

РОССИЙСКИЙ РЫНОК

Тема: развитие индикаторов

Март-апрель 2020 | Серия заочных заседаний Экспертного Совета по индикаторам и ставкам

- (1) В период нерабочих дней одной из наиболее важных задач стало продолжение непрерывной публикации индикаторов;
- (2) В апреле 2020 года СРО НФА [направила](#) письмо Банку России с обоснованием необходимости продолжать формирование индикаторов в объявленные нерабочими дни;
- (3) Для обеспечения непрерывности формирования RUONIA в условиях повышенных операционных рисков ЭС СРО НФА [разработал](#) резервную методику расчета RUONIA для сценария отсутствия у Банка России технической возможности расчета;
- (4) В основе методики лежит использование значения RUONIA предыдущего дня с поправкой на изменение рыночных условий;
- (5) Поправка рассчитывается на основе изменения выбранного в соответствии с каскадным подходом индикатора;
- (6) На первом уровне каскада для расчета поправки используется MosPrime Rate срочностью овернайт, при его недоступности – ключевая ставка Банка России.
- (7) Разработка резервной методики расчета RUONIA будет продолжена для других сценариев, в том числе дефицита данных по сделкам из-за низкой активности на рынке;
- (8) Также ЭС СРО НФА в соответствии с принятыми ранее [решениями](#) планирует провести анализ активности банков-участников RUONIA для ротации состава с целью сохранения репрезентативности индикатора.

Проработка вопроса передачи администрирования RUONIA Банку России

- (1) В сентябре 2019 года СРО НФА направила письмо в Банк России с предложением проработать вариант передачи Банку России функций по администрированию RUONIA;
- (2) Основная цель – вывести индикатор из периметра европейского регулирования индикаторов EU BMR (см. стр. 9-10);
- (3) Регулирование EU BMR начиная с 2022 года будет требовать аккредитации неевропейских индикаторов для сохранения возможности их использования в Европе;
- (4) Требования регулирования EU BMR не распространяются на индикаторы центральных банков, в том числе неевропейских;
- (5) За период с декабря 2019 года по март 2020 года состоялась серия рабочих встреч представителей СРО НФА и Банка России в рамках обсуждения проекта соглашения;
- (6) В настоящий момент стороны находятся в завершающей стадии переговоров, подписание доработанного соглашения ожидается после согласования всех условий.



Планируемая передача администрирования индикатора RUONIA Банку России находится в русле мировой тенденции для центральных банков становиться администраторами основных безрисковых индикаторов.

Новая роль центральных банков как администраторов безрисковых индикаторов

- (1) До реформы индикаторов центральные банки в основном были администраторами межбанковских ставок овернайт для целей самого банка: Fed Funds (NY Fed), TONA (BoJ), CORRA (BoC), AONIA (RBA) (см. сноску)
- (2) Ставки начали активно использоваться в овернайт индексных свопах (OIS), хотя это не было их основным предназначением;
- (3) Некоторые из ставок формировались ассоциациями с участием центрального банка как расчетного агента – EONIA (EBF/EMMI), либо без его участия – SONIA (WMBA);
- (4) Выбор безрисковой альтернативы для -IBOR в рамках последовавшей реформы индикаторов сводился как правило (примеч.: но не всегда) к двум вариантам:

- Выбрать используемый в OIS индикатор и при необходимости его реформировать;
 - Разработать новый индикатор если используемый в OIS индикатор недостаточно надежный, не поддается реформе (EONIA) или такой индикатор вообще отсутствует;
- (5) В первом варианте индикаторы либо остались в администрировании центрального банка (TONA, AONIA), либо были (или будут) ему переданы – SONIA (от WMBA к BoE), CORRA (от Refinitiv к BoC), NOWA (от Finance Norway к Банку Норвегии);
 - (6) Во втором варианте администраторами почти во всех случаях сразу становятся центральные банки – SOFR (NY Fed), €STR (ECB), SORA (MAS, Сингапур);
 - (7) В редких случаях администрирование безрискового индикатора сохраняет биржа – SARON (SIX, Швейцария) или ассоциация – HONIA (TMA, Гонконг);
 - (8) В некоторых случаях индикатор проделал путь от центрального банка к частному администратору и обратно – CORRA перешел от BoC к Thomson Reuters в 2015 году и летом 2020 года перейдет обратно к BoC;
 - (9) Планируемая передача RUONIA Банку России для вывода индикатора за периметр EU BMR не является уникальным случаем;
 - (10) Ассоциация Finance Norway передала безрисковый индикатор NOWA Банку Норвегии по причине высоких издержек соответствия требованиям EU BMR.

*Обозначения: NY Fed – Федеральный резервный банк Нью-Йорка, ECB – Европейский центральный банк, BoE – Банк Англии, BoJ – Банк Японии, BoC – Банк Канады, RBA – Резервный банк Австралии, MAS – Дежно-кредитное управление Сингапура.



Роль центральных банков как администраторов безрисковых индикаторов возрастает, при этом банковские ассоциации и индексные компании сохраняют присутствие в нишевых сегментах. Один из таких сегментов – срочные индикаторы (см. стр. 7).

