

Реформа LIBOR

Пандемия COVID-19 не оказала значительного влияния на реформу LIBOR

Ожидания возможного переноса дедлайна для LIBOR не оправдались - после восстановления финансовых рынков в апреле 2020 года тема реформы индикаторов и отказа от LIBOR вернулась в повестку обсуждений.

До начала пандемии COVID-19 темпы реформы задавали официальный сектор и участники рынка в Великобритании, где еще в начале 2020 года была поставлена амбициозная задача отказаться к концу 3 квартала 2020 года от практики кредитования в привязке к GBP-LIBOR.

Поставленные сроки с самого начала вызывали у некоторых наблюдателей сомнения с точки зрения выполнимости, поэтому на фоне COVID-19 было принято вполне закономерное решение об их переносе. Тем не менее, официальный сектор сохранил твердую установку на отказ от LIBOR к концу 2021 года.

Перенос сроков и некоторое снижение активности рабочей группы в Великобритании были компенсированы значительным ростом активности в США.

Многие участники по-прежнему полагают, что сроки прекращения публикации LIBOR могут быть перенесены

Согласно исследованию банка Barclays, 47% респондентов ожидают задержки сроков прекращения публикации LIBOR после 2021 года, при этом еще 20% предполагают, что LIBOR продолжит существовать и далее.



The central assumption that firms cannot rely on LIBOR being published after the end of 2021 has not changed and should remain the target date for all firms to meet.

Impact of the coronavirus on firms' LIBOR transition plans (Map-2020)



By the end of Q3 2020 lenders should be in a position to offer non-LIBOR linked products to their customers;

After the end of Q3 2020 lenders, working with their borrowers, should include clear contractual arrangements in all new and re-financed LIBOR-referencing loan products to facilitate conversion ahead of end-2021, through pre-agreed conversion terms or an agreed process for renegotiation, to SONIA or other alternatives; and

All new issuance of sterling LIBOR-referencing loan products that expire after the end of 2021 should cease by the end of Q1 2021.

Further statement from the RFRWG on the impact of Coronavirus on the timeline for firms' LIBOR transition plans (Apr-2020)



Полезные ссылки

[Impact](#) of the coronavirus on firms' LIBOR transition plans (совместное заявление FCA, Банка Англии и рабочей группы RFRWG, Map-2020)

[Further statement](#) from the RFRWG on the impact of Coronavirus on the timeline for firms' LIBOR transition plans (Apr-2020)

[Опрос](#) Barclays по индикаторам (Twitter)

Рекомендации ARRC (1 из 2)

Рабочая группа в США* опубликовала рекомендации по переходу от LIBOR на SOFR

Кредиты

ARRC предлагает участникам к концу 3 квартала 2020 года перейти на использование жесткой формы резервных положений (*hardwired fallbacks*) в *новых* кредитах на LIBOR.

Рекомендация направлена на ограничение роста количества кредитов в привязке к LIBOR с использованием гибкой формы резервных положений, которые после активации резервных условий одновременно потребуют переговорной работы.

ARRC планирует в июне 2020 года опубликовать обновленную версию жесткой формы резервных положений для кредитов с учетом полученного опыта использования SOFR.

Дополнительно ARRC рекомендует при использовании *гибкой формы* резервных положений в кредитах на LIBOR, в которых одна из сторон обладает правом выбора альтернативного индикатора, раскрывать планируемый индикатор и кредитную поправку не позднее чем за 6 месяцев до начала его использования.

Документ не содержит рекомендаций по срокам начала практики кредитования в привязке к SOFR. Вместо этого документ содержит рекомендацию для внешних разработчиков IT-систем обеспечить поддержку использования SOFR в различных конвенциях, что является необходимым, но не достаточным условием для развития новой практики.

