ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Дмитрий ПИСКУЛОВ,
кандидат экономических наук, председатель правления, председатель комитета по профессионализму, этике и образованию, Национальная валютная ассоциация (НВА)

В МИРЕ ФИНАНСОВ СУЩЕСТВУЕТ НЕМАЛО ИНДЕКСОВ, ПРИЗВАННЫХ ИГРАТЬ РОЛЬ ЕДИНОГО ЦЕНОВОГО МАЯКА-ОРИЕНТИРА ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА. ОЧЕВИДНО, ЧТО НАИБОЛЕЕ ВАЖНОЙ ЦЕНОЙ ДЛЯ ЛЮБОЙ ЭКОНОМИКИ ЯВЛЯЕТСЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ, А ИНДЕКСЫ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, НАЗЫВАЕМЫЕ ТАКЖЕ СПРАВОЧНЫМИ СТАВКАМИ (REFERENCE RATES), — САМЫЕ ВОСТРЕБОВАННЫЕ ЦЕНОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ. СПРАВОЧНАЯ СТАВКА ЯВЛЯЕТСЯ НЕОБХОДИМЫМ ИНФРАСТРУКТУРНЫМ ЭЛЕМЕНТОМ ЛЮБОГО ССУДНОГО РЫНКА ОПЕРАЦИЙ С ПРОЦЕНТНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ (КРЕДИТАМИ, ДЕПОЗИТАМИ, СРОЧНЫМИ СДЕЛКАМИ). НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТНАЯ АССОЦИАЦИЯ РАССЧИТЫВАЕТ НЕСКОЛЬКО ИНДИКАТОРОВ ДЛЯ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ РЫНКУ ЦЕНОВЫХ ОРИЕНТИРОВ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ: MOSPRIME, RUONIA, NFEA FX SWAP, ROISFIX.

Особенности национальных индексов

Практика использования индикаторов еще только формируется, она отражает их разные методологические особенности, различные сроки расчета, а также востребованность рынком и опыт применения. Не последнюю роль играет и финансовая грамотность банкиров и руководителей компаний реального сектора. Банк России ежедневно публикует данные о значении MOSPRIME rate, RUONIA и ROISFIX.

MOSPRIME

Наиболее востребованный на сегодняшний день в коммерческом и аналитическом обороте (это видно по частоте обращений к соответствующим информационным страницам индикатора в ведущих мировых агентствах финансовой информации) — это MOSPRIME. По аналогии с наиболее известным в мире индексом LIBOR MOSPRIME используется по следующим основным направлениям в торговой практике:

– в качестве основы при установлении процентных ставок (как фиксированных, так и плавающих) по кредитным и облигационным инструментам (коммерческим, синдицированным, облигациям), особенно на длительные сроки, свыше 1 года;

– в качестве справочной ставки при расчете платежей по процентным деривативам: процентным фьючерсам, сделкам;

– на товарно-сырьевых рынках во внешнеторговых операциях при формулировании штрафных санкций на случай невыполнения контракта в рублях;

– для целей статистики и технического анализа движения рублевых процентных ставок.

MOSPRIME — самый старый из существующих индикаторов, он рассчитывается НВА с 2005 года. В 2008 году индекс MOSPRIME был внесен в ISDA Definitions 2006 как рекомендованная международная справочная ставка по рублям, а в 2009 и в 2011 годах включен в «Стандартную документацию для срочных сделок на финансовых рынках».

Список банков, участвующих в формировании MOSPRIME, пересматривается советом НВА не реже одного раза в год, при этом каких-либо ограничений на повторное включение банка в указанный список не устанавливается. Если участник по каким-либо причинам перестает удовлетворять установленным критериям, то совет НВА может по собственному усмотрению

Таблица 1

Список банков — участников MOSPRIME Rate на 1 октября 2012 г.

