

# De drijvende krachten achter rente

drs. Sander Boon, 23-9-2020

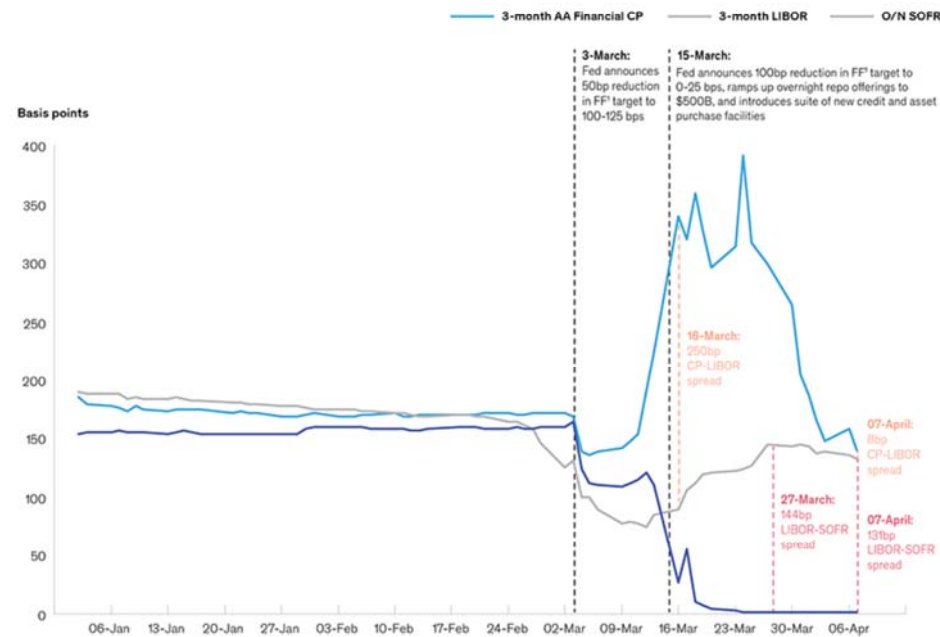
# Vragen rondom transitie naar ARR

- Van Libor naar ARR eind 2021 heeft grote impact, gaat de markt het redden?
- Autoriteiten zetten er vaart achter, waarom?
- Stap is misschien logisch, maar is het een goede vervanger en adresseert het de risico's in het systeem?

# SOFR vs Libor

Benchmark rates have decoupled as markets have come under COVID-19-related stress.

US\$-denominated commercial paper (CP), LIBOR, and SOFR rates, January 1 to April 7, 2020



<sup>1</sup> FF = Federal funds.

Source: Source: Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Reserve Bank of New York; Federal Reserve Bank of St. Louis

# Bank-based finance: eurodollar

- Onder de radar van toezichthouders ontstaat eurodollar geldmarkt
  - 1955 London City, Midland Bank
  - 1963 Autostrada Eurobond
  - 1971 Dollar/goud onhoudbaar, Nixon Shock
- 1976 'Missing Money', M1, M2 verliezen signaalwaarde
- Bail-out cultuur begint, TBTF, moral hazard

# Market-based finance: repo

- 80's en 90's Deregulering financiële markten, repo groeit onder de radar Fed
- 1988 Staatsleningen risk-free (Bazel I)
- 90's Salomon Brothers, JP Morgan (FDIC, overheidsgarantie)
- Overheden en toezichthouders stimuleren gebruik repo, ook na LTCM, geopolitiek van financiële markten

# Kenmerken market-based finance

- Dominantie VS in evolutie financieel systeem
- Onderling verbonden balansen, permanente liquiditeit cruciaal
- Mondiale kredietcreatie vereist nieuwe vormen van onderpand
- Market-based finance is afhankelijk van stabiel / risicovrij publiek en  
privaat onderpand, centrale banken in de rol van de-risking assets  
(moral hazard)

## Lamfalussy (2000)

- “We’ve seen an accelerated move to a market-centric system from the bank-centric system that has tended to prevail in Europe (...) I have no doubt that a market centric system is more efficient..”

# ECB en onderpand

Table 2: Collateral Practices, Central Banks, Before and Since the Euro.

<i>Margining practices</i>	<i>Belgium</i>	<i>France</i>	<i>Germany</i>	<i>Italy</i>	<i>Holland</i>	<i>ECB</i>	<i>UK</i>	<i>US</i>
Mark to market	No	No	No	No	Weekly	Daily	Daily	Daily
Margin call	No	No	No	No	Rare	Yes	Yes	Yes
Initial haircut	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes

Source: compiled from BIS (1999) and central bank websites.