*Alternative Reference Rates Committee (ARRC)

Сравнение рекомендаций для кредитов на LIBOR в разных странах:

	RFRWG (UK)	ARRC (US)	НФА (RU) - проект
4KB 2020	В <u>новые</u> кредиты на GBP-LIBOR должны быть включены резервные положения	В <u>новые</u> кредиты на USD-LIBOR должны быть включены резервные положения в <u>жесткой</u> форме	В <u>новые</u> кредиты на LIBOR рекомендуется включать резервные положения
1KB 2021			
2KB 2021	Прекращение использования GBP-LIBOR в <u>новых</u> кредитах	<ul style="list-style-type: none"> Прекращение использования USD-LIBOR в <u>новых</u> кредитах Раскрытие информации о планируемом резервном индикаторе за 6 месяцев до начала его использования 	<ul style="list-style-type: none"> Прекращение использования LIBOR в <u>новых</u> кредитах (письмо ЦБ от 25.05.2020) Снижение к концу 2021 года кол-ва кредитов в привязке к LIBOR путем замены индикатора
3-4KB 2021			



There are more than 10,000 syndicated loans outstanding, so executing a large number of amendment fallbacks even in a benign market would be challenging. (And markets may well be unsettled when LIBOR ends; imagine attempting to execute 10,000 fallback amendments in a market disruption akin to March 2020!) [...] The ARRC will publish refreshed and very useable loan hardwired fallback language in June.

Loan Syndications & Trading Association (LSTA), комментарий к рекомендации об использовании жесткой формы резервных положений в кредитах

Рекомендации ARRC (2 из 2)

Деривативы

Основная часть рекомендаций адресована дилерам и направлена на повышение ликвидности рынка деривативов на SOFR.

Остальным участникам помимо рекомендации присоединиться к ISDA Fallback Protocol также рекомендуется прекратить к середине 2021 года практику заключения сделок на LIBOR, которые приводят к увеличению LIBOR-риска, за исключением сделок, заключаемых с целью управления рисками существующей позиции на LIBOR.

ARRC в сноске делает оговорку о преимуществах некоторых метрик риска над другими, а также что дилеры могут быть не осведомлены о целях заключения сделки на LIBOR клиентом.

Сроки прекращения публикации LIBOR

В документе еще раз подтверждается наличие неопределенности сроков прекращения LIBOR со стороны официального сектора и допускается вероятность переноса дедлайна для LIBOR.

По тексту предполагается, что решение FCA о переносе может быть принято **не позднее середины 2021 года**. Упоминание FCA означает, что речь может идти либо о новой договоренности FCA с контрибьюторами, либо о намерении регулятора пользоваться правом “принуждения” (*mandatory contribution*) после 2021 года.

Обращает на себя внимание тот факт, что ARRC не упоминает о возможности для IBA (*администратора LIBOR*) договориться с контрибьюторами LIBOR об их участии после 2021 года. Ранее представители FCA указывали, что судьба LIBOR после 2021 года зависит от администратора и контрибьюторов.



The ARRC also recognizes that the timing of any official-sector statements about the end of LIBOR is uncertain. In light of this uncertainty, the ARRC recommends that, in the absence of any statement before June 30, 2021 from the FCA that LIBOR will continue past 2021, market participants act on the assumption that LIBOR will end as of December 31, 2021.

Рекомендации ARRC (Май-2020)



Полезные ссылки

[Рекомендации ARRC \(Май-2020\)](#)

Дополнительные материалы от ARRC:

[План работы ARRC на 2020 год](#)

[Графическая схема](#) с указанием ключевых дат

[Вопросы и ответы \(FAQ\)](#), ред. от 02 июня 2020

[Комментарии LSTA](#) к рекомендациям ARRC

LIBOR в период кризиса (1 из 2)

Решение об ускорении реформы связано в том числе с анализом динамики LIBOR в марте 2020

Контрибьюторы LIBOR определяют предоставляемые ими для расчета индикатора значения на основе сделок необеспеченного заимствования через следующие инструменты:

- Необеспеченные срочные депозиты
- Коммерческие бумаги (commercial paper, CP)
- Депозитные сертификаты (certificate of deposit, CD)

Если сделок требуемой даты и срочности (■ Уровень 1) недостаточно, то используются интерполированные данные по сделкам предыдущих дней или другой срочности (■ Уровень 2), либо экспертная оценка (■ Уровень 3).