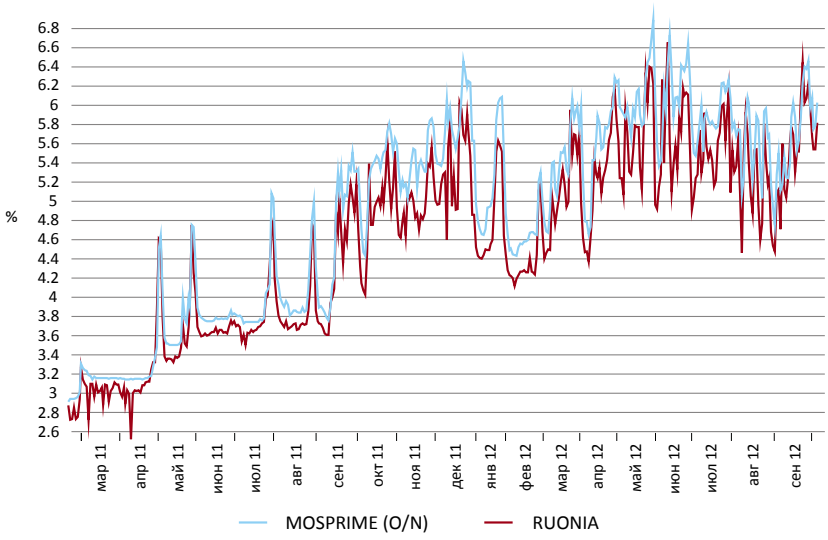
Банк ВТБ
Газпромбанк
Дойче Банк
ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)
Королевский банк Шотландии
Райффайзенбанк
РОСБАНК[1]
Сбербанк России
Ситибанк
HSBC
ЮниКредит Банк

[1] РОСБАНК прекращает участие в формировании MOSPRIME 1 декабря 2012 г.

исключить его из числа банков, объявляющих ставки.

К недостаткам MOSPRIME rate следует отнести то, что, кроме коротких периодов типа овернайт-O/N или 1 неделя, на межбанковском рынке практически не заключается необеспеченных кредитов на более длинные сроки — 1 месяц или 3 месяца. Уровень трехмесячного MOSPRIME носит довольно условный характер и фактически является предположением банков о цене МБК на три месяца. Однако и он необходим, ведь многим участникам требуется видеть временную структуру денег.

Последние события вокруг LIBOR, связанные с манипулированием ставкой крупными лондонскими банками в 2008–2009 годах, поставили вопрос о том, подвержен ли MOSPRIME подобным рискам. Необходимо отметить, что к MOSPRIME применяются более жесткие и ответственные требования по контролю за качеством, чем к LIBOR. Банки обязаны соблюдать дисциплину котировок, при котировании ставок они фактически объявляют не только ставки предложения (offer), но и ставки покупки (bid), а допустимая разница между объявляемой ценой покупки и ценой продажи (spread) не должна превышать 15%. Кроме того, у каждого банка есть обязательство при соответствующем запросе другого участника MOSPRIME rate заключать с ним сделки по опубликованной цене покупки в течение 30 минут после публикации MOSPRIME rate в системе Thomson Reuters, то есть с 12:30 до 13:00 по московскому времени.



Из графика видно, что значения RUONIA, как правило, несколько ниже, чем показатель MOSPRIME. Это объясняется тем, что MOSPRIME — это объявленные котировки верхней границы спреда offer, в то время как RUONIA — это средние значения цен сделок, которые проходят не только по стороне offer, но и bid, то есть фактически mid-market.

Рисунок 1

Динамика однодневных индикаторов MOSPRIME (O/N) и RUONIA в 2011–2012 гг.

RUONIA

RUONIA — индекс денежного рынка, рассчитываемый на основе исторических данных по реально заключенным сделкам. RUONIA используется все больше в том числе для мониторинга уровня реальных ставок межбанковского рынка. Уровень RUONIA таргетируется денежными властями в качестве операционной цели денежно-кредитной политики страны. Банк России находится в мейнстриме, используя передовые наработки ведущих центробанков мира — Банка Англии, таргетирующего SONIA и ЕЦБ, таргетирующего EONIA. По мнению многих участников рынка, включая Банк России, индекс RUONIA более репрезентативен для однодневных кредитов, так как отражает средний уровень ставки по фактическим сделкам за целый день по большему количеству банков, в отличие от MOSPRIME, который является индикатором объявленных ставок на определенный момент времени. Однако, к сожалению, RUONIA отсутствует для более длинных сроков. Однако в России, а тем более за рубежом на срок overight приходится 90–99% всего рынка необеспеченного МБК. В зависимости от рыночной активности и оборотов на межбанковском кредитном рынке объем сделок МБК, по которому происходит расчет RUONIA, может варьироваться от 50 до 130–150 млрд руб.

