

Индикаторы и процентные деривативы

РОССИЙСКИЙ РЫНОК

21.02.2019 | СРО НФА направила в Минфин России предложения по новому формату ОФЗ-ПК

Ранее Минфин России [представил](#) для обсуждения с участниками рынка предварительные параметры выпуска ОФЗ-ПК нового формата:

- (1) В действующем формате ставка купонного периода определяется за 2 рабочих дня до его начала как среднее RUONIA за предыдущие 6 месяцев + спред;
- (2) Заложенное в действующий формат ОФЗ-ПК шестимесячное запаздывание ставки снижает удобство использования инструмента и усложняет процедуру хеджирования;
- (3) В новом формате ОФЗ-ПК ставка купонного периода будет рассчитываться в его конце на основе значений RUONIA в течение данного купонного периода;
- (4) Отсутствие заранее известного значения ставки купонного периода вызывает необходимость адаптации торговой и учетной инфраструктуры под новый формат;
- (5) Участники рынка поддержали намерения Минфина России и подтвердили наличие спроса на подобные инструменты и возможность адаптации инфраструктуры;
- (6) Сближение конвенций рынков ОФЗ-ПК и OIS-свопов на RUONIA приведет к взаимному росту востребованности и ликвидности обоих инструментов;
- (7) Для сближения с OIS многие участники рекомендовали перейти на геометрическое накопление RUONIA вместо усреднения и снизить длину купонного периода до 3 месяцев для соответствия одному из наиболее ликвидных сроков OIS;
- (8) Для обеспечения возможности расчета ставки купона и накопленного купонного дохода с учетом особенностей публикации RUONIA Минфин России предложил использовать механизм сдвига периода начисления относительно купонного периода на несколько дней назад;
- (9) Для сохранения веса выходных дней и учета праздничных дней участники рынка предложили установить длину сдвига в размере 5 рабочих дней (7 календарных дней);

Сроки появления ОФЗ-ПК нового формата пока остаются открытыми, поскольку действующее законодательство [требует](#) раскрытия информации о величине купона ОФЗ-ПК не позднее чем за 2 рабочих дня до дня выплаты дохода по предыдущему купону.

01.02.2019 | Заседание Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам

Очередное заседание Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам (ЭС СРО НФА) состоялось в расширенном формате при участии представителей Банка России, Минфина России и банковских казначейств ([протокол](#)):

- (1) На заседании был представлен план работы ЭС СРО НФА на 2019 год по обеспечению функционирования и развитию системы индикаторов и привязанных к ним инструментов;
- (2) Минфин России и участники заседания обсудили предварительные параметры выпуска ОФЗ-ПК нового формата и договорились о проведении СРО НФА опроса участников рынка;
- (3) Московская биржа представила методику расчета нового биржевого индикатора РЕПО (RUSFAR) на основе сделок и заявок рынка РЕПО с КСУ (КСУ Bonds) сроком от ON до 3М, начало публикации индикатора запланировано на апрель 2019 года.

Настоящий краткий обзор событий российской и международной индустрии индикаторов денежного рынка и процентных деривативов публикуется при поддержке членов Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам.

Вопросы и предложения по содержанию:

Владимир Черемисин

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

25.01.2019 | Совет директоров СРО НФА утвердил Правила трансфертного ценообразования

Реализация заложенных в [Правила трансфертного ценообразования](#) (FTP) принципов создаст предпосылки для развития российского рынка процентных деривативов:

- (1) Правила обобщают и консолидируют опыт банковских казначейств в области принципов организации FTP-системы, управления ALM-рисками и ценообразования продуктов;
- (2) Внедрение в российских банках FTP-систем на основе Правил повысит качество управления ALM-рисками и стимулирует развитие практики хеджирования ALM-рисков с помощью процентных деривативов;
- (3) Разработка документа проводилась рабочей группой по трансфертному ценообразованию, созданной весной 2018 года при Совете Казначеев СРО НФА;
- (4) Правила являются рекомендательным документом в форме методических рекомендаций СРО НФА.

Система внутреннего трансфертного ценообразования – внутренняя система управленческой информации, позволяющая определить вклад различных источников в чистый процентный доход банка, а именно различных операций банковской книги по привлечению и размещению средств и принимаемых рисков. В основе системы лежит **внутреннее фондирование** - условное перераспределение ресурсов внутри банка между Бизнес-подразделениями, привлекающими ресурсы, и Бизнес-подразделениями, размещающими данные ресурсы, через условное подразделение – Внутренний банк.

