

Marktopdate

Olie op het vuur

9 maart 2020

Mede als gevolg van het Coronavirus zijn de markten momenteel meer dan tumultueus. Dit memo geeft kleur bij de marktomstandigheden van maandag 9 maart. Het beeld kan snel veranderen. Gegeven de kort opeenvolgende marktontwikkelingen is het onmogelijk een actueel en accuraat beeld van de markten te schetsen. Op het moment van schrijven is de situatie als volgt:

Index	Stand 9 maart 12u	Verandering 9 maart (12u)
Euro Stoxx 50	3012.42	-6.8%
Brent Crude Olieprijs	35.6 USD	-21%
30-jaars swaprente (EUR)	-0.20%	23 basispunten daling

Saudi Arabië ontketent prijsoorlog

In wat al een hele tumultueuze week was is afgelopen weekend wat extra olie op het vuur gegooid. Vorige week nog probeerde de OPEC, aangevoerd door Saudi Arabië, samen met Rusland (geen OPEC lid, wel een solidair bondgenoot) afspraken te maken over een tijdelijke productiebeperking om zodoende een bodem te leggen onder de olieprijsen. Deze gesprekken zijn echter volledig uiteengespat. Het mislukken van de gesprekken heeft een ware prijsoorlog van Saudi Arabië ontketend. De Arabieren lijken Rusland terug naar de tafel te willen dwingen door het dagelijkse aanbod juist enorm te verruimen, en de vraag juist te stimuleren met enorme kortingen. Hierop opende de olieprijs met -30% daling, iets wat sinds de Golfoorlog niet meer voorgekomen is. Aanhoudend lage olieprijsen zorgen voor stevige recessie angst, met name onder de OPEC lidstaten en Rusland. Tel daar bij op de verdere pandemie angst rondom Corona en Black Monday is een feit.

Liquiditeit: kan ik nog handelen?

Liquiditeit is een vloeibaar begrip in deze markten. In praktisch alle asset classes waarin we actief zijn is liquiditeit sterk verminderd. In de eerste week van maart waren de financiële markten al in paniekmodus. Dit resulteerde in toegenomen volatiliteit, verminderde liquiditeit en terughoudendheid van liquiditeitsverschaffers. Dit uitte zich in fors hogere bid/offer spreads, grotere intra-dag bewegingen en



‘prijs jumps’. Sinds vandaag zijn deze effecten alleen maar verder uitvergroot. Liquiditeit is sterk gefragmenteerd waardoor het zeer lastig, zo niet onmogelijk, is om grote volumes uit te voeren.

De algemene indruk die wij hebben is dat veel “Real Money” accounts, i.e. pensioenfondsen, verzekeraars etc. terughoudend momenteel zijn om de markt te betreden. Zelfs al zou men hiertoe voornemens zijn, dan is het maar de vraag in hoeverre dit kan. Verhogen van de aandelenprotectie of renteafdekking kan rekenen op zeer beperkte liquiditeit en hoge transactiekosten. De rode loper gaat uit in het omgekeerde geval.

Ter onderbouwing van dit beeld, hieronder een indicatie van bid/offer spreads in diverse instrumenten op het moment van schrijven.

Table 1: (zeer) Indicatieve kleur diverse instrumenten - maandag 9 maart

Instrument	Kleur	Bid/offers X maal wijder dan normaal
Euro renteswaps >10y	Bid/offer ca. 2 bps in 100k	Factor 5
EUR govies	Liquiditeit sterk gefragmenteerd, gedreven door axes	Factor 5
US Treasuries	Bid/offer ca. 2bps in 100k	Factor 6
UK gilts & swaps	Liquiditeit vrijwel afwezig	Factor 10
FX spots, forwards & swaps	Veel tweezijdige flow, maar op wijdere bid/offers	Factor 3
Equity	<ul style="list-style-type: none"> 5%-daling ‘circuit breaker’ geraakt op S&P futures. Handel was tot US open (14:30 CET) stilgelegd. Update: na de Amerikaanse opening handelde S&P ca. tussen de 5% tot 7% in de min 	n/a

We verwachten dat verminderde liquiditeit de komende dagen / weken nog zal aanhouden, mede gedreven door een mogelijke respons vanuit centrale banken. Dit betekent dat snelheid en waarschijnlijkheid van executie fors lager liggen en transactiekosten fors hoger. We monitoren de situatie op vlak van liquiditeit nauwgezet.

