

# Индикатор с кредитной составляющей

## Вторая группа банков США направила письмо регуляторам в поддержку AMERIBOR\*

Письмо частично повторяет тезисы прошлогоднего письма региональных банков, однако содержит конкретные предложения в отношении возможной альтернативы SOFR:

- 1) Банки возражают против подхода с использованием SOFR в качестве *единственной* альтернативы USD-LIBOR и настаивают на подходе с множественностью индикаторов;
- 2) Небольшие банки, в отличие от крупных, не держат на балансе большого объема гособлигаций США и привлекают финансирование в основном на необеспеченной основе;
- 3) Для использования в клиентском кредитовании таким банкам нужен более подходящий индикатор по сравнению с SOFR (индикатором РЕПО с гособлигациями США), который бы отражал динамику стоимости необеспеченного заимствования;
- 4) В качестве подходящей альтернативы банки предлагают рассмотреть AMERIBOR, который уже используется ими на практике в кредитовании\*\*.

Письмо появилось на фоне выступлений глав федеральных регуляторов США о необходимости продолжения диалога с банками по поводу альтернативы SOFR с кредитной составляющей. Среди рассматриваемых решений – ICE BY1 и AMERIBOR\*.

\*Предыстория вопроса в материалах СРО НФА "[Кредитование](#) в привязке к SOFR"

\*\*См., например, [ServisFirst Bank](#) и [Brookline Bank](#)

*We object, however, to the use of SOFR as "the one alternative" index. A one-size fits all approach may not be the most appropriate.*

### **Второе письмо банков США регуляторам (Фев-2020)**

Если авторами первого письма были крупные региональные банки США, то среди авторов нового письма в основном банки за пределами TOP-50 по размеру активов ([данные](#) ФРС по консолидированным активам, Дек-2019):

Первое письмо (Сен-2019)		Второе письмо (Фев-2020)	
1. PNC	\$397 млрд (#7)	1. Signature Bank	\$51 млрд (#38)
2. Capital One	\$329 млрд (#8)	2. Cullen/Frost Bankers	\$34 млрд (#49)
...		...	
10. Zions Bank	\$69 млрд (#35)	10. Brookline Bancorp	\$8 млрд

*[...] Some of us are already starting to price loans using the AMERIBOR benchmark. We find it not only representative of our asset structure and risk profile, but it also is a credible and robust rate which is easy to explain to customers, regulators and other market participants.*

### **Второе письмо банков США регуляторам (Фев-2020)**

# Повторная консультация ISDA

## Повторная консультация ISDA по включению триггера Zombie LIBOR продлится до конца марта\*

В конце февраля ISDA открыла повторную консультацию по вопросу замены LIBOR на резервный индикатор в резервных положениях при потере LIBOR репрезентативности (триггер Zombie LIBOR).

Решение о проведении повторной консультации было принято ISDA после получения заверений FCA и IBA в том, что срок жизни Zombie LIBOR может составить не более несколько месяцев, а также намерений LCH включить триггер Zombie LIBOR в правила клиринга.

## Синхронизация между ISDA и LCH позволит избежать рассогласования на рынке деривативов

В ряде стран G20 внебиржевые процентные “plain vanilla” деривативы (в т. ч. IRS и FRA на LIBOR) подлежат обязательному клирингу.

Среди центральных контрагентов на рынке внебиржевых процентных деривативов доминирует LCH с долей рынка >90% (см. график).

Отказ ISDA от использования триггера Zombie LIBOR мог бы привести (с учетом намерения LCH его использовать) к рассогласованию между разными сегментами рынка деривативов.

Высока вероятность того, что на этот раз участники поддержат включение триггера Zombie LIBOR в резервные положения ISDA.

\*Предыстория вопроса в материалах СРО НФА: [“Zombie LIBOR: Счет на месяцы”](#) и [“Индикаторы и процентные деривативы #5-6”](#) (стр. 5).