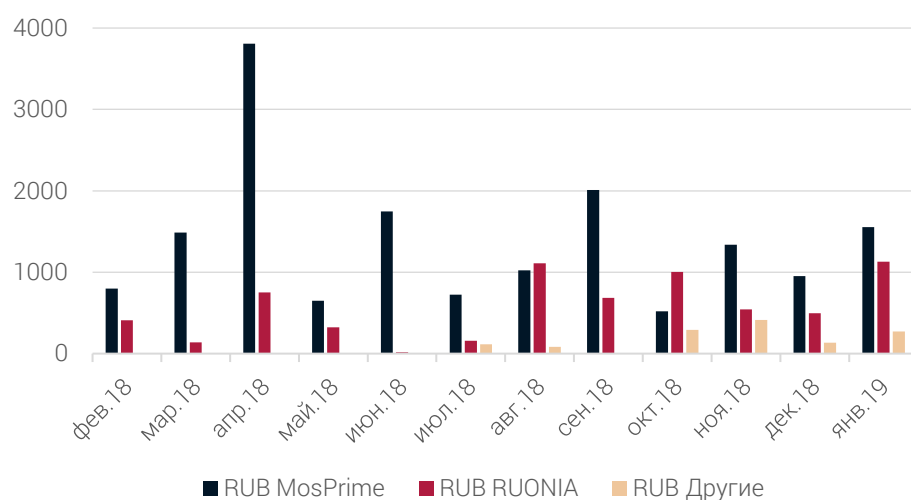


Рис. 1. Структура оборота рынка рублевых процентных свопов за последние 12 месяцев по данным [отчета](#) Банка России «Структура оборота внутреннего валютного рынка и рынка производных финансовых инструментов» (по методологии Банка международных расчетов), в млн. долл. США.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ

25.02.2019 | Европейские законодатели согласовали продление переходного периода для EU Benchmark Regulation на 2 года

Продление переходного периода [затронуло](#) неевропейские индикаторы и критически значимые европейские индикаторы:

- (1) В сентябре 2018 года WG-Euro-RFR [обратилась](#) к ЕС с предложением увеличить переходный период BMR для EONIA и EURIBOR на 2 года до конца 2021 года;
- (2) В ноябре 2018 года ISDA и другие ассоциации [предложили](#) распространить увеличение срока в том числе на неевропейские индикаторы;
- (3) Для многих неевропейских администраторов ни один из путей авторизации индикаторов (см. вставку) не является осуществимым на практике;

Используемые по тексту сокращения:

BMR – европейское регулирование индикаторов ([EU Benchmark Regulation](#))

ЕС – Европейская Комиссия

ESMA – Европейское агентство по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority)

FCA – Financial Conduct Authority

IBA – [ICE Benchmark Administration](#), является частью биржевой группы Intercontinental Exchange Group (ICE)

WG-Euro-RFR – европейская рабочая группа по безрисковым индикаторам ([Working group on euro risk-free rates](#))

- (4) Признание эквивалентности пока не достигнуто ни для одной из юрисдикций, при этом для ряда из них такое признание маловероятно;
- (5) Администратор, не имеющий аффилированной европейской структуры, должен определить юрисдикцию для подачи документов на Recognition на основе данных об использовании индикатора в Европе, и иметь в ней законного представителя;
- (6) Многие неевропейские администраторы не обладают информацией об использовании их индикаторов в Европе, а стоимость услуг законного представителя оказывается слишком высокой;
- (7) Ситуацию дополнительно осложняет Brexit, поскольку для многих администраторов требуемой юрисдикцией является Великобритания;
- (8) Поручительство европейского администратора также является дорогостоящей услугой из-за высокой юридической ответственности для него;
- (9) Высокие издержки могут потребовать от неевропейских администраторов смены их бизнес-модели и перехода на одну из моделей монетизации индикаторов;
- (10) 01 марта 2019 года в [реестр ESMA](#) были [включены](#) первые неевропейские индикаторы, которыми стали индексы семейства S&P Dow Jones Indices, авторизованные по пути Endorsement через аффилированную европейскую структуру.

Пути включения в реестр ESMA для неевропейских индикаторов:

1. **Equivalence** («эквивалентность») – признание ЕС того, что регулирование индикаторов неевропейской страны эквивалентно европейскому.
 2. **Recognition** («признание») - прямая аккредитация неевропейского администратора у одного из национальных европейских регуляторов (NCA).
 3. **Endorsement** («поручительство») – авторизованный в соответствии с BMR европейский администратор принимает на себя ответственность перед NCA за соответствие неевропейского индикатора требованиям BMR.
- Регулирование BMR не распространяется на индикаторы центральных банков.

28.01.2019 | FCA описал будущее индикатора LIBOR после 2021 года

Участники рынка отмечают изменение позиции регулятора в отношении возможности продолжения публикации LIBOR после 2021 года:

- (1) В ноябре 2017 года FCA достиг [договоренности](#) с банками-контрибьюторами LIBOR об их добровольном участии в расчете индикатора до конца 2021 года;
- (2) Представители FCA неоднократно [заявляли](#) о рисках прекращения расчета LIBOR после указанного срока в случае массового выхода банков из состава контрибьюторов;
- (3) В соответствии с EU Benchmark Regulation, FCA обязана проводить оценку репрезентативности критически значимого индикатора LIBOR при каждом сокращении панели контрибьюторов;
- (4) В своем выступлении представитель FCA [описывает](#) возможные сценарии для LIBOR при критическом сокращении панели контрибьюторов:
 - Заявление администратора (IBA) о прекращении публикации индикатора (*триггер прекращения*);
 - Заявление FCA о нерепрезентативности LIBOR (*триггер репрезентативности*) с продолжением публикации нерепрезентативного индикатора;
- (5) Участники рынка проводят работу по определению резервных индикаторов для перехода на них в существующих контрактах на LIBOR при срабатывании указанных триггеров;
- (6) Существуют риски того, что в разных инструментах могут быть использованы разные триггеры и разные резервные индикаторы:
 - ISDA для рынка деривативов [предложила](#) использовать триггеры прекращения и backward-looking безрисковые индикаторы в качестве резервных;
 - Участники рынка облигаций [обсуждают](#) использование в том числе триггеров репрезентативности и срочных forward-looking безрисковых индикаторов при их наличии;
- (7) Срабатывание разных триггеров в разное время и переход на разные резервные индикаторы может вызвать рассогласование захедржированных позиций;

