

Кредитный спред при замене LIBOR

Индикаторы и процентные деривативы

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

- **Рабочие группы в США и Великобритании обсуждают методики расчета поправки на кредитный риск при замене LIBOR на безрисковый индикатор в облигациях и кредитах**
- **Методики рабочих групп синхронизированы с итогами консультаций ISDA по резервным положениям (fallback provisions) для деривативов**
- **Отличия могут возникать при замене LIBOR на срочную версию безрискового индикатора, что не предусмотрено в подходе ISDA**
- **В настоящей заметке кратко анализируются предложения рабочих групп в сравнении между собой и методикой ISDA**
- **Публикация резервных положений ISDA и рекомендаций рабочих групп в первом полугодии 2020 года позволит начать работу по их адаптации для российского рынка**

Резервные положения

Резервные положения (*fallback provisions*) в условиях сделки на LIBOR описывают порядок действий при невозможности дальнейшего использования LIBOR (из-за прекращения публикации на постоянной основе или сокращения панели контрибьюторов LIBOR до уровня потери репрезентативности). Резервные положения могут предусматривать замену LIBOR на заранее выбранный резервный индикатор, либо описывать процедуру его выбора сторонами по сделке.

Разрабатываемые ассоциациями и рабочими группами рекомендуемые формы резервных положений предполагают замену LIBOR на безрисковый индикатор в соответствующей валюте (SOFR, €STR, SONIA и т.д.) с поправкой на срочность и кредитный риск. Поправка на срочность предполагает использование накопленного за период значения безрискового индикатора (*compounded risk-free rate*) или его срочной версии на основе рынка деривативов (*term risk-free rate*). Поправка на кредитный риск (*кредитный спред*) является дополнительным слагаемым к безрисковой компоненте и позволяет предотвратить изменение стоимости позиции при замене LIBOR на безрисковый индикатор.

Резервные положения в общем случае включают две даты: *дата активации* (объявление о наступлении события) и *дата перехода* (замена LIBOR на резервный индикатор). Указанные даты могут быть как максимально близки друг к другу (замена LIBOR после потери репрезентативности индикатора), так и разнесены во времени (при заблаговременном объявлении о прекращении публикации LIBOR в будущую дату).

Резервные положения ISDA для деривативов

Ассоциация ISDA с 2016 года разрабатывает резервные положения для рынка деривативов, который по номинальному объему составляет 95% от всего рынка инструментов на LIBOR.

В 2018-2019 годах ISDA провела пять консультаций по различным аспектам резервной методики (см. табл. 1).

Публикация 2020 ISDA Definitions с включенными резервными положениями и протокола для добавления резервных положений в условия уже заключенных сделок запланирована на первое полугодие 2020 года. Bloomberg в этот же период начнет расчет и публикацию компонент резервного индикатора (как если бы день публикации был датой активации).

Консультации по кредитным спредам

В отличие от рынка деривативов резервные положения для облигаций и кредитов разрабатываются отдельно для различных валют и/или сегментов рынка соответствующими национальными рабочими группами и профессиональными ассоциациями.

В начале 2020 года сразу две рабочие группы – Alternative Reference Rates Committee (ARRC) в США и Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates в Великобритании проводят консультации по методикам расчета кредитных спредов для использования в резервных положениях для облигаций и кредитов на USD- и GBP-LIBOR. Разработанные ранее рекомендуемые формы резервных положений (ARRC Fallback Language, LMA Revised Replacement of Screen Rate Clause) содержат ссылку на методики или значения, одобренные официальным сектором.

Табл. 1. Карта активности по резервным положениям в разрезе валют и инструментов.

	USD-LIBOR	GBP-LIBOR	EURIBOR/EUR-LIBOR
Деривативы (ISDA)	First consultation (июль 2018) Итоги Supplemental consultation (май 2019) Итоги Consultation on Pre-cessation Issues (май 2019) Итоги Consultation on Final Parameters (сентябрь 2019) Итоги Consultation on EUR-LIBOR/EURIBOR (декабрь 2019) Re-consultation on Pre-cessation Issues (ожидается в феврале 2020) Публикация 2020 ISDA Definitions, ISDA Fallback Protocol и начало публикации Bloomberg резервных значений ожидается в первом полугодии 2020 года		
Кредиты (LMA)	LMA Revised Replacement of Screen Rate Clause (октябрь 2018)		
Деривативы (рабочие группы)			High level recommendations for fallback provisions in contracts referencing EURIBOR (ноябрь 2019) Consultation paper on fallbacks & credit spreads (ожидается в апреле 2020)
Кредиты (рабочие группы)	ARRC Recommended Fallback Language (US) Consultation on Potential Spread Adjustment Methodologies (открыта до 06 марта 2020)	Consultation on credit adjustment spread methodologies for fallbacks in cash products referencing GBP LIBOR (открыта до 06 февраля 2020)	

Динамический vs статический спред

Статический подход предполагает фиксацию исходных данных для расчета спреда в дату активации. После даты перехода значение спреда может быть переменным, однако известно заранее на любую дату в будущем.

ISDA и рабочие группы не рассматривают динамические подходы, в которых кредитный спред учитывал бы актуальную рыночную информацию после даты перехода. Администратор LIBOR разрабатывает методику расчета динамического спреда в рамках работы над новым индикатором ICE Bank Yield Index.

Особенности расчета спреда в зависимости от выбора резервного индикатора

В методике ISDA резервным индикатором для LIBOR является накопленное за соответствующий процентный период значение безрискового индикатора. Срочные версии безрисковых индикаторов на основе рынка деривативов не рассматривались ISDA в качестве резервных.

