

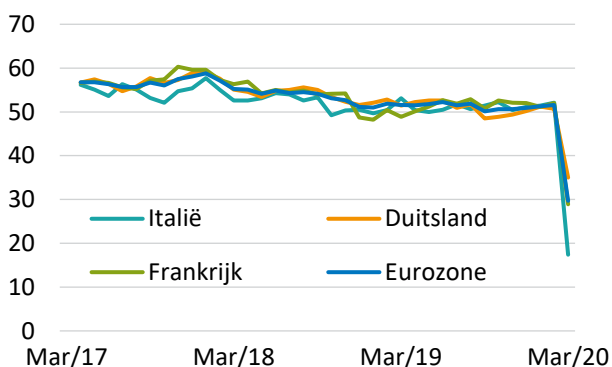
Marktopdate 6 april 2020

March Madness domineert ook in april¹

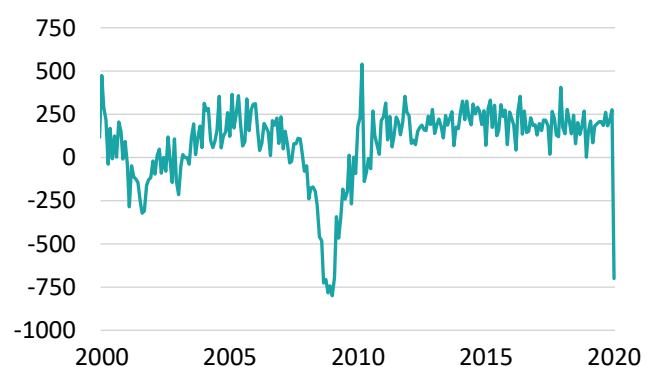
6 april 2020

Maart 2020 zal de boeken in gaan als één van de meeste tumultueuze maanden in de recente geschiedenis. Covid-19 heeft grote delen van de wereld in crisis gedompeld. Hoewel lockdowns in diverse landen het gewenste effect beginnen te sorteren, is economisch gezien mogelijk pas het topje van de ijsberg zichtbaar. Stap voor stap sijpelen de ontwikkelingen door in economische data. In het oog sprongen de ineenstorting van de Europese PMI-inkopersindex als indicator voor economisch vertrouwen, en die van de belangrijkste maandelijkse banencijfers van de VS (Figuur 1). De NFP-cijfers dateren nog van voor de ingang van de lockdowns in de VS. De ramingen over april duiden op een verlies van meer dan 10 miljoen banen in de VS...

Figuur 1: Europese PMI-cijfers (links)



Verandering in US Non-Farm Payrolls (NFP) (rechts)



Op basis van de laatste besmettingscijfers uit o.a. Italië, Spanje en Nederland lijkt het erop dat de genomen maatregelen gelukkig effectief zijn. Desondanks lijkt 'March Madness' ook in april de financiële markten in z'n greep te houden. We belichten de markten over afgelopen week aan de hand van de volgende onderwerpen:

- **Update liquiditeit:** Hoewel liquiditeit matig blijft, lijken enkele markten lichte verbetering te tonen.
- **Dividenden:** Uitstel en inhouden laat banken in het duister tasten bij prijzen van aandelerderivaten.
- **Oliemarkt:** Wereld verdrinkt in het zwarte goud en hoe één tweet de prijs even lanceerde.
- **Emerging Markets:** EMD LC: harder dan ze hebben kunnen.
- **Regulatory:** Discounting switch mogelijk uitgesteld en uitstel uitwisseling bilaterale initial margin.

¹ <https://www.youtube.com/watch?v=EkOSgwWmF9w> voor de soundbite bij de marktopdate van deze week.



Liquiditeitsdashboard

Onderstaande tabel geeft een indicatief beeld van de liquiditeit in diverse producten. Voor al deze producten geldt nog steeds dat sprake is van verhoogde volatiliteit, verminderde liquiditeit en terughoudendheid onder liquiditeitsverschaffers. Dit komt naar voren in fors hogere bid/offer spreads, grotere intra-dag bewegingen en 'prijs jumps'. Met name op de rente- en inflatiemarkten geldt dat liquiditeit 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.