Апрель 2020 | Изменение методики индикатора RUSFAR

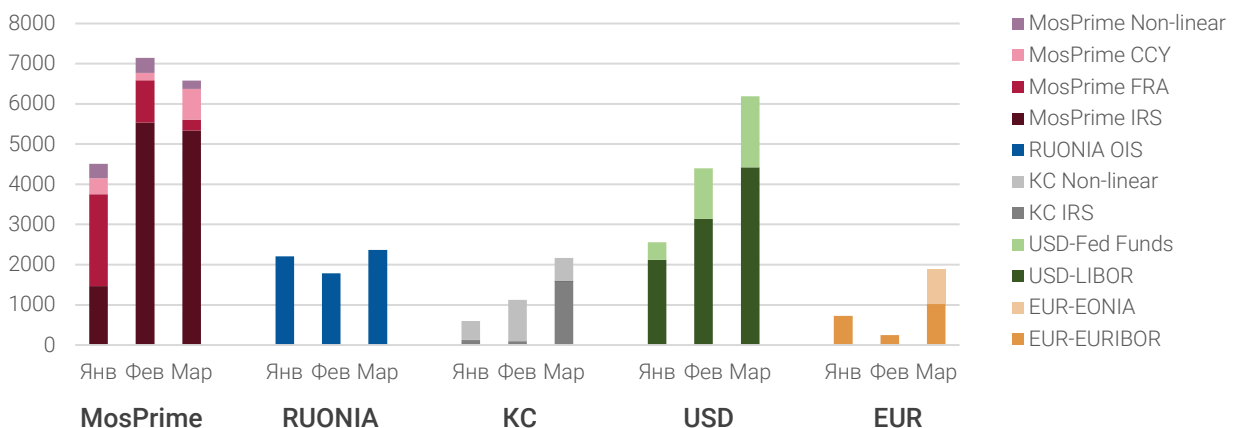
- (1) Московская биржа [внесла](#) ряд изменений в методику формирования индикатора RUSFAR, которому в апреле 2020 года исполнился 1 год с момента запуска;
- (2) Реализованные [изменения](#) предварительно обсуждались на заседании ЭС СРО НФА в феврале 2020 года;
- (3) В рамках оптимизации линейки прекращено формирование двухмесячного срока;
- (4) В новом варианте механизма взвешивания сделок и заявок вес сделок линейно растет в зависимости от объема и равен 100% при превышении порогового объема;
- (5) Расчет новой группы индикаторов RUSFAR REAL TIME осуществляется в реальном времени на основе данных 15-минутных интервалов с 10:15 до 12:30.

Тема: развитие инструментов и практики

Структура оборота российского рынка процентных деривативов в 1КВ 2020



Статистика подготовлена на основе [отчета](#) Банка России «Структура оборота внутреннего валютного рынка и рынка производных финансовых инструментов» (по методологии BIS). Данные приведены в млн. долл. США, источник данных – форма 0409701.




Инициативы Банка России по развитию практики управления процентным риском банков

- (1) В январе 2020 года Банк России представил для обсуждения консультативный доклад «О лучших практиках управления процентным риском по банковскому портфелю в кредитных организациях»;
- (2) По итогам консультаций планируется подготовка рекомендаций по управлению процентным риском банковского портфеля;
- (3) Банк России демонстрирует стремление повысить качество управления процентным риском в банковской системе;
- (4) В 2020 году также ожидается публикация методических рекомендаций Банка России о порядке расчета процентного риска по банковскому портфелю (более подробно см. [#5-6](#), стр. 1).



На российском рынке уже существует пример рыночной инициативы по систематизации лучших практик управления процентным риском банка – Правила СРО НФА структурирования кредитов юридических лиц, разработанные Советом казначеев СРО НФА.

Правила СРО НФА структурирования кредитов юридических лиц

 «Правила управления процентным риском, риском ликвидности и рисками от встроенных опциональностей через надлежащее структурирование кредитных продуктов» доступны в [разделе](#) на сайте СРО НФА

- (1) Одним из основных препятствий для развития рынка процентных деривативов является сложившаяся практика кредитования по «псевдофиксированной» ставке;
- (2) «Псевдофиксированная» ставка фиксирована лишь номинально если соглашение включает права сторон, из-за которых ставка фактически является плавающей;
- (3) К указанным правам (опциональностям) относятся право заемщика на досрочное погашение и право банка на односторонний пересмотр ставки по кредиту;
- (4) При снижении ставок и отсутствии ощутимой платы за досрочное погашение банки вынуждены идти на уступки требованиям заёмщика и снижать ставки по кредиту;
- (5) Заемщики в свою очередь могут столкнуться с повышением ставки банком в одностороннем порядке при резком росте ставок в условиях кризиса;
- (6) Профиль риска по такому соглашению является сложным для оценки и управления, что снижает интерес обеих сторон к использованию процентных ПФИ;
- (7) Правила рекомендуют повышать прозрачность оценки рисков в продуктах, выводить опциональности из кредитного договора на рынок ПФИ и учитывать оставшиеся опциональности в ставке и кредитных платах;
- (8) Реализация Правил на практике повысит управляемость и прозрачность принимаемых банками рисков и будет способствовать развитию российского рынка ПФИ, но для этого потребуются совместное решение ряда проблем с регулятором;
- (9) В декабре 2019 года СРО НФА направила письмо в Банк России с просьбой оказать поддержку в распространении Правил среди российских банков;
- (10) В феврале 2020 года на заседании Консультативного Совета по финансовой стабильности Банка России при участии СРО НФА состоялось обсуждение лучших практик управления процентным риском.

