

БЕЗРИСКОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ И ПРОЦЕНТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ: В ПОИСКАХ ВЕКТОРА РАЗВИТИЯ

1. Введение

Рынок процентных деривативов является важным сегментом финансового рынка, обеспечивающим возможность перераспределения процентного риска между его участниками. Ряд исследований доказывает существование трансмиссионных механизмов, с помощью которых практика использования процентных деривативов участниками рынка оказывает положительное влияние на рост экономики. Банки, которые используют процентные деривативы для управления собственным процентным риском, демонстрируют повышенные темпы роста объемов кредитования экономики по сравнению с банками, которые их не используют¹. Корпорации с развитой практикой хеджирования процентных рисков расширяют для себя возможности по привлечению финансирования, в том числе по плавающей ставке, что может снизить стоимость заимствования для компании.

Степень влияния российского рынка процентных деривативов на экономику остается низкой в силу его небольшого размера и глубины. Существует ряд инициатив по развитию данного сегмента рынка, направленных на стимулирование спроса на инструменты хеджирования через развитие банковского кредитования по плавающим ставкам, повышение уровня культуры управления рисками и привлечение на рынок институциональных инвесторов для развития двухсторонней ликвидности.

В настоящей статье вопросы развития российского рынка процентных деривативов рассматриваются через призму ситуации с индикаторами денежного рынка, которые выступают в качестве референсных плавающих ставок деривативных контрактов.

В значительной степени ситуация, складывающаяся в сегменте российских индикаторов денежного рынка, является отражением гло-



**ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ЭКСПЕРТНОГО
СОВЕТА СРО НФА ПО
ИНДИКАТОРАМ И СТАВКАМ**

**СЕРГЕЙ
ЩЕПИЛОВ**



**НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ
РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ
ИНСТРУМЕНТОВ, СРО НФА**

**ВЛАДИМИР
ЧЕРЕМИСИН**

бальных процессов реформирования мировой индустрии индикаторов, начало которым положил кризис 2008 года. Для формирования контекста, в котором следует обсуждать ситуацию с российскими индикаторами, остановимся на основных этапах международной реформы более подробно.

2. Мировая реформа индикаторов

Мировая индустрия финансовых индикаторов находится в настоящее время в стадии серьезного структурного реформирования, необходимость которого обусловлена рядом причин:

1. Раскрытие в 2012 году фактов манипулирования индикатором LIBOR со стороны банков-контрибьюторов;
2. Снижение ликвидности на рынке необеспеченного межбанковского кредитования сроком более 1 месяца;
3. Запрос на безрисковый индикатор, не включающий в себя премию за кредитный риск.

Исторически наибольшее развитие получили индикаторы рынка необеспеченного межбанковского кредитования, так называемое семейство индикаторов -IBOR, в которое обычно включают: LIBOR (в 5 различных валютах), EURIBOR и TIBOR. Данное семейство отражает стоимость заимствования на рынке необеспеченного межбанковского кредитования для заранее определенных банков-контрибьюторов. Процедура расчета семейства индикаторов -IBOR основана на сборе и обработке индикативных котировок от заранее определенных банков-контрибьюторов. Каждый контрибьютор самостоятельно определяет принципы и процедуры определения значения индикативной котировки.

Рынок необеспеченного межбанковского кредитования в пост-кризисное время претерпел существенные структурные изменения. Банки переключились на другие сегменты денежного рынка и характерные сроки сделок, в результате чего частота и объемы необеспеченных сделок срочностью более одного месяца значительно снизились. При этом рынок производных инструментов на ставки -IBOR продолжал расти, в результате чего возник эффект «перевернутой пирамиды»². С одной стороны, номинальный объем рынка инструментов на LIBOR и EURIBOR составляет порядка \$220 трлн. и \$150-180 трлн. соответственно³. С другой стороны, значения индикаторов определяются относительно узкой группой участников на основе предоставляемых ими индикативных котировок, при этом объемы сделок соответствующего сегмента денежного рынка несопоставимо малы⁴.

Сочетание эффекта «перевернутой пирамиды» и заложенного принципа формирования индикаторов на основе индикативных котировок делают индикаторы -IBOR чрезвычайно уязвимыми к манипулированию, что нашло свое подтверждение в 2012 году, когда были раскрыты факты манипулирования индикаторами LIBOR и EURIBOR. Последствиями указанных событий стали снижение доверия рынка к индикаторам -IBOR в целом и нежелание ряда банков участвовать в формировании индикаторов и брать на себя риски быть обвиненными в манипулировании⁵.

Еще одним фактором, сыгравшим свою роль в необходимости поиска альтернативы индикаторам -IBOR, является то, что они не являются безрисковыми. Наибольшее распространение получили индикаторы -IBOR срочностью 1, 3 и 6 месяцев, значения которых включают премию за кредитный риск банков-заемщиков. Участникам рынка деривативов требовался безрисковый индикатор, роль которого в докризисное время выполнял LIBOR, однако значительное расширение кредитных спредов в 2008 году показало необходимость использования другого индикатора для этих целей.