Hoewel liquiditeit in alle producten in Tabel 1 lager is dan gebruikelijk, was in de meeste producten over de afgelopen week wederom verbetering waarneembaar t.o.v. de week 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. 0.6 – 2 bps in 100k bpv	1.5 tot 5	Beter
EUR govies	Hoog	Sterk afhankelijk van bond (land, looptijd)	1.5 tot 5	Beter
EUR inflatie	Hoog	Swaps & linkers: Korte end wide gequote. Liquiditeit die er is zit in 5j & 10y.	2 tot 6	Beter
FX swaps	Hoog	Veel 2-zijdige flow, bid/offers nog wijder	2 tot 8	Beter
FX spots	Medium	Veel 2-zijdige flow, bredere bid/offers & risico op marktimpact	2 tot 10	Vergelijkbaar
Equity opties	Laag	Grote risk transfers mogelijk, wel op wijde bid/offers (zie paragraaf over dividenden)	3 tot 10	Vergelijkbaar

Renteswaps: liquiditeit beter, maar geconcentreerd bij handjevol dealers

Waar begin maart de liquiditeit in renteswaps nog ver te zoeken was, heeft er afgelopen week verbetering plaats gevonden. Misschien heeft het met het naderende Paasweekend te maken, maar het is alsof er liquiditeit verstopt ligt bij een paar banken. In die zin was vorige week een hele bijzondere: een aantal grote banken zag sommige dagen geen enkele swapactiviteit², terwijl andere banken juist grote hoeveelheden swaps in en uit handelden. We zijn goed op de hoogte van deze (in)-activiteit bij banken en daardoor goed in staat de juiste partijen op te lijnen voor transacties.

² Exemplarisch is de opmerking van een trader bij een grote Amerikaanse bank over de liquiditeit: "It's an unanimous decision by the judges... Today is the worst day of the year...." (30mrt)



In de inter-dealer markt, de plek waar handelaren van banken onderling handelen, is er nog weinig tot geen activiteit. Over het algemeen kan je pas spreken van goede liquiditeit als in de inter-dealer markt sprake is van veel activiteit. Dat is dus nog niet het geval.

Wel was er vorige week meer activiteit in beide richtingen (zowel vaste rente betalen als ontvangen) van pensioenfondsen, verzekeraars en andere eindgebruikers. De activiteit van deze partijen, noemen we 'reële flow'. Wat wij vorige week zagen gebeuren is dat deze reële flow zich centreerde bij een handjevol banken. Deze banken konden de betaalinteresse van de ene eindgebruiker vrij goed matchen met de ontvanginteresse van de andere eindgebruiker. Dit gebeurde zonder dat de trader in de inter-dealer markt actief hoefde te worden. Zodoende bleef deze reële flow onzichtbaar voor de rest van de markt.

Dit evenwicht is natuurlijk erg fragiel en moment-gebonden. Zodra er geen (gelijktijdige) reële flow is in beide richtingen, valt de liquiditeit weg. Dit kan van dag tot dag en zelfs intraday verschillen. Indien er matchende flow is, kan er op de onderkant van de range (0.3bp charge) gehandeld worden. Indien deze er niet is, zal het richting de bovenkant van de range gaan (1bp charge). Momenteel zien wij nog weinig onderscheid in bid/offers voor alle punten op de curve tot en met 30 jaar.

Euro repo markten: still going strong

Een lichtpunt in de 'March Madness' was de stabiliteit van de euro repo-markt. Ondanks de globale onrust en waargenomen funding-stress in zowel USD als GBP, bleef de repo-markt in de eurozone relatief goed functioneren. Dit geldt voor zowel de 'core' (Duitsland, Frankrijk, Nederland, België), als de periferie (Italië, Spanje). Door de combinatie van corona-stress en kwartaaleinde zagen wij wel liquiditeit voor term-repo³ wat afnemen.

Een afname van de liquiditeit rondom kwartaaleindes is niet ongewoon in repo-markten. Dit is een typisch rapportage-moment voor banken, waardoor zij minder balans beschikbaar hebben voor (bilaterale) repo-transacties. Deze keer bracht kwartaaleinde de euro repo-markt niet noemenswaardig in de problemen en was zelfs een non-event te noemen.

Vorige week zagen we dat er meer vraag naar cash en meer aanbod van papier ontstond. Gedreven door een overvloed aan staatspapier en een blijvende behoefte aan cash. Hierdoor zijn repo-rentes gestegen. De behoefte aan cash blijf naar verwachting de komende tijd aanhouden. Het tarief om voor 1 maand geld op te halen via de repo-markt is gestegen naar -0.49%.⁴ Zie Figuur 2 voor de 1 maands repo-tarieven voor Duits, Frans en Italiaans staatspapier. Als referentie is ook de 1 maands swaprente vs eonia geplot.

