Реформа бенчмарков: все идет по плану?

Никита КАЛИНИН,
начальник отдела анализа макроэкономики, отчетности и рейтингов, Cbonds

Больше года назад в статье «Отказ от IBOR и переход к новым бенчмаркам» (Cbonds Review, №110, сентябрь 2019 года) автор подробно расписывал цель и планы перехода с межбанковских ставок типа IBOR на безрисковые ставки. Переход должен произойти до конца 2021 года. До важного события в жизни финансовых рынков остается меньше года. Как движется реформа? Предлагаем обзор ситуации по безрисковым ставкам в основных валютах — американском долларе (ставка SOFR), евро (ставка €STR), японской иене (ставка TONA), швейцарском франке (ставка SARON).

SOFR

Не буду интриговать и с ходу заявлю, что реформа по переходу с долларового LIBOR на SOFR несколько провалена. Провалу способствовал главный инициатор и участник рабочей группы по реформе — ФРС США.

На пике коронакризиса 9 апреля 2020 года Федеральный резерв объявил о запуске кредитной программы для малого и среднего бизнеса (Main Street Lending Program) объемом $600 млрд. Федрезерв готов был выкупать до 95% тела кредита, предоставленного «реальному» сектору, сроком до 5 лет у банка. Одним из основных условий кредита было наличие плавающей ставки кредита по формуле «LIBOR (1 месяц или 3 месяца) плюс 300 базисных пунктов». Программа была остановлена лишь 8 января 2021 года.

Еще раз медленно: кредитор последней инстанции и регулятор финансового рынка, направлявший «народные массы» на отказ от LIBOR и переход к SOFR к 2022 году, подложил свинью и теперь владеет кредитами, которые будут погашаться до 2025 года и привязаны к LIBOR.

Напомню, главные минусы LIBOR, которые перечислял Федрезерв:

1) расчет недостаточно транспарентен;

2) включает кредитный риск банков-участников;

3) объем операций, на основе которых рассчитывается ставка, крайне мал.

Несмотря на всю пропаганду и старания Федерального резерва, ему пришлось выдавать ставки не под открытую, крутую и отличную ставку SOFR, а под «плохую» ставку LIBOR, к которой привыкли участники рынка. Вместо того чтобы показать пример и стимулировать переход, регулятор не смог изменить многолетние привычки основных действующих лиц.

Возможно, не последнюю роль в этом сыграла простота расчета процентной ставки «LIBOR + спред», которая называется in advance (ставка фиксируется заранее), против in arrears (ставка фиксируется перед самым процентным платежом) для SOFR. Подробнее о разнице в фиксингах — см. статью Анастасии Дергуновой «Трудности прогнозов: неравные и нерегулярные денежные потоки облигаций» (Cbonds Review, №115, ноябрь 2020 года).

Будто не замечая существования Main Street Lending Program, 30 ноября 2020 года Совет ФРС, Федеральная корпорация по страхованию вкладов и Управление валютного контроля выпустили совместное заявление, в котором призвали банки как можно скорее отказаться от долларового LIBOR[1]. В тот же день ICE Benchmark

[1] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20201130a1.pdf

Administration — администратор ставки LIBOR — заявил о том, что ставки сроком на одну неделю и два месяца прекратят существование с 2022 года, а LIBOR с другими сроками «поживет» до конца июня 2023-го.

Посмотрим на долларовый рынок с плавающей ставкой новых облигаций, выпущенных с июля 2018 года (Рисунок 1). Июль 2018-го выбран неслучайно, именно тогда начался расчет купона по первым в мире SOFR-облигациям, эмитент — Fannie Mae. Общий объем размещений с июля 2018 до конца декабря 2020 года составил более $2 трлн. Из них $928 млрд — привязка к SOFR, $1.079 трлн — к LIBOR[1].

Самой популярной LIBOR-ставкой стал трехмесячный LIBOR, объем размещений бумаг с привязкой к этому показателю составил $626 млрд. При сравнении размещений помесячно картина куда интереснее (Рисунок 2).

Если до марта 2020 года почти все месяцы размещений облигаций на LIBOR было больше, а иногда существенно больше, чем размещений бумаг с привязкой к SOFR, то с марта 2020 года картина противоположная: SOFR-облигаций размещается в разы больше. Лед тронулся!