Тема: законодательство и регулирование

21.04.2020 | Указание Банка России от 16.12.2019 № [5352-У](#) (об обязательном клиринге)

 Параметры нового регулирования подробно обсуждались в 2019 году, см.: [#5-6](#), стр. 1

Планы Банка России по адаптации реформы LIBOR для российского рынка

- (1) Ссылка на индикатор LIBOR часто используется в нормах российских законов и нормативно-правовых актов;
- (2) Банк России обратился в Минфин России с предложением до конца осенней сессии Госдумы подготовить и принять изменения в законодательство в связи с планируемым отказом от LIBOR:
 - НК РФ (особенности учета процентов по долговым обязательствам в целях налогообложения);
 - Федеральный закон от 26.10.2002 N 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (мораторий на удовлетворение требований кредиторов страховой организации);
 - Федеральный закон от 13.10.2008 N 173-ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской

- Федерации» (процентная ставка по выданным в соответствии с законом кредитам);
- Подзаконные акты Минфина России - Международные стандарты финансовой отчетности, в т. ч. МСФО 13 «Оценка справедливой стоимости» и МСФО 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» с последующим внесением изменений в отраслевые стандарты бухгалтерского учета;
- (3) Банк России планирует подготовку предложений по изменению Федерального закона от 10.07.2002 N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» в части использования LIBOR (ст. 74);
 - (4) Рассматривается возможность создания обновляемого перечня иностранных индикаторов, соответствующих мировой практике и европейскому регулированию, с публикацией на сайте Банка России;
 - (5) Указанный перечень планируется использовать для ссылки в нормативно-правовых актах Банка России, для которых будет также подготовлено унифицированное решение вопроса замены LIBOR;
 - (6) Для анализа ситуации планируется проводить ежемесячный мониторинг структуры кредитного портфеля банков в разрезе российских и иностранных индикаторов;
 - (7) СРО НФА совместно с Банком России планирует к лету 2020 года подготовку рекомендаций по переходу от LIBOR на новые безрисковые индикаторы с периодическим обновлением в соответствии с практикой;
 - (8) Также будет продолжена совместная работа по обеспечению соответствия значимых российских индикаторов лучшим практикам формирования индикаторов и требованиям европейского регулирования.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ

Тема: влияние COVID-19 на реформу индикаторов



Текущий 2020 год начался под лозунгом ускорения реформы индикаторов – участники обсуждали амбициозные планы по отказу от LIBOR в пользу новых индикаторов.

Пандемия COVID-19 переместила тему реформы LIBOR (вместе с Brexit, ответственным инвестированием и другими вопросами) в категорию по-прежнему важных, но менее срочных вопросов. Переключение ресурсов на более срочные задачи породило сомнения в возможности выдержать запланированные сроки реформы до конца 2021 года.

Возможен ли перенос дедлайна для LIBOR?

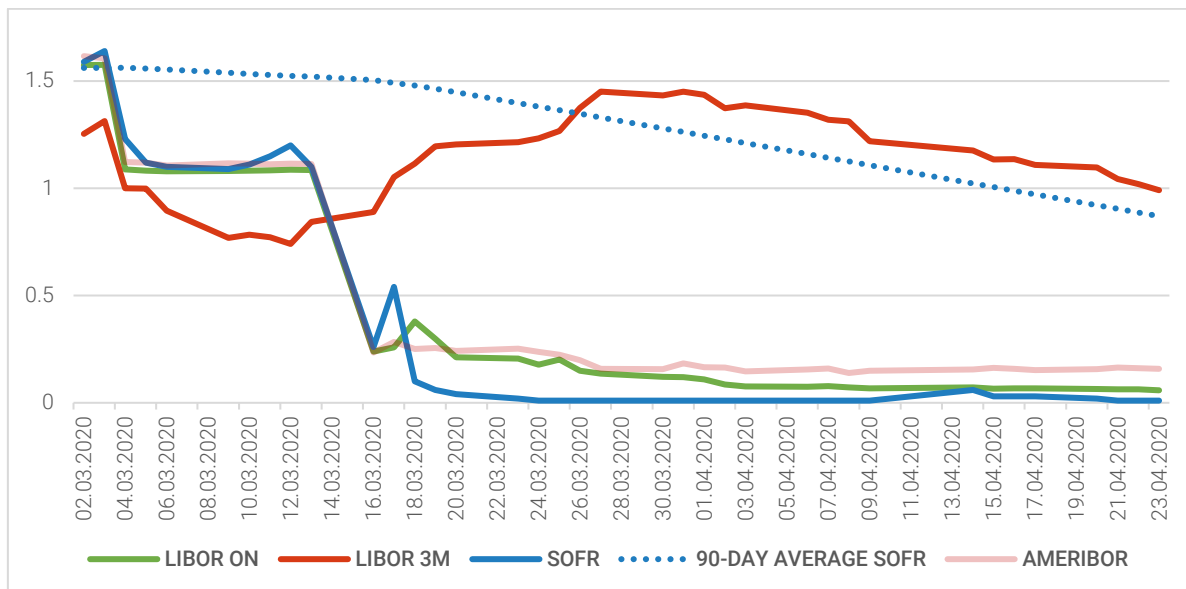
- (1) В конце марта 2020 года британский регулятор FCA, под надзором которого находится LIBOR, [заявил](#) о сохранении ориентира на конец 2021 года;
- (2) В апреле 2020 года Совет по финансовой стабильности в письме к G20 [подтвердил](#) высокий приоритет задачи перехода от LIBOR к концу 2021 года и подготовит к июлю 2020 года отчет о статусе реформы;
- (3) Остальные регуляторы, национальные рабочие группы и ассоциации ограничились ссылкой на FCA без выражения собственной позиции по данному вопросу;
- (4) На текущий момент регуляторам трудно оценить вероятность успешного завершения реформы до конца 2021 года с учетом отсутствия полной картины последствий пандемии COVID-19;
- (5) Рынок кредитования как наиболее отстающий с точки зрения реформы сегмент будет определять её общий темп и результаты;
- (6) Регуляторы призывают завершить переход до конца 2021 года, поскольку до этой даты существование LIBOR *гарантируется* соглашением между FCA и контрибьюторами;
- (7) Перенос дедлайна для LIBOR в таком случае должен будет иметь форму нового соглашения между FCA и контрибьюторами;
- (8) В отсутствие соглашения сохранение LIBOR после 2021 года возможно при поддержании состава панели на требуемом для сохранения репрезентативности уровне;
- (9) Контрибьюторы LIBOR не делали официальных заявлений о своих намерениях после 2021 года.



