j x 30j implied swaption volatiliteit (links)**



**Verloop VIX index (rechts)**



### Swaptions: catch it while you can?

Waar met name de markt voor swaptions een aantal weken op slot heeft gezeten en het lastig / duur was om volatiliteitsrisico te kopen via swaptions, lijkt de markt over de afgelopen weken weer stapsgewijs op gang te komen. Liquiditeit blijft gefragmenteerd, maar een aantal systematische verkopers van kortlopende optionaliteit lijkt zijn weg naar de markt weer te hebben gevonden. Dit is één van de factoren die de prijs voor swaptions omlaag heeft getrokken tot rondom het niveau van begin maart, en die bijdraagt aan liquiditeit in de markt. Een vraag die de markt bezig houdt is hoe deze prijsniveaus zullen ontwikkelen. Dalen ze verder door structurele verkopers van volatiliteit, gesteund door de ECB als backstop? Of was de daling van korte duur en keren ze – gedreven door slechter nieuws dan geanticipeerd – terug naar de hogere regionen?

### Aandelenvolatiliteit

Hoewel de onrust rondom de negatieve olieprijs de afgelopen weken overliep in de implied volatiliteit in aandelen (zie de kleine piek in Figuur 4 rechts, rondom 21 april), is duidelijk sprake van een neerwaartse trend. Verschillende spelers zetten in op normalisatie van implied vols. Ook de skew, de volatiliteitsopslag voor out of the money putopties, is over de afgelopen weken afgenomen. Deze ontwikkelingen komen



liquiditeit en (verwachte) transactiekosten in aandelenopties ten goede. Maar deze zijn voorlopig niet terug op het niveau van vorig jaar.

## Tussen de brokstukken

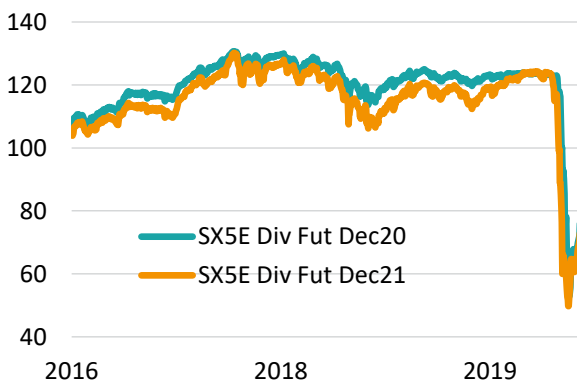
Nu het stof van marktvolatiliteit over het eerste kwartaal lijkt te zijn neergedaald worden de verhalen over vermeende slachtoffers zichtbaar tussen de brokstukken. Een aantal gevallen springt in het oog en zijn direct gelinkt aan ontwikkelingen die in onze eerdere marktupdates zijn beschreven.

### SocGen gaat nat in dividendchaos

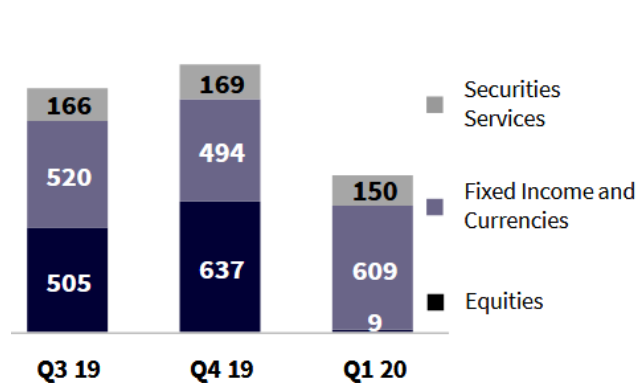
Société Générale heeft over het eerste kwartaal een verlies geleden van €326mln, met de omzet in de handel in aandelen(-derivaten) die daalde van €637mln over Q4 2019 tot slechts €9mln over Q1 2020 (zie Figuur 3, rechts). Verliezen in het handelsboek voor structured products waren hierin een dominante factor, doorgaans juist een kerncompetentie van de Franse bank.

Naar verluidt hebben de massale dividendverlagingen bij SocGen geleid tot een hit ter grootte van EUR 150 tot 200mln. Media melden dat de SocGen hun exposures naar dividenduitbetalingen in 2021 en verder hadden gehedged, maar niet die over 2020. De ineenstorting van dividendbetalingen en -verwachtingen (zie Figuur 3, links) in combinatie met de forse niet-afgedekte exposures hierop in het handelsboek van de bank in structured products<sup>9</sup>, hebben SocGen hard geraakt.

**Figuur 3: Koersverloop dividendfutures op SX5E**



**Omzet SG Global Markets (Bron: Q1 presentatie SG)<sup>10</sup>**



Op moment van schrijven is nog niet bekend of deze ontwikkeling nog meer slachtoffers heeft geëist. Een aantal Amerikaanse banken, waaronder Citigroup en JP Morgan, meldden over Q1 juist een forse toename in omzet van de handel in aandelen(-derivaten). Het risico op dividendschokken lijkt in ieder geval voorlopig nog wel impact te hebben op de pricing van aandelenderivaten.

<sup>9</sup> Bijvoorbeeld zogeheten autocallable notes.

<sup>10</sup> [https://www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/R%C3%A9sultats%20financiers/2020/Q1/presentation\\_q1\\_2020.pdf](https://www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/R%C3%A9sultats%20financiers/2020/Q1/presentation_q1_2020.pdf)



### Short posities in de VIX trekken hedge funds omver

Ronin Capital, een in Chicago gevestigd hedge fund, is rond half maart in diepe problemen geraakt vanwege sterk verlieslatende short posities op de VIX Index. De VIX Index was vanaf begin maart bijna verdriedubbeld vanaf een niveau van 30 naar een piek op 85 (Figuur 4).