2.1. Ключевые этапы реформы

Группа G20 в феврале 2013 года запросила Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board) провести исследование и подготовить предложения по реформам основных ин-

дикаторов денежного рынка. Ранее в сентябре 2012 года был опубликован обзор «The Wheatley Review of LIBOR» с рекомендациями в отношении реформирования LIBOR.

В июле 2013 года Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала «IOSCO Principles for Financial Benchmarks» (далее – Принципы IOSCO), в которых сформулировала 19 базовых принципов, разработанных для повышения надежности индикаторов, которые охватывают механизмы управления, обеспечения качества и ответственности в области формирования индикаторов.

В июле 2014 года Совет по финансовой стабильности опубликовал документ под названием «Reforming Major Interest Rate Benchmarks», в котором Принципы IOSCO были одобрены как базовые принципы для формирования надежных финансовых индикаторов. Они были дополнены рядом дополнительных принципов, в частности, общей целью назывался переход к индикаторам, полностью рассчитываемым на основе заключаемых сделок настолько, насколько это возможно, при этом в случае дефицита заключаемых сделок могут быть задействованы другие источники информации, вплоть до индикативных котировок.

В документе были выделены два ключевых направления реформирования индустрии, работу по которым было предложено вести параллельно:

1. Изменение принципов формирования индикаторов -IBOR путем включения в расчет информации по заключаемым сделкам, насколько это возможно с учетом ликвидности рынка (реформированные индикаторы обозначают как IBOR+);
2. Идентификация новых безрисковых индикаторов денежного рынка (risk-free rates или RFR).

В Европе реакцией на скандалы с манипулированием стало принятие в июне 2016 года регулирования The European Benchmark Regulation (EU) 2016/1011 («BMR»), которое вступило в силу с 01 января 2018 года и предполагает двухлетний переходный период. Регулирование направлено на улучшение процедур управления и контроля над процессами формирования индикаторов, улучшение качества данных и методик расчета и защиту интересов инвесторов и потребителей.

2.2. Индикаторы IBOR+

Главной задачей реформы индикаторов -IBOR является включение в расчет данных по заключаемым сделкам, насколько это возможно с учетом ликвидности соответствующего сегмента денежного рынка.

Основной моделью изменения методики расчета индикаторов -IBOR является переход к каскадной модели (waterfall approach). В соответствии с этой моделью каждый контрибьютор в попытке определения предоставляемого им значения последовательно переходит от исходных данных с более высоким приоритетом к данным с более низким приоритетом. Самым высоким приоритетом обладают данные по заключенным контрибьютором сделкам, самым низким – индикативные котировки на основе экспертной оценки.

Примером реализации каскадной модели является разработанный администратором LIBOR (Ice Benchmark Administration, IBA) трехуровневый подход, в котором выделены три уровня по убыванию приоритета⁶:

- Уровень 1. Данные по сделкам: данные по заключенным контрибьютором сделкам на соответствующем сегменте денежного рынка, на соответствующий срок и дату;
- Уровень 2. Рассчитанные значения на основе данных по сделкам:

Данные по заключенным контрибьютором сделкам на соответствующем сегменте денежного рынка за прошлые дни, скорректированные с учетом изменения рынка или

Линейная интерполяция данных по заключенным контрибьютором сделкам на соответствующем сегменте денежного рынка на другие сроки;

- Уровень 3. Экспертная оценка: данные по сделкам, не удовлетворяющим критериям уровней 1 и 2, данные по сделкам на других сегментах денежного рынка, экспертная оценка контрибьютора на основе согласованной с администратором внутренней методики.

Если данных уровня 1 достаточно, то контрибьютор предоставляет взвешенное по времени и объему среднее значение (Time-weighted and Volume Weighted Average Price) по заключенным им сделкам. Если данных уровня 1 недостаточно, то проверяется возможность расчета по данным уровня 2 и так далее.

Администратор EURIBOR - EMMI (European Money Markets Institute) разработал трехуровневый гибридный подход (Hybrid model) для расчета индикатора EURIBOR после признания в 2017 году невозможности перехода к расчету индикатора только на основе информации по заключаемым сделкам из-за недостаточного количества последних⁷. Гибридный подход для EURIBOR имеет много схожего с описанным выше подходом для LIBOR. Переход на расчет EURIBOR по новой методике планируется осуществить не позднее 4 квартала 2019 года.

2.3. Безрисковые индикаторы

Отчет Совета по финансовой стабильности содержит выводы о том, что для большинства участников деривативного рынка безрисковые индикаторы (risk-free rates или RFR) являются более подходящей альтернативой по сравнению с -IBOR.