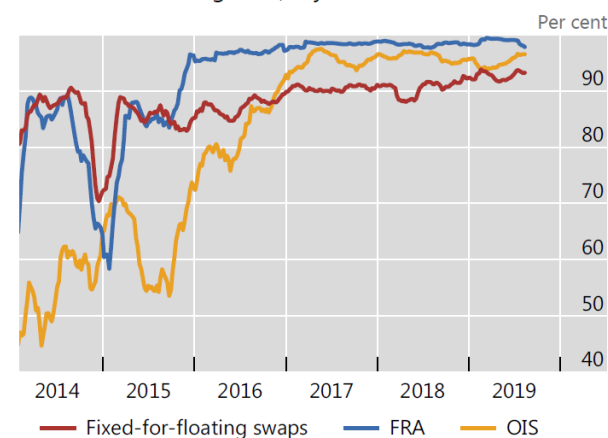
## График работы по резервным положениям для деривативов на 1П 2020

Консультация LCH по триггеру Zombie LIBOR	27-Янв-2020
Консультация ISDA (повторная) по триггеру Zombie LIBOR	25-Фев-2020
Дедлайн (консультация LCH)	23-Мар-2020
Дедлайн (консультация ISDA)	25-Мар-2020
Публикация результатов консультации ISDA	Конец апр-начало мая 2020
Начало публикации Блумбергом индикативных резервных значений по методике ISDA	1П 2020

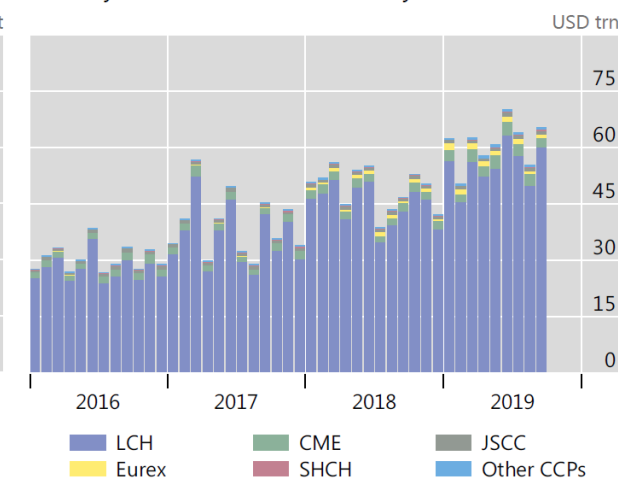
## BIS Quarterly Review (Дек-2019)

