

Przedsmak rewolucji na rynkach finansowych?

Wskaźniki stóp procentowych – konieczność dostosowania do
wymogów regulacyjnych BMR

Reforma indeksów – prezentacja wprowadzająca



Agenda

1. Geneza reformy wskaźników
2. Aktualne zmiany na rynku indeksów
3. Zidentyfikowane wyzwania wynikające z implementacji BMR

Geneza reformy wskaźników

❑ Przyczyny reformy wskaźników:

- podatność na manipulacje -> afera IBOR
- strukturalne przekształcenia na rynku finansowym:
 - ✓ zanik niezabezpieczonych depozytów terminowych na rynku międzybankowym
 - ✓ zmiana struktury finansowania banków po kryzysie 2007-09
 - ✓ **nowe wymogi regulacyjne**

❑ BMR -> Rozporządzenie UE w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki w instrumentach i umowach finansowych z 8.06.2016 w pełni weszło w życie 1.01.2018

- nowe przepisy odnoszą się do umów i instrumentów finansowych oraz jako miara stosowana przez fundusze inwestycyjne
- regulacja odnosi się do transakcji z klientami, w których przepływy lub wycena są indeksowane do zewnętrznego wskaźnika

Kluczowe założenia reformy wskaźników

- Celem reformy wskaźników jest ochrona konsumentów i rynku przed manipulacjami poziomem wskaźników oraz zwiększenie wiarygodności publikowanych stawek
- W kontraktach finansowanych zawartych pomiędzy instytucją finansową a klientem można wykorzystywać jedynie takie indeksy, które są wskaźnikami referencyjnymi zgodnymi z BMR
- Rozporządzenie oraz standardy i wytyczne ESMA precyzują obowiązki administratora, dostarczyciela danych (panelisty) i użytkownika wskaźnika
- Zarówno wskaźnik jak i administrator muszą być zarejestrowani przez ESMA

Co powinno cechować wskaźniki?

- Wskaźniki muszą być reprezentatywne dla rynku, który opisują, a sposób ich wyznaczania musi być odporny na manipulacje, przejrzysty dla użytkowników i odbiorców oraz transparentny, czyli zapewniający pełną kontrolę i audytowalność procesu
- Aby spełnić w/w wymagania wskazane jest oparcie wskaźników o zawarte transakcje a nie kwotowania panelistów (tzw. expert judgement)

Ryzyko dyskontynuacji publikowania wskaźników

- Ze względu na brak płynnego rynku referencyjnego dla LIBOR uznano, że podtrzymywanie tej stawki w długim okresie może okazać się niemożliwe
 - ❑ Vide: deklaracja Andrew Bailey z FCA z lipca 2017 o podtrzymywaniu panelu LIBOR jedynie do końca 2021
- Trudności z dostosowaniem definicji EONIA do wymagań BMR oraz prowadzone równoległe prace ECB na temat risk free rate (np. ESTER) wskazują na poważne ryzyko zaprzestania publikowania stawki EONIA
 - ❑ Vide: deklaracja EMMI z I kw. 2018 „State of play of the EONIA review” o braku gwarancji spełnienia wymogów BMR i decyzji o zaprzestaniu prac nad reformą tego indeksu

Aspekty regulacyjne

- Rola ESMA w procesie licencjonowania administratorów indeksów i publikowanych przez nich wskaźników
- Rola lokalnych nadzorów w wypracowaniu nowych praktyk nadzorczych w zakresie definiowania wskaźnika, procedur administratora i panelisty, zasad zasilania w dane do obliczania wskaźnika oraz stosowania wskaźnika w umowach finansowych
- Wymóg bycia „BMR compliant” po stronie podmiotów nadzorowanych (banki i fundusze)
- Wzrost znaczenia ochrony konsumenta przy reformowaniu istniejących wskaźników, wprowadzenia nowych i zapewniania planów awaryjnych w postaci wskaźnika alternatywnego

Aktualne zmiany na rynku indeksów

EUR

- Maj 2017 – grupa robocza EMMI ds. reformy Euribor opracowała założenia zmian (wprowadzenie elementów transakcyjności)
- Luty 2018 – grupa robocza ECB ds. Risk Free Rate mającej docelowo zastąpić wskaźnik EONIA
- Maj 2018 – ECB ogłasza plan powołania stawki ESTER (Euro Short Term Rate - krótkoterminowy koszt finansowania hurtowego banków w systemie MMSR)