В разрезе крупнейших эмитентов рынка за последние 30 месяцев (Таблица 1) мы видим, что в десятку крупнейших заемщиков LIBOR- и SOFR-флоатеров попали практически одни и те же имена. Это крупные частные банки и государственные агентства США. LIBOR-размещения первой десятки компаний составили $676 млрд, или 62% всех LIBOR-размещений за период. SOFR-размещения первой десятки эмитентов составили $854 млрд, или 92% SOFR-размещений (Таблица 2). Видна огромная концентрация размещений SOFR среди узкого круга компаний!

LIBOR-размещения осуществили 586 компаний, а SOFR — лишь 96. Причем в секторальном разрезе превалируют финансовый сектор (банки, страховые компании) и государственные агентства. SOFR-облигации игнорируются «реальным» сектором (Рисунок 3).

Можно заключить, что, несмотря на огромный перевес размещений SOFR с весны 2020 года, эту ставку в качестве базовой распробовали и приняли лишь гиганты рынка — представители финансового сектора и государственные агентства США, которые обычно считаются частью финансового сектора в широком понима-

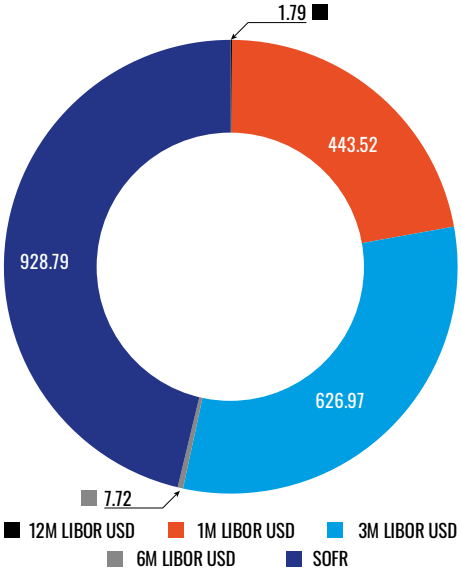


Рисунок 1
Размещение долларовых флоатеров с привязкой к SOFR и LIBOR ($ млрд)
Источник: Cbonds

[1] Использованы облигации с датой начала начисления купона с 01.07.2018 по 31.12.2020. Исключены структурные продукты, секьюритизация и конвертируемые облигации. Все заключения, графики и таблицы по SOFR и долларовому LIBOR в дальнейшем построены по этому принципу.

Рисунок 2
Помесячное размещение долларовых флоатеров с привязкой к SOFR и LIBOR ($ млрд)
Источник: Cbonds

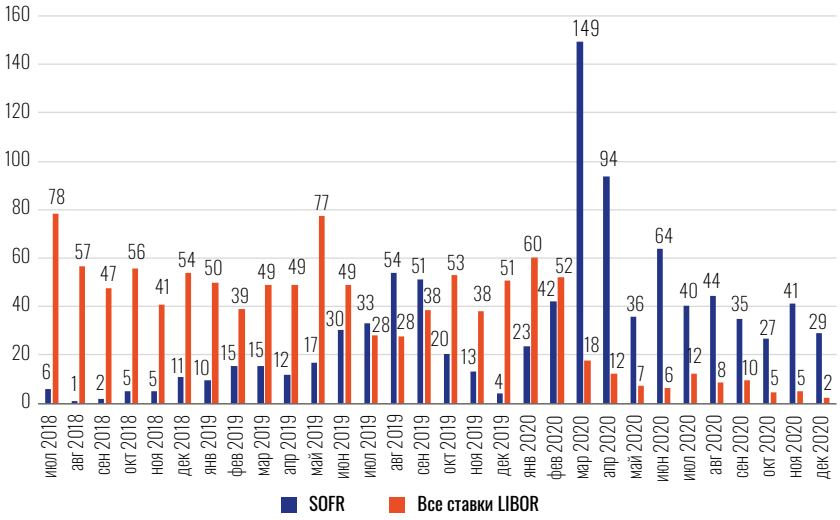


Таблица 1
Топ-10 крупнейших эмитентов облигаций с привязкой к LIBOR

Источник: Cbonds

#	Эмитент LIBOR	Кумулятивный объем ($ млрд)
1	Federal Home Loan Banks	465
2	Federal Farm Credit Banks	76
3	Bank of America Corporation	37
4	Wells Fargo	23
5	JP Morgan	17
6	Mizuho Financial Group	14
7	HSBC Holdings plc	13
8	Wells Fargo Bank, N.A.	13
9	Freddie Mac	10
10	Standard Chartered Plc	9
Итого		676