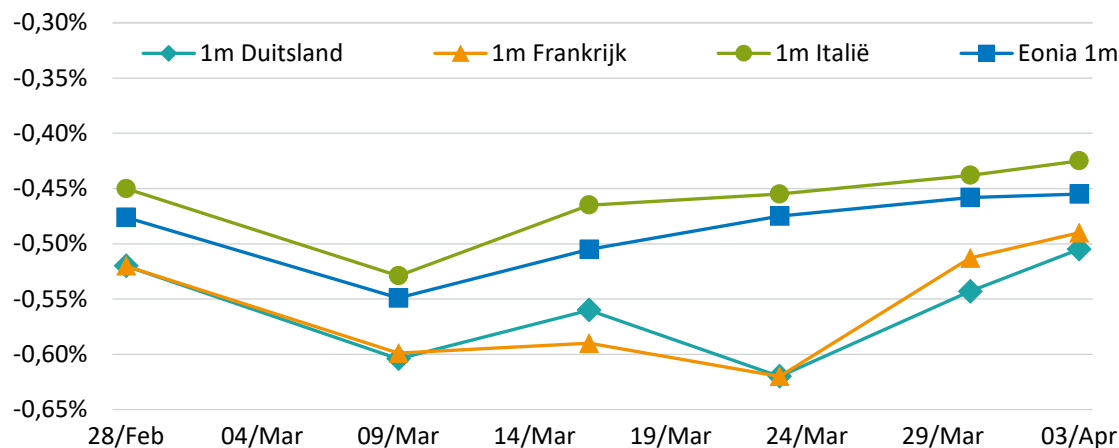
Samenvattend blijft de euro repo-markt tot op heden goed functioneren. Echter staat deze net als alle andere funding markten, enigszins onder druk. Mede door de verhoging van het ECB-opkoopprogramma, de versoepeling van kapitaalratio's voor banken en een breed scala aan marktparticipanten in de eurozone, is de liquiditeit in de repo-markt nog steeds goed te noemen.

³ Term-repo, ook wel termijn-repo, loopt een maand of langer.

⁴ Duits staatspapier als onderpand, mid-market op -0.505%



Figuur 2: 1-maands repo-tarieven (mid-market) Duitsland, Frankrijk, Italië en 1-maands Eonia. (Bron: Cardano)



Liquiditeit US Treasuries en dollar funding stress: Fed schiet alwéér in actie

Zoals aangegeven in voorgaande marktupdates vormt dramatische liquiditeit in US Treasuries een hoofdpijndossier voor de Fed, ondanks een breed arsenaal aan maatregelen. Afgelopen week heeft de Fed twee interessante extra maatregelen aangekondigd met het oog op bevordering van dollar liquiditeit:

- Tijdelijke **verlichting van leverage-ratio-eis** voor Amerikaanse banken: voor het komende jaar hoeven banken US Treasuries niet mee te nemen in de berekening van hun balanstotaal. Dit haalt voor US banken enige belemmering weg om grote hoeveelheden Treasuries op de balans te nemen en het systeem van liquiditeit in dollars en US Treasuries te voorzien in hun rol als intermediair. Hiermee wordt een belangrijke maatregel van de Financiële crisis tijdelijk tenietgedaan. Bovendien ontstaat er ruimte voor banken om additionele schulduitgifte door de VS op de balans te nemen...toeval?
- Bovenop de dollar swaplijnen heeft de Fed een additionele **repo-faciliteit** opgezet. Deze faciliteit stelt **wereldwijd andere centrale banken** in staat hun voorraad aan US Treasuries uit te lenen aan de Fed in ruil voor dollars. De dollars kunnen weer beschikbaar worden gemaakt voor instellingen / banken binnen de betreffende jurisdicties. De maatregel zou grootschalige verkoopactiviteit in US Treasuries t.b.v. dollars aan banden moeten leggen en bijdragen aan functioneren van de markt. Het helpt voornamelijk landen met omvangrijke dollar reserves en die eerder niet in aanmerking kwamen voor de dollar swaplijnen.

De aard, omvang en snelheid van deze en eerdere maatregelen toont steeds de urgentie van de situatie aan!