USD

- Kwiecień 2018 – ARRC opracował stawkę SOFR (Secured Overnight Financing Rate), która ma docelowo zastąpić USD LIBOR (po wytworzeniu struktury terminowej)

CHF

- Październik 2017 – uznanie stawki SARON (Swiss Average Rate Overnight) jako podstawowego wskaźnika typu Risk Free Rate dla franka szwajcarskiego – docelowo po wytworzeniu krzywej terminowej stawka ta ma zastąpić CHF LIBOR

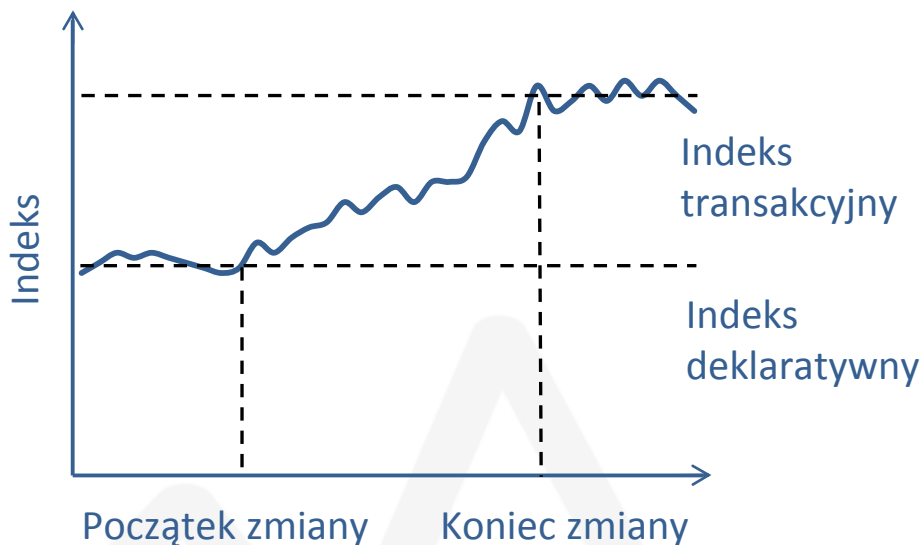
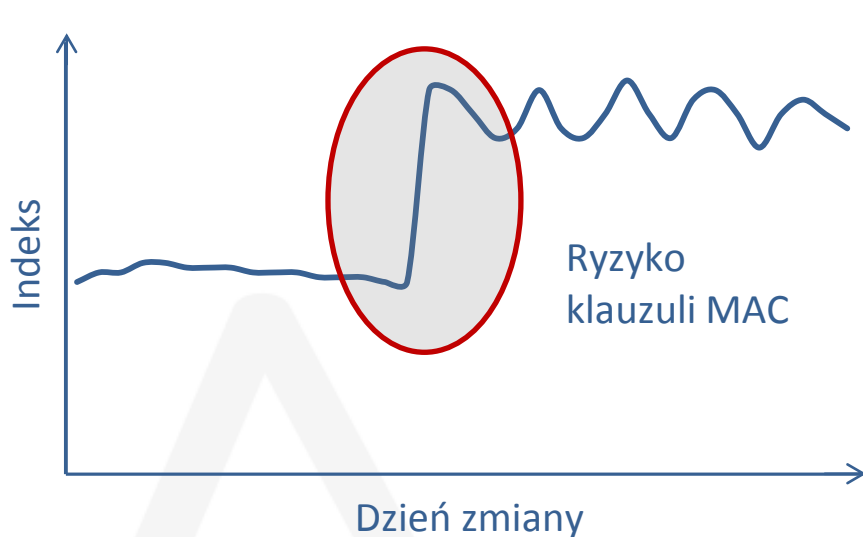
Otwarte sprawy dot. reformy indeksów