Можно выделить ряд ключевых особенностей безрисковых индикаторов:

1. Безрисковые индикаторы являются индикаторами овернайт, поскольку для такого срока кредитные риски минимальны (по сравнению с другими сроками), что приближает индикатор к понятию безрисковой или условно-безрисковой ставки денежного рынка;
2. Из-за отсутствия премии за кредитный риск безрисковые индикаторы более точно отражают общую динамику процентных ставок;
3. Расчет безрисковых индикаторов полностью основан на информации о заключенных сделках на соответствующий период времени, поскольку сегмент овернайт заимствований является наиболее ликвидным и устойчивым сегментом денежного рынка;
4. Безрисковые индикаторы могут быть обеспеченными (secured) и необеспеченными (unsecured). Необеспеченные безрисковые индикаторы основаны на сделках сегмента овернайт необеспеченного межбанковского рынка заимствований, обеспеченные индикаторы – на сделках сегмента РЕПО денежного рынка.

Для идентификации основных безрисковых индикаторов по пяти ключевым валютам были созданы соответствующие рабочие группы (см. табл. 1), чья роль заключалась в формулировке критериев, базирующихся на принципах IOSCO, отборе индикаторов-кандидатов, а также в разработке планов перехода индустрии на использование выбранного основного безрискового индикатора. В качестве критериев рассматривались ликвидность и устойчивость соответствующего сегмента денежного рынка, устойчивость индикатора к манипулированию, доступность методики расчета для понимания широкому кругу участников, прозрачность процедуры расчета, пригодность индикатора для широкого круга задач, сложность адаптации рынка к выбранному индикатору и прочее.

Табл. 1. Рабочие группы и идентифицированные безрисковые индикаторы.

Валюта	Название рабочей группы	Основной безрисковый индикатор	Природа индикатора
GBP	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	Reformed Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Необеспеч
USD	The US Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Обеспеч
CHF	National Working Group on CHF reference rates (NWG)	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Обеспеч
JPY	Study Group on Risk-Free Reference Rates	Tokyo Overnight Average Rate (TONA)	Необеспеч
EUR	Working group on euro risk-free rates	Euro Short-Term Rate (ESTER)*	Необеспеч

* Окончательное решение пока не принято

2.4. Обеспеченные vs необеспеченные безрисковые индикаторы

Как правило, в шорт-лист каждой рабочей группы попадало по две ставки – одна необеспеченная, основанная на рынке необеспеченного межбанковского кредитования, и одна обеспеченная, основанная на сегменте РЕПО денежного рынка. Остальные потенциальные кандидаты – ключевые ставки регуляторов, индикаторы доходностей долговых рынков и другие рассматривались только на начальных этапах, но не были признаны подходящими.

Рабочая группа в США определила SOFR в качестве основного безрискового индикатора с учетом высоких объемов и устойчивости соответствующего сегмента рынка РЕПО. Для альтернативного необеспеченного кандидата (Overnight Bank Funding Rate, OBFR) ARRC отметила высокую концентрацию участников и арбитражную природу ряда сделок соответствующего сегмента денежного рынка⁸.

Рабочая группа в Швейцарии определила SARON, обеспеченный индикатор рынка РЕПО, в качестве основного безрискового индикатора. Ранее были предприняты попытки по реформированию необеспеченного индикатора TOIS, однако снизившееся ниже критического уровня количество банков-контрибьюторов и дефицит заключаемых сделок на соответствующем сегменте денежного рынка привели ACI Suisse (администратора TOIS) к решению о прекращении публикации индикатора с 29 декабря 2017 года⁹.

Рабочая группа в Великобритании в апреле 2017 года определила необеспеченный индикатор SONIA в качестве основного безрискового индикатора. При выборе между SONIA и обеспеченным индикатором ключевую роль сыграло наличие активного рынка OIS-свопов на SONIA и существование дисконтной OIS-кривой, которая используется для переоценки, при этом выбор обеспеченного индикатора в качестве основного создавал бы дополнительные сложности перехода. При этом были отмечены некоторые преимущества обеспеченного индикатора: ряд участников признал сегмент обеспеченного кредитования более устойчивым сегментом денежного рынка с более широкой базой участников¹⁰.

В Европе соответствующая рабочая группа была образована в сентябре 2017 года. Ранее наиболее подходящим кандидатом считался необеспеченный индикатор EONIA, однако снижающиеся объемы и выявленная повышенная концентрация участников поставили вопросы о возможном несоответствии индикатора в его текущей форме требованиям европейского регулирования BMR. В феврале 2018 года администратор EONIA – EMMI объявил об отсутствии дальнейших планов по реформированию EONIA для достижения соответствия требованиям BMR, что автоматически делает невозможным выбор EONIA в качестве основного безрискового индикатора.

На текущий момент из выбранных рабочей группой потенциальных кандидатов наибольшей поддержкой рынка пользуется новый необеспеченный индикатор ESTER (Euro Short-Term Rate), разработанный Европейским Центральным Банком (ЕЦБ), при расчете которого будет учитываться более широкий спектр сделок и участников. В поддержку выбора ESTER в качестве основного

индикатора называют устойчивостью индикатора с точки зрения репрезентативности участников и объемов рынка, более низкую волатильность по сравнению с индикаторами РЕПО, а также доверие к администратору – ЕЦБ¹¹. Важным фактором также является необеспеченная природа индикатора, что сближает его с индикатором EONIA и упрощает переход индустрии от одного индикатора к другому¹².

