Дмитрий ПИСКУЛОВ,
кандидат экономических наук,
председатель правления Национальной
валютной ассоциации

Защита и опора

БУДУЩЕЕ ПРОЦЕНТНЫХ БЕНЧМАРКОВ

На сегодняшний день НВА рассчитывает несколько индикаторов или бенчмарков, о текущем использовании которых не смолкают профессиональные дискуссии между представителями банков и регулятором — Банком России.

Сегодня активно обсуждаются четыре главных вопроса в области формирования и использования процентных индикаторов-бенчмарков:

1. Репрезентативность бенчмарков — насколько они являются реальными, правильно отражающими стоимость денег во времени. Это зависит от методологии формирования бенчмарков, а также от состава и качества участвующих банков-контрибьютеров. Одной из проблем последних лет стал массовый выход крупных международных банков из индексов в связи с расследованиями их манипуляций индикатором LIBOR. Это коснулось также и индикаторов НВА, которые за последние два года потеряли 3–7 контрибьютеров в зависимости от индикатора.

2. Аккуратность и истинность бенчмарков, отсутствие манипуляций и искажений. Здесь большую роль играет набирающая силу реформа бенчмарков, на основе исследований и доклада Market Participants Group (MPG) и одобренных Международной организацией комиссий по ценным бумагам IOSCO[1] Принципов для финансовых бенчмарков.

3. Использование бенчмарков не только в коммерческом обороте участниками финансового рынка, но и денежными властями при проведении денежно-кредитной политики.

4. Планируемое объединение НВА и Национальной фондовой ассоциации (НФА) к 2015 году и плавный переход администрирования расчета процентных индикаторов в НФА, а также обеспечение непрерывности данного процесса.

МЕЖДУНАРОДНАЯ РЕФОРМА БЕНЧМАРКОВ

Представители регуляторов и центробанков, входящих в Official Sector Steering Group (OSSG), провели анализ бенчмарков по двум направлениям:

1. IOSCO выпустила в июле 2013 года финальный документ Principles for Financial Benchmarks, который был одобрен на встрече G20 в Санкт-Петербурге в сентябре 2013 года. Многостраничный документ содержал в себе рекомендации к администраторам и банкам — участникам бенчмарков по улучшению качества методологии и дисциплины расчета, их качества и целостности, расчета бенчмарков, механизма подотчетности, надзора и аудита в целях восстановления доверия к ним профессионального и коммерческого сообщества. Администраторы наиболее важных бенчмарков процентных ставок (LIBOR, EURIBOR и TIBOR) должны следовать этим принципам и учитывать их в своей работе.

2. Группа экспертов из Market Participants Group (MPG) в марте 2014 года опубликовала 758-страничный обзор, описывающий действующие классические индикаторы процентных ста-

[1] Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks, Final Report, March 2014. Review of the implementation of the Principles for Financial Benchmarks by Administrators of Euribor, Libor and Tibor, July 2014.

вок в различных валютах, методологии фиксингов, использование альтернативных индикаторов процентных ставок с долгового рынка и рынка деривативов, юридические и технические особенности процесса установления бенчмарков.

Важно отметить, что в условиях непрекращающейся с 2008 года дискуссии о том, какие бенчмарки нужны: традиционные типа LIBOR, нуждающиеся в улучшении и получившие условную классификацию IBORs+, или альтернативные новые — основанные на ставках OIS[1] или на ставках долговых инструментов. FSB поддержал предложенный MPG многовариантный подход к реформированию основных процентных бенчмарков, означающий развитие обоих типов индикаторов. Во-первых, это усиление и улучшение IBORs (LIBOR, EURIBOR, TIBOR или MOSPRIME для России), базирующихся на стоимости необеспеченного межбанковского кредитования (при этом выделена проблема снижения оборотов межбанковских кредитов/депозитов для средних сроков) с тем, чтобы они базировались не только на заявленных индикативных ставках, но и на данных с реальных сделок и торговых оборотов. Во-вторых, это развитие альтернативных, практически безрисковых бенчмарков, базирующихся на OIS.

Эксперты MPG предполагают, что нынешние IBORs еще долго будут существовать в связи с тем, что к ним привязаны кредиты и деривативные контракты на триллионы долларов, однако многолетний аккуратный переход на новые IBORs+ неизбежен ввиду необходимости усиления качества бенчмарков в соответствии с принципами IOSCO. При этом рекомендуется продолжать их использование для долговых и кредитных инструментов. Для деривативов же MPG рекомендует обратить внимание на ставки OIS, а также создать надежный бенчмарк OIS (пока что он реализован только в России в виде ROISFIX), не содержащий в себе спреда кредитного риска[2].

ОБЗОР РАССЧИТЫВАЕМЫХ НВА БЕНЧМАРКОВ И ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ

Перечислим эти индикаторы в порядке убывания важности и использования участниками денежного рынка[3].

