

# Индикаторы и процентные деривативы

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК

Владимир Черемисин  
+7 (495) 980-98-74 x135 | cvv@nfa.ru

18.04.2019 - 19.04.2019 | Международный Банковский Форум “КАЗНАЧЕЙСТВО 2019”

В [программе](#) Форума был представлен ряд панельных дискуссий, посвященных вопросам управления процентным риском и развитию индикаторов и инструментов в привязке к индикаторам.



### Внедрение Базельского стандарта по процентному риску банковской книги

- (1) [Базельский стандарт](#) по процентному риску банковской книги определяет два *стандартизированных* подхода к измерению величины процентного риска в шоковых сценариях изменения процентных ставок:
  - На основе изменения экономической стоимости капитала ( $\Delta EVE$ );
  - На основе изменения чистого процентного дохода ( $\Delta NII$ );
- (2) Базельский стандарт требует от регулятора определения критериев для выявления банков с *потенциально* избыточным уровнем процентного риска;
- (3) В целях внедрения базельских требований Банк России разработал и опубликовал осенью 2018 года [проект Положения](#) для консультаций с участниками рынка;
- (4) В первоначальной версии проекта предлагалось *однозначно* оценивать процентный риск как высокий при превышении одним из показателей процентного риска пороговых значений: 15% для  $\Delta EVE$  и 20% для  $\Delta NII$ ;
- (5) Указанная однозначная оценка процентного риска могла иметь нежелательные пруденциальные последствия в рамках [оценки](#) экономического положения банков;
- (6) С учетом полученной обратной связи Банк России выразил готовность внести ряд изменений в проект документа, в том числе:
  - Изменить статус документа на рекомендательный на первом этапе внедрения;
  - Смягчить формулировки в части однозначной оценки уровня процентного риска;
  - Учесть полученные предложения по расчету стандартизированных показателей;
- (7) Обновленная версия проекта документа ожидается во втором квартале 2019 года;
- (8) Банк России планирует актуализировать действующую нормативную базу в части оценки экономического положения банков и порядка расчета рыночного риска;
- (9) В будущем стандартизированные показатели процентного риска лягут в основу оценки экономического положения банков;
- (10) Опрошенные банки выразили готовность к технической реализации расчета показателей процентного риска в течение 1 года, в то время как изменение структуры баланса может потребовать больше времени;
- (11) Для управления структурой баланса и снижения процентного риска банки могут применять следующие механизмы:
  - Увеличение доли кредитов по плавающим ставкам;
  - Удлинение срочности пассивов;
  - Использование процентных деривативов;
- (12) Наиболее эффективным механизмом для крупных российских банков на данном этапе является увеличение доли кредитов по плавающим ставкам;
- (13) Развитие практики кредитования по плавающим ставкам приведет к перераспределению процентного риска с банковских на корпоративные балансы;
- (14) Существует точка зрения, что шок процентных ставок в масштабах 2014 года и в условиях дефицита инструментов хеджирования процентного риска может привести к росту корпоративных дефолтов;
- (15) Положительным итогом введения нового регулирования станет повышение статуса вопросов управления процентным риском и привлечение к ним внимания руководства банков.



## Формирование длинных денег в экономике и развитие рынка ПФИ

- (1) Институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании и т.д.) являются одним из основных источников длинных денег в развитых экономиках;
- (2) Российские институциональные инвесторы зачастую ориентированы на краткосрочный результат и не имеют опыта долгосрочного инвестирования;
- (3) Доступ к длинным деньгам иностранных инвесторов через выпуск облигаций в условиях санкций ограничен;
- (4) Российские банки принимают повышенный процентный риск, выдавая длинные кредиты по фиксированным ставкам в условиях недостатка длинных пассивов;
- (5) Ожидаемое введение нового регулирования процентного риска для банков приведет к дополнительному удорожанию стоимости длинного финансирования;
- (6) Развитие практики применения банками процентных деривативов для хеджирования процентного риска требует наличия встречной ликвидности (*получателей фиксированной ставки*) в достаточном объеме;
- (7) Пенсионные фонды на развитых рынках обладают натуральной длинной позицией по процентному риску и являются источником встречной ликвидности для банков;
- (8) Российские НПФ не имеют опыта и заинтересованности в использовании процентных деривативов;
- (9) Существует точка зрения, что введение регулирования процентного риска для институциональных инвесторов может стимулировать использование ими процентных деривативов для хеджирования;
- (10) Другим источником встречной ликвидности для банков на рынке деривативов могли бы стать держатели рублевых облигаций с плавающим купоном (*флоатеров*), желающие зафиксировать ставку;
- (11) Эмиссия длинных рублевых флоатеров в привязке к рыночному индикатору и в достаточном объеме может стимулировать развитие рынка процентных деривативов;
- (12) Кредитование по плавающим ставкам могло бы снизить процентный риск для банков, однако большинству долгосрочных проектов требуется фиксированная ставка;
- (13) Стоимость длинного кредита по фиксированной ставке с учетом стоимости хеджирования оказывается для большинства проектов слишком высокой без субсидирования со стороны государства;
- (14) В рамках Фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ действует практика субсидирования государством роста ключевой ставки (сделка кэп);
- (15) Необходима координация взаимодействия участников рынка и государственных органов с целью стандартизации проектной документации и условий финансирования инфраструктурных проектов;
- (16) Тактической задачей индустрии является развитие ликвидности рынка процентных деривативов и практики хеджирования процентного риска на сроки обычного коммерческого кредитования от 1 до 5 лет.