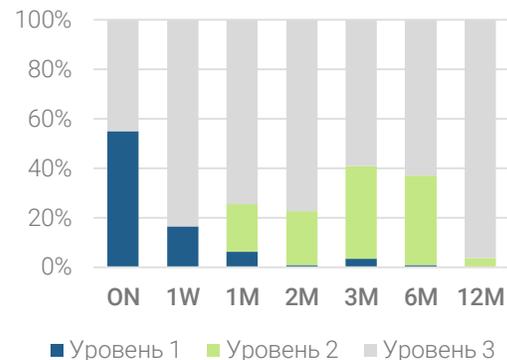
Фонды денежного рынка через покупку коммерческих бумаг и депозитных сертификатов являются важным источником необеспеченного финансирования в долларах США для банков.

Рынок коммерческих бумаг в марте 2020 года

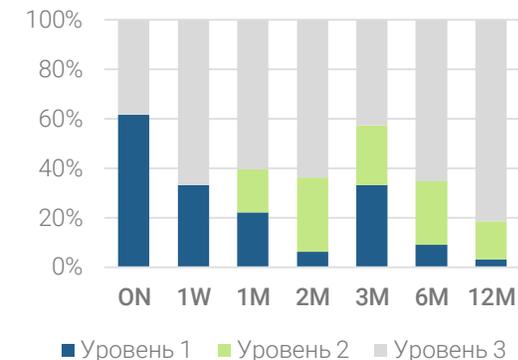
В марте 2020 года фонды денежного рынка, инвестирующие в коммерческие бумаги, столкнулись с резким оттоком средств в пользу безрисковых инструментов.

В результате активность на первичном рынке коммерческих бумаг значительно снизилась из-за отсутствия спроса. В условиях низкой ликвидности значения LIBOR определялись на основе интерполированных и индикативных данных, при этом высокие ставки рынка отражались на значении LIBOR.

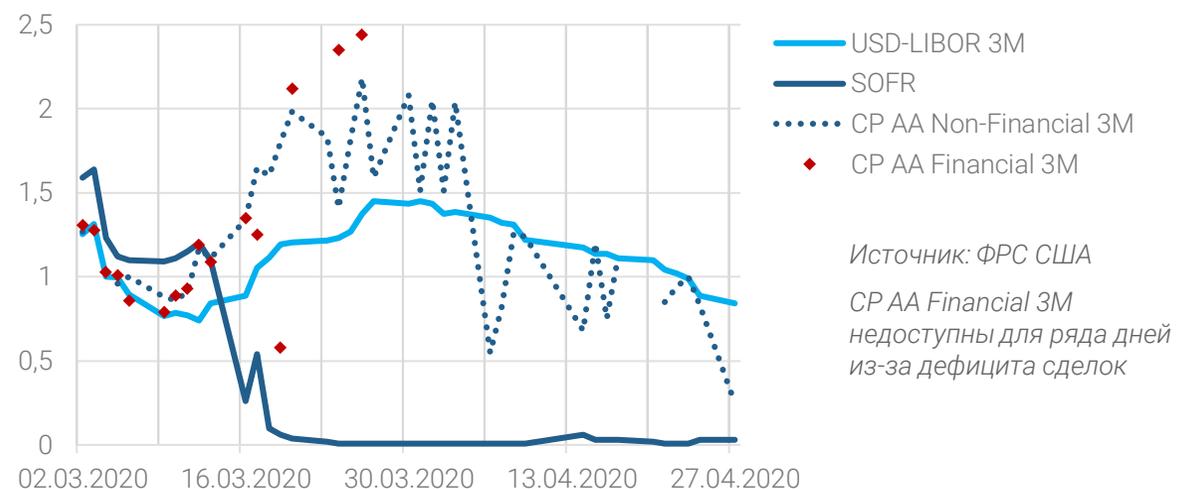
USD-LIBOR (16-20 марта 2020):
дефицит срочных сделок



USD-LIBOR (13-17 апреля 2020):
улучшение ситуации



Источник: ICE Benchmark Administration, статистика формирования LIBOR (адаптировано)