Positief effect op markt voor FX swaps

Op korte termijn lijkt de eerder beschreven dollar funding stress in elk geval sterk teruggelopen. Op sommige vlakken rijst de vraag of de acties niet tot een 'overshoot' hebben geleid. De EUR/USD XCCY basis heeft de afgelopen week positieve records genoteerd. De markt voor FX swaps leek hierdoor ook te bedaren. Hoewel nog onrustig, leken bied/laat spreads in de meeste G10 valuta weer wat te normaliseren.



Dividendchaos: banken in het duister

ECB roept bankensector op om dividend in te houden

Hét thema van afgelopen anderhalve week op de aandelenmarkten was dividend.... of althans het schrappen of inperken van dividenden. Eind maart kwam de ECB al met een oproep aan de Europese bankensector om voorlopig geen dividend meer uit te keren of eigen aandelen terug te kopen. Op deze wijze behouden banken meer ruimte om krediet beschikbaar te blijven stellen aan bedrijven en particulieren getroffen door de crisis. Ook DNB en Bank of England hebben deze oproep onderschreven. Diverse banken waaronder ING, Société Générale en Santander op het Europese vasteland en o.a. Barclays, Lloyds, HSBC en Natwest in het VK, hebben gehoor gegeven aan deze oproep. Het is aannemelijk dat andere financiële instellingen zoals verzekeraars volgen. Diverse Amerikaanse analisten uitten echter bezwaren tegen de oproep van centrale banken. Het zou juist de suggestie kunnen wekken dat banken niet sterk genoeg zijn om de coronacrisis op eigen kracht te doorstaan.

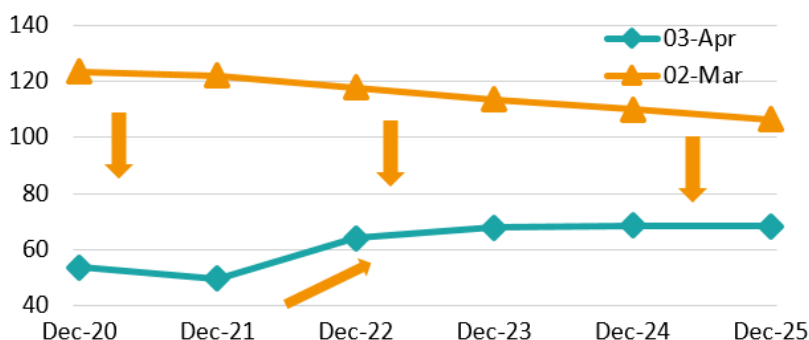
Dividendverwachtingen massaal bijgesteld

Ook buiten de bankensector gaat de coronacrisis op grote schaal ten koste van (de hoogte van) dividenduitkeringen. De lijst van bedrijven die dividenden schrappen, korten of uitstellen wordt groter en groter.⁵ Voor sommige bedrijven was uitstel onvermijdelijk doordat de fysieke aandeelhoudersvergadering geen doorgang kan vinden. Bedrijven die deels eigendom zijn van overheden— bv. in Duitsland en Frankrijk komen niet in aanmerking voor noodhulp door de overheid als ze dividend uitkeren. Analisten van Goldman Sachs schatten in dat dividend in de S&P500 ca. 25% lager uitvalt dit jaar. Het beeld in Europa is nog minder rooskleurig.

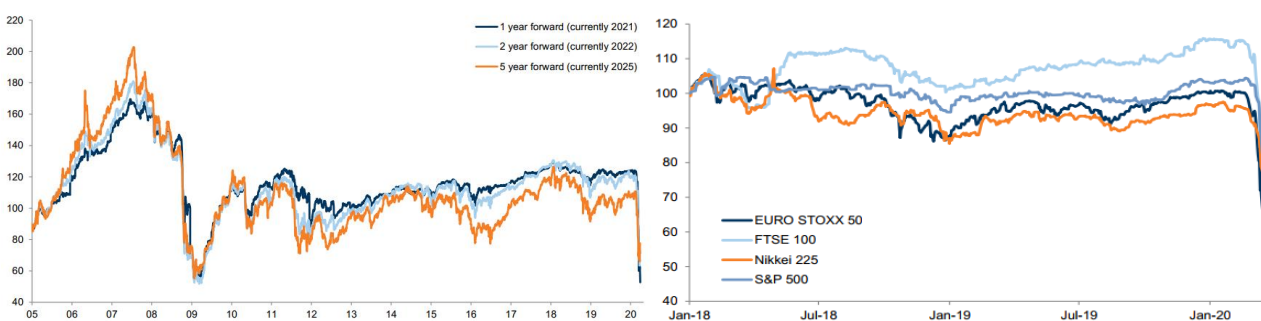
Afgaande op dividend futures zijn de verwachtingen voor dividenden op Eurostoxx 50 meer dan gehalveerd. Dividend futures worden gebruikt om positie in te nemen op toekomstige dividenden op individuele bedrijven of een complete aandelenindex. Figuur 3 laat de termijnstructuur in de SX5E dividend futures zien per begin maart en begin april. Duidelijk is de verwachting dat met name op korte termijn de dividendverwachtingen enorm onder druk zijn komen te staan en ongeveer zijn gehalveerd. Licht herstel wordt pas ingeprijsd vanaf 2022.