Индикатор будет администрироваться и рассчитываться Европейским Центральным Банком, начиная с октября 2019 года.

2.5. Будущее индикаторов –IBOR

По мнению регуляторов, существующая картина «перевернутой пирамиды» несет в себе значительные системные риски, при этом нет оснований полагать, что ликвидность рынка необеспеченного межбанковского кредитования когда либо позволит рассчитывать значения индикаторов IBOR+ только на основе данных по заключаемым сделкам.

В ноябре 2017 года британский регулятор - Financial Conduct Authority (FCA) достиг договоренности с банками-контрибьюторами LIBOR о том, что банки добровольно обязуются предоставлять данные для расчета индикатора, в том числе по обновленной waterfall-методике, до конца 2021 года, при этом FCA не намерена использовать какие-либо меры воздействия на банки после 2021 года¹³. Таким образом, существование ставки LIBOR после 2021 года не гарантировано, в результате чего регуляторы во всем мире стимулируют участников к переходу на безрисковые индикаторы в качестве альтернативы -IBOR.

При этом, однако, не исключается, что индикаторы -IBOR продолжат существовать и использоваться и далее, особенно в случае их успешного реформирования в сторону IBOR+. Многие участники рынка обозначают свою заинтересованность в наличии индикаторов денежного рынка, включающих премию за кредитный риск банков¹⁴. В отчете Совета по финансовой стабильности прямо указано на то, что разные индикаторы могут быть использованы под разные задачи и потребности участников рынка.

Международная Ассоциация Свопов и Деривативов (ISDA) в настоящее время разрабатывает механизмы перехода на безрисковые индикаторы по существующим деривативным контрактам на случай прекращения расчета соответствующих -IBOR.

2.6. Срочные безрисковые индикаторы (term risk-free rates)

Поскольку для ряда задач требуются индикаторы срочностью более одного дня, то рабочие группы рассматривают также разработку срочных (срочностью более одного дня) безрисковых индикаторов на основе рынка OIS-свопов или фьючерсов на безрисковый индикатор. В тех случаях, когда указанные рынки являются более ликвидными по сравнению с рынком необеспеченного межбанковского кредитования на такие же сроки, срочные безрисковые индикаторы могут выступать более устойчивой альтернативой индикаторам -IBOR для использования в IRS-свопах и кредитных продуктах. Наличие в линейке срочных безрисковых индикаторов может оказаться существенным стимулом для перехода на них участников рынка вместо индикаторов -IBOR.

В то же время ликвидность рынка деривативов на безрисковый индикатор может не иметь такой устойчивый и глубокий характер, как ликвидность сегмента овернайт денежного рынка, на котором базируется расчет самого безрискового индикатора.

Совет по финансовой стабильности придерживается точки зрения, что в качестве альтернативы индикаторам -IBOR следует рассматривать более устойчивые и ликвидные безрисковые овернайт индикаторы, а не срочные безрисковые индикаторы, в то же время подчеркивается целесообразность использования срочных безрисковых индикаторов в некоторых случаях, например, на долговом рынке¹⁵.

3. Развитие российского рынка процентных деривативов

3.1. MosPrime+ и российские безрисковые индикаторы

Индикатор MosPrime Rate (далее – MosPrime) был создан в 2005 года под эгидой НВА (Национальная Валютная Ассоциация, реорганизована в 2015 году в форме присоединения к НФА) и достаточно быстро стал одним из основных индикаторов российского денежного рынка. MosPrime стал активно использоваться в качестве референсной плавающей ставки при размещении ценных бумаг, при выдаче коммерческих и ипотечных кредитов, в деривативных контрактах. В 2008 году Международная Ассоциация Свопов и Деривативов (ISDA) признала MosPrime в качестве справочной рублёвой процентной ставки, рекомендованной для использования при операциях с рублевыми финансовыми инструментами, в том числе с деривативами, на мировых валютных и денежных рынках. С 2006 года MosPrime внесен в ISDA Definitions.

Индикатор Mosprime является российским аналогом семейства индикаторов -IBOR, и обозначенные ранее проблемы данного семейства – расчет на основе индикативных котировок, низкая ликвидность соответствующего сегмента денежного рынка и наличие премии за кредитный риск – актуальны и для Mosprime. Помимо указанных недостатков можно выделить ряд локальных последствий кризиса 2008 года:

1. Высокая волатильность Mosprime в кризисный период 2008 года привела к снижению интереса на российском рынке к кредитам по плавающим ставкам и к инструментам хеджирования и, как следствие, к снижению ликвидности рынка деривативов;
2. Скандалы с манипулированием LIBOR привели к ужесточению внутренних процедур контроля иностранных банков в отношении их деятельности по формированию финансовых индикаторов, что привело к выходу ряда банков с иностранным капиталом из состава контрибьюторов MosPrime и заменой их российскими участниками¹⁶;
3. Ужесточение внутренних процедур контроля иностранных банков, снижение кредитного рейтинга ряда российских кредитных организаций, а также введение санкций в отношении некоторых из них привели к ограничению возможности дальнейшего расширения панели контрибьюторов MosPrime с условием сохранения гомогенности контрибьюторов по кредитному качеству.