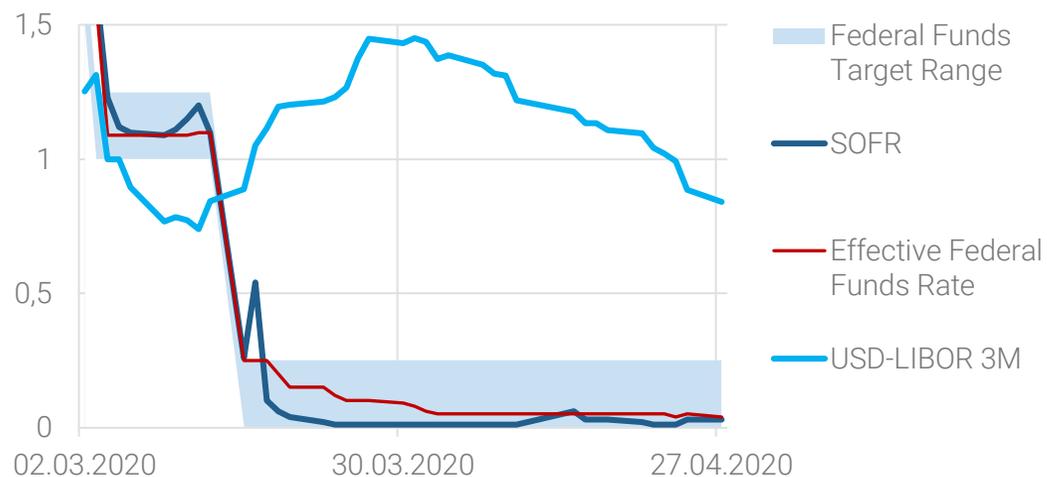


LIBOR в период кризиса (2 из 2)

Регуляторы увидели в ситуации с LIBOR подтверждение необходимости отказа от него

Ситуация на рынке коммерческих бумаг не оказала значительного влияния на положение с ликвидностью банков, однако повлияла на формирование LIBOR. С учетом широкого использования LIBOR в финансовых инструментах и кредитовании это влияние быстро распространилось на другие сегменты финансового рынка и реальный сектор экономики.

После значительного снижения ставок центральными банками заемщики наоборот столкнулись с ростом стоимости заимствования. Таким образом, широкое использование LIBOR в инструментах снижает эффективность механизмов трансмиссии кредитно-денежной политики центральных банков.



Recent market volatility has highlighted the long-standing weaknesses of Libor benchmarks, which remain in widespread use. Libor rates – and hence costs for borrowers – rose as central bank policy rates fell, and underlying market activity was low. This has reinforced the importance of completing the transition to alternative rates by end-2021.

Bank of England, Interim Financial Stability Report (Май-2020)



The episode was also a reminder that disruptions to short-term unsecured funding markets can quickly spill over to other financial market segments and to the real economy through their effects on widely used interest rate benchmarks.

BIS Bulletin, No 14 (Май-2020)



Полезные ссылки

Анализ ситуации на денежных рынках в марте 2020 года:

Банк Англии, [Interim Financial Stability Report](#) (Май-2020)
BIS Bulletin, [No 14](#) (Май-2020)

ICE LIBOR:

[Методика](#) формирования LIBOR

[Статистика](#) формирования LIBOR (см. *ICE LIBOR Reports, Weekly Reports*)

[Статистика](#) ФРС США рынка коммерческих бумаг

Индикатор с кредитной составляющей (1 из 2)

Опросы зафиксировали снижение доверия участников рынка к SOFR

Проведенный банком Barclays в конце мая 2020 года опрос участников рынка показал, что для 40% респондентов расширение кредитных спредов в марте 2020 года снизило привлекательность SOFR как индикатора для использования в инструментах из-за отсутствия кредитной добавки.