⁵ Een kleine greep van bedrijven die dividend hebben geschrapt of gekort: H&M, Airbus, Delta Air Lines, BAM, Randstad etc. etc.



Figuur 3: Termstructuur van prijzen op dividendfutures in SX5E begin maart en april (bron: Bloomberg)

De verwachtingen zijn om en nabij gelijk aan het laagste niveau dat werd bereikt in de GFC. Opvallend is de grotere snelheid van de ineensinking (Figuur 4, links). Een vergelijkbaar patroon is zichtbaar voor andere grote indices (Figuur 4, rechts). De beweging ging gepaard met recordvolumes aan gehandelde dividend-futures-contracten.

Figuur 4: Historisch verloop dividendverwachtingen SX5E & recent verloop van diverse indices (rechts)

Bron: Goldman Sachs International

Dividendchaos doet banken in het duister tasten bij pricing

Dividend-datums en verwachte dividenden zijn cruciale input bij het prijzen van aandelenopties en -forwards, specifiek om het 'forwardniveau' in de koers te bepalen. De datums zijn belangrijk, omdat de koers normaalgesproken corrigeert als het aandeel ex-dividend gaat, waarna kopers niet langer in aanmerking komen voor de betreffende dividendbetaling. De huidige onduidelijkheid rondom dividenduitkeringen en de chaos op de markt voor dividendfutures leidt tot een enorme modelonzekerheid voor market makers bij het prijzen van aandelenopties en -forwards. Waar normaalgesproken de risicocharges worden geheven op 'delta' en 'volatiliteit' wordt dividend daar momenteel nadrukkelijk aan toegevoegd. De onzekerheid rondom dividendverwachtingen draagt bij aan de enorme bied/laat-spreads en dispersie tussen de pricing van banken, zowel in forwards als opties, zelfs op standaardindices. Deze ontwikkeling komt liquiditeit uiteraard niet ten goede.



Met de gebruikelijke piek van het Europese dividendseizoen in aantocht (april/mei) verwachten we dat de terughoudendheid voorlopig nog zal aanhouden.

Olie: cut together, right now...

Uitvallende vraag, opgeschroefd aanbod

De Covid-19 pandemie en lockdown van 's werelds grootste economieën zorgt voor een ongekende dreun in de vraag naar ruwe olie. De luchtvaartindustrie houdt complete vloten aan de grond, fabrieken liggen stil en nu mensen massaal thuisblijven is de vraag naar het zwarte goud gekelderde. Wereldwijd bedraagt de dagelijkse olieconsumptie zo'n 100mln vaten, maar analisten schatten de vraag nu ca. 20 tot 25% lager in.

Aan de aanbodkant ontketende Saudi-Arabië in het weekend van 7/8 maart een prijsoorlog op de oliemarkt. Toen de OPEC+ er niet in slaagde overeenstemming te bereiken over een tijdelijke productiebeperking om een bodem te leggen onder de olieprijs, besloot prins Mohammed bin Salman (MBS) de productie op te schroeven tot meer dan 12mln vaten per dag. Ultiem machtsvertoon om Rusland terug naar de onderhandelingstafel te dwingen: met name Rusland was debet aan het mislukte OPEC+ overleg. Sindsdien ligt de oliemarkt op z'n gat. Diverse elkaar versterkende factoren aan vraag- en aanbodzijde vormen een giftige cocktail die geleid heeft tot halvering van de prijs voor Brentolie in ruim een maand (zie Figuur 5).