Официальное заявление администратора (IBA) или регулятора (FCA) LIBOR о выборе даты прекращения публикации LIBOR будет являться триггером (*cessation trigger*) активации резервных положений в условиях сделок. По этой причине указанные стороны избегают однозначных формулировок, предпочитая более обтекаемые (“публикация не гарантируется”, “участникам не следует полагаться на сохранение LIBOR после 2021 года”).

Поведение безрисковых индикаторов в условиях кризиса

- (1) Ранее в основе анализа поведения безрисковых индикаторов лежали исторические данные за относительно спокойные и свободные от кризисов периоды;
- (2) SOFR начал публиковаться в 2018 году и ретроспективно был рассчитан только до 2014 года, в результате для более глубокого анализа можно было использовать только прокси-индикаторы;
- (3) В фокусе внимание были в основном кратковременные скачки волатильности SOFR, которые были практически незаметны при использовании накопленных версий SOFR;
- (4) В марте-апреле 2020 года динамика индикаторов разной природы и срочности подтвердила высказанные ранее опасения группы региональных банков США (см. «Кредитование в привязке к SOFR»);



Источники: NY Fed, ICE Data Services, AFX

- (5) Спред между LIBOR 3M и овернайт-индикаторами LIBOR ON и SOFR в середине марта 2020 года расширился за счет премии за кредитный риск и срочность;
- (6) Спреды между овернайт-индикаторами необеспеченного заимствования и обеспеченным SOFR также расширились, отражая опасения региональных банков о реализации для них ALM-рисков при использовании SOFR (см. стр. 7-8);
- (7) С 27 марта по 01 апреля 2020 года небольшая часть попадающих в расчет SOFR сделок РЕПО (за пределами 1-го перцентиля по объему, т.е. не менее \$11-12 млрд/день) [заключались](#) по отрицательным ставкам;
- (8) Среднее значение SOFR за 90 календарных дней медленно реагирует на резкие изменения уровня ставок на рынке, и его использование будет требовать дополнительного анализа.



Пандемия COVID-19 предоставила возможность протестировать поведение безрисковых индикаторов в условиях кризиса. Многие участники рынка поставят на паузу работу по переходу на безрисковые индикаторы для анализа новой информации.

17.04.2020 | Рабочая группа при ФРС США опубликовала [план работы](#) с учетом COVID-19



Рабочая группа по альтернативным индикаторам при ФРС США (Alternative Reference Rates Committee, [ARRC](#)) образована в 2014 году с целью определения основной альтернативы для USD-LIBOR. В 2017 году группа сделала выбор в пользу SOFR, индикатора рынка РЕПО с гособлигациями США. В настоящий момент задачей ARRC является координация и обеспечение перехода от USD-LIBOR на SOFR на всех сегментах рынка.

- (1) ARRC в течение ближайших недель планирует подготовку практических рекомендаций для участников по переходу от LIBOR с учетом влияния COVID-19;
- (2) К осени 2020 года планируется запуск сбора предложений от администраторов на разработку срочной версии SOFR на основе рынка деривативов;

- (3) ARRC указывает в качестве ориентира для начала публикации первую половину 2021 года с оговоркой, что это произойдет если будет позволять ликвидность рынка;
- (4) Ранее в планах ARRC появление срочного SOFR было [намечено](#) на конец 2021 года, что совпадало с декларируемым дедлайном для LIBOR;
- (5) Совпадение этих двух дат содержало недвусмысленное сообщение, что срочный SOFR не должен рассматриваться как альтернатива LIBOR для перехода, поскольку к моменту его появления процесс перехода должен быть уже завершен;
- (6) Сдвиг появления срочного SOFR на более ранний период можно интерпретировать как готовность пойти навстречу тем участникам, кому нужен срочный индикатор;
- (7) Еще одной важной запланированной задачей является подготовка рекомендаций по конвенциям использования SOFR на долговом и кредитном рынке к августу 2020 года;
- (8) Также ARRC запланировала обновление рекомендуемой формы резервных положений для кредитов и сбор предложений от потенциальных расчетных агентов компонент резервной методики, в том числе поправки на кредитный спред (см. стр. 8).

Тема: многообразие индикаторов для замены LIBOR



Регуляторы долгое время настаивали на подходе “один индикатор для всех задач”, подразумевая под этим, что многообразие различных вариантов усреднения и накопления овернайт-ставки позволит найти универсальное решение.