Разработка динамической кредитной добавки к SOFR

В феврале 2020 года финансовые регуляторы США под влиянием региональных банков США сформировали рабочую группу (**Credit Sensitivity Group**) для обсуждения вопросов замены LIBOR в кредитовании. Работа группы будет структурирована в два этапа:

1. На первом этапе будет проведена серия рабочих обсуждений с широким кругом банков и заемщиков для определения потребностей и поиска вариантов решения.
2. На втором этапе рабочая группа предполагает рекомендовать *определенный* индикатор или кредитную добавку.

В упомянутом выше опросе Barclays 56% респондентов полагают, что переход может быть отложен до обнародования результатов работы сформированной рабочей группы, что демонстрирует чрезвычайно высокий спрос на проводимую работу.

В отличие от США, представители официального сектора в Великобритании заявляли об отсутствии запроса на подобную динамическую кредитную добавку.



The [Credit Sensitivity Group] workshops aim to build a shared understanding of the challenges that banks of all sizes and their borrowers may have in transitioning loan products from LIBOR. They will also explore methodologies to develop a robust lending framework that considers a credit sensitive rate/spread that could be added to the Secured Overnight Financing Rate.

Transition from LIBOR: Credit Sensitivity Group Workshops



Some members asked questions about the Credit Sensitivity Group's (CSG) work. Federal Reserve staff reminded members that the CSG's work to consider a credit sensitive rate element in the lending markets as a supplement to SOFR is separate from and supportive of the work of the ARRC [...]

Протокол заседания ARRC от 04 мая 2020



Полезные ссылки

Письма региональных банков США регуляторам: [Сен-19](#) и [Фев-20](#)
[Информация](#) о Credit Sensitivity Group на сайте ФРБ Нью-Йорка
Credit Sensitivity Group [Workshop 1](#) (Июнь-2020)
[Опрос](#) Barclays по индикаторам (Twitter)
СРО НФА "[Кредитование в привязке к SOFR](#)" (Фев-2020)

Индикатор с кредитной составляющей (2 из 2)

Среди альтернатив: ICE Bank Yield Index, AMERIBOR и индикатор на основе CDS

1. ICE Bank Yield Index

В мае 2020 года ICE выпустила очередное обновление информации по прототипу индикатора ICE Bank Yield Index (BYI) с анализом его динамики в марте 2020 года в сравнении с LIBOR.

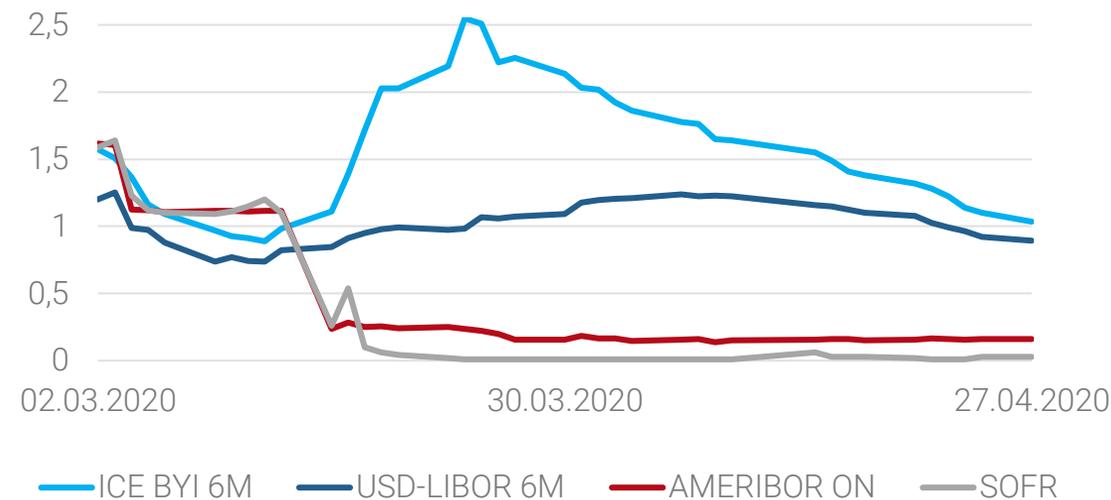
В марте 2020 года на длинных сроках наглядно проявились различия между LIBOR и ICE BYI. В условиях дефицита сделок срочного необеспеченного заимствования расчет LIBOR был основан на индикативных котировках, в то время как расчет ICE BYI был основан на сделках с облигациями, доходности которых значительно превышали индикативные уровни денежного рынка.