Таблица 2
Топ-10 крупнейших эмитентов облигаций с привязкой к SOFR

Источник: Cbonds

#	Эмитент SOFR	Кумулятивный объем ($ млрд)
1	Federal Home Loan Banks	423
2	Freddie Mac	147
3	Fannie Mae	136
4	JP Morgan	41
5	Bank of America Corporation	25
6	Morgan Stanley	21
7	Citigroup	20
8	Federal Farm Credit Banks	18
9	Wells Fargo	14
10	HSBC Holdings plc	11
Итого		854

нии. Многие из таких эмитентов являются участниками Комитета по альтернативной референсной ставке, поэтому прекрасно понимают и рынок, и реформу. Ситуация на облигационном рынке повторяет ситуацию на рынке банковского кредитования нефинансового сектора в США, подсвеченная программой помощи от Федерального резерва: LIBOR прост и понятен, пока занимаем в нем. SOFR остается «игрушкой» финансового сектора: он ее придумал, он ее продвигает, он с ней «развлекается», размещая облигации с привязкой к SOFR.

Важным событием для рынка долларовых деривативов в прошлом году стал успешный переход Лондонской клиринговой палаты (London Clearing House), Eurex и Чикагской товарной биржи (Chicago Mercantile Exchange) на дисконтирование свопов и начисление процентов на гарантийное обеспечение по ставке SOFR взамен эффективной ставки по федеральным фондам (EFFR). Этот переход коснулся всех обслуживаемых своповых продуктов, номинированных в американском долларе. Для Лондонской клиринговой палаты это касалось более 1 млн контрактов номинальным объемом $120 трлн. Комитет по альтернативной референсной ставке в своем обзоре за октябрь — ноябрь 2020 года называет данный переход «переходом большого взрыва». Комитет также отмечает, что объем торгов SOFR-свопами бьет рекорды, превысив $700 млрд в октябре 2020 года, после предыдущего рекорда в сентябре 2020 года — $400 млрд.

€STR

На момент выхода предыдущей статьи в сентябре 2019 года €STR (Euro short-term rate), или краткосрочная ставка в евро, еще не существовала. Ее расчет начался 2 октября 2019 года. Данные по ставке публикуются Европейским центральным банком в рабочие дни по календарю TARGET2 на основе транзакций, проведенных на денежном рынке в предыдущий рабочий день. Краткосрочная ставка в евро отражает стоимость заимствования необеспеченного межбанковского кредитования банков в еврозоне.

Проведением реформы занимается Рабочая группа по безрисковым ставкам в евро (Working group on euro risk-free rates).

В первую очередь, €STR является заменой для другой межбанковской ставки EONIA. Рабочая группа подчеркивает важность постепенной и аккуратной замены EONIA на €STR в контрактах. Расчет

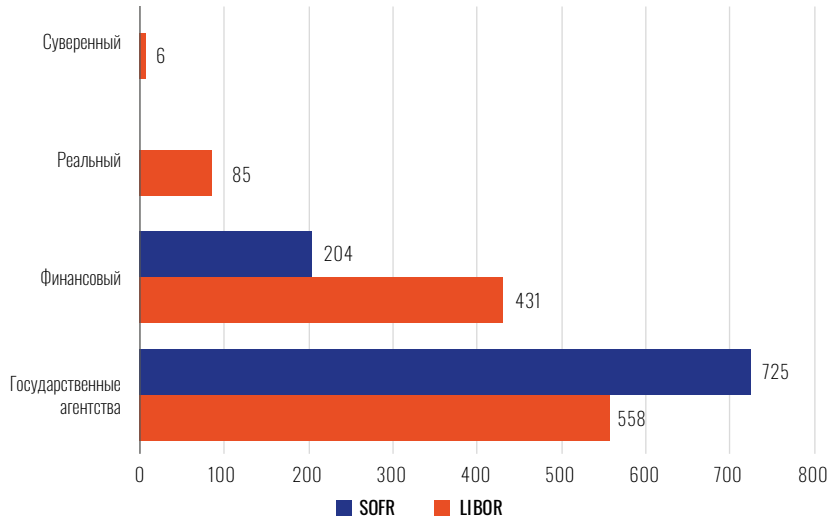


Рисунок 3
Размещение долларовых флоатеров с привязкой к SOFR и LIBOR ($ млрд) в секторальном разрезе