Участниками рынка активно обсуждался вопрос возможной замены MosPrime. Особое внимание было уделено описанному выше мировому опыту, а именно тенденции перехода от индикативных индикаторов -IBOR к IBOR+ и безрисковым индикаторам, рассчитываемым на основе заключаемых сделок или торгуемых котировок, выставленных на организованных площадках.

По мнению авторов данной статьи, в настоящий момент наиболее подходящим кандидатом на роль основного российского безрискового индикатора является RUONIA. RUONIA является полностью торгуемым индикатором и рассчитывается Банком России на основе информации о сделках овернайт на рынке необеспеченного межбанковского кредитования (RUB MM overnight). Администратором индикатора является СРО НФА. Панель индикатора на 01.09.2018 включает в себя 30 банков, наиболее активных на данном сегменте рынка.

Тем не менее, существуют и другие индикаторы денежного рынка, которые могут претендовать на роль основного российского безрискового индикатора.

Московская Биржа анализирует возможность формирования на основе биржевого рынка РЕПО с ЦК и/или РЕПО с КСУ нового биржевого индикатора РЕПО, который мог бы стать основным обеспеченным индикатором российского денежного рынка. Сильными сторонами прототипов данного индикатора являются устойчиво растущие объемы сделок сегмента биржевого РЕПО с ЦК, а также широкая база участников, не ограничиваемая панелью банков-контрибьюторов. В линейке индикаторов РЕПО можно также упомянуть внебиржевой индикатор RUREPO, расчи-

тываемый на основе индикативных котировок внебиржевого сегмента РЕПО, который, однако, в текущем виде слабо востребован участниками и нуждается в реформировании.

Ряд участников обозначают заинтересованность в ключевой ставке Банка России как референсном индикаторе для кредитов по плавающим ставкам и деривативных контрактов. В пользу данного индикатора высказывается ряд аргументов: высокое доверие участников к индикатору, значение которого устанавливается Банком России, отсутствие рисков манипулирования и низкая волатильность. Существенным недостатком индикатора является его нерыночная, неторгуемая природа.

С точки зрения возможного реформирования индикатора MosPrime и перехода к MosPrime+ существуют ограничения как с точки зрения расширения панели контрибьюторов, так и с точки зрения добавления в расчет информации о сделках. По данным Банка России, с января по июль 2018 года среднедневной оборот рынка необеспеченного межбанковского кредитования срочностью три месяца составил 443.7 млн. руб., что не позволяет добиться принципиального улучшения методики формирования индикатора за счет включения информации о сделках в расчет (для сравнения - среднедневной объем сделок овернайт за тот же период, попавших в расчет RUONIA, составил 130.9 млрд. руб.).

Преимущества и недостатки перечисленных индикаторов можно наглядно проиллюстрировать с помощью таблицы ниже:

Табл. 2. Сравнительная таблица российских индикаторов.

Индикатор	MOSPRIME	RUONIA	MOEXREPO*	RUREPO	Ключевая ставка
Начало публикации	2005	2010	2014	2013	2013
Срочность	ON, 1W-6M	ON	ON	ON, 1W-1M	1W
Состав участников	Панель банков	Панель банков	Участники торгов	Панель банков	-
Кол-во участников	8	30	352	10	-
Природа индикатора	Необеспеч	Необеспеч	Обеспеч	Обеспеч	Необеспеч
Принцип расчета	Индикативный	Торгуемый	Торгуемый	Индикативный	Регуляторный
Высокая ликвидность	Нет	Да	Да	Да	Да
Необходимость реформирования	Да	Соответствует мировым тенденциям		Да	-
Доверие участников	Низкое	Высокое	Высокое	Среднее	Высокое
Есть рынок деривативов	Да	Да	Нет	Нет	Да
Аккредитация Банком России	Да	Ожидание	Нет	Нет	-

*В качестве индикатора биржевого РЕПО для иллюстрации использован MOEXREPO

Давайте теперь перейдем от вопроса базовой ставки к вопросу состояния рынка деривативов и попробуем сравнить достоинства и недостатки контрактов, торгуемых сейчас на рынке.

3.2. Российский рынок процентных деривативов

В настоящей статье мы ограничимся обзором сегмента рублевых процентных свопов, таких как процентный своп (IRS) и однодневный индексный своп (OIS), приводя данные по валютно-процентным свопам только в сравнительных целях. Для анализа текущего состояния рынка процентных деривативов в России были использованы данные Банка России¹⁷. Информация приведена в долларах США по курсу на дату заключения сделки.