2. AMERIBOR

Сторонники AMERIBOR воодушевились ответом главы ФРС США Джерома Пауэлла на запрос одного из сенаторов относительно AMERIBOR. Глава ФРС США подтвердил, что рекомендации ARRC и использование SOFR являются добровольными, при этом использование AMERIBOR может полностью подходить для некоторых банков, но не для всех.

3. Использование CDS

В прессе появились сообщения о намерениях агентства IHS Markit, обладающего большим пулом данных рынка CDS, построить динамическую кредитную добавку на основе этой информации, что может стать еще одним вариантом для рассмотрения.



While [Ameribor] is a fully appropriate rate for the banks that fund themselves through the American Financial Exchange (AFX) or for other similar institutions for whom Ameribor may reflect their cost of funding, it may not be a natural fit for many market participants.

Ответ главы ФРС США на запрос относительно AMERIBOR (Май-2020)



Полезные ссылки

[Прототип ICE BYI](#), обновления: [Апр-19](#), [Июл-19](#), [Окт-19](#), [Май-20](#)
[Ответ](#) главы ФРС США на запрос относительно AMERIBOR (Май-2020)
[Risk.Net](#) "Markit plans SOFR credit spread add-on using CDS data"
 СРО НФА "[Кредитование в привязке к SOFR](#)" (Фев-2020)

Сложные для замены LIBOR сделки (1 из 2)

Рабочие группы пытаются найти решение для сложных для замены LIBOR сделок

В ряде случаев в условия сделки в привязке к LIBOR затруднительно или практически невозможно внести изменения для замены LIBOR на альтернативный индикатор, при этом условия сделки не предусматривают эффективных резервных механизмов. К подобным сделкам (англ.: *'tough legacy'*) могут относиться:

- Сделки в рамках сложно структурированных продуктов, для которых требуется синхронизация условий между компонентами
- Сделки с большим количеством сторон для одобрения изменений (облигации, синдицированные кредиты)
- Двухсторонние сделки, в которых другая сторона возражает против изменения условий и другие.

Большое кол-во однотипных сделок, требующих индивидуального согласования условий (*двухсторонних кредитов*), также могут быть в совокупности отнесены к указанной категории из-за большого объема переговорной работы.

Национальные рабочие группы рассматривают два способа системного решения проблемы подобных сделок:

1. **Принятие поправок в законодательство** для принудительного изменения условий договоров (*включение или модификация резервных положений*).
2. **"Синтетический" LIBOR** – сохранение LIBOR после 2021 года с переходом на расчет на основе формулы в привязке к безрисковому индикатору (*например, аналогично методике ISDA*).



Market participants will also ask whether legislation could help. For example, could legislators redefine LIBOR as RFRs plus fixed spreads for those tough legacy contracts? Or could they create safe harbours for those adopting consensus industry solutions which enjoy authorities' support such as compounded RFRs and fixed spreads? These measures are not in the gift of regulators, but it is sensible to consider their pros and cons.

*Эндрю Бэйли (ex-FCA, н.в. - глава Банка Англии)
"LIBOR: preparing for the end" (Июль-2019)*



[...] Taskforce proposes that the UK Government considers legislation to address tough legacy exposures in contracts governed by English law that reference at least sterling LIBOR, and ideally other LIBOR currencies, that are still in operation when LIBOR is expected to cease on or after the end of 2021.

