

Dlaczego pionier rynku finansowego Richard Sandor tworzy najnudniejszy benchmark w Ameryce?

Rozmowa z twórcą stawki AMERIBOR o wskaźnikach stóp procentowych na świecie po epoce LIBORu.

QRIUS, 13 mar 2020 (<https://qrius.com/220868-2/>)

W ciągu ostatnich 50 lat Richard Sandor był obecny podczas kluczowych wydarzeń na rynku finansowym – m.in. przy tworzeniu i rozwoju kontraktów futures czy ubezpieczeń od katastrof. Ostatnio opracował nowy rynek pożyczek międzybankowych, American Financial Exchange, który doprowadził do powstania nowego wskaźnika stóp procentowych – stawki AMERIBOR.

Sandor już parokrotnie był we właściwym miejscu we właściwym czasie z właściwym pomysłem. Ale jak? W końcu na rynkach trzeba być wcześniej, aby być na czas. Jak to ujął Sandor – poważne zmiany w ekosystemie trzeba przewidywać z dziesięcioletnim wyprzedzeniem.

Najnowsze przedsięwzięcie Sandora, AMERIBOR, ewoluowało w następstwie skandalu wokół stawki LIBOR.

Przez dziesięciolecia, LIBOR – wskaźnik stopy procentowej, po której 16 globalnych banków udziela sobie pożyczek – stał się głęboko zakorzeniony w naszym systemie finansowym, służąc jako punkt odniesienia dla stóp procentowych. Ma jednak głęboką, podstawową wadę – polega ona na tym, że kwotowania są deklaratywne, a nie oparte o rzeczywiste transakcje. To sprawiło, że LIBOR był podatny na manipulacje. Około 2012 r. manipulacje stawką LIBOR stały się znane opinii publicznej, a w ciągu następnych kilku lat miliardy dolarów kar nałożono m.in. na takie instytucje jak Barclays, UBS, Royal Bank of Scotland, Citigroup, JPMorgan Chase, Deutsche Bank.

W 2021 r. LIBOR ma zostać wycofany, tworząc miejsce dla alternatywnych benchmarków, takich jak AMERIBOR. W jaki więc sposób Sandor po raz kolejny znalazł się we właściwym miejscu we właściwym czasie?

Sandor niedawno spotkał się z prof. Bobem McDonaldem. Omówili, co skłoniło Sandora do opracowania AMERIBOR, a także to, jak postrzega wskaźniki referencyjne stóp procentowych po epoce LIBORu. Oto fragment tej rozmowy:

McDonald: W 1975 roku pomogłeś stworzyć rynek kontraktów futures na stopy procentowe. Teraz jesteśmy tutaj, aby porozmawiać o stawce AMERIBOR. Jak zainteresowałeś się tym tematem?

Sandor: W 2011 r., po opracowaniu narzędzi służących do radzenia sobie z kwaśnymi deszczami i globalnym ociepleniem, zamierzaliśmy rozwijać rynek wody. Ale potem przeczytałem, że duży bank zwolnił traderów za manipulowanie stawką LIBOR. Doszedłem do wniosku, że jeśli jeden bank to zrobił, to prawdopodobnie problem ten jest szerszy i nie dotyczy wyłącznie jednego banku. Uświadomiłem sobie, że konstrukcja stawki LIBOR była wadliwa.

LIBOR nie był oparty o rzeczywiste transakcje, tylko o deklaratywne kwotowania. Pomyślałem, że musimy wymyślić coś nowego.

McDonald: Co ciekawe, wiele osób widziało problem z konstrukcją stawki LIBOR. Ale Ty przewidziałeś, że rynek prawdopodobnie się zmieni, i że będzie zapotrzebowanie na inny benchmark.

Sandor: Podobnie było w przypadku kontraktów futures na stopy procentowe, wszyscy uważali, że nowa rzecz jest niepotrzebna. Problemem było również to, że stopy procentowe były zerowe. Wszyscy mówili: „rynek funduszy federalnych (rynek międzybankowy w USA – przyp. red.) właściwie nie funkcjonuje od 2007/2008 r. To nigdy nie zadziała.”

McDonald: Banki faktycznie pożyczają sobie pieniądze. Ale podczas kryzysu duże banki zaczęły zawierać transakcje bezpośrednio z Rezerwą Federalną. Do 2011 r. większość traderów, którzy zajmowali się tymi pożyczkami międzybankowymi, zniknęła.

Sandor: Dokładnie tak. Wtedy ja powiedziałem: „Cóż, głęboki sen, na który zapadł rynek funduszy federalnych nie oznacza, że nie uda się go ożywić, jeśli stopy procentowe przestaną oscylować wokół zera”.