MOSPRIME Rate

Поскольку это самый старый бенчмарк НВА с почти десятилетней историей, он получил в настоящее время наибольшее распространение. Он используется в следующих банковских продуктах и инструментах:

1. Банковские коммерческие и ипотечные кредиты. По оценке НВА, плавающие и фиксированные ставки по кредитам, привязанные к MOSPRIME, используют до 30% российских кредитных организаций, в основном крупные, такие как ОТП Банк, банк «ДельтаКредит», ЮниКредит Банк, Райффайзенбанк и другие. Доля кредитов, привязанных к MOSPRIME, в общем объеме кредитного портфеля российских банков оценивается в 9–10% (около 1 трлн руб.).
2. Значительно реже MOSPRIME используется в установлении процентной ставки по вкладам (например, это предлагает Связь-Банк).
3. Процентные деривативы, обращающиеся как в России, так и за рубежом (главным образом в Лондоне): внебиржевые инструменты — процентные свопы — IRS, с оборотом (на начало 2014 года) $100–200 млн в день, и процентно-валютные свопы — CCS, оборот которых составляет $200–300 млн в день, а также биржевые фьючерсы на Московской Бирже на трехмесячную ставку MOSPRIME.
4. В рублевых облигациях с плавающим купоном (применяются редко).
5. В учете, для переоценки и определения справедливой стоимости финансовых инструментов — деривативов и кредитов.

Проблема MOSPRIME находится в области репрезентативности, как и у всех индикативных ставок IBORs: на сроки, превышающие 1 неделю, ставка практически не зависит от торговых оборотов, то есть не базируется на оборотах реальных сделок (или они крайне низки). Это ставит вопрос об истинности процентной ставки и значения бенчмарка на сроки 3 и 6 месяцев, наиболее часто используемых в банковском кредитовании. Проблема должна решаться НВА (а впоследствии и НФА) благодаря усилению контроля за дисциплиной и корректностью выставления котировок банками-участниками, их обязательством кредитовать друг друга по заявленным котировкам.

RUONIA

Используется не так активно, как MOSPRIME, однако достаточно широко применяется в процентных деривативах:

1. Внебиржевые: сделки OIS (короткие процентные свопы до 1 года) с плавающей «ногой», основанной на накопленной ставке RUONIA, в России и Лондоне, ежедневный оборот которых в конце 2013 года составлял от $10 млн до $50 млн.
2. Биржевые: на Московской Бирже запущены четыре фьючерса на одномесячную среднюю ставку RUONIA. Торговля не ежедневная, рынок недостаточно ликвиден, объем торгов — от 1 млн до 400 млн руб. в день, объем открытых позиций — около 3.8 млн руб. во второй половине 2013 года.
3. Во внутренней переоценке процентных операций, в учете, трансфертном ценообразовании, в статистике. Ряд банков привязал к RUONIA ставки по депозитам юридических лиц.

ROISFIX

Самый передовой и потенциально востребованный рублевый бенчмарк используется в следующих инструментах:

1. Биржевые деривативы: фьючерсы на 3-месячный фиксинг ROISFIX (новый инструмент).
2. Внебиржевых деривативов мало. В основном это базисные свопы между 3-месячной MOSPRIME и 3-месячной ROISFIX. Небольшие обороты в Лондоне.

---

[1] OIS — overnight index swap, широко распространившийся в последние годы на западных рынках дериватив, краткосрочный, до 1 года, процентный своп с плавающей ставкой, привязанной к ставке однодневных кредитов типа RUONIA, EONIA SONIA. В 2012–2013 гг. многие мировые банки перешли на использование ставок OIS для переоценки и риск-менеджмента портфелей внебиржевых деривативов.

[2] MPG Final report, March 2014, p. 14.

[3] Подробную информацию о методологии, документах, составе участников, ставках можно найти на сайтах: http://www.mosprime.com, http://ruonia.ru, http://roisfix.ru, http://nfeaswap.ru, http://rurepo.ru.

НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТНАЯ АССОЦИАЦИЯ И НАЦИОНАЛЬНАЯ ФОНДОВАЯ АССОЦИАЦИЯ ПЛАНИРУЮТ ОБЪЕДИНИТЬСЯ К 2015 ГОДУ