Отсутствие видимого прогресса реформы на некоторых рынках связано в том числе с желанием ряда участников обладать возможностью выбора среди разных индикаторов. Среди многообразия возможных решений выделяется три группы: накопленные индикаторы, срочные индикаторы и индикаторы с кредитной составляющей.

I. Накопленные безрисковые индикаторы и их индексы (*compounded risk-free rate*)


 Более подробно см.: «[LIBOR: ускорение реформы](#)» (слайды 5-6)

- (1) Основной формой использования безрисковых индикаторов в инструментах станет накопленное за период значение овернайт-индикатора с расчетом в конце процентного периода (*compounding-in-arrears*);
- (2) Широкая адаптация указанного подхода максимально сблизит конвенции рынка OIS и долгового и кредитного рынков;
- (3) Рабочая группа в Великобритании [оценила](#) потенциал адаптации по **формуле 90/10**: для 90% кредитов по объему подойдет накопленный индикатор, но для 10% кредитов потребуется срочный индикатор;
- (4) На практике использовать накопленные значения оказалось не всегда удобно из-за многообразия конвенций расчета, округления и прочее;
- (5) Для облегчения задачи адаптации администраторы начинают публикацию накопленных индексов безрисковых индикаторов;
- (6) Накопленное значение индикатора между двумя датами рассчитывается по простой формуле на основе значений индекса в эти дни («[LIBOR: ускорение реформы](#)», слайд 5);
- (7) Индексы позволят обеспечить единообразие конвенций, при этом некоторые уже получившие распространение конвенции оказались несовместимы с индексами, например, конвенция ‘lookback’ в FRN на SONIA («[LIBOR: ускорение реформы](#)», слайд 6);
- (8) Накопленные индексы уже публикуют NY Fed для [SOFR](#) и SIX для [SARON](#), Банк Англии [приступит](#) к публикации в июле 2020 года;
- (9) В дополнение к индексам могут также публиковаться накопленные значения за фиксированные сроки для еще большего упрощения привязки выплат, например, SOFR Averages за 30-, 90- и 180 дней;
- (10) Для распространенных сроков 1,3 и 6 месяцев в конвенции *modified following* конечной дате может соответствовать несколько начальных дат (например, конечной дате 17.02.20 и сроку 1M соответствуют начальные даты 15.01.20, 16.01.20 и 17.01.20), что требует разработки алгоритма выбора.



Появление накопленных индексов благоприятно для адаптации безрисковых индикаторов, будет способствовать формированию единой конвенции их использования и снизит вероятность ошибок и расхождений в расчетах.

II. Срочные безрисковые индикаторы на основе рынка деривативов (*term risk-free rate*)

 Дополнительную информацию см.: [#5-6](#), стр. 7


- (1) Многие участники рынка кредитования хотели бы использовать срочные индикаторы, значение которых аналогично LIBOR известно в начале процентного периода;
- (2) Совет по финансовой стабильности [призывает](#) переходить от LIBOR на накопленные версии не дожидаясь появления срочных индикаторов, однако допускает возможность их нишевого использования;
- (3) Основным подходом формирования срочных безрисковых индикаторов является использование рынка деривативов – OIS и фьючерсов, проще всего использовать OIS;
- (4) В 2019 году рабочие группы в UK и EU получили предложения крупных индексных компаний по разработке срочных безрисковых индикаторов на основе SONIA и ESTR (*более подробно – см. [#5-6](#) стр. 7*);
- (5) Почти все полученные предложения основаны на использовании торгуемых котировок OIS в CLOBs с использованием фьючерсов при дефиците данных OIS;
- (6) К осени 2020 года будет проведен сбор предложений от администраторов на разработку срочной версии SOFR (*см. стр. 6*);
- (7) В США рынок OIS пока в основном привязан к Fed Funds, однако [ожидаемый](#) осенью 2020 года переход LCH и CME на SOFR-дисконтирование приведет к росту объемов OIS на SOFR;
- (8) Ликвидность рынка SOFR пока развивается в основном во фьючерсах, поэтому существующие [прототипы](#) срочного SOFR рассчитываются на их основе;
- (9) В феврале 2020 года национальная рабочая группа в Японии [выбрала](#) Quick Corp (Nikkei Group) в качестве будущего администратора срочной версии TONA;
- (10) Ликвидными рынками OIS также обладают Австралия и Канада, компания IHS Markit готовит предложения для срочной версии австралийской Cash Rate (AONIA);
- (11) Срочные безрисковые индикаторы также рассматриваются как резервный индикатор для LIBOR в резервных положениях для кредитов и облигаций (*примеч.: но не для деривативов*);
- (12) В Европе планируется [сохранение](#) EURIBOR, поэтому срочный €STR рассматривается только в целях резервных положений.



Индикаторы SOFR, €STR, SONIA и TONA администрируются центральными банками, которые при этом дистанцируются от администрирования срочных версий индикаторов. Это дает возможность индексным компаниям, вытесненным из основного сегмента центральными банками, сохранить присутствие в более специализированной нише.

Мы положительно оцениваем перспективы срочных безрисковых индикаторов и полагаем, что иностранный опыт может быть использован СРО НФА для развития и повышения качества формирования рублевого индикатора ROISfix.