Резервные положения ARRC допускают использование срочного SOFR в качестве резервного индикатора для USD-LIBOR, поэтому в консультации рассматриваются особенности расчета спреда в зависимости от выбора срочной или накопленной версий SOFR. ARRC допускает возможность применения разных спредов для

разных версий резервных индикаторов, однако указывает на отсутствие значимых различий в результатах бэктеста при использовании одного набора параметров для всех вариантов.

Консультация для GBP-LIBOR также предполагает возможность использования срочной версии SONIA в качестве резервного индикатора.

Методики расчета спреда

В консультациях ISDA изначально рассматривалось три статических подхода к расчету спреда: 1) на основе ожиданий рынка деривативов по форвардному спреду между LIBOR и RFR (*форвардный*); 2) на основе исторического спреда между LIBOR и RFR (*исторический*); 3) на основе спот-спреда между LIBOR и RFR (*здесь и далее RFR означает скорректированный на срочность безрисковый индикатор*).

Главным преимуществом форвардного подхода называлась его PV-нейтральность (минимизация рисков изменения стоимости позиции при замене LIBOR), к недостаткам относилась низкая надежность, большой объем данных для расчета и подверженность манипулированию. Исторический подход обладал зеркальным набором характеристик: устойчивый к манипулированию и нестабильности, однако может не обеспечивать PV-нейтральность если исторический уровень спреда отличается от форвардных ожиданий на дату перехода.

Исторический подход получил по итогам консультаций ISDA большинство голосов (67%). Факт выбора ISDA исторического подхода к расчету спреда оказал влияние на кривую ожиданий по спреду между LIBOR и RFR (см. *Влияние консультаций ISDA на рынок*).

В консультации для GBP-LIBOR в дополнение к трем вариантам ISDA предлагается дополнительно рассмотреть модифицированный вариант форвардного подхода, который смягчает некоторые его недостатки – использовать ограниченное кол-во точек и усредненные за период исходные данные вместо данных одного дня.

В консультации ARRC для USD-LIBOR рассматривается только исторический подход. Различные вариации исторического подхода сравниваются между собой на основе статистического показателя ошибки прогнозирования.

Параметры исторического подхода

По итогам консультаций ISDA выбрала 5-летнюю длину исторического периода с использованием медианы.

ARRC указывает на пониженное качество результата при использовании коротких периодов (2 года и менее) и на отсутствие значимого улучшения при использовании периода более 5 лет, а также на отсутствие значимой разницы между медианой и усеченным средним.

Поскольку консультации рабочих групп допускают использование срочных версий SOFR и SONIA в качестве резервных индикаторов, то дополнительным фактором для рассмотрения является возможное отсутствие на дату активации исторических данных глубиной 5 лет – срочные версии индикаторов начнут публиковаться не ранее 2020-2021 годов. В консультациях ISDA и ARRC также затрагиваются вопросы использования рассчитанных ретроспективно индикативных значений SOFR (до 03 апреля 2018 года – даты начала публикации SOFR) и использования прокси-индикаторов (например, OIS на Fed Funds как прокси для срочного SOFR).

Переходный период

В консультациях ISDA предлагалось рассмотреть механизм переходного периода для сглаживания скачкообразного изменения уровня ставки если спот-спред между LIBOR и RFR в дату перехода значительно отличается от рассчитанного исторического спреда.

ARRC предлагает участникам рассмотреть возможность вернуться в отдельных случаях к

идее переходного периода, аргументируя это тем, что значительные отклонения спот-спреда от равновесного значения обычно сопровождаются постепенным возвратом к нему. Линейная интерполяция в течение переходного периода между спот-спредом в дату перехода и историческим спредом более точно аппроксимирует поведение спреда и улучшает качество результата в терминах ошибки прогнозирования.

Расчет спреда при активной замене LIBOR

В консультации для GBP-LIBOR дополнительно уточняется, что методика обсуждается в первую очередь для использования в резервных положениях, а не для активной замены LIBOR (до наступления событий в основе резервных положений). Активная замена допускает более широкий спектр вариантов и может учитывать особенности конкретной сделки.

Влияние консультаций ISDA на рынок

В ряде внешних публикаций содержится наблюдение о влиянии публикации результатов консультаций ISDA на кривую LIBOR vs RFR:

“Chatham has observed that forward spreads between USD LIBOR and a SOFR proxy (compounded Fed Funds) have flattened out since July 2018 and are in line with historical averages. [...] Chatham observes that these changes in the term structure of the forward credit spread in U.S. markets appear to be correlated with the release of the results of the July 2018 consultation. [...] In light of the potential market impact of releasing consultations and their corresponding results, Chatham recommends that ISDA consider conducting a review of the impact of the July 2018 Consultation on the calculated spread [...]” ([Chatham Financial](#), Response to ISDA’s supplemental consultation spread and term adjustments for USD LIBOR)

“The results of the ISDA consultation, which designated the historical mean/median approach as the adjustment spread, seems to have already created a value transfer between market participants. That value transfer started on the day before the consultation result announcement.” ([M. Henrard](#), “A Quant Perspective on IBOR Fallback Consultation Results”, SSRN Electronic Journal, Jan-2019).

“In reaction to the publication of the preliminary results [of the ISDA consultation], the IRS-OIS-basis curve flattened by around 4 bps and approached the historical spreads.” ([21st Meeting](#) of the National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, Feb-2019)

Данный пример подтверждает важность своевременного получения информации о результатах обсуждений по теме LIBOR для анализа их влияния на стоимость открытой позиции.