Источник: Cbonds

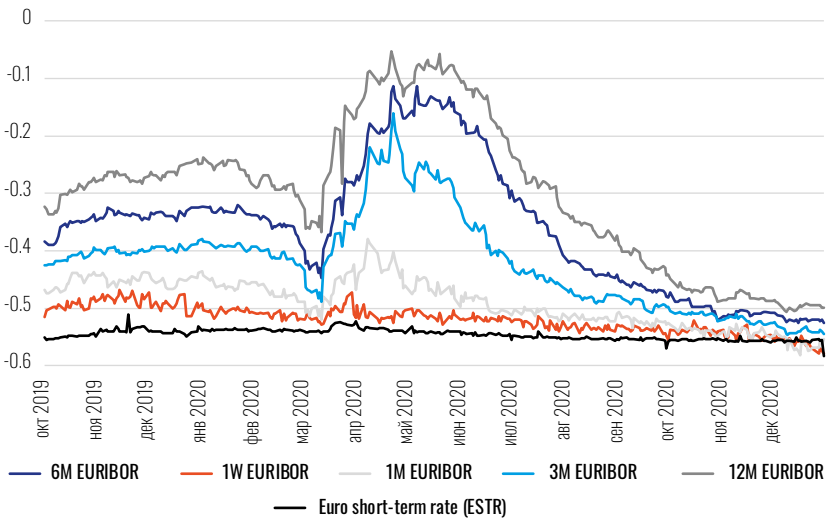


Рисунок 4
Динамика ставок EURIBOR и €STR с 02.10.2019 по 31.12.2020

Источник: Cbonds

EONIA должен быть прекращен 3 января 2022 года.

Во вторую очередь, €STR должен служить запасной ставкой для контрактов, основанных на ставке EURIBOR. Важно отметить, что планов по отказу от EURIBOR и замене на краткосрочную ставку в евро нет. Рабочую группу беспокоит, что привязка к неидеальной ставке EURIBOR создает риски для использующих ее участников рынка, поэтому призывает закладывать в договоры варианты замены EURIBOR на €STR в случае временного или постоянного прекращения определения ставок EURIBOR на различные сроки.

Мандатом Рабочей группы предусмотрена подготовка рекомендаций по структуре ставок, основанных на краткосрочной ставке в евро, и корректных спредов. Причины: ставка €STR — ставка овернайт, а EURIBOR — это серия ставок на различные сроки. Как прекрасно видно на Рисунке 4, динамика ставок отличается: ставки EURIBOR были волатильны, а краткосрочная ставка в евро практически не менялась. Спред между двумя видами ставок в разные моменты времени разный.

Спред и структура ставок — это еще полбеды. Важным моментом является фиксинг. Эта проблема характерна для всех инструментов на безрисковых ставках. Процентная ставка по EURIBOR-инструментам (например, облигациям) фиксируется в начале купонного платежа — in advance, а в случае замены на €STR будет определяться перед выплатой купона.

Первым евровым флоатером на ставке €STR стал двухлетний выпуск немецкого банка L-Bank на сумму €250 млн, размещенный 19 сентября 2019 года с датой начала купона 8 октября 2019 года; погашение состоится 8 октября 2021 года. Выплата купона — 4 раза в год по формуле €STR + 2%.

Сравним динамику размещений облигаций EURIBOR и €STR[1]. На Рисунке 5 €STR практически незаметен, всего было размещений на €3.85 млрд. В то же время размещения с привязкой к EURIBOR на различные сроки составили €321 млрд. Основным при этом является трехмесячный EURIBOR. Облигации на LIBOR в евро не выпускались, так как эта серия ставок непопулярна.

Дальнейшие сравнения не имеют смысла, так как сегмент облигаций на краткосрочной ставке в евро еще не сформировался. Рынок базируется на EURIBOR, и его замена не планируется, соответственно, нет никакой спешки в размещении облигации на новой ставке €STR.

Лондонская клиринговая палата стала первой площадкой, на которой был осуществлен клиринг свопов с привязкой к €STR. С тех пор произошел значительный сдвиг, общий объем открытых позиций свопов к €STR на декабрь 2020 года составил $633.45 млрд[2].