III. Индикаторы с кредитной составляющей (*credit-sensitive rate*).

 Предысторию вопроса см.: ["Кредитование"](#) в привязке к SOFR"

- (1) В сентябре 2019 года и феврале 2020 года две группы региональных банков США в письмах регуляторам высказали опасения об использовании индикатора SOFR в чистом виде в клиентском кредитовании;
- (2) Небольшие банки не держат на своих балансах большого объема гособлигаций США и привлекают финансирование в основном на необеспеченной основе;
- (3) В период кризиса динамика SOFR будет расходиться с динамикой фактической стоимости заимствования для таких банков, подвергая их ALM-рискам (*что и произошло в марте 2020 года – см. стр. 5*);
- (4) В качестве решения банки предложили использовать в кредитах SOFR вместе с динамической кредитной надбавкой, которую нужно разработать;
- (5) В конце февраля 2020 года ФРС США и другие регуляторы США [организовали](#) отдельную рабочую группу для обсуждения связанных [вопросов](#) (Credit Sensitivity Group);
- (6) В настоящий момент для индикатора с кредитной составляющей есть два решения от частных администраторов – ICE Bank Yield Index ([ICE BYI](#)) и [AMERIBOR](#);
- (7) ICE Benchmark Administration разработал прототип индикатора ICE BYI, который является логическим развитием LIBOR, однако с октября 2019 года информация не обновлялась (*подробно про индикатор ICE BYI см. в [#5-6](#) стр.8*);

- (8) Индикатор AMERIBOR рассчитывается по сделкам необеспеченного заимствования овернайт, заключенных через платформу AFX, и пользуется поддержкой банков США второго-третьего эшелона (см. ["Кредитование в привязке к SOFR"](#), слайд 4);
- (9) Потребность в динамической добавке пока была высказана только для рынка США – в Великобритании и Швейцарии стремятся использовать только безрисковые индикаторы, а в других странах будет сохранен локальный аналог -IBOR;



Маловероятно, что проводимые обсуждения будут препятствовать широкой адаптации SOFR, однако они будут чрезвычайно полезны для выявления проблем кредитования в привязке к новым безрисковым индикаторам и поиска решений, в том числе подходов к разработке динамической кредитной добавки.

Результаты обсуждений и опыт иностранных администраторов могут быть использованы в том числе на российском рынке при разработке прототипов новых необеспеченных срочных индикаторов.

Тема: резервные положения для инструментов на LIBOR

24.04.2020 | Bloomberg опубликовал техническое руководство расчета резервных значений

- (1) Опубликованный [документ](#) содержит формулы расчета резервных значений в соответствии с итогами консультаций ISDA по резервным положениям;
- (2) В ожидаемых к публикации ISDA Definitions и ISDA Fallback Protocol будет использоваться прямая ссылка на публикуемые Bloomberg резервные значения;
- (3) В техническое руководство пока не включен триггер Zombie LIBOR (см. стр. 9);
- (4) Подход Bloomberg к сдвигу периода накопления ставки относительно процентного периода на два дня назад отличается от распространенного подхода 'observation period shift', что может потребовать дополнительных разъяснений;
- (5) Bloomberg как расчетный агент планирует начать тестовую публикацию резервных значений к концу апреля 2020 года и официальную публикацию к концу второго квартала 2020 года.



Настоятельно рекомендуем ознакомиться с [FAQ](#) на сайте Bloomberg, в котором описан порядок доступа к резервным значениям и коммерческие условия их использования.

Методики расчета поправки на кредитный спред при замене LIBOR в облигациях и кредитах

 Предысторию вопроса см.: [«Кредитный спред при замене LIBOR»](#)

- (1) Рабочие группы в США (ARRC) и Великобритании подвели итоги (1 и 2) консультаций по методикам расчета поправки на кредитный риск при замене LIBOR на безрисковый индикатор в облигациях и кредитах;
- (2) Участники ожидаемо предпочли синхронизировать подходы с ISDA и выбрали расчет на основе медианы исторического спреда между LIBOR и одной из версий безрискового индикатора за 5-летний период;
- (3) [Резервные положения](#) ARRC для облигаций и кредитов допускают переход на срочную версию SOFR, что не допускается резервными положениями ISDA для деривативов;
- (4) В пресс-релизе ARRC не уточняет, к какой именно версии SOFR (срочной или накопленной) будет рассчитан исторический спред, а также будут ли для разных версий использоваться разные значения спреда;
- (5) Также ARRC рекомендует включить в продукты для ритейла переходный период для предотвращения скачка ставки в момент замены LIBOR на SOFR + спред;
- (6) В ближайшее время ARRC опубликует более детальные итоги и планирует начать переговоры с потенциальными расчетными агентами о расчете и публикации компонент резервной методики.



Итоги консультаций вполне ожидаемы, однако остаются вопросы расчета кредитной поправки при переходе на срочный SOFR. Намерение ARRC выбрать своего расчетного агента потенциально может привести к ситуации, когда расчетный агент от ARRC и Bloomberg от ISDA будут параллельно публиковать значения для разных резервных индикаторов и инструментов, что может запутать участников рынка.

Предварительные результаты консультаций ISDA и LCH по триггеру Zombie LIBOR

 Предысторию вопроса см.: #5-6 (стр. 4-5), «[Zombie LIBOR](#): счет на месяцы» и «[LIBOR](#): ускорение реформы»

- (1) Участники [поддержали](#) включение триггера Zombie LIBOR в резервные положения для билатеральных деривативных сделок и в правила клиринговой организации LCH;
- (2) Участники также [указали](#) LCH на необходимость синхронизации с ISDA и билатеральным рынком насколько это возможно;
- (3) Ранее ISDA и LCH разошлись в тайминге расчета поправки на кредитный риск при срабатывании триггера Zombie LIBOR;
- (4) Также ISDA в отличие от LCH будет использовать триггер Zombie LIBOR только для LIBOR и не будет использовать аналогичные триггеры для остальных LIBOR.