Banken in BCP modus

Vrijwel alle banken hebben hun trading desks opgesplitst in tweeën of zelfs in drieën, waarbij een deel opereert vanuit de ‘noodlocatie’ of vanuit huis. Vanuit het perspectief van continuïteit op gebied van handel uiteraard goed. Echter, het is niet uit te sluiten dat uitwijking naar noodlocaties implicaties heeft op



liquiditeit. Het is ook voor traders bij banken toch lastiger opereren vanuit een andere locatie dan gebruikelijk en met een gereduceerd team op de vloer. Potentieel zijn hun mogelijkheden marktrisico's te hedgen beperkt. Het is logisch dat traders hierdoor terughoudender worden in toch al moeilijke marktomstandigheden.

Wij verwachten dat dit de komende periode negatieve impact zal hebben op liquiditeit en bereidheid van banken om grote hoeveelheden risico te absorberen.

Centrale banken

Na de verrassing van de Amerikaanse FED om vorige week de rente met 50 bps te verlagen, is het de vraag wat centrale banken deze week gaan doen om de crisis te beteugelen. De tussentijdse verlaging van de FED was bedoeld om vertrouwen te wekken en om de impact van Corona in te dammen. De financiële markten waren echter niet overtuigd en de verlaging had niet het gewenste effect. Waar vorige week de aandacht van centrale banken voornamelijk nog gericht was op het indammen van het effect van de Coronacrisis, heeft Saudi-Arabië voor extra kopzorgen gezorgd. Actie van centrale banken lijkt onvermijdelijk, het is nu vooral de vraag wanneer en hoe men gaat ingrijpen. In de komende weken staan er reguliere meetings gepland voor de ECB (12 maart), FED (18 maart) en Bank of England (26 maart). Zoals vorige week al aangetoond door de FED, kan er ook al eerder een beslissing genomen worden.

ECB

De ECB meeting van a.s. donderdag zal de eerste echte test worden voor Lagarde. Van de drie voornaamste instrumenten die de ECB heeft – renteverlagingen, goedkope lange termijn leningen (*TLTROs*), en QE opkoopprogramma – lijkt het vergroten van het QE programma de meest effectieve en de voor de hand liggende. Momenteel wordt er voor EUR 20 miljard per maand aan assets gekocht door de ECB, een verdriedubbeling van dit bedrag en het opkopen van een breder scala aan asset-classes (equities / corporate bonds) is waar de markten rekening mee houden. Ondanks dat er voor de ECB niet veel ruimte meer heeft om de rente te verlagen, prijst de markt een 10bps verlaging in voor a.s. donderdag. Voornamelijk door verlagingen van andere centrale banken lijkt dit onontkomelijk (bescherming van de wisselkoers en export). Voor de juni meeting is er een additionele 10bps verlaging ingeprijsd (ECB deposito faciliteit zou dan op -0.70% komen te liggen). Een ding staat vast, de ECB zal donderdag doortastend en overtuigend moeten acteren. In zowel haar maatregelen als communicatie zal men moeten overtuigen om deze escalerende crisis en onrust enigszins in toom te houden.

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
03/12/2020	-1.078	-107.8%	-0.108	-0.564	0.100
04/30/2020	-1.431	-35.3%	-0.143	-0.599	0.100
06/04/2020	-2.215	-78.5%	-0.222	-0.678	0.100

FED

Nadat men vorige week woensdag onverwacht de rente met 50bps heeft verlaagd, prijst de markt nu meer



dan 75 bps (-87.3 bps) verlaging in voor de volgende FED meeting op 18 maart. Eventueel kan en wil de FED niet wachten tot volgende woensdag en acteert men weer tussentijds.