SONIA

Пожалуй, успешнее всего переход к безрисковой ставке происходит для инструментов, номинированных в фунтах стерлингов. Это мы увидим по данным облигационного и деривативного рынков. Напомню, что цель реформы — уйти

Реформа LIBOR проходит очень неравномерно, что связано как с особенностями каждого рынка, так и с подходом рабочих групп по реформе

[1] Использованы облигации с датой начала начисления купона с 08.10.2019 по 31.12.2020. Исключены структурные продукты, секьюритизация и конвертируемые облигации. Все заключения по €STR и EURIBOR в дальнейшем построены по этому принципу.

[2] https://www.lch.com/services/swapclear/volumes/rfr-volumes

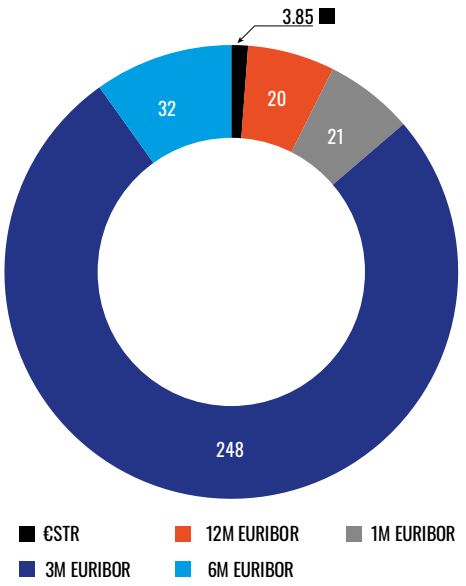
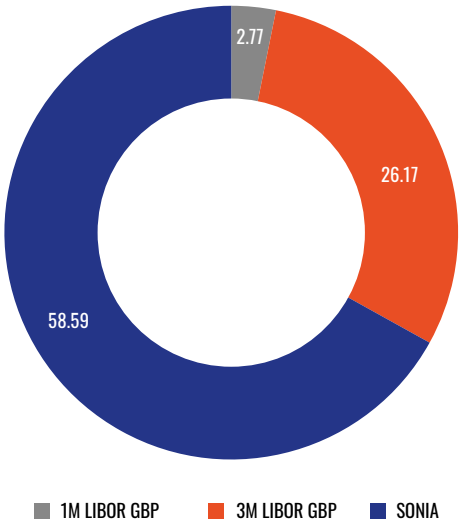


Рисунок 5
Размещение евровых флоатеров с привязкой к EURIBOR и €STR (млрд евро)

Источник: Cbonds

Рисунок 6
Размещение фунтовых флоатеров с привязкой к LIBOR и SONIA (млрд фунтов стерлингов)

Источник: Cbonds



от ставок GBP LIBOR (LIBOR для фунтов стерлингов) к ставке SONIA.

Первое размещение облигаций с привязкой к SONIA произошло 29 июня 2018 года. Посмотрим, как менялся рынок размещений флоатеров[1].

За рассматриваемый период было размещено флоатеров на 87.5 млрд фунтов стерлингов, из них 58.5 млрд составили размещение облигаций с привязкой к SONIA, это 66% рынка размещений. GBP LIBOR-облигации были размещены на 28.9 млрд фунтов стерлингов, большая часть облигаций привязана к трехмесячному LIBOR в фунтах.

[1] Использованы облигации с датой начала начисления купона с 29.06.2018 по 31.12.2020. Исключены структурные продукты, секьюритизация и конвертируемые облигации. Все заключения, графики и таблицы по SONIA и LIBOR в фунтах в дальнейшем построены по этому принципу.

Помесячная динамика размещений показывает, что до конца декабря 2018 года на рынке доминировали размещения флоатеров на LIBOR, но после ситуация изменилась и LIBOR был вытеснен ставкой SONIA.

Также характерной особенностью рынка является периодическое отсутствие размещений, и особенно это проявилось во второй половине 2020 года.

Списки десяти крупнейших эмитентов LIBOR и SONIA различаются, в обоих присутствует только один эмитент — австралийский Commonwealth Bank. Это существенное отличие от подобного сравнения по доллару (Таблицы 1 и 2). Впрочем, черта, характерная для долларовых флоатеров, тоже присутствует: в десятку попали банки и международные финансовые институты.