## Денежный рынок и процентные деривативы: синергетическое развитие

- (1) Экспертный Совет СРО НФА по индикаторам и ставкам (ЭС СРО НФА) является центром компетенции на российском рынке по вопросам развития индикаторов и привязанных к ним инструментов;
- (2) Большинство членов ЭС СРО НФА высказывается в поддержку парадигмы множественности индикаторов и эволюционного подхода к развитию системы индикаторов;
- (3) RUSFAR – новый индикатор Московской биржи, формируемый на основе сделок и заявок рынка РЕПО с КСУ (облигации) на срок от ON до 3М;
- (4) РЕПО с КСУ является наиболее динамично развивающимся сегментом биржевого рынка РЕПО, на котором активно работают корпоративные участники;
- (5) Участники рынка обеспеченного финансирования вынуждены принимать базисные риски при использовании инструментов в привязке к межбанковским индикаторам;
- (6) Развитие рынка инструментов в привязке к RUSFAR позволит таким участникам избежать базисного риска, однако необходимо учитывать ограничения:

- Различия в составе участников РЕПО с ЦК и РЕПО с КСУ создает базис между указанными сегментами рынка РЕПО;
  - Ликвидности рынка РЕПО на длинных сроках пока недостаточно несмотря на наличие тенденции удлинения сроков РЕПО;
- (7) Рынок процентных деривативов в привязке к MosPrime Rate пока остается наиболее ликвидным сегментом рынка рублевых процентных деривативов;
  - (8) Рынок деривативов в привязке к ключевой ставке Банка России (КС) демонстрирует динамичный рост благодаря развитой базе плавающих кредитов в привязке к КС и высокой корреляции КС со стоимостью фондирования для банков;
  - (9) Московская биржа планирует добавить в 2019 году IRS на КС в двух конвенциях, OIS на RUSFAR ON и IRS на RUSFAR 3M в линейку продуктов секции СПФИ;
  - (10) Множественность индикаторов и недостаточная ликвидность рынка процентных деривативов приводят к появлению на балансах участников [базисных рисков](#);
  - (11) Использование в инструментах административно устанавливаемой КС вместо рыночных индикаторов может создавать специфические базисные риски;
  - (12) Риски отрицательной переоценки и стремление к стабильности финансового результата ограничивают банки в возможности принимать базисные риски;
  - (13) Существует точка зрения, что имеет смысл стимулировать не только хеджерскую, но и спекулятивную активность институциональных инвесторов.



### Развитие кредитования с плавающими ставками

- (1) Доля корпоративных кредитов по плавающим ставкам в России [составляет](#) 15-20%, что значительно ниже уровня развитых рынков, например в Европе - более 80%;
- (2) В последние несколько лет объем и доля рублевых плавающих кредитов растёт, доходя у лидеров рынка до 50% кредитного портфеля;
- (3) Основным индикатором для привязки плавающих кредитов в рублях является ключевая ставка Банка России (КС);
- (4) Развитие кредитования по плавающим ставкам в привязке к КС связано с рядом факторов, явившихся следствием шока процентных ставок 2014 года:
  - Спрос со стороны крупных банков на залоговое финансирование в Банке России, ставка по которому была привязана к КС;
  - Популяризация рядом банков плавающих кредитов вследствие снижения аппетита к процентному риску и желания повысить прозрачность отношений с клиентами;
  - Желание клиентов монетизировать ожидаемое после шока снижение ставок;
- (5) Еще одним фактором роста стала практика субсидирования государством кредитов в ряде отраслей с привязкой субсидии к КС;
- (6) Внедрение базельского регулирования процентного риска может придать дополнительный импульс развитию рынка плавающего кредитования;
- (7) С профессиональной точки зрения рыночные индикаторы предпочтительнее КС, однако на текущий момент они не пользуются доверием корпоративных клиентов по ряду причин:
  - Непрозрачность формирования для небанковских участников;
  - Уязвимость индикаторов, формируемых на основе индикативных котировок, к манипулированию;
  - Высокая волатильность рыночных индикаторов в периоды шока ставок;
- (8) Банки предлагают или планируют предлагать клиентам инструменты хеджирования в привязке к КС, в том числе нелинейные (сделки кэп, флор и их комбинации);
- (9) Недостаточная ликвидность рынка деривативов на КС вынуждает банки использовать инструменты на MosPrime Rate для хеджирования своих портфелей и принимать базисный риск;
- (10) В условиях множественности индикаторов и дефицита ликвидности рынка процентных деривативов принятие и управление базисным риском является прямой компетенцией банковских десков;
- (11) Новый индикатор RUSFAR вызывает интерес участников рынка, однако для начала широкого применения рыночных индикаторов в кредитовании необходима координация усилий и системная работа всех заинтересованных сторон.