Concentration of CCPs in the OTC interest rate derivatives market

Transaction clearing ratio, by instrument



Monthly notional turnover cleared by CCPs



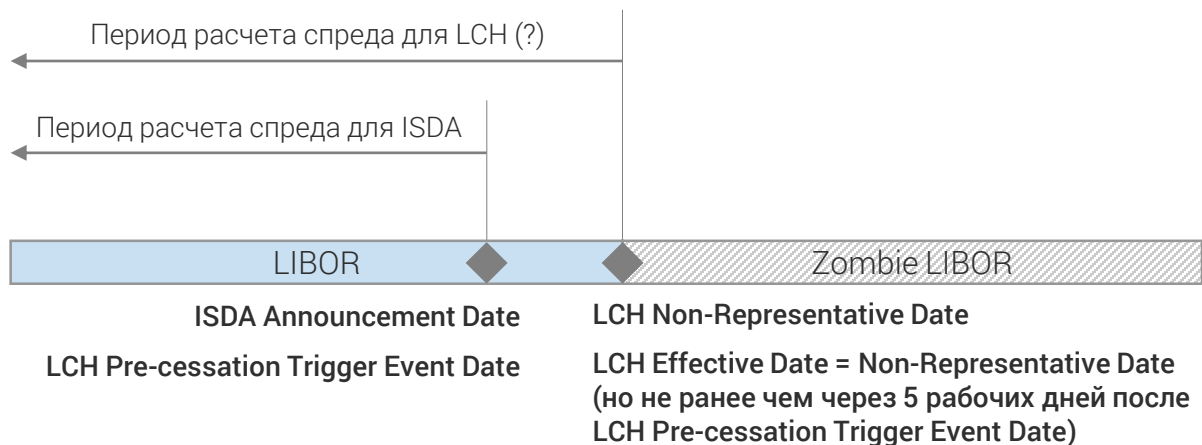
# Повторная консультация ISDA

## В подходах ISDA и LCH существуют расхождения по датам расчета спреда

В рамках европейского регулирования EU BMR контрибьютор LIBOR не может выйти из панели без предупреждения – статья 23(5) EU BMR дает регулятору 4 недели для оценки последствий выхода.

Если оценка показывает, что после выхода контрибьютора индикатор потеряет репрезентативность, и регулятор не намерен “спасать” индикатор (как в случае FCA и LIBOR), то регулятор может заранее сделать заявление (*Announcement Date*) о том, что после выхода контрибьютора по истечении установленного периода индикатор станет нерепрезентативным (*Non-Representative Date*).

Непосредственная замена LIBOR по триггеру Zombie LIBOR будет происходить в *Non-Representative Date*, однако ISDA и LCH расходятся по датам расчета спреда.



The spread adjustment would be calculated **as of the relevant announcement date** [...] but the fallback rates would not apply until the date on which that LIBOR is ‘non-representative’ (based on the statement by the UK FCA) or is discontinued, as applicable (if such date is different from the announcement date).

**ISDA 2020 Consultation on pre-cessation issues (Фев-2020)**

Adjusted SOFR means the rate [...] will be:

- (a) The term adjusted Secured Overnight Financing Rate (SOFR) [...]; plus
- (b) the spread relating to U.S. Dollar LIBOR **as of the Non-Representative Date** [...] provided by Bloomberg Index Service Limited (or a successor provider) [...].

**LCH Proposed Changes to the LCH Limited Rulebook (Янв-2020)**

Now ISDA are consulting on pre-cessation again, we would hope that sense will prevail and these date inconsistencies will get ironed out... ISDA may propose different language that aligns with LCH, or following feedback, LCH may tweak it's change to match ISDA's.

**NatWest “LIBOR triggers – if at first you don't succeed...” (Фев-2020)**

# Новые инициативы Банка Англии

## Банк Англии объявил о новых инициативах для стимулирования отказа от LIBOR

На конференции ISDA Эндрю Хаузер (Банк Англии), рассказал о двух новых инициативах регулятора:

- 1) С октября 2020 года Банк Англии начнет увеличивать дисконты по принимаемым в обеспечение в рамках операций предоставления ликвидности инструментам в привязке к LIBOR (с погашением после 2021 года) с целью доведения дисконта до 100% к концу 2021 года. Инструменты в привязке к LIBOR, выпущенные после 1 октября 2020 года, не будут приниматься в обеспечение;
- 2) С июля 2020 года Банк Англии начнет публикацию SONIA Compounded Index (накопленного индекса SONIA).

Эндрю Хаузер также выразил поддержку предложенным ранее инициативам по переходу рынка стерлинговых процентных деривативов на конвенцию OIS на SONIA в качестве основной и прекращения практики использования GBP-LIBOR в долговых и кредитных инструментах к концу 3 квартала 2020 года.

## Общая тенденция 2020 года: надо ускоряться

В 2020 году стала заметной тенденция к постановке регуляторами и рабочими группами более жестких дедлайнов отказа от LIBOR по сравнению с ориентиром на конец 2021 года. Эта тенденция связана с отсутствием видимого прогресса реформы на рынках кредитования и стагнацией на некоторых других сегментах рынка.