RUONIA может использоваться в различных процентных деривативах, в частности наиболее распространен в коротких процентных свопах — OIS (от Overnight Index Swaps), по условиям которых фиксированная процентная ставка OIS (та самая, которая попадает в расчет ROISFIX) обменивается на плавающую ставку, которая в отличие от традиционного процентного свопа привязывается не к LIBOR или MOSPRIME, а к синтетической ставке, рассчитываемой по методу накопленных однодневных ставок RUONIA за период OIS (например, для месячного OIS на дату его

К MOSPRIME ПРИМЕНЯЮТСЯ БОЛЕЕ ЖЕСТКИЕ И ОТВЕТСТВЕННЫЕ ТРЕБОВАНИЯ ПО КОНТРОЛЮ ЗА КАЧЕСТВОМ, ЧЕМ К LIBOR

окончания значение плавающей ставки рассчитывается с использованием 30 последних значений RUONIA).

ROISFIX

ROISFIX — это индекс, теоретические основы которого становятся все более популярными среди многих продвинутых финансистов. Данный индекс рассчитывается с апреля 2011 года и является самым последним из индикаторов процентных ставок НВА. Его идею поддержали Банк России и ЕБРР, выступившие с теоретическими обоснованиями необходимости появления такого индикатора. Во всем мире денежные регуляторы с середины 2000-х годов стали отслеживать спред между котировками по OIS — коротким процентным свопам, привязанным к средневзвешенным однодневным фактическим ставкам (типа EONIA или federal funds rate), и котировками межбанковского рынка (например, LIBOR).

В отличие от MOSPRIME (ставки по реальным кассовым межбанковским кредитам) и NFEA FX SWAP rate (отражает ставки по межбанковским валютным свопам) ROISFIX не несет в себе компоненты кредитного риска, а значит, является более «чистым» индикатором стоимости денег во времени. Поэтому значение ROISFIX ниже вышеуказанных индексов и более «правильное» для целей наблюдения за стоимостью денег. Исходя из этого, ROISFIX можно рекомендовать как бенчмарк для привязки к нему более широкого спектра финансовых продуктов, начиная от коммерческих кредитов и заканчивая плавающим купоном по рублевым облигациям. Однако проблема в настоящее время заключается в том, что эта ставка формируется по деривативу (рублевым OIS), обороты по которому очень незначительны.

> ROISFIX НЕ НЕСЕТ В СЕБЕ КОМПОНЕНТЫ КРЕДИТНОГО РИСКА, А ЗНАЧИТ, ЯВЛЯЕТСЯ БОЛЕЕ «ЧИСТЫМ» ИНДИКАТОРОМ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ ВО ВРЕМЕНИ

NFEA FX SWAP

NFEA FX SWAP — индикативная цена валютных свопов на российском межбанковском рынке по операциям своп USD/RUB и EURO/RUB с расчетами по первой части обмена сроком «завтра»

КСТАТИ

CFA Institute провел международный опрос среди своих членов, чтобы собрать их мнения по поводу реформ международной ставки LIBOR. Поводом для этого послужили недавние громкие скандалы, связанные с манипулированием ставкой крупнейшими инвестиционными банками.

Как показал опрос, ставки на фактические межбанковские транзакции представляют собой самый адекватный метод установления индикатора LIBOR, который сегодня базируется исключительно на расчетных ставках. Хотя управлять LIBOR должны отраслевые организации, за индикатором также следует установить государственный надзор. Кроме того, по мнению 82% респондентов, для органов надзора следует предусмотреть полномочия по применению уголовных санкций за манипуляции с LIBOR.

Целью опроса было предоставить для правительственного отчета Wheatley Review Великобритании, а также общественной консультации Европейского парламента информацию, отражающую точку зрения инвесторов, и таким образом внести вклад в восстановление доверия на финансовых рынках.

В ходе исследования, которое завершилось 6 сентября 2012 года, анкеты были разосланы 21 000 членам института. Из них в анкетировании приняли участие 1259 человек (доля ответивших — 6%).