Результаты консультаций по триггеру Zombie LIBOR и кредитным поправкам отражают стремление к синхронизации подходов между рынками и инструментами, что положительно отразится на готовности участников к адаптации резервных положений.

Тема: изменение европейского регулирования индикаторов EU BMR



Европейское регулирование индикаторов EU BMR обладает выходящим далеко за пределы Европы влиянием – ликвидность многих локальных рынков деривативов может значительно снизиться при ограничении доступа к ним европейских контрагентов, а будущее ряда системно-значимых индикаторов, таких как LIBOR и EURIBOR, напрямую определяется заложенными в EU BMR механизмами и требованиями.

Во второй половине 2019 года сами регуляторы признали наличие у регулирования ряда проблем, в том числе связанных с несовершенством режима регулирования неевропейских администраторов и индикаторов, что создает угрозу для пользователей в Европе лишиться доступа к широкому спектру инструментов.

Дорожная карта Еврокомиссии по изменению регулирования EU BMR

- (1) [Дорожная карта](#) (*Inception impact assessment*) является первым этапом инициативы по изменению регулирования и служит для описания целей и задач;
- (2) В дорожной карте Еврокомиссия признала, что EU BMR требует срочного (*urgent*) изменения по двум направлениям:
 - Полномочия европейских регуляторов в части критически-значимых индикаторов;
 - Регулирование с точки зрения международной перспективы;
- (3) Целью инициативы по второму вопросу указано обеспечение возможности использования неевропейских индикаторов в Европе (*"To ensure the continued availability to EU users of third country benchmarks for which no suitable alternative exists in the Union"*).
- (4) По первоначальной задумке EU BMR должно было подать неевропейским странам пример лучшей практики регулирования индикаторов;
- (5) Ожидаемый сценарий описывался двумя гипотезами, обе из которых не сработали:
 - Неевропейские страны начнут внедрять регулирование индикаторов на основе европейского;
 - Неевропейские администраторы будут стремиться к аккредитации своих индикаторов в Европе.
- (6) За пределами Европы индикаторы либо не регулируются, либо регулируются только системно-значимые или наиболее подверженные манипулированию индикаторы;
- (7) В Австралии и Сингапуре, для которых достигнуто признание эквивалентности с EU BMR, регулируются только значимые индикаторы, и признание эквивалентности распространяется только на них;
- (8) В Южной Корее и Индии также регулируются только несколько значимых индикаторов, в Японии – только TIBOR, в Новой Зеландии лицензирование добровольное, в ряде стран (США, Тайвань, Россия) вводить регулирование пока не планируется;
- (9) Помимо эквивалентности, другие пути аккредитации (Art. 32, Recognition и Art. 33, Endorsement) оказываются слишком затратными для администраторов, не имеющих лицензионного дохода от индикаторов;
- (10) Один из высказавшихся публично администраторов оценил расходы на аккредитацию неевропейского индикатора в €0.5M одновременно + €0.45M/год;

- (11) В феврале 2019 года временным решением вопроса стало продление переходного периода EU BMR для неевропейских индикаторов до конца 2021 года;
- (12) В октябре 2019 года Еврокомиссия в рамках консультации по EU BMR признала неспособность действующего режима для неевропейских индикаторов.



Необходимость срочного изменения режима регулирования для неевропейских индикаторов была подтверждена в рамках консультации Еврокомиссии (*EU BMR Review*), в которой приняла участие СРО НФА.

Консультация Еврокомиссии по EU BMR

- (1) СРО НФА направила Еврокомиссии предложения по упрощению режима регулирования для неевропейских индикаторов:
- Исключить из периметра незначимые неевропейские индикаторы (включая процентные индикаторы, которые в действующем режиме не могут быть незначимыми);
 - Прояснить порядок аккредитации с учетом перехода к ESMA с 2022 года полномочий по признанию неевропейских индикаторов (*ESA Review Legislation*);
 - Расширить понятие 'public authority' на неевропейских администраторов, тесно взаимодействующих с центральным банком при формировании FX- и процентных индикаторов, для исключения из периметра;
- (2) В феврале 2020 года Еврокомиссия опубликовала полученные отклики, публикация итогового отчета [ожидается](#) во втором квартале 2020 года;
- Примеч.: дальнейший анализ откликов проведен самостоятельно, цифры и выводы итогового отчета могут отличаться**
- (3) Большинство респондентов отметило необходимость усилить пропорциональность EU BMR по отношению к незначимым индикаторам и синхронизировать европейскую практику с мировой;
- (4) Средняя оценка удовлетворенности действующим уровнем пропорциональности – 2 балла из 5 возможных (на основе 49 оценок, из них 22 оценки – 1 балл);
- (5) Общую идею наиболее четко сформулировала ISDA – необходимо **инвертировать** подход и разрешить по умолчанию использовать любые индикаторы если не запрещено обратное (сейчас использование по умолчанию запрещено, если не получено разрешение в форме включения в реестр);
- (6) У регуляторов должны быть полномочия требовать аккредитации определенных индикаторов если это необходимо в интересах финансовой стабильности;
- (7) Часть респондентов предложила исключить из периметра незначимые индикаторы, некоторые предложили в соответствии с мировой практикой сохранить в периметре только наиболее значимые индикаторы (в т. ч. критически-значимые);
- (8) Совокупно за сокращение периметра регулирования высказалось 32 участника, еще 12 предложило более мягкую форму усиления пропорциональности, только 9 участников довольны действующим режимом;
- (9) Крупные индексные компании и биржи (ICE, LSE, Nasdaq, CBOE, S&P DJIA, MSCI) указали на сложности классификации индикаторов на основе данных с неевропейских фондовых бирж как *regulated-data* индикаторов;
- (10) Достаточно распространенным предложением стало модифицировать определение понятия финансового инструмента для вывода OTC-сделок из периметра;
- (11) Большинство участников поддержало предложение Еврокомиссии о расширении понятия 'public authority' для исключения из периметра курсов частично-конвертируемых валют неевропейских стран;
- (12) Отдельные участники (СРО НФА, EBRD, EFC, IHS Markit, Deutsche Bank) обратили внимание на необходимость распространять предлагаемые исключения также на процентные индикаторы, для которых предусмотрен особый режим регулирования;
- (13) В комментариях участников к дорожной карте встречается новое предложение: отложить сроки вступления в полную силу регулирования еще на 1 год из-за COVID-19.