Następnie, w 2014 r., Fed powiedział: „LIBOR potrzebuje wymiany”. Okoliczności stały się zatem bardziej sprzyjające. W 2015 roku nawiązaliśmy współpracę z CBOE: opracowaliśmy markę AMERIBOR; umieściliśmy kontrakty futures, opcje, ETF i inne instrumenty tego rodzaju na regulowanej platformie. Sfinalizowaliśmy wszystko w lipcu, a kilka miesięcy później stopy procentowe wzrosły.

Wszystko sprowadzało się do wycucia czasu. Nie zdołalibyśmy uruchomić American Financial Exchange teraz, w 2020 roku. Musiała ona powstać i zacząć działać, zanim presja na zastąpienie LIBORu osiągnęła szczyt.

Wystartowaliśmy 11 grudnia 2015 r. z czterema bankami, które zawierały transakcje. Od czterech linii kredytowych przeszliśmy do ponad 1400 dzisiaj, stworzyliśmy niemal 50 miliardów dolarów nowego kredytu na rynku międzybankowym i przywróciliśmy funkcjonowanie rynku funduszy federalnych.

„Banki regionalne, średnie i lokalne udzielają sobie pożyczek niezabezpieczonych. Daje to przewagę stawce AMERIBOR, ponieważ tworzy aktywa skorelowane z ich własnymi kosztami finansowania”
– Richard Sandor.

McDonald: Myślę, że tym, co prawdopodobnie zaskakuje ludzi w stawce AMERIBOR, gdy słyszą o niej po raz pierwszy, jest sposób jej obliczania. Zamiast podążać za stopą, po jakiej duże banki mogą pożyczać pieniądze, bazujesz na rzeczywistych transakcjach przeprowadzonych między bankami średniej wielkości, regionalnymi i lokalnymi. Czy mógłbyś powiedzieć o tym trochę więcej?

Sandor: Tak. Pojechaliśmy do Tupelo w Missisipi, Bentonville w Arkansas i San Antonio w Teksasie. Dowiedzieliśmy się, gdzie są najlepsze miejsca z grillowanym jedzeniem w Ameryce!

Z mojego doświadczenia, jeśli chodzi o nowe rynki, pierwszymi graczami nigdy nie są duże firmy. Tak więc pierwszymi użytkownikami kontraktów futures Ginnie Mae były banki hipoteczne w Alabamie, a nie duże nowojorskie firmy. W przypadku obligacji były to regionalne biura maklerskie, małe firmy maklerskie, a nie Salomon Brothers.

Tak więc, aby uzyskać reprezentację geograficzną i odpowiednią liczbę uczestników rynku, najlepiej było udać się do banków średniej wielkości.

McDonald: Jak to wyglądało? Po prostu odwiedzałeś te banki i mówiłeś: „Świat, w którym teraz żyjesz, nie będzie istniał w przyszłości. Chcielibyśmy uzyskać Twoją pomoc w znalezieniu alternatywy, która umożliwi ci zawieranie transakcji bezpośrednio z innymi bankami?” Czy używałeś argumentu, że brak konieczności zawierania transakcji z większymi bankami jest korzystny?

Sandor: Tak. Zaletą było stworzenie fintechu peer-to-peer, który umożliwiłby pozyskiwanie płynności od siebie nawzajem. Założeniem było, że będzie taniej w sieci peer-to-peer, ponieważ w Bostonie znajdują się nadwyżkowe środki, a w Alabamie istnieje zapotrzebowanie na płynność.

Uznaliśmy, że regiony, które szybko się rozwijały, będą miały zapotrzebowanie na płynność, podczas gdy inne regiony, które rosły wolniej, będą miały nadwyżkę płynności. (Nie różni się to od sytuacji, w której popyt mieszkaniowy jest w Arizonie, Kalifornii i Nevadzie, ale wszystkie pieniądze ulokowane są w bankach oszczędnościowych w Nowej Anglii).

McDonald: Interesują mnie twoje przemyślenia na temat odejścia od stawki LIBOR i roli, jaką może w tym wszystkim odegrać AMERIBOR. Spojrzałem na dane: wartość nominalna instrumentów opartych o stopy procentowe to około 450 bilionów dolarów - wiele z nich odnosi się do stawki LIBOR. Ta liczba jest zadziwiająco duża.

„AMERIBOR jest mocno skorelowany ze starym LIBORem i najmniej zmienny spośród wskaźników stóp procentowych. Naszym celem jest status najnudniejszego benchmarku w Ameryce.” – Richard Sandor.