**Figuur 4: Verloop VIX Index gedurende maart 2020.**



De Chicago Mercantile Exchange (CME) maakte op 20 maart bekend dat de portefeuille van Ronin Capital middels een ‘default auction’ was afgewikkeld. Dit proces was door CME in gang gezet nadat bleek dat Ronin niet langer aan de door CME gestelde kapitaalseisen voor clearing members kon voldoen.

Overigens had Ronin Capital nauwe banden met Parplus Partners. Dit hedge fund – eveneens actief op gebied van handel in aandelenvolatiliteit – was afgelopen maart verantwoordelijk voor het verlies van \$200mln bij ABN AMRO clearing. Hoe precies de vork in de steel zat is een ingewikkelde zaak. Wel duidelijk lijkt dat de ongekende bewegingen in de VIX ten grondslag lagen aan dit drama.

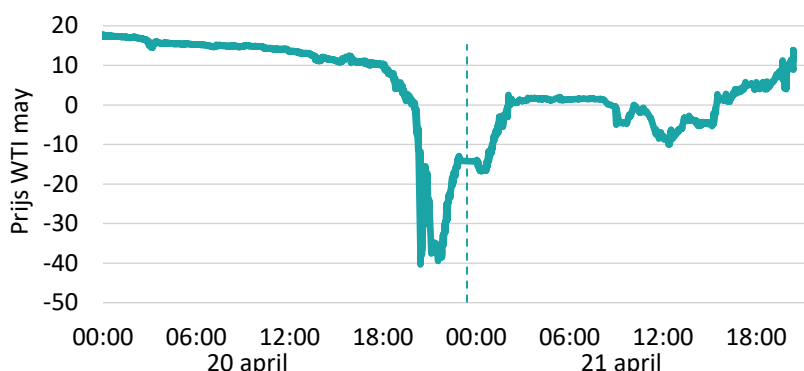
### Negatieve WTI olieprijs sleurt Chinese retail investeerders mee

Hoewel de Covid-19 pandemie in combinatie met de OPEC+ prijsoorlog tot een ongekende disbalans in vraag en aanbod heeft geleid, kan dit maar moeilijk als verklaring dienen voor de prijsbeweging op 20 april. De prijs zakte in nog geen half uur tijd van 0 tot -40 dollar per vat (zie Figuur 5).

Voor futures in het algemeen geldt dat de expiratie-dag en de dag ervoor volatiel kunnen zijn, onder meer omdat het gros van de marktparticipanten al naar het volgende contract hebben doorgerold, waardoor disbalans kan ontstaan in het aantal contracten dat wel of niet gerold wordt. Het WTI mei-contract was hier een extreem voorbeeld van.



Figuur 5: Verloop prijs per vat WTI ruwe olie voor levering in mei (Bron: Bloomberg)



Het gevolg was dat resterende investeerders met een long positie in de WTI mei future ondanks nog voldoende uitstaande futures-contracten, geen tegengestelde liquiditeit konden vinden om hun mei-positie te rollen of te sluiten. Dit werkte klaarblijkelijk paniek in de hand van spelers met een long positie.

Één van de grootste overgebleven spelers, Bank of China (BoC), had nog positie in de mei-futures openstaan namens duizenden Chinese retail investeerders<sup>11</sup>. Naar verluidt zijn veel van deze particuliere investeerders volledig verrast en ongenadig hard getroffen door de prijsbeweging. Toen de prijs daalde en de accounts van de investeerders niet langer toereikend waren, is ten minste een deel van de posities gesloten en rekeningen geliquideerd. Schattingen van de door deze particuliere investeerders geleden verliezen lopen uiteen tussen \$85mln en \$1mrd!<sup>12</sup> BoC heeft de betreffende verliezen niet openbaar gemaakt en het zal waarschijnlijk gissen blijven naar het exacte bedrag.

## 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 bid/laat spreads. Hiermee is het beeld op grote lijnen vergelijkbaar met dat van de voorgaande week.

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       |
| EUR govies | Hoog                        | Sterk afhankelijk van bond (land, looptijd) | 1 tot 4                              | Vergelijkbaar       |

<sup>11</sup> Via een retail product genaamd Yuan You Bao, vrij vertaald 'the crude oil treasure'.

<sup>12</sup> [https://www.risk.net/investing/7536946/negative-oil-prices-put-spotlight-on-investors#cxrecs\\_s](https://www.risk.net/investing/7536946/negative-oil-prices-put-spotlight-on-investors#cxrecs_s)



| Markt         | Fragmentatie in liquiditeit | Kleur  | Bid/offers X maal wijder dan normaal | t.o.v. vorige week? |
|---------------|-----------------------------|--|--------------------------------------|---------------------|
| EUR inflatie  | Hoog                        | Swaps & linkers: Korte end zeer slecht.<br>Liquiditeit > 5j verbetert gradueel | 1 tot 5                              | Vergelijkbaar       |
| FX swaps      | Medium                      | Liquiditeit verbeterd, bid/offers kruipen terug richting 'normaal'             | 1 tot 3                              | lets beter          |
| FX spots      | Medium                      | Veel 2-zijdige flow, bid/offers kruipen terug richting 'normaal'               | 1 tot 2                              | lets beter          |
| Equity opties | Laag                        | Grote risk transfers mogelijk, wel op wijde bid/offers                         | 2 tot 6                              | Beter               |