Из полученных ответов можно сделать следующие основные выводы[1]:

- **Группы, на которые сильнее всего повлияли манипуляции со ставкой LIBOR:** 34 % респондентов (большинство) считают, что наиболее разрушительное финансовое влияние эти манипуляции оказали на институциональных инвесторов.
- **Метод фиксации LIBOR:** 56% респондентов считают, что самый адекватный метод установления LIBOR — по средней ставке на основе исключительно фактических межбанковских транзакций; 32% респондентов думают, что лучше использовать гибридный метод, сочетающий фактические и расчетные ставки.
- **Надзор над LIBOR:** 70% респондентов согласны с тем, что процесс обоснования LIBOR должен регламентироваться государством.
- **Управление LIBOR:** 55% респондентов считают, что LIBOR должны управлять и контролировать отраслевые организации, но при этом должен осуществляться и регулирующий надзор. Примечательно, что преобладающее большинство (82%) высказалось в пользу того, чтобы уполномочить орган надзора на применение уголовных санкций за манипуляции с LIBOR.
- **Возможные альтернативы LIBOR:** анкетирование позволяет предположить, что существует целый ряд альтернатив LIBOR. Среди наиболее популярных — другие рыночные процентные ставки (43% респондентов) и ставки РЕПО (32% респондентов).

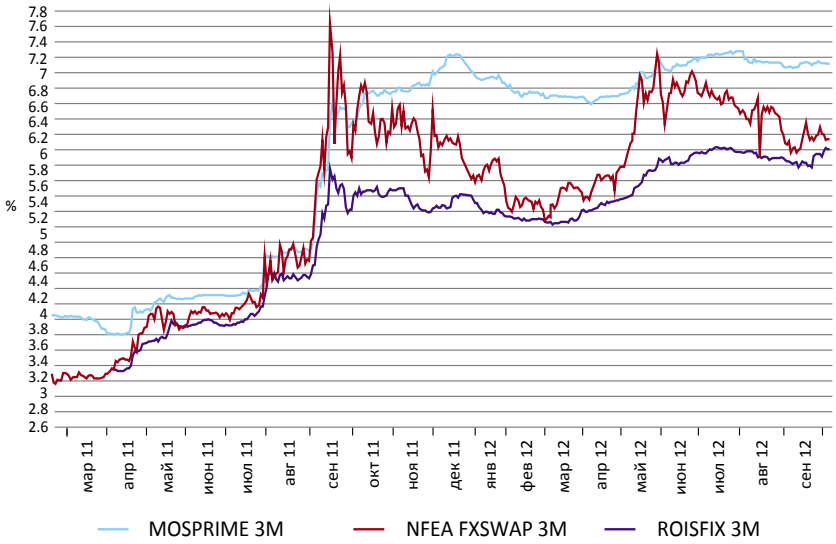
«Абсолютно поддерживаю желание участников рынка иметь в качестве эталона надежный и несмещенный индекс, основанный на реальных транзакциях, — прокомментировал Олег Шенкер, представитель ассоциации CFA Russia. — Проблема только в том, что для этого необходимо собрать информацию обо всех сделках, прошедших на рынке, поскольку любая выборка останется подверженной манипуляциям. К сожалению, информация по 100% совершаемых сделок доступна лишь на организованном рынке. Рынок евродолларов, на базе которого котируется LIBOR, является межбанковским OTC-рынком, гибкость и конфиденциальность которого имеет свои преимущества для участников».

По словам Олега Шенкера, LIBOR — это лишь вершина айсберга. Да, эта ставка является важнейшей базой для оценки множества финансовых инструментов, и потому текущий скандал попал в болевую точку финансовой системы. Однако существует множество других рынков, ценовая информация о которых фактически служит лишь догадкой о реальном состоянии дел, а потому подвержена ошибкам и манипуляциям. Наиболее горячий пример последних дней — это рынок CDS. «Кто может гарантировать, что завтра не разразится такой же скандал вокруг данных, собираемых iTraxx или даже Bloomberg? На мой взгляд, замена BBA на другое агентство не решает самой проблемы сбора надежной информации о реальных транзакциях. Я думаю, что решение проблемы LIBOR — в большей централизации всего рынка межбанковских депозитов. Опыт такой централизации в надежную и прозрачную систему существует. Я говорю о межбанковском рынке ФОРЕКС», — резюмировал представитель CFA Russia.