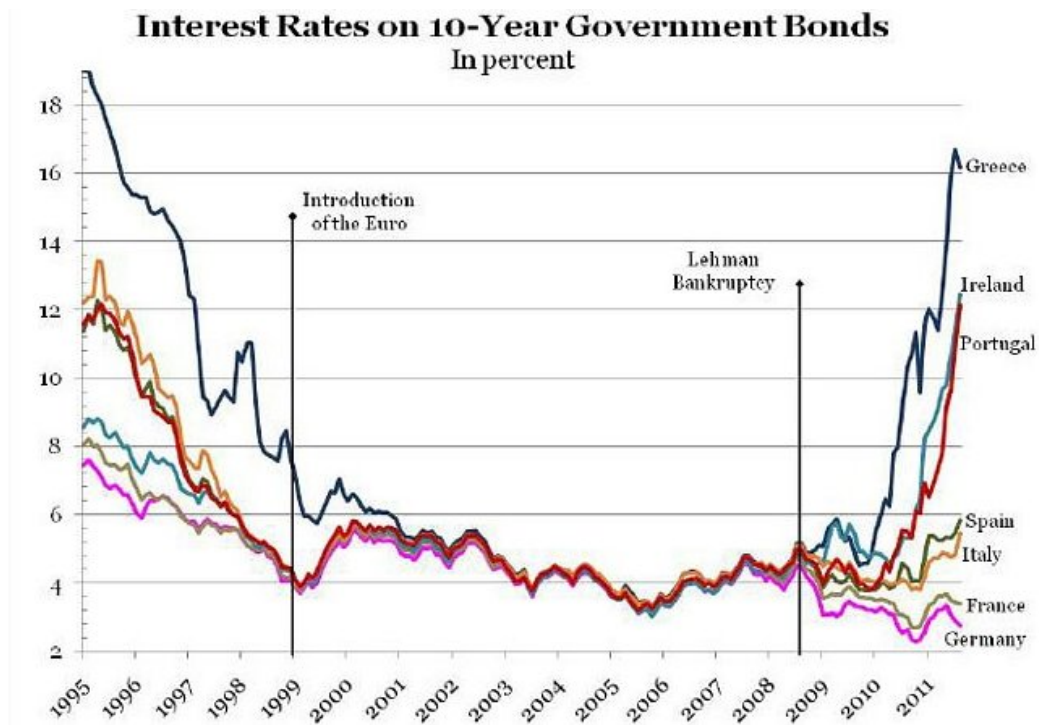
*Note:* Data for eurozone countries is for June 1998, for the others June 2015.



## Lamfalussy (2000)

- “We’ve seen an accelerated move to a market-centric system from the bank-centric system that has tended to prevail in Europe (...) I have no doubt that a market centric system is more efficient, **but there’s a question wether it is stable.**”

# Convergentie, divergentie



# Na GFC: market-based finance

- Unsecured geldmarkt gedecimeerd
- Secured repo is echter pro-cyclisch en fragiel:
  - Leverage en liquiditeit nemen snel toe in goede tijden, maar slaan om in crises in slechte tijden
  - Grote afhankelijkheid van funding condities VS en van aanbod Treasuries
  - Kan rente op Treasury bonds wel stijgen zonder effect te hebben op liquiditeit geldmarkt (lagere kapitaalwaarde onderpand, margin call, illiquiditeit)?

# 10-year Treasury Yield



# Maart 2020

- Stress in markt voor Treasuries neemt begin maart snel toe
  - Zelfs kleine transacties lastig, prijs van transacties stijgt
  - Prijzen tussen derivaten, Treasury futures en benchmark Treasuries lopen uiteen
  - Prijs tussen on-the-run en off-the-run Treasuries volatiel
- Rentes stijgen plots hard, liquiditeit verdwijnt, verkoopdruk, Treasury markt wordt instabiel
- Fed grijpt in 'to support smooth functioning of markets' (koopt met name long bonds)
- 'Excess reserves' zorgen voor problemen bij banken, regels versoepeld

# ESRB (2015)

- ‘Regulatory Treatment of Sovereign Exposures’:
  - current regulatory framework may have led to excessive investment by financial institutions in government debt
  - difficulty in reforming the existing framework without generating potential instability in sovereign debt markets
  - intrinsic difficulty of redesigning regulations so as to produce the right incentives for financial institutions

# Rol centrale banken is veranderd

- Cash van centrale banken vervangen door staatsleningen als kredietmultiplier, in crises van 'lender of last resort' naar 'buyer of last resort'
- Monetair en fiscaal beleid samengesmolten, centrale banken niet meer onafhankelijk, rentebeleid en inflatiedoelstelling ineffectief
- Risico van aankoop staatsleningen is overgegaan van private partijen naar CB's, moral hazard

# Geopolitiek wordt belangrijker

- Centrale banken staan (uit noodzaak) garant voor financieel risico staatsleningen, (geo)politiek risico neemt toe:
  - Amerikaanse verkiezingen, 'contested election'? Onzekerheid rondom status Treasuries?
  - Brexit, BoE bereidt zich voor op negatieve rente (anticiperen op vlucht naar veiligheid)?
  - EU Noodfonds als eerste stap naar eurobonds, concurrentie voor Treasuries?



# Conclusies

- Transformatie van unsecured geldmarkt naar secured repo, overgang van Libor naar ARR is logisch (maar zal het werken?)
- Het is iig geen oplossing voor de fundamentele fragiliteit / moral hazard van market-based finance (beleggingen herzien?)
- Door vervlechting fiscaal en monetair beleid wordt (geo)politiek een factor in stabiliteit staatsleningen/financieel systeem