Но на этом сходство заканчивается. Десять крупнейших эмитентов LIBOR заняли £18.5 млрд, это составляет 64%

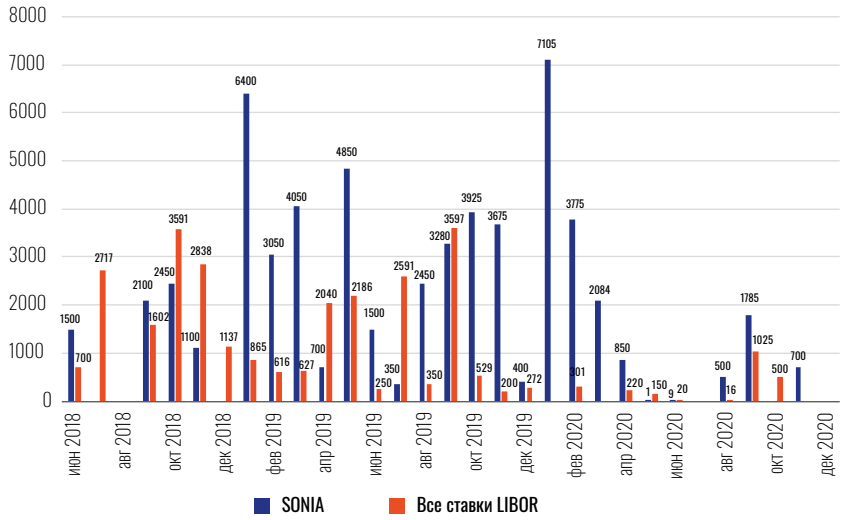


Рисунок 7
Помесячное размещение фунтовых флоатеров с привязкой к LIBOR и SONIA (млн фунтов стерлингов)

Источник: Cbonds

рынка; десятка эмитентов инструментов с привязкой к SONIA обеспечила 61% рынка, заняв £35.7 млрд. Облигации SONIA размещали 42 эмитента, а LIBOR — 48 эмитентов. Разница небольшая.

В секторальном разрезе заметно, что рынок обоих флоатеров — это рынок финансового сектора, «реальный» тоже сектор присутствует, но его доля невысока (Рисунок 8). Это может говорить о невысокой необходимости занимать с плавающей ставкой. В отличие от долларового SOFR, где эмитенты «реальной» экономики не выходили на рынок, у SONIA такого недостатка нет. Например, £200 млн было размещено BMW; ранее компания ориентировалась на LIBOR. Впрочем, объем заимствований компаний нефинансового сектора с привязкой к LIBOR за анализируемый период вырос в 5 раз.

В целом динамика новых размещений свидетельствует о том, что рынок сформировался и стал разнообразным, но ему еще есть куда развиваться.

Ассоциация свопов и деривативов (ISDA) совместно с финансовой компанией Clarus ежемесячно отслеживает глобальную торговую активность OTC и биржевых деривативов на процентные ставки, которые завязаны на безрисковые ставки основных валют. В декабре 40.5% стерлинговых контрактов на процентные ставки были привязаны к SONIA, в то время как по другим валютам доля безрисковых ставок в торговой активности меньше 10% (Рисунок 9).

Согласно заявлению ICE Benchmark Administration от 18 ноября 2020 года, определение GBP LIBOR прекратится с 2022 года. План Рабочей группы по стерлинговой безрисковой ставке предполагает, что со II по III квартал 2021 года произойдет замена ставок по контрактам (деривативы, облигации, секьюритизация, кредиты), которые сейчас привязаны к стерлинговому LIBOR, на бенчмарк SONIA[1].

#	Эмитент LIBOR	Кумулятивный объем (млрд фунтов стерлингов)
1	FMS Wertmanagement	3.85
2	DBS Bank	2.35
3	Toronto-Dominion Bank	2.33
4	Westpac Banking	1.90
5	Rabobank	1.86
6	DZ BANK	1.50
7	North Rhine-Westphalia	1.25
8	Bank of Montreal	1.15
9	Commonwealth Bank	1.15
10	OP Corporate Bank	1.15
Итого		**18.50**