Мы полагаем высоко вероятным исключение из периметра EU BMR некоторых категорий индикаторов с учетом полученных в рамках консультации комментариев и публикации дорожной карты по подготовке изменений в EU BMR. Тем не менее, итоговый результат будет сильно зависеть от выбранной формы исключений, в частности, будут ли распространяться исключения на процентные индикаторы.

Тема: кредитование в привязке к новым безрисковым индикаторам

09.04.2020 | Программа ФРС США поддержки малого и среднего бизнеса в привязке к SOFR

- (1) ФРС США запустила [программу](#) Main Street Lending Program объемом \$600 млрд. в рамках поддержки кредитования малого и среднего бизнеса в США;
- (2) В рамках этой программы создаются SPV для выкупа у банков 95% доли кредита компаниям малого и среднего бизнеса;
- (3) Условием программы является привязка ставки по кредиту к SOFR + 250-400 bp без уточнения конвенции использования SOFR;
- (4) Намерение ФРС США укрепить позиции SOFR на рынке кредитования не осталось без внимания участников ([ABA](#) и [BPI](#)), усомнившихся в правильности выбора ставки;
- (5) В условиях борьбы за выживание необходимость для заемщиков срочно адаптироваться к использованию SOFR для получения кредита будет создавать на них дополнительную нагрузку;
- (6) Помимо отсутствия широкой практики использования SOFR в кредитах ситуация дополнительно усложняется отсутствием практики использования инструментов хеджирования в привязке к SOFR;
- (7) В качестве решения ассоциация предложила разрешить использовать LIBOR в кредитах в рамках программы с включением резервных положений в условия.

12.03.2020 | Первый мультивалютный синдицированный кредит в привязке к SOFR и SONIA

- (1) British American Tobacco [объявила](#) о подписании первой на рынке *мультивалютной* синдицированной револьверной сделки объемом £6 млрд. в привязке к безрисковым индикаторам, в синдикате 21 банк;
- (2) В течение 1 года ставка будет по-прежнему привязана к LIBOR, который затем будет полностью заменен на SOFR и SONIA;
- (3) В условиях сделки впервые использована привязка к накопленному индексу SOFR и предусмотрена возможность привязки к накопленному индексу SONIA (см. стр. 6);
- (4) Прогресс на рынках кредитования идет медленно – между первой крупной синдицированной сделкой Shell и новой сделкой прошло более трех месяцев.

Документация LMA для кредитования в привязке к безрисковым индикаторам

- (1) В сентябре 2019 года ассоциация LMA опубликовала драфты документации LMA Exposure Draft для кредитования в привязке к безрисковым индикаторам;
- (2) На основе опубликованных документов была подготовлена первая крупная синдицированная сделка Shell в привязке к SOFR на \$10 млрд в декабре 2019 года;
- (3) Драфты в текущем виде не являются рекомендуемой формой и содержат большое количество незаполненных полей для дальнейшего обсуждения;
- (4) В феврале 2020 года LMA [опубликовала](#) заметку с описанием необходимых условий для того, чтобы драфты стали рекомендуемой формой;
- (5) Главное препятствие для этого – отсутствие общепризнанного порядка расчета накопленного значения безрискового индикатора для использования в кредитах;
- (6) Существует [множество](#) разнообразных конвенций расчета, однако далеко не всегда подходы учитывают возможность досрочного погашения или продажи кредита на вторичном рынке;
- (7) Среди других причин упоминается отсутствие консенсуса относительно конвенции сдвига ставки (*отличие между 'lag' или 'lookback' и 'observation period shift'* см. в «[LIBOR: ускорение реформы](#)», слайд 6) и отсутствие официально публикуемых накопленных значений;
- (8) Заметка LMA вышла до начала [публикации](#) NY Fed накопленных значений и накопленного индекса SOFR и объявления Банка Англии о намерении начать публикацию накопленного индекса SONIA;
- (9) Появилась информация об [обсуждении](#) LMA возможности разработки “жесткой” (*hardwired*) формы резервных условий для кредитов на LIBOR с заранее прописанным каскадом резервных индикаторов;
- (10) Действующий подход в LMA Revised Replacement of Screen Rate Clause обеспечивает гибкость выбора резервного индикатора в будущем, но обратной стороной является отсутствие определенности.