В настоящее время MosPrime по-прежнему остается основным индикатором рынка процентных деривативов и демонстрирует в последнее время рост оборотов в рублевом сегменте процентных свопов, несмотря на обозначенные выше недостатки базового индикатора.

Объем открытых позиций рынка рублевых процентных свопов демонстрирует рост начиная с конца 2017 года, однако как абсолютный объем, так и доля открытых позиций с нефинансовыми организациями снижаются, что может говорить о сохраняющемся низком спросе со стороны корпораций на инструменты хеджирования процентных рисков.

Рисунок 1. Ежеквартальные обороты рынка процентных свопов по данным Банка России, млн. долл. США (по курсу на дату заключения сделки).

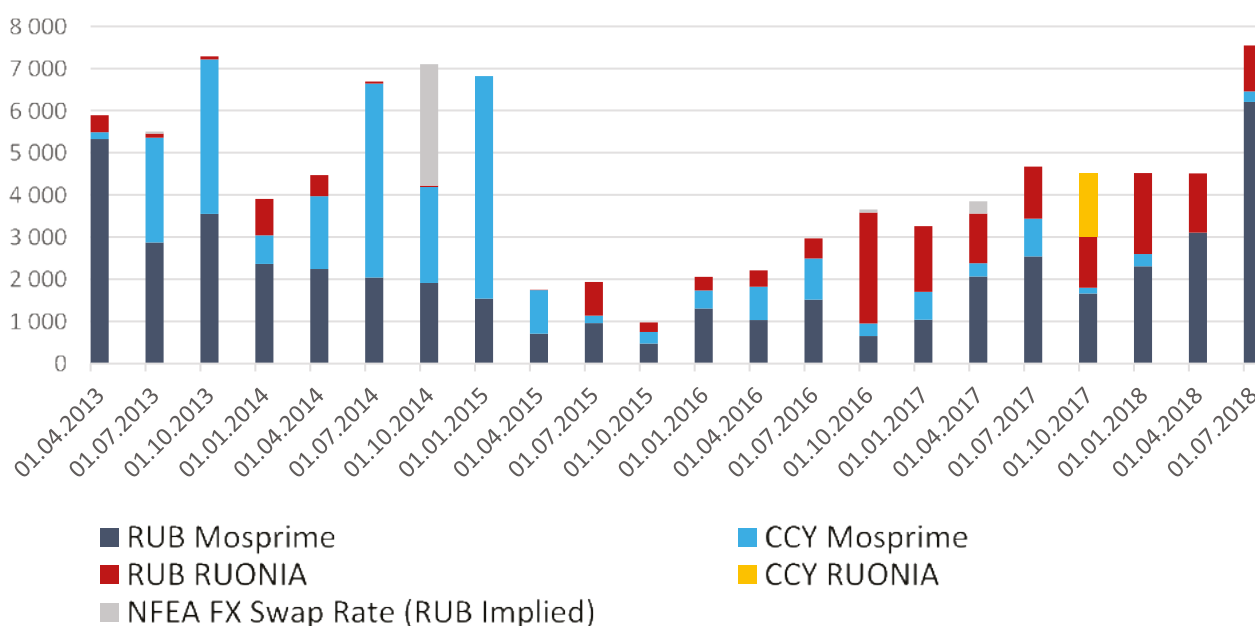
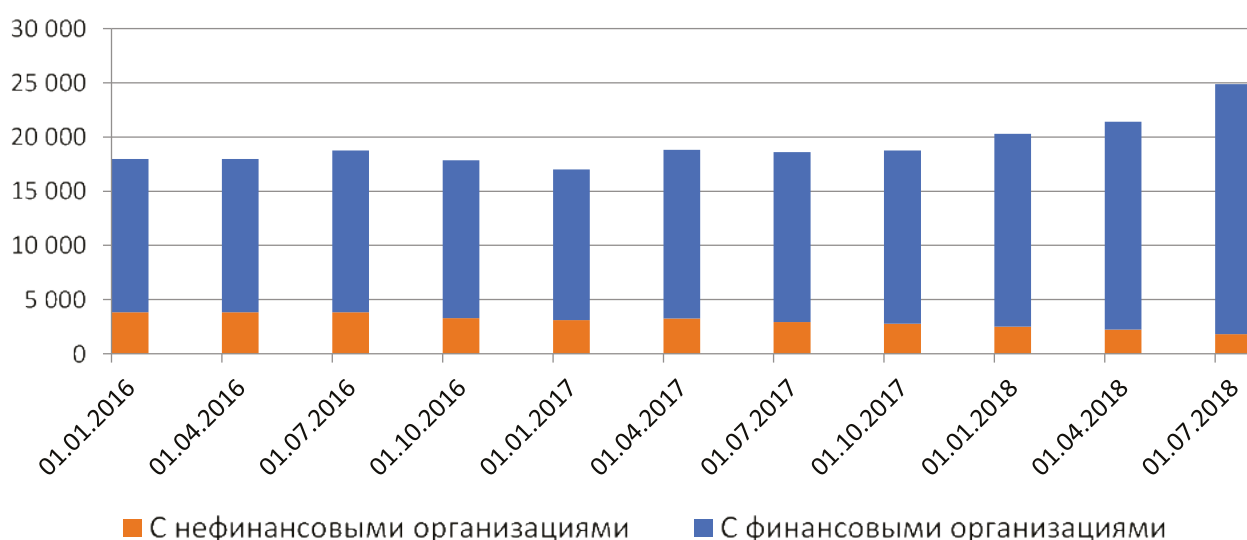