Таблица 3
Топ-10 крупнейших эмитентов облигаций с привязкой к фунтовому LIBOR

Источник: Cbonds

#	Эмитент SONIA	Кумулятивный объем (млрд фунтов стерлингов)
1	European Investment Bank (EIB)	5.75
2	Royal Bank of Canada	5.12
3	Santander UK	4.00
4	Lloyds Bank	3.75
5	Commonwealth Bank	3.32
6	IBRD	3.00
7	Nationwide Building Society	3.00
8	EBRD	2.98
9	Export Development Canada	2.50
10	Asian Development Bank (ADB)	2.30
Итого		**35.71**

Таблица 4
Топ-10 крупнейших эмитентов облигаций с привязкой к SONIA

Источник: Cbonds

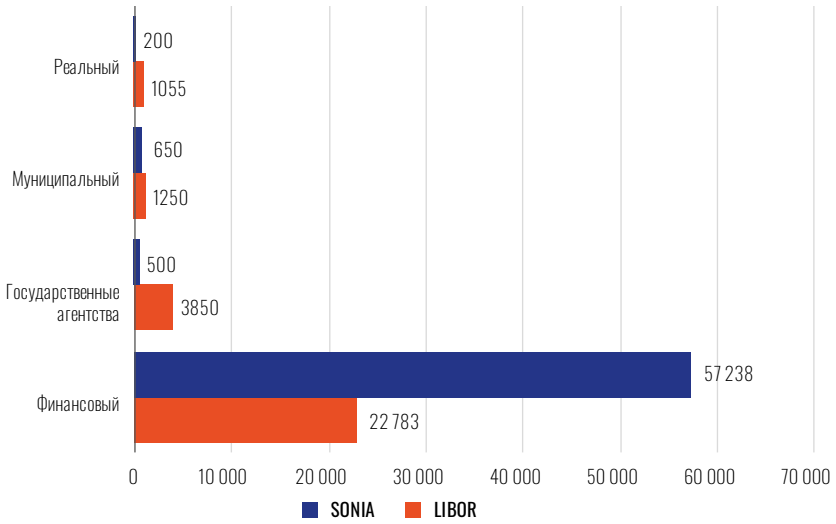
TONA

Развитие инструментов на безрисковой ставке в японских иенах происходит еще хуже, чем в евро. Японский финансовый рынок последние десятилетия живет в условии крайне низких процентных ставок.

[1] https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfr-working-group-roadmap.pdf?la=en&hash=92D95DFA056D7475CE395B64AA1F6A099DA6AC5D

Рисунок 8
Размещение фунтовых флоатеров с привязкой к SONIA и LIBOR (млн фунтов стерлингов) в секторальном разрезе

Источник: Cbonds



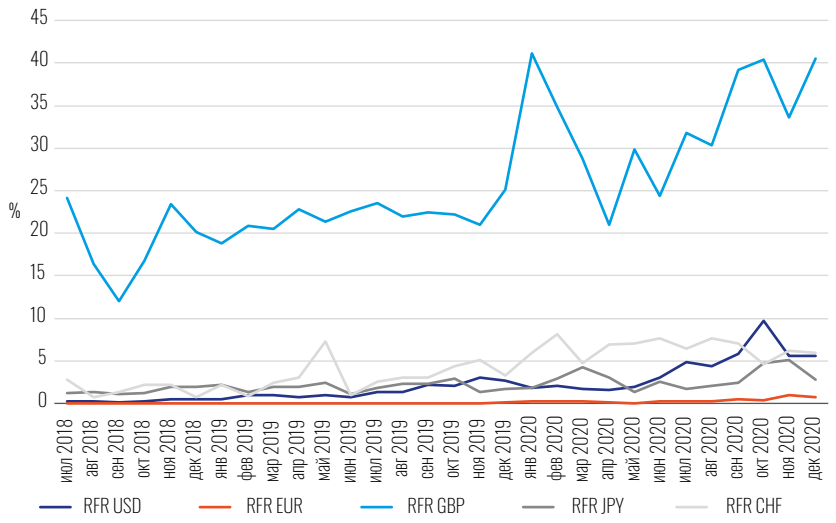


Рисунок 9
Доля торговой активности деривативов по валютам с привязкой на безрисковые ставки

Источник: ISDA, Clarus

Размещение облигаций с плавающей ставкой для японских иен нехарактерно. Например, за 2020 год, согласно данным Cbonds, было всего два размещения флоатеров, привязанных к LIBOR в иенах. Рынок облигаций в иенах — это рынок с заранее определенной ставкой.