Trump's tweet van afgelopen donderdag (zie Figuur 5), waarin hij van de daken schreeuwde dat Rusland en Saudi-Arabië alsnog dichtbij een akkoord waren over productiebeperkingen, stuwde de Brent olieprijs voor korte tijd met 10 dollar per vat. Berichten over een vermeende virtuele bijeenkomst van de OPEC+ op maandag 6 april leidden eveneens tot hernieuwd optimisme.

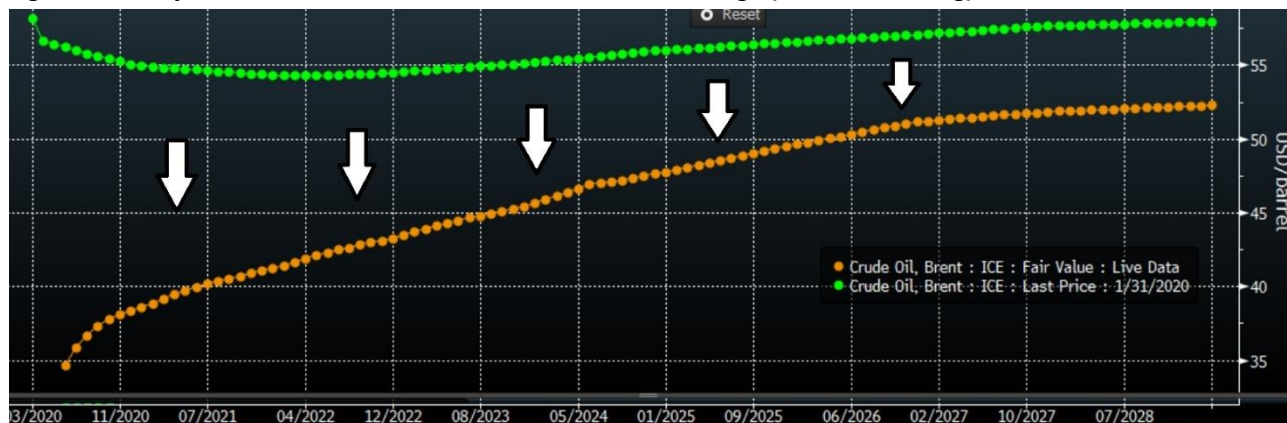
Figuur 5: Koersverloop Brent crude oil (Bron: Bloomberg)



Vraag/aanbod dynamiek drukt oliefutures in contango

Als gevolg van de wereldwijde vraaguitval en doordenderende productie zijn oliefutures in sterke contango geraakt. Dat houdt in dat olie voor levering op korte termijn goedkoper is dan die voor levering op langere termijn, i.e. een oplopende curve. Zie Figuur 6 voor de verandering van de futurescurve van eind januari op 3 april van dit jaar.

Figuur 6: Termijnstructuur Brent oliefutures: van vlak naar contango (Bron: Bloomberg)



Vanwege het aanbodoverschot van circa 20mln vaten per dag en de (contango-)vorm van de termijnstructuur, wordt olie wereldwijd massaal in opslag geplaatst. Het is echter een kwestie van weken voordat, logistiek gezien, de maximale opslagcapaciteit bereikt is. Grote opslagplaatsen, zoals de haven van Rotterdam en Singapore zijn voor bepaalde producenten niet toegankelijk. Menig opslagfaciliteit aan land begint tot de nok toe gevuld te raken. Op plaatsen met toegang tot de kust worden op grote schaal inactieve olietankers ingezet als alternatieve opslag. Maar die extra capaciteit is slechts een tijdelijke oplossing.

Snelle oplossing nodig

Te meer nu de maximale opslagcapaciteit in zicht komt, vormt de crash in olieprijsen een bedreiging voor landen met grote afhankelijkheid naar olie, waaronder Afrikaanse landen zoals Sudan en Nigeria. In de VS raken bovendien producenten van schaliegas in de knel, met olie onder hun kostprijs van schaliegas. Op enkele geheel door land omgeven plaatsen wordt ruwe olie van lagere kwaliteit⁶ zelfs verhandeld op dumprijzen dicht bij of zelfs onder nul. Als de OPEC+ niet snel een akkoord bereikt, dan zullen meer en meer producenten worden gedwongen om de productie geheel stil te leggen.

Afgaande op historie verwachten analisten van JP Morgan dat de contango ten minste een jaar aan zal houden. Interen op de opgebouwde voorraad en normalisering van vraag/aanbod dynamiek is noodzakelijk voordat de markt enigszins naar de normaal kan terugkeren.