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
03/18/2020	-3.490	-349.0%	-0.873	0.197	0.250
04/29/2020	-3.577	-8.7%	-0.894	0.176	0.250
06/10/2020	-3.835	-25.7%	-0.959	0.111	0.250

Spread op staatsobligaties

Het beeld qua swap-staatsspreads was tot vorige week niet eenduidig. Spreads op kernlanden daalden enkele basispunten, wat marginaal is ten opzichte van rentebewegingen. Voor semi-kernlanden waren spreads nagenoeg ongewijzigd. Door elkaar heen speelde namelijk:

1. Een *flight to safety* met als gevolg lagere spreads voor kernlanden in Europa, en
2. Potentiele fiscale verruiming om de klap op de economie op te vangen.
Dit speelt omdat de ECB weinig ruimte meer heeft te stimuleren. Als overheden fiscaal gaan stimuleren betekent dat meer uitgifte en dus hogere spreads.

Vanochtend kregen spreads wat meer richting. Spreads van kernlanden daalden vanwege de *flight to safety* (eerste punt) terwijl spreads van semi-kernlanden stegen vanwege de potentiele fiscale verruiming (tweede punt).

Op 9 maart nam rond het middaguur het verschil in de 10-jaars rente tussen Italië en Duitsland met 40bps toe, tussen Frankrijk en Duitsland met 10bps. Het beeld is nog niet helemaal eenduidig en kan per looptijd verschillen.

De discretionaire LDI-portefeuilles van Cardano hebben een relatief laag spreadrisico, en we zien deze bewegingen en ontwikkelingen niet als aanleiding daar veel in te veranderen. Wel zien we dat door de onzekerheid er tijdelijk minder uitgifte plaatst vindt door SSA en CB. Dat betekent dat we minder kunnen kopen in de primaire markt in deze periode.

Fixed income liquiditeit

Normaal gesproken is tweezijdige liquiditeit aanwezig, zeker op looptijden tot en met 30 jaar. D.w.z. ongeacht de richting waarin je handelt, is het doorgaans mogelijk om relatief snel aanzienlijke hoeveelheden renterisico door de markt te krijgen zonder al te veel marktimpact en op acceptabele transactiekosten.

Onder de huidige omstandigheden is liquiditeit beduidend gefragmenteerder. Dit houdt in dat op bepaalde momenten liquiditeit aanwezig is en kun je volume gedaan krijgen in jouw richting. Op andere momenten is



het absoluut niet mogelijk om een andere kant te vinden. Meer fragmentatie dus en minder flexibiliteit in de uitvoering. Quotes op interdealer broker schermen waren ofwel zeer wijd ofwel niet-bestaand.

Dit vertaalt zich in grotere prijs-jumps, grotere intra-dag bewegingen en grote kans op marktimpact. Op maandag 9 maart waren bid/offer spreads zo'n factor 5 tot 10 wijder dan gebruikelijk.

Nog meer dan voor lineaire instrumenten geldt voor swaptions dat liquiditeit komt en gaat. Onderstaande figuur laat zien dat swaption prijzen wederom fors zijn toegenomen.

Verloop 6-maands in 20-jaars swaption-prijzen (straddles). Bron: Bloomberg



Aandelen: circuit breaker in S&P

De beurzen in Europa en Azië staan flink in de min vandaag. Rondom de Europese opening was er weinig flow, market makers waren niet happig om in grote size de markt te maken, niemand wist met zekerheid waar de markt daadwerkelijk lag. Flow was voornamelijk verkopen of het kopen van protectie. In de loop van de ochtend neemt de weer toe, market makers voelen zich iets comfortabeler om prijzen af te geven. Meeste flow bevindt zich voornamelijk in de futuremarkt. Real money accounts zijn nog niet actief, die zijn minder snel in dit soort omstandigheden. Meeste flow komt van Hedge Funds, equity long-short fondsen die spot op 'aantrekkelijke' niveaus instappen en Macro fondsen die meer futures traden.