RFRWG (UK) Paper on the identification of Tough Legacy issues (Май-2020)



Полезные ссылки

- [Выступление Эндрю Бэйли "LIBOR: preparing for the end" \(Июль-2019\)](#)
- [Публикация рабочей группы в Великобритании "Paper on the identification of Tough Legacy issues" \(Май-2020\)](#)

Сложные для замены LIBOR сделки (2 из 2)

Рабочая группа в США в марте 2020 года предложила законодательное решение вопроса

Предлагаемое законодательное решение предполагает принудительную замену в договорах, регулируемых правом штата Нью-Йорк, неработоспособного резервного механизма (например, использование последнего опубликованного значения LIBOR или запрос котировок), или если резервный механизм отсутствует, при этом замена будет происходить на рекомендованный уполномоченным органом (ARRC) индикатор (т.е. SOFR).

Законопроект предполагает защиту от судебных разбирательств при замене LIBOR на рекомендованный индикатор, в том числе если в рамках гибкой формы резервных положений одна из сторон обладает правом выбора альтернативного индикатора – при условии выбора рекомендованного индикатора (SOFR).

Рабочая группа в Великобритании также призвала законодателей к законодательному решению для сделок и договоров, регулируемых английским правом. Тем не менее, в Великобритании также не исключают вариант решения через “синтетический” LIBOR.

Сторонники AMERIBOR подвергли критике инициативу ARRC

В мае 2020 года в прессе появились публикации, в которых законодательная инициатива ARRC подверглась жесткой критике из-за механизма защиты от судебных разбирательств, но только при использовании рекомендованного индикатора (SOFR). В публикации, в частности, было указано, что продвижение SOFR происходит в интересах ‘мегабанков’, из которых состоит ARRC.



The proposed statute is designed to minimize costly and disruptive litigation by providing legal certainty for the issues that are likely to arise under New York law. [...] The proposed legislation would achieve these goals by requiring the use of the recommended benchmark replacement where the contract language is silent or the fallback provisions prescribe the use of LIBOR. Where the fallback provisions are discretionary, the proposed legislation’s safe harbor is intended to encourage the selection of the recommended benchmark replacement.

Законодательная инициатива ARRC (Март-2020)



Megabank lobbyists are misleading New York lawmakers by claiming there is no controversy. Many midsize banks and regional banks have written to the Fed stating that there are major problems with using SOFR [...] Instead, lawmakers should pass [...] a law that gives any transparent, transaction-based and audited benchmark a safe harbor.

American Banker “Libor alternative isn't a one-size-fits-all benchmark” (Май-2020)



Полезные ссылки

Законодательная [инициатива](#) ARRC (Март-2020)

[Статья](#) с критикой в адрес инициативы ARRC (Май-2020)

[Ответ](#) ARRC на критическую статью (Май-2020)

Резервные положения ISDA

Работы над резервными положениями ISDA находятся в завершающей стадии

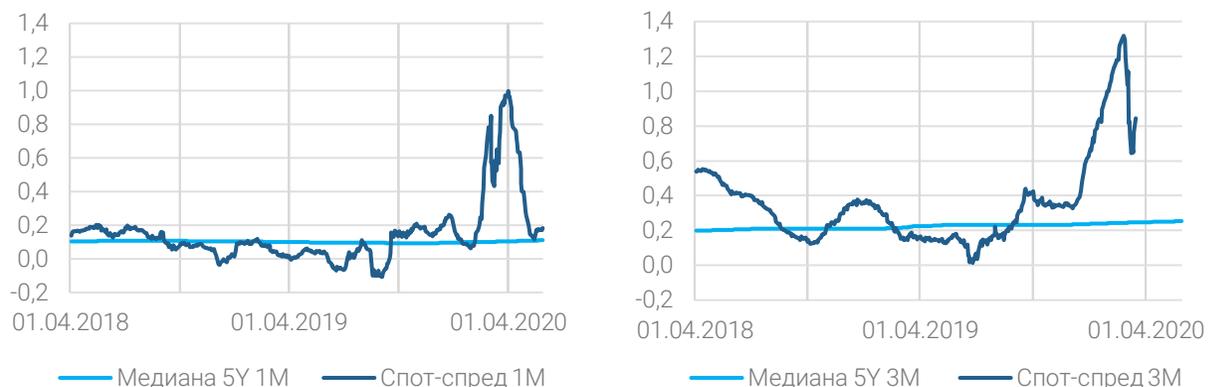
Целевой тайминг для ISDA Fallback Provisions	
Начало публикации Bloomberg резервных значений в рабочем режиме	Конец июня 2020 (до публикации изменений в 2006 ISDA Definitions и соответствующего протокола)
Публикация изменений в 2006 ISDA Definitions и протокола	Июль 2020 (по согласованию с Минюстом США и другими официальными органами)
Вступление в силу изменений в 2006 ISDA Definitions и протокола	Ноябрь 2020 (или через 4 месяца после публикации)