All eyes on OPEC+ meeting

Alle ogen zijn nu gericht op de volgende OPEC+ vergadering, verplaatst naar donderdag 9 april. De laatste signalen zijn dat er voortgang wordt geboekt in onderhandelingen tussen Rusland en Saudi-Arabië, maar het

⁶ Ruwe olie die bijvoorbeeld moeilijker te verfijnen is vanwege ongunstige chemische structuur.



is niet uitgesloten dat de VS alsnog roet in het eten gooit. Als het tot een deal komt, dan is het maar de vraag of de aanbodreductie voldoende zal zijn. Afgelopen vrijdag gaf het International Energy Agency aan dat zelfs de grootste 'cut' in historie niet voldoende zal zijn om de markt op korte termijn te kalmeren..

EMD LC: harder dan ze hebben kunnen

Vorige week schreven we over de ongekende uitstroom van beleggingen uit opkomende markten en de forse valuta depreciaties in die landen. In vergelijking met eind 2019 zijn de valuta van Brazilië (real), Rusland (roebel), Zuid-Afrika (rand) en Mexico (peso) alle met ca. 20% gedaald. Prijzen van goederen zijn eveneens hard gedaald.

Zambia, een groot exporteur van koper, is een actueel voorbeeld hoe deze ontwikkelingen een land kunnen raken. Vorige week dinsdag, 31 maart, vroeg het land een herstructurering aan voor ruim USD 11 miljard aan harde valuta schuld. Zowel koperprijs als de lokale valuta, de kwacha, daalden dit jaar met ca. 25%. Het samenspel van deze ontwikkelingen maakten het voor Zambia onmogelijk om de schuld in grotendeels dollars terug te kunnen betalen. Ecuador, ook een koper-exporteur, moest al haar betalingen op dollar obligaties uit stellen. En in de komende maanden wordt voor onder meer Angola en Tunesië hetzelfde verwacht.

De foute valuta-hypotheken

De Zwitserse frank kent al jaren een lage rente ten opzichte van veel omringende landen. Het leek daarom een aantrekkelijke munt om in te financieren. Dit gebeurde dan ook veelvuldig en niet alleen met carry trades door professionele beleggers. Ook particulieren kregen goedkope leningen, vaak hypotheken, in Zwitserse franken aangeboden waarvan het voordeel overduidelijk was maar het risico bij velen niet – te meer omdat betalingen gewoon in de lokale valuta plaatsvonden. Inwoners van IJsland die een hypotheek in Zwitserse frank hadden waren de eersten die pijnlijk met het risico geconfronteerd werden: als gevolg van de kredietcrisis die het land bijzonder hard trof, halveerde de (toen inmiddels fors overgewaardeerde) IJslandse kroon ten opzichte van de frank in 2008. Daarmee verdubbelde in een jaar hun hypotheekschuld in de munt waar ze hun inkomen in hebben: de kroon.

Zo'n zeven jaar later in 2015 trof een enigszins vergelijkbaar lot inwoners van Hongarije, Polen, Roemenië en Kroatië met een hypotheek in Zwitserse franken: de frank apprecieerde zo'n 15% ten opzichte van de Hongaarse forint, de Poolse zloty en de euro.

Het EMD HC dilemma

Het zijn echter niet alleen – veelal onwetende of slecht/onjuist geïnformeerde – particulieren die zich laten verleiden tot financiering in valuta waarin ze geen inkomsten hebben. Veel overheden van landen in opkomende markten financieren zich (grotendeels) in harde valuta, meestal Amerikaanse dollars. Bij investeerders staat deze categorie van financieringen bekend als *emerging market debt hard currency* (EMD HC). Een deel van deze leningen is te rechtvaardigen door materiële inkomsten in buitenlandse



valuta, vooral door de export van grondstoffen zoals olie en koper die in de internationale markten in dollars worden verhandeld.

Echter evenals voor particulieren spelen lagere financieringslasten een belangrijke rol voor leningen in harde valuta, zeker gezien de doorgaans veel hogere renteniveaus in opkomende markten en de sterk gedaalde rente in Amerika en Europa als gevolg van monetaire verruiming. Een andere factor zit aan de aanbodkant: multilaterale instellingen zoals het IMF en de Wereldbank bieden voornamelijk leningen in harde valuta aan.⁷ Zowel voor overheden als ondernemingen in opkomende markten is dit een even riskante transactie als voor de particulieren met een hypotheek in franken, zoals de recente dalingen van EM valuta (zie update vorige week) laten zien. Historisch geldt zelfs het volgende⁸:

- 1 op de 8 EM valuta deprecieert 20% of meer tegen de dollar in enig jaar, en
- 1 op de 20 EM valuta deprecieert zelfs 50% of meer tegen de dollar in enig jaar.