Рисунок 2. Брутто-объем открытых позиций в рублевых процентных свопах по данным Банка России, млн. долл. США (по курсу на дату заключения сделки).



Индикатор RUONIA является единственным российским безрисковым индикатором с относительно развитым рынком OIS-свопов на RUONIA. Ликвидность рынка в основном сосредоточена в сегменте до 1 года, что пока не позволяет говорить о возможности замены MosPrime на более длинных сроках. Тем не менее, дальнейшее развитие деривативного рынка на базе RUONIA является ожидаемой и соответствующей международной практике тенденцией.

Как уже было отмечено для развитых рынков, срочные безрисковые индикаторы на основе OIS-свопов на безрисковые овернайт индикаторы являются альтернативой –IBOR для использования в IRS-свопах и кредитных продуктах. СРО НФА с 2011 года рассчитывает индикатор рынка OIS-свопов на RUONIA (ROISfix) на основе индикативных котировок, объявляемых банками-контрибьюторами ROISfix. В настоящее время ликвидность рынка пока не позволяет перейти на расчет индикатора по заключенным сделкам или торгуемым котировкам на организованных площадках, однако для повышения ответственности выставления котировок применяется механизм проверочных сделок, при котором контрибьюторы в течение определенного периода времени после объявления котировки имеют обязательство заключить сделку по запросу другого контрибьютора¹⁸.

Ограниченная ликвидность рынка OIS-свопов на RUONIA выше 1 года пока не позволяет сформировать длинную OIS-кривую для целей оценки и дисконтирования даже на индикативной основе. Тем не менее, существует методика по удлинению OIS-кривой на RUONIA на основе данных рынка ОФЗ с переменным купоном, привязанным к RUONIA (флоатеры). Методика построения длинной OIS-кривой использует информацию об индикативных котировках OIS-свопов на RUONIA и торгуемых котировках флоатеров в биржевой книге заявок, при этом делается поправка на различную природу указанных рынков. По мере развития ликвидности рынка OIS-свопов предполагается включение в расчет информации о заключаемых на рынке сделках. Проект на текущий момент находится в стадии разработки промышленного решения и будет доступен на сайте СРО НФА.

Существует альтернативный подход к формированию срочных индикаторов исходя из временных рублевых ставок валютных FX-свопов. Данный подход иногда применяется на развивающихся рынках со слабо развитым сегментом процентных деривативов. При таком подходе на значение индикатора влияет баланс спроса и предложения в иностранной валюте на локальном рынке, в результате чего в периоды стресса значение вмененной рублевой ставки может быть сильно искажено.

В приведенной ниже сравнительной таблице дается оценка тем деривативным контрактам, которые, на взгляд авторов, наиболее соответствуют тенденциям мировой индустрии финансовых индикаторов, в том числе переходу на централизованный клиринг, и исключают влияние валютной составляющей на значение рублевой ставки.

Табл. 3. Рублевые процентные деривативные контракты.

Индикатор	IRS/Mosprime 3M	OIS/RUONIA	IRS/ROISfix 3M	OIS/индикатор РЕПО	IRS/KC
Ликвидность	<10	1-2 года	-	-	<5
Методика расчета базового индикатора	Индикативный	Торгуемый	Индикативный	Торгуемый	Устанавливается регулятором
Ликвидность рынка базового индикатора	Низкая	Высокая	Зависит от ликвидности рынка OIS-свопов на RUONIA	Высокая	-
Потенциал для развития	Низкий	Высокий	Высокий	Высокий	Средний
Преимущества	Рыночный стандарт	Соответствует мировым тенденциям по переходу на безрисковые индикаторы			Спрос со стороны клиентов
Основные ограничения	Ограничения базового индикатора	Отсутствие ликвидности OIS-рынка выше 1 года	Низкая ликвидность и спрос со стороны клиентов	Нет рынка	Ограничения базового индикатора
Востребованность клиентами	Средняя	Низкая	Низкая	-	Средняя
Центральный контрагент	Да	Да	Нет	-	Нет

4. Выводы

В настоящее время на российском рынке не существует консенсуса относительно того, какой из российских индикаторов должен стать новым рыночным стандартом для рынка деривативов вместо действующего стандарта - MosPrime. С одной стороны, незначительные объемы рынка рублевых процентных деривативов упрощают для рынка возможность перехода от одного рыночного стандарта к другому. С другой стороны, многообразие плавающих ставок приведет к размыванию и без того недостаточной ликвидности рынка, увеличению спредов и появлению базисного риска.