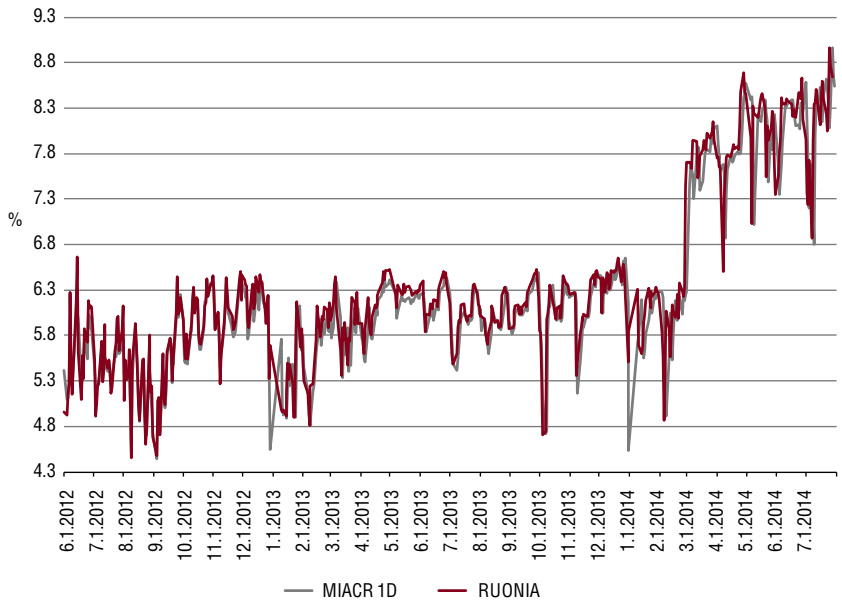
Ключевая проблема этого индикатора в том, что в России в связи со слабым развитием рынка процентных деривативов, высокими требованиями к достаточности капитала по операциям ПФИ и относительно слабым знанием темы обороты по сделкам OIS на рынке крайне низки (они выше на Лондонском рынке, но тоже оставляют желать лучшего). Рынок рублевых OIS малоликвиден, в результате чего формируемые котировки мало основаны на реальных сделках. По мнению крупных банков, российский Центральный банк должен способствовать развитию ликвидности рынка OIS.

Важно отметить, что процентные ставки OIS являются безрисковыми, то есть не содержат в себе кредитного риска участников межбанковского кредитования, поэтому они всегда ниже ставок типа IBOR (в нашем случае MOSPRIME Rate).

NFEA FX SWAP Rate

Вмененная процентная ставка (implied interest rate), рассчитанная исходя из разницы между текущим валютным курсом, расчетами TOM и форвардным курсом (доходность по валютному свопу), является еще одним из широко используемых ориентиров процентных ставок, а также выступает альтернативным вариантом бенчмарка (с оговорками на риск ликвидности). Важность данной ставки вырастает в ситуации кризисов на межбанковском рынке, когда традиционные ставки могут испытывать искажение за счет ухудшения кредитоспособности многих участников.

Рисунок 1
Корреляция двух рублевых индикаторов ставок по однодневным необеспеченным кредитам RUONIA и MIACR



RuREPO

Являясь новым индикатором, RuREPO используется рядом банков для внутреннего прайсинга РЕПО своим клиентам и для оценки портфеля РЕПО. Ее методология аналогична той, что используется EBF для расчета индекса EUREPO, то есть 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).

ПРОЦЕНТНЫЕ БЕНЧМАРКИ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЦБ

В 2013–2014 годах обсуждалась проблематика процентных бенчмарков между ключевыми банками, ЕБРР и Банком России, в том числе в контексте реализации денежно-кредитной политики, в результате чего НВА сформулировала приведенные ниже два предложения по развитию срочного рынка России и бенчмарков процентных ставок.

1. Развитие срочного рынка процентных деривативов

Эффективность денежно-кредитной политики, ее возможности транслировать сигналы рынку, в значительной мере определяется уровнем развития денежного и срочного рынков (рынка процентных деривативов), на которых формируются процентные ставки. Центральные банки развитых стран не рассматривают предоставление среднесрочной и долгосрочной ликвидности в качестве постоянного инструмента рефинансирования.

В развитых экономиках со сложившейся финансовой инфраструктурой, культурой хеджирования процентных рисков, — это прерогатива рыночного механизма. Банки сами трансформируют «короткие» ставки в «длинные» ставки, в частности посредством рынка процентных свопов[1], и сами же участники рынка обеспечивают эффективное ценообразование на средних и длинных сроках без вмешательства регулятора.

[1] В декабре 2012 г. рынок процентных свопов — IRS (включая OIS) являлся самым крупным среди всех ПФИ, с общим notional principal amount outstanding $552 трлн, или 77.4% от всех деривативов по всем базовым активам.

Процентные свопы (в том числе OIS с плавающей ставкой, привязанной к ставкам) в современной международной практике стали универсальным инструментом трансформации однодневных ставок в средне- и долгосрочные безрисковые процентные ставки, которые потом используются участниками рынка.