Sandor: Tak, to rzeczywiście zadziwiające. Częścią tego wyzwania jest znalezienie alternatywy dla stawki LIBOR. Może nią być AMERIBOR lub coś innego.

Będziemy musieli edukować banki, aby zaczęły wykorzystywać AMERIBOR do kredytów komercyjnych i ostatecznie innych rodzajów aktywów: kart kredytowych, kredytów samochodowych, hipotek. Ale nie powinno to być skomplikowane, ponieważ LIBOR i AMERIBOR są wysoce skorelowane i mam na myśli korelację rzędu 98–99 procent. Kwestia edukacji nie jest zatem aż tak problematyczna. Widzimy również zainteresowanie stawką AMERIBOR ze strony m.in. firm ubezpieczeniowych czy przedsiębiorstw.

McDonald: Zatem AMERIBOR jest bardziej skorelowany ze stawką LIBOR niż SOFR [alternatywny benchmark publikowany przez Rezerwę Federalną w Nowym Jorku, który opiera się na kosztach finansowania banków na jeden dzień (ang. *overnight*) na podstawie pożyczek zabezpieczonych obligacjami rządowymi].

Sandor: Zgadza się. SOFR jest doskonały dla dużych banków, które mają w aktywach rządowe papiery wartościowe. Jednak w przypadku naszych banków regionalnych, średnich i lokalnych, ich brak znajomości tego rynku sprawia, że przejście na AMERIBOR jest łatwiejsze.

McDonald: Wydawało mi się, że SOFR jest bliższy stopie wolnej od ryzyka, ponieważ jest zabezpieczony obligacjami skarbowymi.

Sandor: Tak. Ale banki regionalne, średnie i lokalne, udzielają sobie pożyczek niezabezpieczonych. Daje to przewagę stawce AMERIBOR, ponieważ tworzy aktywa skorelowane z ich własnymi kosztami finansowania.

McDonald: To pozwala im zabezpieczyć się przed ryzykiem. Tak więc, gdyby zarówno AMERIBOR, jak i SOFR istniały podczas ucieczki do jakości w 2007/2008 r. - kiedy inwestorzy przesuwali swój kapitał z bardziej ryzykownych inwestycji na bezpieczniejsze - uwierzysz, że SOFR by przegrał, a AMERIBOR lepiej by odzwierciedlał koszty finansowania?

Myślę, że zaletą stopy AMERIBOR jest także to, że nie jest ona powiązana z dostępnością rządowych papierów wartościowych. Ponieważ jeśli nastąpi nagły spadek podaży lub wzrost popytu, SOFR może skakać.

Sandor: Tak, mniej więcej coś takiego stało się we wrześniu 2019 r., gdy kwestie techniczne spowodowały skokowy wzrost SOFR, podczas gdy AMERIBOR pozostał stosunkowo stabilny. AMERIBOR jest mocno skorelowany ze starym LIBORem i najmniej zmienny spośród wskaźników stóp procentowych. Naszym celem jest status najnudniejszego benchmarku w Ameryce.

Przejdźmy do trudniejszej kwestii: teoretycznie koniec LIBORu nastąpi w 2021 r. Co się stanie ze wszystkimi instrumentami i umowami odnoszącymi się do tej stopy po 2021 r.?

McDonald: Jak myślisz, jak wszystko będzie wyglądać za pięć lat?

Sandor: LIBOR był wyjątkowy, ponieważ stał się wszechobecny i wszyscy go używali. Myślę, że świat za pięć lat będzie miał wybór. Masz różne rodzaje ropy naftowej, masz trzy rodzaje kontraktów futures na pszenicę i masz więcej indeksów giełdowych niż akcji (Dow Jones, S&P, Nasdaq, Russell Value Linia, large cap, small cap, intermediate cap). Istnieje duży wybór.

Duże banki, agencje rządowe i międzynarodowe korporacje prawdopodobnie wybiorą stopę wolną od ryzyka. Niektórzy uczestnicy rynku wybiorą AMERIBOR, inni wybiorą coś innego.

McDonald: A to po prostu odzwierciedla fakt, że różne instytucje mają różne potrzeby. Chciałbyś coś dodać?

Sandor: Wydaje mi się, że odejście od LIBORu nie jest aż tak dużym wyzwaniem, jak ludzie myślą. To tak jak strach, który istniał w 1999 roku wokół Y2K: „Zbliżamy się do nowego tysiąclecia; świat się zatrzyma, a niebo spadnie!” A potem nagle mijasz tę datę i nic się nie dzieje.

Myślę, że nasz system finansowy jest bardziej elastyczny, niż ludzie obecnie sądzą.