В отличие от развитых рынков российский рынок процентных деривативов не несет в себе угрозы для финансовой стабильности в силу своего размера. Основные усилия индустрии должны быть направлены на развитие и стимулирование данного сегмента рынка, в том числе через достижение рыночного консенсуса относительно базовых индикаторов. Определение надежного, репрезентативного, рассчитываемого по реальным сделкам и пользующегося доверием индустрии рыночного индикатора могло бы способствовать развитию кредитования по плавающим ставкам в привязке к данному индикатору и росту спроса на инструменты хеджирования.

В заключение хотелось бы сказать несколько слов о роли и функции Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам (ЭС СРО НФА) в процессе выбора безрискового индикатора денежного рынка и развития рынка процентных деривативов.

ЭС СРО НФА является постоянно действующим объединением ведущих экспертов финансовой индустрии на базе СРО НФА как администратора ряда индикаторов денежного рынка, однако круг обсуждаемых вопросов распространяется далеко за пределы линейки индикаторов СРО НФА. ЭС СРО НФА является эффективной площадкой для проведения работы по исследованию и оценке всего спектра российских индикаторов, выработки рыночного консенсуса в отношении основного безрискового индикатора и обсуждения вопросов развития рынка процентных деривативов на данный индикатор. Можно с уверенностью сказать, что ЭС СРО НФА выступает прямым аналогом соответствующих рабочих групп на развитых рынках по идентификации безрисковых индикаторов. В работе ЭС СРО НФА помимо представителей банковского сообщества и саморегулируемых организаций принимают участие представители Банка России, Московской биржи и вендоров. На наш взгляд, участие регулятора и организатора торгов в реализации, продвижении и финансировании проектов, направленных на развитие рынка процентных деривативов и индикаторов денежного рынка, является необходимым условием для построения эффективной системы управления процентным риском финансовой системы России и создания «длинных» денег в экономике.

Мы приглашаем для сотрудничества всех участников, заинтересованных в проводимой СРО НФА работе по развитию финансового рынка.

1 **Apanard (Penny) Prabha, Keith Savard, and Heather Wickramarachi.** *Deriving the Economic Impact of Derivatives: Growth through Risk Management.* March 2014.

2 **Speech by William C. Dudley, President and Chief Executive Officer, Federal Reserve Bank of New York.** *The Transition to a Robust Reference Rate Regime.* May 2018.

3 **Financial Stability Board.** *Reforming Major Interest Rate Benchmarks.* 2014.

В более позднем отчете **The Alternative Reference Rates Committee.** *Second Report.* March 2018 приведены обновленные данные: на конец 2016 номинальный объем рынка инструментов, базирующихся только на USD-LIBOR, составил около \$200 трлн.

4 **The Alternative Reference Rates Committee.** *Second Report.* March 2018. В отчете приводятся данные, согласно которым медианный дневной объем сделок сегмента денежного рынка, которому соответствует индикатор 3M USD-LIBOR, с октября 2016 года по июнь 2017 года составил менее \$1 млрд., при этом в состав контрибьюторов USD-LIBOR входит только половина банков, данные по которым попали в расчет объемов.

- 5 Число банков-контрибьюторов EURIBOR с 2013 года снизилось с 43 до 20
- 6 **ICE Benchmark Administration.** *ICE LIBOR Evolution Report.* 2018.
- 7 **The European Money Markets Institute (EMMI).** *Consultation Paper on a Hybrid methodology for EURIBOR.* March 2018.
- 8 **The Alternative Reference Rates Committee.** *Second Report.* March 2018.
- 9 **The National Working Group on Swiss Franc Reference Rates.** *Summary of reform efforts until 2016.* October 2016.
- 10 **The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates.** *SONIA as the RFR and approaches to adoption.* June 2017.
- 11 **The European Central Bank (ECB).** *The first public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates: summary of responses.* 2018.
- 12 Номинальный объем рынка инструментов на EONIA оценивается в \$25 трлн.
- 13 **Speech by Andrew Bailey, Chief Executive of the FCA, at Bloomberg London.** *The future of LIBOR.* 27 July 2017.
- 14 **ICE Benchmark Administration.** *ICE LIBOR Evolution Report.* 2018.
- 15 **Financial Stability Board.** *Interest rate benchmark reform - overnight risk-free rates and term rates.* 2018.
- 16 Число банков-контрибьюторов MosPrime с иностранным участием с 2013 года снизилось с 7 до 2.
- 17 Основные показатели валютного рынка РФ (по методологии Банка международных расчетов), <https://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=finr>
- 18 Аналогичный механизм применяется для индикатора MosPrime, а также на других рынках, например, в методике расчета индикатора Tel Aviv Inter-Bank Offered Rate (Telbor) в Израиле.