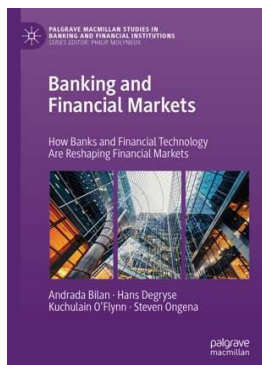


Boekbespreking:



Banking and Financial Markets.

How Banks and Financial Technology Are Reshaping Financial Markets

Andrada Bilan – Hans Degryse – Kuchulain O'Flynn – Steven Ongena

Pelgrave Macmillan, 2019, ISBN 9783030268435, 221 p.

Zou het werkelijk uit noodzaak of behoefte zijn dat innovatie voortkomt, zoals Plato scheen te suggereren, en na hem vele andere meer en minder bekenden, zoals Leonardo da Vinci, Lessius en nog recenter ook de Deense economete Ester Boserup? Of is het eerder de opportuniteit en de gelegenheid die de spreekwoordelijke dief maken? Feit is dat, eenmaal de juiste omstandigheden voorhanden zijn, verandering, vernieuwing en evolutie onstuitbaar lijken. Zo mag je, naar historische voorkeur, de aanzet van effectisering situeren in de Nederlandse Republiek in de 17^e eeuw of het 18^e eeuwse Groot-Brittannië, het is pas vanaf de jaren tachtig van vorige eeuw dat de kredietherverpakking een daverende start nam in de Verenigde Staten en kort daarop al al even enthousiast in Europa werd onthaald. Toen Hubert Detremmerie, CEO van BACOB, in dit tijdschrift (10/1988) een voorzichtig pleidooi hield voor effectisering vermoedde hij wel niet hoe dit het bankwezen zou gaan hertekenen. Hij was er wel van overtuigd dat er grote veranderingen zaten aan te komen.

Het succes en de dramatische gevolgen van effectisering staan dus niet op zich. Ze zijn er pas gekomen omdat zoveel andere factoren ook aanwezig waren: rekencapaciteit, communicatiemiddelen en financiële integratie. Het is dan ook zinvol om de ontwikkelingen op de financiële markten en in het bankwezen in hun geheel in plaats van per thema te gaan analyseren.

Het is vanuit die optiek dat vier econometen het recente onderzoek systematisch hebben doorgenomen en een stand van zaken opgemaakt van de functies die banken uitoefenen. Dit is op zich al een indrukwekkende onderneming. Het onderzoeksterrein breidt zich steeds verder uit en het onderzoek in Finance neemt een vlucht die ver uitstijgen boven de groeicijfers van het BNP. De bankfunctie is meer geworden dan het transformeren van looptijden en risico. Het resultaat van hun inspanningen mag gezien, en vooral gelezen worden. Hun onderzoek vat de inzichten samen van een

200-tal recente artikels – 70 procent uit de periode sinds de subprime crisis - uit meer dan 50 academische tijdschriften in Finance zoals The Journal of Financial Economics, The Journal of Finance, Review of Financial Studies, The American Economic Review, The Journal of International Money and Finance en The Journal of Money, Credit and Banking.

Voor elk van de traditionele karakteristieken van de bancaire functie gaan de auteurs na hoe deze geëvolueerd zijn, telkens in een apart hoofdstuk en volgen een vast stramien waarin de onderzoeksvragen, de data, de methodologie en de resultaten aan bod komen. Ze volgens hierbij de logica van de diverse elementen van een krediet: het bedrag, de rente, de waarborg, de munt. Elk van deze elementen kan in het nieuwe financiële ecosysteem naar believen worden vervangen door verbintenissen op een financiële markt, zoals in “Breaking up the bank” door Lowell Bryan al was aangekondigd, al was het boek hier beter bekend onder de titel van de Franse vertaling (La banque éclatée).