Een rapport van Moody's vorige week⁹ wijst meerdere EM landen aan die als gevolg van depreciatie van hun munt en schulden in harde valuta in problemen kunnen komen; het gaan dan om landen als Sri Lanka, Honduras, Angola en Egypte.

De toekomst

In veel landen zijn inmiddels hypotheekleningen in niet-lokale valuta verboden. En bij multilaterals en ontwikkelingsbanken komt steeds meer aandacht voor lokale valuta financiering. Een belangrijk initiatief in dat verband is The Currency Exchange (TCX, www.tcxfund.com) die die instellingen – die tevens ook investeerders in TCX zijn – faciliteert bij het verstrekken van leningen in lokale valuta.

En gezien bovenstaande verdient de bespreking van EMD HC bij investeerders zeker extra aandacht vanuit het oogpunt van ESG.

⁷ Ruurd Brouwer, CEO The Currency Exchange (TCX), in The Financial Times van 9 oktober 2019: *Multilateral development banks are part of the problem*

⁸ Zie *Development agencies turn to local currency lending*, The Financial Times, 8 januari 2019

⁹ Moody's: *Sovereigns – Global Low-rated sovereigns with large external repayments, reliant on private sector creditors vulnerable to contagion risks*, 30 March 2020



Tot slot: nieuws t.a.v. wet- & regelgeving

Ook wetgevende instanties doen een duit in het zakje: diverse nieuwe maatregelen welke binnenkort in zouden gaan, worden tijdelijk uitgesteld zodat alle aandacht uit kan gaan naar het bedwingen van de impact van de coronacrisis. Hieronder vatten we enkele van de recente aankondigingen samen rondom wet- en regelgeving op het gebied van financiële markten en derivaten.

BCBS: Uitstel onderpandereisen niet-geclearde derivaten

Op vrijdagmiddag 3 april heeft de Basel Committee for Banking Supervision (BCBS) aangekondigd dat de inwerkingtreding van de eis om initial margin uit te wisselen op niet-geclearde derivaten met één jaar wordt uitgesteld¹⁰. De achterliggende reden is de uitzonderlijke uitdaging die de coronacrisis met zich meebrengt voor financiële instellingen. Het uitstel draagt bij aan operationele capaciteit om het hoofd te bieden aan de onmiddellijke impact van Covid-19.

Concreet betekent het uitstel dat instellingen met een 'aggregate average notional amount' (AANA) in niet-geclearde derivaten van meer dan €8 mrd (maar minder dan €50 mrd) tot 1 September 2022 zijn vrijgesteld van de verplichting Initial Margin uit te wisselen op bilaterale derivaten. De aankondiging dient nog wel te worden geïmplementeerd in lokale wetgeving (EMIR in Europa).

BCBS: Uitstel van herzien raamwerk voor Global systemically important banks (G-SIB)

BCBS heeft tevens aangekondigd implementatie van het herziene raamwerk voor G-SIBS met één jaar uit te stellen. Uitstel geeft zowel systeemrelevante banken als regelgevers verlichting zich qua capaciteit te richten op de coronacrisis.

Discounting switch van Eonia naar €STR mogelijk uitgesteld van juni naar september 2020

De 'ECB working group on euro risk-free rates' heeft een survey uitgeschreven onder de leden van de werkgroep t.a.v. potentieel uitstel van de transitie van Eonia naar €STR als disconteringsvoet op geclearde rente- en inflatieswaps. LCH en Eurex hebben reeds aangegeven dat wat hen betreft de discounting switch doorgang kan vinden in juni. Ook Cardano heeft als lid van de werkgroep voorkeur uitgesproken om vast te houden aan de transitie door clearinghuizen in juni. We verwachten dat beslissing hieromtrent in de loop van deze maand bekend wordt.

¹⁰ <https://www.bis.org/press/p200403a.htm>. Het uitstel heeft betrekking op partijen die vallen onder fase 5 en 6. Fase 1 tot en met 4 is reeds in werking getreden.