*These initiatives are aimed at turbo-charging sterling transition, helping the market deliver against its commitment to transition away from LIBOR and further de-risking sterling markets.*

**Эндрю Хаузер, Банк Англии**  
**Выступление на форуме ISDA (Фев-2020)**

*The FPC agreed that sterling markets showed encouraging signs in the development of new products linked to [SONIA] rate and the transition of some legacy products. But important gaps remained so these efforts would need to continue to accelerate in the first half of 2020.*

**Financial Policy Committee (BoE) Meeting on 13 December 2019**

*The [ARRC] Chair requested that Members [of ARRC] help develop specific recommendations and proposed timelines that the ARRC can consider recommending to encourage more robust efforts toward a faster transition from USD LIBOR and broader voluntary adoption of SOFR.*

**ARRC Minutes for the January 22, 2020 Meeting**

# Индексы безрисковых индикаторов

## Администраторы начинают публиковать накопленные индексы безрисковых индикаторов

Цели разработки и публикации накопленных индексов:

- 1) Популяризовать использование накопленных версий безрисковых индикаторов (особенно среди участников, которые ожидают появления срочных индикаторов);
- 2) Упростить задачу расчета и верификации накопленных значений;
- 3) Обеспечить возможность привязки выплат по инструментам к официально публикуемым значениям;
- 4) Способствовать распространению на долговых и кредитных рынках единой конвенции, которая будет соответствовать конвенции рынка OIS.

Банк Англии с июля 2020 года начнет публикацию SONIA Compounded Index и проводит [консультацию](#) о необходимости публикации накопленных значений SONIA за фикс сроки.

ФРБ Нью-Йорка с 02 марта 2020 года [публикует](#) накопленный индекс SOFR (*SOFR Index*) и накопленные значения SOFR за 30, 90 и 180 календарных дней.

SIX [публикует](#) накопленный индекс SARON - SAION (The Swiss Average Index Overnight), а также готовит к публикации значения накопленного SARON за 1, 3 и 6 месяцев и накопленные значения SARON с привязкой дат к IMM-календарю.

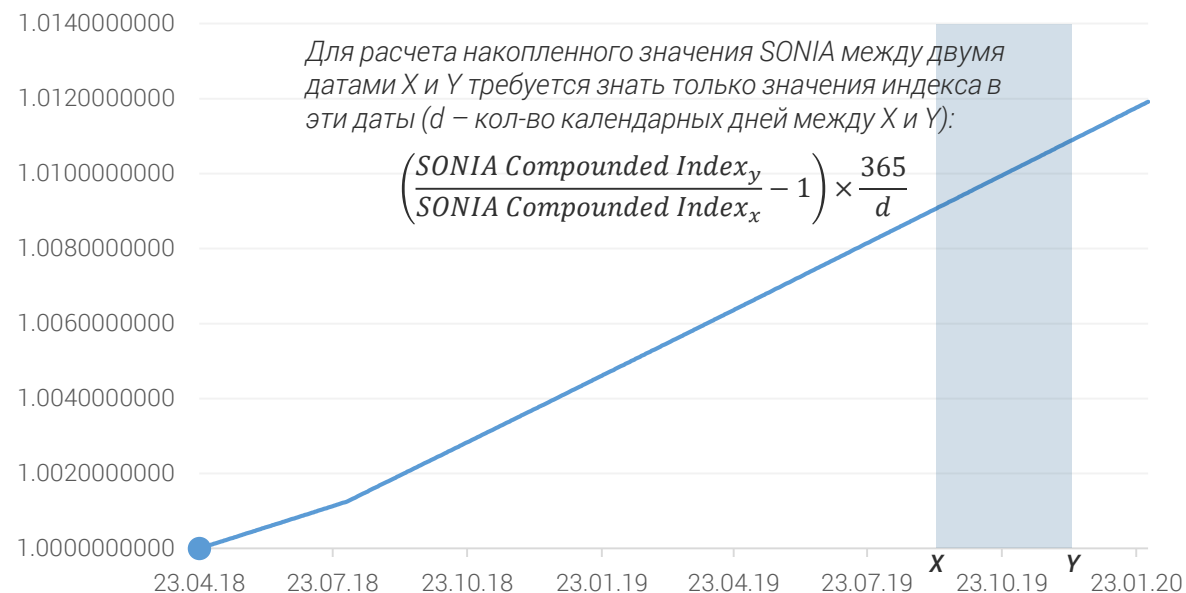
Методика расчета накопленного индекса (на примере SONIA Compounded Index):