Hoofdstuk 2 behandelt het fenomeen van effectisering zelf en hoe een liquide markt voor geëffectiseerde activa de risicospreiding verbetert en de kapitaalkost van de banken vermindert, waaruit een stijging van het kredietvolume zou moeten volgen. De crisis van 2007-2009 begon echter net in een geëffectiseerde markt waar teveel risico werd geaccumuleerd. Een verklaring wordt gezocht in marktperfecties (zeg maar een tekort aan toezicht en informatie) en de - voorzichtig uitgedrukt - onvoldoende gecontroleerde drang naar opbrengst. In dit hoofdstuk worden de theorieën onderzocht, en de literatuur die de voordelen van effectisering overloopt en de kosten ervan. Het is evident dat net door het bestaan van effectisering de crisis van 2008 is mogelijk geworden. Tegelijkertijd valt het op hoe weinig de crisis verschilt van andere financiële crises die eerder waren voorgevallen, een verlies aan vertrouwen waar niets is tegen opgewassen. Investeerders verloren hun vertrouwen in de waarde van de geëffectissende portefeuilles. Geen regulering die hier iets kan aan verhelpen.

Hoofdstuk 3 onderzoekt hoe banken in staat zijn hun rente in te dekken door interest rate swaps (IRS) waarbij een variable rente voor een vaste rente wordt uitgewisseld, tegen een premie. Om de mismatch in de balans in te dekken kunnen banken hun risico verminderen door de structuur van activa en passiva op elkaar af te stemmen. Dit ligt niet voor de hand, vermits de activa meestal op veel langere termijn uitstaan dan de passiva. Daarom kunnen banken ook indekkingsoperaties buiten balans aangaan om zo hun renterisico te verminderen. De mogelijkheid renteswaps af te sluiten verbetert de efficiëntie van de intermediatie. Als gevolg daarvan nemen banken meer kredietrisico op maar net daardoor wordt hun kredietactiviteit ook minder gevoelig aan wijzigingen in monetaire politiek. Het is dus essentieel om te begrijpen in welke mate het afsluiten van renteswaps door banken de monetaire transmissie beïnvloedt, en dit zowel voor zij die op de markt ageren als voor de regulerende overheid. Research wijst uit dat banken IRS inderdaad gebruiken om hun risico in te dekken, en des te gemakkelijker naarmate hun renterisico groter is dan dat van vergelijkbare banken. Er blijkt ook dat de transmissie van de monetaire politiek moeilijker wordt naarmate banken meer in staat zijn hun renterisico in te dekken. Verder onderzoek zal mogelijk worden naarmate er meer gedetailleerde cijfers beschikbaar komen.

Hoofdstuk 4 laat het licht schijnen op Credit Default Swaps (CDS) en hoe banken het kredietrisico in hun portefeuilles tegen een premie kunnen afkopen. De CDS-markt is een niet gereguleerde "over the counter" markt waar enkele grote investeringsbanken het initiatief hebben genomen om een markt te organiseren door kopers en verkopers van kredietrisico zoals banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsfondsen met elkaar in contact te brengen. Banken kunnen zo hun kredietrisico afkopen, maar ze kunnen net zo goed, zoals hun tegenpartijen, gaan speculeren op kredietrisico. Om de markt transparanter te maken werden de CDS-contracten gestandaardiseerd en een beperkt aantal types beschreven. Voor het onderzoek van CDS zijn echter gedetailleerde data noodzakelijk. Dankzij recente initiatieven worden derivaten nu gerapporteerd en toezichthouders kunnen er toegang toe krijgen.

Uit de research blijkt dat liquide CDS-markten banken ertoe leiden om hun risicokredieten effectief af te dekken. Hierdoor maken ze kapitaal vrij, wat leidt tot een hogere beschikbaarheid van krediet. Er zijn echter ook negatieve gevolgen. Wanneer banken hun kredietrisico kunnen afwentelen zal bankkrediet voor bedrijven waarvan het krediet op de CDS-markt verhandeld wordt, net duurder worden. Door hun klantenrelatie beschikken banken soms over betere informatie dan de markt, wat de CDS-handel niet bevordert. Banken blijken in CDS te handelen als ze ook in andere derivaten handelen. De beslissing om CDS van een bepaalde ontlener te handelen hangt mede af van de rating van de ontlener en de eigen klantenrelatie met die bank. De secundaire markt van het schuld papier van de ontlener wordt ook negatief beïnvloed wanneer CDS op een ontlener worden verhandeld.

In het vijfde hoofdstuk gaat de aandacht naar de verschillende vormen van waarborgen die gegeven worden om krediet te verkrijgen. Het is echter moeilijk om vergelijkbare data te vinden over de waarborgen die bij kredietverlening een rol spelen. Recente studies, waarin nieuwe benaderingen werden toegepast om dit tekort op te vangen, tonen aan dat de aanwezigheid van waarborgen onder vorm van vastgoed of roerende activa een belangrijke factor blijven bij de toekenning van krediet, vooral op internationale markten, die nog minder transparant zijn dan nationale. Er wordt ook gezocht naar nieuwe vormen van waarborgen zoals roerende waarden, patenten en andere immateriële activa. Een en ander houdt in dat er toch nog belangrijke verschillen zijn in de informatie waarover banken beschikken in vergelijking met hun ontleners.