## 25.04.2019 | [Проект](#) указания Банка России

Проект указания наделяет фонды правом *самостоятельно* размещать пенсионные резервы без привлечения УК в разрешенные для включения в состав пенсионных резервов активы, в том числе ПФИ.

## 18.04.2019 | Начало публикации индикатора [RUSFAR](#)

## 11.04.2019 | Заседание ЭС СРО НФА по индикаторам и ставкам ([протокол](#))

## 20.03.2019 | [Проект](#) постановления Правительства Российской Федерации

Проект постановления вносит изменения в стандарты раскрытия информации о государственных ценных бумагах для обеспечения возможности эмиссии ОФЗ-ПК [нового формата](#).

# МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ

## 16.05.2019 | Две новые консультации ISDA для рынка деривативов

**-IBOR** – семейство индикаторов межбанковского рынка (interbank offered rates): LIBOR, EURIBOR, ...

**RFR** – безрисковые овернайт индикаторы (risk free rates): SOFR, €STR, SONIA, ...

**FSB** – Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board)

**FCA** – Управление по финансовому регулированию и надзору (UK Financial Conduct Authority)

**ARRC** – рабочая группа по альтернативным индикаторам при Федеральном резерве (Alternative Reference Rates Committee)

**LCH, CME** – крупнейшие клиринговые организации рынка деривативов

### [Консультация по резервным положениям:](#)

- (1) ISDA разрабатывает резервные положения (*fallback provisions*) для включения в деривативную документацию на случай прекращения публикации -IBOR на *постоянной* основе (*триггер прекращения*);
- (2) Действующая редакция ISDA Definitions предписывает при отсутствии опубликованного значения -IBOR запрашивать соответствующие котировки у дилеров;
- (3) Согласно новому подходу при срабатывании триггера прекращения будет активирован переход от -IBOR на индикаторы RFR;
- (4) Для замены -IBOR на RFR требуется две корректировки: (a) на срочность; (b) на риск-премию;
- (5) В 2018 году ISDA провела консультацию для отдельных валют и индикаторов, большинство участников рынка [поддержало](#) следующий вариант перехода:  
IBOR → <sup>(a)</sup>Compounded RFR + <sup>(b)</sup>Historical spread;
- (6) Новая консультация является дополнением к консультации 2018 года и затрагивает в том числе USD-LIBOR;
- (7) Регуляторы призывают участников самостоятельно переходить от IBOR к RFR не дожидаясь активации резервных положений;

- (8) Корректировки начнут рассчитываться и публиковаться выбранным ISDA вендором ориентировочно к концу 2019 года после консультаций с участниками рынка по итоговым параметрам расчета;
- (9) Обновленные ISDA Definitions и протокол для включения резервных положений в существующие контракты будут подготовлены ориентировочно к концу 2019 года;
- (10) LCH и CME подтвердили наличие в правилах клиринга возможности включить новые резервные положения в существующие контракты, переданные на клиринг;

### [Консультация по триггерам:](#)

- (11) Выход контрибьюторов из панели LIBOR после 2021 года [может привести](#) к потере репрезентативности индикатора;
- (12) Заявление FCA о нерепрезентативности LIBOR (*триггер репрезентативности*) с продолжением публикации нерепрезентативного индикатора (*Zombie LIBOR*) является одним из возможных сценариев после 2021 года;
- (13) ARRC [рекомендует](#) участникам долговых и кредитных рынков включать триггер репрезентативности в резервные положения для новых продуктов;
- (14) Использование разных триггеров для деривативов и кредитных и долговых продуктов приведет к рассогласованию захедрованных позиций в сценарии “Zombie LIBOR”;
- (15) LCH и CME указали на возможность применения триггеров репрезентативности по переданным на клиринг контрактам вне зависимости от включения их в ISDA Definitions;
- (16) В марте 2019 года FSB [обратился](#) к ISDA с просьбой рассмотреть возможность добавления триггеров репрезентативности в резервные положения для деривативов.