На сайте Bloomberg доступны тестовые резервные значения в формате Excel, рассчитанные ретроспективно для LIBOR в трех валютах и других IBOR (накопленный безрисковый индикатор, кредитная поправка и суммарное значение).

Вопрос применения методики для нелинейных и нестандартных деривативов пока остается открытым

Резервная методика ISDA требует модификации для нелинейных инструментов и инструментов с нестандартными конвенциями платежей и фиксинга. ISDA проводит консультации с участниками по данному вопросу, однако дополнительная информация по порядку и срокам проведения данной работы отсутствует.

Значения спот-спреда USD-LIBOR vs Compounded SOFR могут значительно отклоняться от исторического медианного спреда (данные Bloomberg):



ISDA is aware that arrangements other than or in addition to the standard fallbacks [...] may be required for swaptions, caps, floors, forward rate agreements (“FRAs”) and in-arrears swaps. ISDA is currently maintaining a list of these products and, to the extent appropriate, expects to convene discussions among market participants.

ISDA and Related Workstreams – Interest Rate Reform (2020)



Полезные ссылки

[Раздел](#) на сайте ISDA по теме реформы индикаторов
[Раздел](#) на сайте Bloomberg по теме реформы индикаторов
 Краткий [план работы](#) ISDA на 2020-2021 годы
 ISDA [Factsheet](#) “Understanding IBOR Benchmark Fallbacks”

Накопленные индексы

Рабочая группа в США опубликовала образец использования накопленного индекса SOFR в облигациях с плавающим купоном

Рынок США характеризуется большим количеством различных конвенций использования SOFR в облигациях с плавающим купоном, что затрудняет развитие рынка.

В марте 2020 года ФРБ Нью-Йорка приступил к публикации накопленного индекса SOFR для обеспечения возможности привязки выплат по инструментам к официально публикуемым значениям и формирования единой конвенции использования SOFR, в том числе на рынке облигаций с плавающим купоном.

Казначейство США рассматривает возможность выпуска казначейских облигаций в привязке к SOFR

В консультации Казначейства США участникам предлагается ответить на вопросы о наличии спроса на подобный инструмент, особенностях ценообразования и структурирования выпусков, и о влиянии решения Казначейства США на темпы реформы.

Банк Англии опубликовал итоги консультации по накопленному индексу SONIA и готовится к началу его публикации

Банк Англии подтвердил наличие спроса и намерение начать публикацию накопленного индекса SONIA, а также указал на отсутствие согласованности в ответах о целесообразности публикации накопленных значений SONIA за фиксированный период и отказался от их публикации на данном этапе.

Полезные ссылки

Использование SOFR в облигациях:

[Публикация](#) ARRC по использованию накопленного индекса SOFR в облигациях (Май-2020)

[Исследование](#) по использованию SOFR в FRN

[Раздел](#) на сайте ФРБ Нью-Йорка с публикуемым значениями накопленного индекса и накопленных значений SOFR

[Консультация](#) Казначейства США по вопросам выпуска казначейских облигаций США в привязке к SOFR (Май-2020)

Накопленный индекс SONIA:

[Консультация](#) Банка Англии по накопленному индексу SONIA

[Итоги](#) консультации (Июн-2020)

Материалы СРО НФА:

[“Индикаторы и процентные деривативы #4”](#) (примеры конвенций использования безрисковых индикаторов в облигациях)

[“LIBOR: Ускорение реформы”](#) (накопленные индексы безрисковых индикаторов и объяснение различий в вариантах сдвига периода начисления ставки ‘observation period shift’ и ‘lookback’)