Hoofdstuk 6 neemt het muntrisico in het vizier. De auteurs gaan na of de krediettoekenning door banken beïnvloed wordt door wijzigingen in de forward rente onafhankelijk van het indekken van het muntrisico. Wordt de kost van een krediet in vreemde munt beïnvloed door de verschillen in de forward rente tussen beide munten? De vraag is belangrijk want banken die wereldwijd actief zijn staan bloot aan economische schokken en veranderingen in monetaire politiek, zowel in hun land van herkomst als in de landen waar ze gevestigd zijn. De literatuur ziet twee kanalen langs waar deze schokken kunnen worden doorgegeven: via de kredietverlening van de banken en via de bankbalansen. Bank lending heeft te maken met de problemen met de funding kost terwijl aantasting van de bankbalansen zal voorkomen wanneer de risicostructuur van de activa gewijzigd wordt. Nu zijn er nog geen gecentraliseerde internationale kredietcentrales waarmee de internationale transmissie van monetaire politiek zou kunnen gecheckt worden. Het ESCB is met een dergelijk project gestart maar voorlopig worden alternatieve databanken gebruikt. Zo werd onderzocht waarom bijhuizen of dochterondernemingen in het buitenland worden gevestigd. Banken blijken

bijvoorbeeld gemakkelijker bijhuizen te maken in landen waar de eisen voor het oprichten lager zijn, naarmate deze landen rijker zijn en naarmate ze een hogere belasting heffen op bedrijfswinsten, ook wanneer er geen acquisitie van een lokale speler was en de verrichtingen kleiner zijn in omvang en aantal. Tenslotte is de kans groter op een bijhuis in landen met een groter politiek risico.

Het laatste hoofdstuk bestudeert de rol van FinTech en hoe traditionele banken omgaan met de nieuwe spelers die een directe bedreiging vormen voor hun klantenrelatie. De traditionele bank-klantenrelatie houdt in dat de bank informatie over haar ontleners verzamelt en gebruikt om krediet toe te kennen. In principe kunnen banken een hogere rente gaan vragen dan andere, nieuwe, spelers omdat ze over bevoorrechte informatie beschikken. Anderzijds kunnen banken er ook voor zorgen dat ontleners toegang blijven krijgen tot krediet waar dit anders niet meer mogelijk is. Zorgt FinTech er met peer-to-peer lending en automatisch krediet er ook werkelijk voor dat het verdienmodel voor de banken onder druk komt? Het blijkt inderdaad het geval te zijn. Door peer-to-peer lending wordt traditioneel retail bankieren in de hoek gespeeld en kan het potentieel voor krediet aan kleine ondernemers verbeteren. Het blijkt dat FinTech wel degelijk in staat is om de efficiëntie van de markt (in dit geval de hypotheekkredieten in de VS) te verbeteren. De verwerkingstijd daalde gevoelig en dit zonder invloed op het genomen risico. FinTech lending kan zich ook sneller aanpassen aan wijzigingen in de vraag, kent lagere afwijzingsratio's bij stijgend volume. en blijkt minder geconfronteerd te worden met vragen om herfinanciering. FinTechs gaan ook diensten leveren aan meer risicovolle klanten en in gebieden met een groter aandeel van minderheidsgroepen. FinTechs en schaduwbanken komen dus wel degelijk in de plaats van banken en vormen er niet zomaar een complement op en dit werd niet enkel in de Verenigde Staten maar bijvoorbeeld ook voor Duitsland aangetoond.

“Banking and Financial Markets” van Bilan, Degryse, O’Flynn en Ongena inventariseert de actuele research in Finance en doet dit grondig en systematisch. Het wordt het startpunt voor elke nieuwe onderzoeker in Finance en een referentie voor alle anderen. Tevens is het werk een droom voor econometristen, en een mooi voorsmaakje voor wie denkt zich aan econometrisch onderzoek te wagen. Een aanrader voor al wie geïnteresseerd is in economisch onderzoek in Finance.