World Equity Indices (bron: Bloomberg)



	RMI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	Δ AVAT	Time	%Ytd	%YtdCur
1) Americas									
1) DOW JONES			25864.78	-256.50	-0.98%	+8.55%	03/06 c	-9.37%	-10.81%
12) S&P 500			2972.37	-51.57	-1.71%	+15.22%	03/06 c	-8.00%	-9.46%
13) NASDAQ			8575.62	-162.98	-1.87%	+10.91%	03/06 c	-4.42%	-5.95%
14) S&P/TSX Comp			16175.02 d	-378.97	-2.29%	+11.90%	03/06 c	-5.21%	-10.95%
15) S&P/BMV IPC			41388.78 d	-956.07	-2.26%	-20.60%	03/06 c	-4.94%	-17.03%
16) IBOVESPA			97996.77 d	-4236.47	-4.14%	+37.97%	03/06 c	-15.26%	-27.46%
2) EMEA									
21) Euro Stoxx 50			3009.00	-223.07	-6.90%	+57.80%	10:06	-19.66%	-19.66%
22) FTSE 100			5999.17	-463.38	-7.17%	+112.27%	10:06	-20.46%	-22.41%
23) CAC 40			4770.98	-368.13	-7.16%	+71.29%	10:06	-20.19%	-20.19%
24) DAX			10852.83 d	-689.04	-5.97%	+80.69%	09:51	-18.09%	-18.09%
25) IBEX 35			7939.90 d	-435.70	-5.20%	+99.61%	09:51	-16.85%	-16.85%
26) FTSE MIB			18710.01	-2089.88	-10.05%	+16.16%	10:06	-20.40%	-20.40%
27) OMX STKH30			1544.69	-84.31	-5.18%	+110.32%	10:06	-12.82%	-14.62%
28) SWISS MKT			9363.33 d	-373.49	-3.84%	+88.88%	09:51	-11.81%	-9.61%
3) Asia/Pacific									
31) NIKKEI			19698.76	-1050.99	-5.07%	+63.25%	07:15 c	-16.73%	-13.15%
32) HANG SENG			25040.46	-1106.21	-4.23%	+105.41%	09:08 c	-11.17%	-12.33%
33) CSI 300			3997.13 d	-141.37	-3.42%	-3.44%	08:00 c	-2.43%	-3.81%
34) S&P/ASX 200			5760.56	-455.65	-7.33%	+37.38%	08:28 c	-13.82%	-20.39%

Om half drie vanmiddag zal de US markt openen, de future markt laat in ieder geval al rode cijfers zien. In de S&P future is vanochtend de eerste circuitbreker al geraakt. De future is 5% gedaald buiten openingsuren van de beurs. De handel hiervan gaat nog wel door, maar je kan niet lager dan 2,819.00 handelen, wat leidde tot een zeer scheef handelsboek en een minimum niveau waarop verkoop is toegestaan. Normaliter liggen per prijs tot 150 contracten in het boek. Vanochte bedroeg de verkoopintresse 9,500 contracten op 2,819.00. Af en toe handelt de future boven de 2,819, maar daalt wel snel terug naar de lower limit totdat de US markten daadwerkelijk openen.

Orderboek S&P futures (bron: Neovest)

Sym: ESH0 Index		1			
Last+	2,819.00	High	2,916.00	Low	2,819.00
Net	-145.00				Volume 312,278
BSize	Price	ASize	Price	Size	Time
	2,916.00		2,819.00	8	11:55:24
	2,820.00	159	2,819.00	2	11:54:31
	2,819.75	57	2,819.00	3	11:53:35
	2,819.50	13	2,819.00	1	11:51:19
	2,819.25	32	2,819.00	1	11:49:43
	2,819.00	9448	2,819.00	6	11:49:40
	2,819.00		2,819.00	1	11:44:22
21	2,815.00		2,819.00	2	11:41:33
20	2,812.00		2,819.00	1	11:39:32
1	2,811.75		2,819.00	1	11:38:40
1	2,810.50		2,819.00	1	11:38:33
3	2,810.00		2,819.00	2	11:36:00
			2,819.00	1	11:34:33

Na opening van de US markt is de eerste circuit breaker op 7% daling ten opzichte slot vrijdag. De handel komt vervolgens 15 minuten stil te liggen. De volgende trigger ligt op 13% daling t.o.v. slot vrijdag en legt



de handel wederom voor 15 minuten stil. De derde en laatste circuitbreker zou bij een daling van 20% intreden en de handel voor de rest van de dag opschorten.

Update na opening Amerikaanse markt

Na de opening is de handel voor nog eens 15 minuten stilgelegd vanwege het raken van de 7%-daling en daarmee de inwerkingtreding van de volgende circuit-breaker. Na deze 15 minuten werd handel voortgezet en handelde de S&P future tussen de -5% en -7% t.o.v. slot van vrijdag 6 maart.