«**Zombie LIBOR**» – ситуация, при которой в панели LIBOR остается критически мало контрибьюторов, индикатор теряет свою репрезентативность, но продолжает публиковаться администратором

- (8) Регуляторы призывают участников рынка переходить на использование безрисковых индикаторов, не дожидаясь срабатывания указанных триггеров;
- (9) В отличие от рынка деривативов, рынок облигаций не обладает механизмом для встраивания резервных индикаторов в уже существующие выпуски FRN на LIBOR, часть из которых погашается после 2030 года;
- (10) EU Benchmark Regulation допускает ситуацию, при которой нерепрезентативный индикатор LIBOR продолжит существование для предотвращения нарушения функционирования рынка;
- (11) FCA указывает на целесообразность использования триггера репрезентативности для всех инструментов с учетом вероятности продолжения публикации нерепрезентативного LIBOR.

Классификация срочных индикаторов:

Forward-looking индикаторы: 1) На основе сегмента денежного рынка (LIBOR, MosPrime Rate); 2) На основе рынка деривативов на O/N индикатор (ROISfix).

Backward-looking индикаторы: на основе значений O/N индикатора (среднее или с капитализацией): 1) с фиксацией в начале процентного периода на основе значений за предыдущий период (fixing in advance); 2) с фиксацией в конце процентного периода на основе значений за текущий период (fixing in arrears)

24.01.2019 | Администратор LIBOR представил новый индикатор US Dollar ICE Bank Yield Index

Предварительная методика формирования нового индикатора [представлена](#) на сайте IBA для сбора комментариев участников рынка:

- (1) Будущее индикатора LIBOR после 2021 года остается неопределенным несмотря на предпринимаемые IBA, администратором LIBOR, меры по [реформированию](#) индикатора;
- (2) В декабре 2018 года IBA запустил опрос для определения наиболее используемых сочетаний валют и сроков LIBOR для переговоров о продолжении их публикации после 2021 года с банками-контрибьюторами ([результаты опроса](#));
- (3) Одновременно IBA разработал для участников рынка кредитования, традиционно использующим LIBOR, альтернативный индикатор US Dollar ICE Bank Yield с учетом специфических потребностей рынка;
- (4) Участникам рынка требуется срочный forward-looking индикатор, отражающий среднюю стоимость привлечения ресурсов для банков, для привязки к нему стоимости плавающих кредитов;
- (5) Новый индикатор может составить конкуренцию безрисковому индикатору SOFR в сегменте кредитования в качестве альтернативы USD-LIBOR;
- (6) U.S. Dollar ICE Bank Yield Index измеряет требуемую инвесторами среднюю доходность при предоставлении необеспеченных займов и инвестировании в долговые обязательства крупных международных банков;
- (7) Индикатор рассчитывается на основе информации о заключенных сделках из двух источников:
 - а) Сделки привлечения крупными международными банками необеспеченного финансирования с широким кругом инструментов и контрагентов денежного рынка;
 - б) Сделки с облигациями крупных международных банков на вторичном рынке;
- (8) Заключенные за 24-часовой период сделки отфильтровываются в соответствии с установленными критериями, в случае дефицита сделок в текущем периоде используются скорректированные данные по сделкам за предыдущие периоды (дни) с меньшим весом;
- (9) Взвешенные доходности по сделкам используются для построения кривой, на которой фиксируются точки сроком 1, 3 и 6 месяцев;
- (10) В случае положительного отклика участников рынка и успешных результатов тестирования начало публикации нового индикатора ожидается в течение 1 квартала 2020 года.

SOFR является основным безрисковым индикатором на замену USD-LIBOR, однако существуют препятствия на пути его широкой адаптации рынком:

1. **Высокая волатильность** – чувствительность индикатора РЕПО к ситуации на долговом рынке может приводить к резким колебаниям – в конце 2018 года SOFR за два дня **вырос** с 2.46% до 3.15% и через два дня вернулся обратно к значению 2.45%.

2. **Низкая ликвидность** – за 4 квартал 2018 года **объем сделок** со свопами на SOFR составил \$4.7 млрд. (на USD-LIBOR за тот же период - \$26.8 трлн.)

3. **Отсутствие срочной структуры** – низкая ликвидность рынка деривативов на SOFR пока не позволяет формировать на его основе срочные индикаторы, начало их публикации **ожидается** не ранее конца 2021 года.