[1] Более подробная информация доступна на сайте www.cfainstitute.org

(«tomorrow», TOM). Рассчитывается на основе котировок премий по операциям валютный своп на срок от 1 недели (1 week) до 5 лет, объявляемых ведущими российскими банками — операторами валютного рынка. Величина премии указывается в своп-пунктах, где один своп-пункт равен 0.01 копейки. Индекс рассчитывается с декабря 2009 года. Этот индикатор используется как для аналитических целей — расчета вмененной ставки построения альтернативной рублевой кривой, так и для практических целей переоценки срочных валютных конверсионных сделок.

Важность NFEA FX SWAP вырастает в ситуации кризисов на межбанковском рынке, когда традиционные ставки, например MOSPRIME, могут искажаться за счет ухудшения кредитоспособности многих участников и их нежелания кредитовать друг друга.



Теоретически размер спреда между индикаторами MOSPRIME и ROISFIX отражает восприятие кредитного риска контрагентами межбанковского рынка и их готовность кредитовать друг друга (данный спред активно мониторится денежными властями, например в США).

Рисунок 2

Сравнение трех основных кривых рублевых индексов НВА (MOSPRIME, NFEA FX SWAP и ROISFIX) для срока три месяца

RUREPO

В планах НВА создание нового индикатора рынка РЕПО. Идею поддержали многие участники денежного рынка, в частности, внебиржевого рынка междилерского РЕПО и РЕПО с клиентами. Методология RuREPO разрабатывалась по аналогии с той, что используется EBF для расчета индекса EUREPO. То есть речь идет про объявленные на определенный момент времени крупными операторами рынка РЕПО ставки предложения денежных средств в рублях под первоклассное обеспечение в виде наиболее ликвидных выпусков ОФЗ (аналогично General Collateral для EUREPO). В настоящее время мы можем лишь анонсировать это как проект, так как методика и основные принципы находятся в стадии обсуждения. Следует, однако, отметить, что многие участники рынка, испытывающие потребность в создании нового ценового ориентира — безрисковой кривой для переоценки РЕПО — поддержали эту идею. Запуск нового индекса состоится, скорее всего, в 2013 году.

МОНИТОРИНГ КАЧЕСТВА ИНДЕКСОВ

Мониторинг качества индексов НВА осуществляет экспертный совет ассоциации, куда входят эксперты-практики, профессионалы валютно-денежного рынка. Для достижения этих целей экспертный совет осуществляет постоянный мониторинг дисциплины и качества выставления котировок банками для формирования индикативных рыночных ставок НВА, вырабатывает основные критерии отбора банков для участия в формировании индексов и готовит предложения по ротации банков-участников (то есть исключения старых или включения новых имен), утверждаемые советом НВА.

В ряде индикаторов — MOSPRIME, NFEA FX SWAP rate, ROISFIX — для того, чтобы обеспечить выставление банками реальных котировок (ставок) и снизить риск потенциального манипулирования (проблема, которая остро встала в отношении LIBOR в кризис 2008–2009 годов и привела к расследованиям регуляторов, штрафам и громким отставкам в некоторых крупных мировых банках, например, Barclays), дополнительно используется механизм проверочных сделок или обязательства банков отвечать по своим котировкам (то есть заключить по этой котировке сделку на определенный объем) с определенными контрагентами, например с Европейским банком реконструкции и развития — ЕБРР). Кроме того, в MOSPRIME используется механизм допустимой разницы между объявленными котировками покупки (bid) и предложения (offer).

ВАЖНОСТЬ NFEA FX SWAP ВЫРАСТАЕТ В СИТУАЦИИ КРИЗИСОВ НА МЕЖБАНКОВСКОМ РЫНКЕ, КОГДА ТРАДИЦИОННЫЕ СТАВКИ, НАПРИМЕР MOSPRIME, МОГУТ ИСКАЖАТЬСЯ ЗА СЧЕТ УХУДШЕНИЯ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ МНОГИХ УЧАСТНИКОВ И ИХ НЕЖЕЛАНИЯ КРЕДИТОВАТЬ ДРУГ ДРУГА