Российский финансовый рынок не имеет устоявшейся практики и культуры хеджирования и перераспределения процентного риска. Как и на Западе межбанковские сделки проходят в сегменте сверхкоротких денег (однодневные кредиты овернайт), доля длинных денег на нем незначительна, а рынок процентных ПФИ развит слабо. Все эти факторы снижают эффективность трансмиссионного механизма Банка России. Без серьезной поддержки регулятора российские банки вряд ли в состоянии самостоятельно создать сильный срочный рынок процентных деривативов и на его основе в значимых масштабах обеспечить переформатирование коротких ставок в длинные в интересах предприятий реального сектора.

Для эффективной реализации трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики необходимо, чтобы Банк России был объективно заинтересован в развитии рынка процентных ПФИ в виде коротких и среднесрочных рублевых процентных свопов с привязкой к однодневной ставке RUONIA[1] (в частности, процентных свопов OIS на RUONIA), а также биржевых процентных фьючерсов и мог бы целенаправленно поддержать этот процесс тем, чтобы ввести (хотя бы на временной основе) инструменты рефинансирования ЦБ по плавающей ставке, привязанной к RUONIA. Это привело бы к развитию ликвидного рынка процентных свопов (OIS) и, следовательно, формированию альтернативного индикатора IBOR+.

2. Развитие единого безрискового процентного бенчмарка

Наряду с множественными кривыми по различным финансовым инструментам с различным уровнем риска, участникам российского денежного рынка (банкам, компаниям и населению) объективно необходим общепризнанный ориентир цены денег во времени — единый эталонный финансовый бенчмарк рублевого денежного рынка в виде кривой рублевой процентной ставки на различные сроки. Единый эталон, по нашему мнению, был бы полезен для анализа изменения стоимости денег в результате проведения конкретной денежно-кредитной политики. С оговорками такую роль сегодня исполняет MOSPRIME на срок 3 месяца (аналогично LIBOR на 3 месяца). Но MOSPRIME имеет компоненту кредитного риска и не является безрисковой.

В русле международных рекомендаций в России следует продвигать идею альтернативного безрискового процентного бенчмарка. По мнению членов экспертного совета НВА, а также авторитетных международных организаций, включая FSB, ЕБРР, крупных международных банков и брокерских компаний, исходя из формирующейся с 2008 года международной практики, эталонная безрисковая кривая ставок по российскому рублю (как минимум ее короткий конец сроком до 1 года) должна основываться на ставках OIS — краткосрочных и среднесрочных процентных свопах на RUONIA. И российскими участниками рынка на базе НВА уже создан финансовый бенчмарк — индекс ROISFIX.

Данный бенчмарк ежедневно публикуется на сайте Банка России. ЕБРР использует ROISFIX в качестве основы для процентной ставки по рублевым кредитам, а также в привязке к купону по рублевым еврооблигациям.

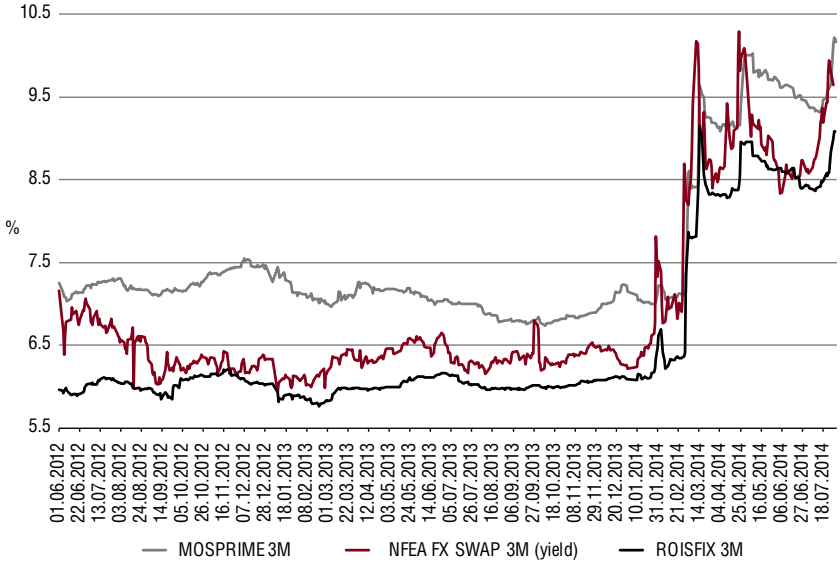


Рисунок 2
Кривые процентных ставок индикаторов НВА: 3 мес. MOSPRIME, 3 мес. ROISFIX и 3 мес. вмененная ставка, рассчитанная через NFEA FX SWAP Rate

ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ — УНИВЕРСАЛЬНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ТРАНСФОРМАЦИИ ОДНОДНЕВНЫХ СТАВОК В ДОЛГОСРОЧНЫЕ

[1] Из всех формируемых на рынке межбанковских ставок, по мнению большинства банков, максимально репрезентативной, методологически корректной и основанной на реальных сделках является индикатор ставки по однодневным кредитам RUONIA.