$SONIA\ Compounded\ Index_1 = 1.0000000000$  (за 23 апреля 2018 года)

$$SONIA\ Compounded\ Index_i = SONIA\ Compounded\ Index_{i-1} \times \left( 1 + \frac{SONIA_{i-1} \times a_{i-1}}{365} \right)$$

где  $i$  – каждый рабочий день,  $SONIA\ Compounded\ Index_i$  – значение накопленного индекса за день  $i$  с публикацией в день  $i$ ,  $SONIA_{i-1}$  – значение SONIA за день  $i - 1$  с публикацией в день  $i$ ,  $a_{i-1}$  – период начисления (вес) ставки.

График SONIA Compounded Index



# Индексы безрисковых индикаторов

## Методика накопленного индекса SONIA несовместима с конвенцией рынка FRN на SONIA

Рынок стерлинговых флоатеров (*floating rate notes, FRN*) является флагманом реформы: SONIA практически полностью вытеснил GBP-LIBOR, и все выпуски имеют единую конвенцию расчета купона.

Во флоатерах на SONIA (и другие безрисковые индикаторы) при расчете ставки купона используются сдвинутые на несколько дней назад значения индикатора - для возможности расчета купона за несколько дней до даты платежа.

Есть две версии подхода со сдвигом\*:

- 1) Сдвигается только значение, но не вес ставки (*Lookback*);
- 2) Сдвигается и значение, и вес ставки (*Observation Period Shift*).

В первом варианте (конвенция FRN на SONIA) ставка может входить в расчет с ненатуральным весом. Проблема для выходных дней частично решается сдвигом на полный недельный цикл (отсюда используемая в FRN на SONIA длина сдвига 5 рабочих дней), однако в праздничные дни могут быть расхождения.

Во втором варианте и в методике накопленного индекса ставки входят в расчет с весом того дня, за который они рассчитаны, и индекс не подходит для использования с конвенцией Lookback.

Распространение накопленного индекса SONIA может изменить сложившуюся конфигурацию рынка - в феврале 2020 года ЕБРР выпустил первый FRN на SONIA в конвенции с полным сдвигом.

\*Рассматриваются только подходы с накоплением (сложным процентом)

### Пример расчета ставки купона в двух вариантах

				Купонный период				
День	Пт	Пн	Вт	Ср	Чт	Пт	Пн	Вт
Вес	3	1	1	1	1	3	1	1
SONIA	0.7103	0.7092	0.7095	0.7102	0.711	0.7112	0.7105	0.7109

### Вариант со сдвигом ставки на 3 дня назад

Вес				1	1	3	1	1
SONIA	0.7103	0.7092	0.7095	0.7102	0.711			

$$\left(1 + \frac{0.7103 \times 1}{365}\right) \times \left(1 + \frac{0.7092 \times 1}{365}\right) \times \left(1 + \frac{0.7095 \times 3}{365}\right) \dots$$

□ Ненатуральный вес (период начисления) ставки

### Вариант с полным сдвигом на 3 дня назад – можно использовать индекс

Вес	3	1	1	1	1			
SONIA	0.7103	0.7092	0.7095	0.7102	0.711			

$$\left(1 + \frac{0.7103 \times 3}{365}\right) \times \left(1 + \frac{0.7092 \times 1}{365}\right) \times \left(1 + \frac{0.7095 \times 1}{365}\right) \dots$$