Межотраслевой комитет по процентному бенчмарку в японской иене, отвечающий за реформу по отказу от LIBOR, предложил на замену две ставки: межбанковскую ставку TIBOR и безрисковую ставку TONA (также иногда пишут TONAR). Это называется мультирежим бенчмарков. Межотраслевой комитет готовит методологии по замене LIBOR в иенах в различных контрактах на ставку TONA, но отмечает, что участники контракта должны сами решить, на какую ставку и на каких условиях заменять бенчмарк в контракте.

Активность на рынке TONA низкая. Участники рынка до сих пор используют в контрактах иеновый LIBOR и TIBOR. Об этом говорит Томоко Морита — старший директор ISDA в Токио[1]. Доля торговой активности на безрисковой ставке в иене колеблется в пределах 2–5% (Рисунок 9).

Тем не менее план прекратить публиковать ставки LIBOR с 2022 года в иенах сохраняется, и участникам рынка надо приготовить и согласовать замены LIBOR-бенчмарков в своих контрактах с контрагентами.

SARON

Рынок облигаций во франках напоминает облигации в иенах: флоатер — это редкий инструмент. В отличие от японских иен, в швейцарском франке есть облигации с безрисковым бенчмарком SARON. Первым SARON-бондом стал бессрочный субординированный Tier1-заем Credit Suisse Group на 525 млн франков[2]. Он состоялся 11 сентября 2019 года. Облигация первые 7 лет обеспечивает фиксированную ставку 3%, затем SARON+3.957%. В октябре 2020 года произошло второе размещение от другого банка Raiffeisen Schweiz Genossenschaft[3], тоже бессрочный Tier1-заем на 525 млн франков. Это достаточно необычно. Например, в США, еврозоне и Великобритании первые флоатеры на безрисковые ставки в долларах, евро и фунтах стерлингов соответственно выпускали на очень ограниченный срок (1–5 лет). Бессрочные облигации в долларах с привязкой SOFR появились спустя год после первых SOFR-облигаций. В фунтах и евро на середину января 2021 года нет бессрочных облигаций с привязкой к безрисковым ставкам. В Швейцарии банки не побоялись и выпустили бессрочные облигации. Возможно, это связано с тем, что Национальный банк Швейцарии определяет цель по ставке на основе SARON, и потому доверие к SARON больше.

Впрочем, торговая активность в процентных деривативах в швейцарских франках на безрисковую ставку SARON колеблется в пределах 4–7%. В декабре 2020 года активность составила 6%.

С 11 сентября 2019 года было одно размещение облигации в LIBOR, она погасится в декабре 2021 года. Другими флоатерами, размещенными с сентября 2019 года, рынок не может похвастаться.

ICE Benchmark Administration планирует прекратить публикацию LIBOR во франках с 2022 года.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Реформа LIBOR проходит очень неравномерно, что связано как с особенностями каждого рынка, так и с подходом рабочих групп по реформе. Планы по прекращению публикации LIBOR с 2022 года остаются в силе, но не для долларовых ставок (их публикацию планируют продолжить до июля 2023 года, за исключением непопулярных однонедельных и двухмесячных ставок). Ситуация с переносом сроков по долларовому LIBOR показывает, что крупнейший облигационный рынок не готов к реформе, нефинансовый сектор до сих пор занимает в LIBOR, SOFR-облигации выпускает узкий круг эмитентов финансовой сферы.

Самая хорошая ситуация в стерлинговых контрактах, здесь участники бондового и срочного рынка лучше всех приняли безрисковую ставку SONIA. Евросоюз не имеет планов по отказу от EURIBOR, а LIBOR в евро не является важным инструментом финансового рынка монетарного союза. EURIBOR остается основным бенчмарком для флоатеров в евро. Развитие инструментов на €STR произойдет со временем. Японский регулятор не спешит и дает возможность выбора разных ставок взамен уходящего LIBOR. В Швейцарии флоатеры не очень популярны, однако там выпущено два бессрочных Tier1-выпуска с бенчмарком SARON, что открывает возможность для похожих размещений другим эмитентам.

[1] Стр. 16-17 https://www.isda.org/a/wBHTE/IQ-ISDA-Quarterly-September-2020.pdf

[2] https://cbonds.ru/bonds/599749

[3] https://cbonds.ru/bonds/819491