Equity opties

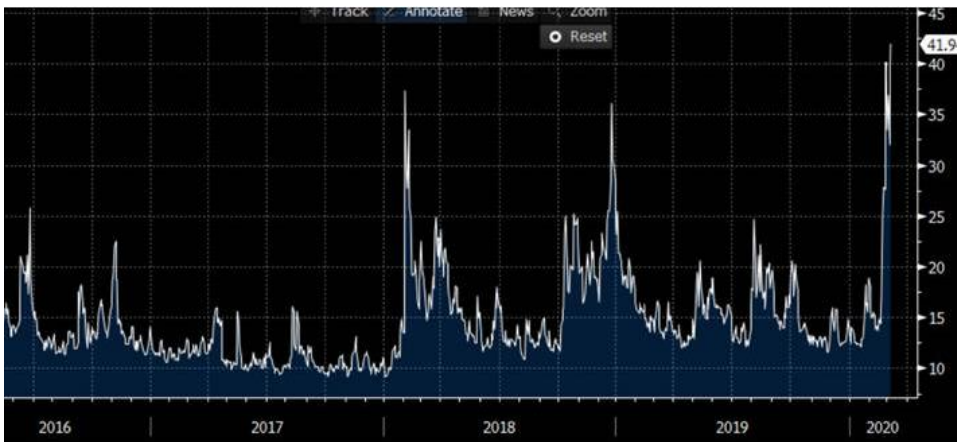
Er is momenteel geen handel in SPX listed opties, waarschijnlijk als gevolg van de limiet van 2,819 op de S&P futures. Market makers willen geen markten maken als ze niet met de future kunnen hedgen.

Daarom geeft ook de VIX, die berekend wordt uit SPX listed futures, geen update vandaag. De future van de VIX handelt nog wel. De basis tussen de VIX and VIX future bedroeg de afgelopen twee weken tussen de 5 en 10 punten, waarbij de VIX hoger is dan de future. Je zou de VIX op begin 50 kunnen schatten als je extrapoleert vanaf afgelopen vrijdag.

Transactiekosten voor opties bedragen al snel vijfmaal zoveel als in normale omstandigheden.



Verloop Vix index (bron: Bloomberg)



Valutamarkten

De grote bewegingen in aandelenkoersen noodzaken tot bijstellingen van valutahedges. Hoewel FX volatiliteit relatief laat reageerde op de onrust door het coronavirus, was ook de valutamarkt erg onrustig. Een en ander uiteraard gedreven door het 'risico' dat centrale banken onverwachts in actie schieten en daarnaast vanwege de grotere vraag naar safe have valuta, zoals CHF en JPY vooral versus USD. Als gevolg van de renteverlaging door de Fed lijkt USD minder in trek als veilige haven.

Concreet merken wij de onrust aan het feit dat de gerealiseerde transactiekosten op een aantal FX transacties de afgelopen week zo'n twee tot drie keer hoger lager dan gebruikelijk. Banken zijn duidelijk terughoudender om scherpe markt te maken, gedreven door hogere volatiliteit, lagere 'market depth'. Ook de zo nu en dan forse prijsschommelingen rondom tijdstippen van bepaalde fixings lijken een indicatie dat de diepte van de markt verminderd is.

Additionele grote schommelingen in wisselkoersen zijn uiteraard niet uit te sluiten. Het is zaak om beschikbare liquiditeit nauw te monitoren.

Inflatiemarkten: 5y5y onder 1%

Liquiditeit was de afgelopen week in feite al eenzijdig. Als gevolg van de ontwikkelingen rondom de OPEC kwam olie op vrijdag in vrije val en hetzelfde gold voor EUR inflatie. Deze beweging zette zich door op maandag 9 maart. 5y5y inflatie, een maatstaf die de ECB in de gaten houdt, kwam voor het eerst onder de 1% uit. Het 'kopen' van inflatie (bv. het opbouwen van een hedge) was geen enkel probleem; aan verkopers geen gebrek. De andere kant op was een ander verhaal. Al met al sterk eenzijdige liquiditeit.



Verloop 5y5y forward EUR inflatie (bron: Bloomberg)