- Financial Stability Board (2014) proponuje bifurkację dotychczasowych indeksów typu IBOR na dwie stawki:
 - dla instrumentów bilansowych IBOR+ (zbudowana na bazie rzeczywistych transakcji depozytowych)
 - dla pochodnych Risk Free Rate (zbudowana na bazie krzywej OIS)
- Głównymi wyzwaniami dla administratorów (IBA, EMMI, GPWB) są:
 - brak motywacji panelistów do kontrybucji stawki ze względu na ryzyko regulacyjne
 - niestabilność źródeł danych dla wyznaczenia stawki referencyjnej (zanik rynku niezabezpieczonych depozytów terminowych na rynku hurtowym, bardzo małe wolumeny na terminowych transakcjach REPO)
 - ryzyko transpozycji stawki (zmiana charakteru ekonomicznego i ryzyko uaktywnienia klauzul Material Adverse Change)

Podstawowe zagrożenia

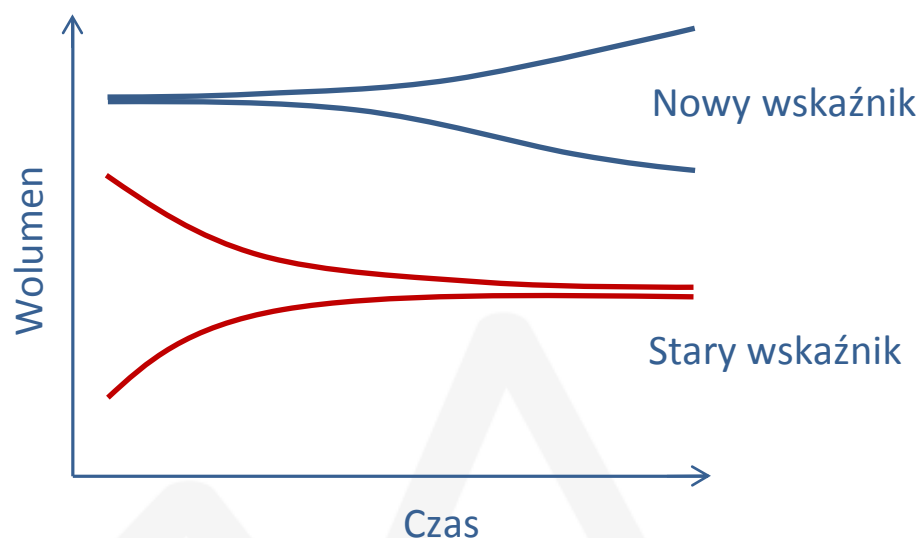
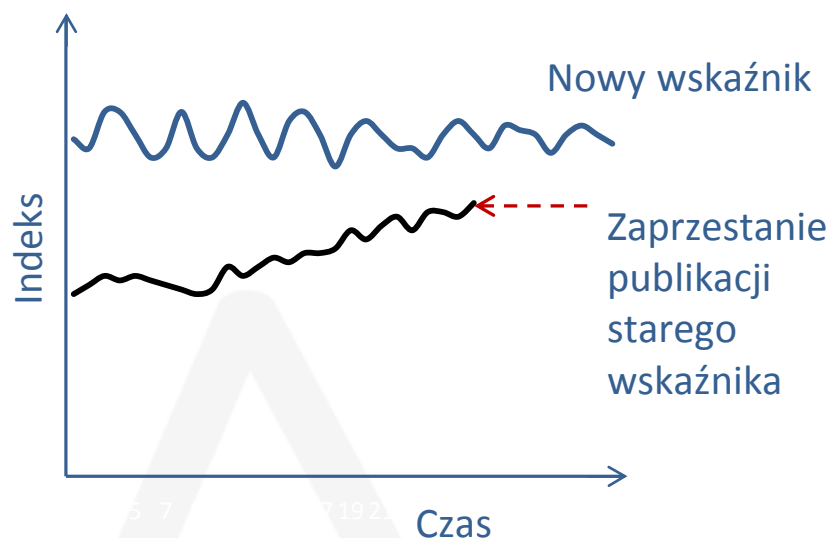
- Brak gwarancji wytworzenia struktury terminowej dla nowych stawek wolnych od ryzyka (ON)
- Ryzyko tranzykcji ze starego na nowy wskaźnik w umowach klientowskich – zagrożenie dla ciągłości umów konsumenckich
- Trudności z pogodzeniem sprzecznych celów przy reformowaniu wskaźników przez administratora
 - ✓ Zgodność z BMR oznacza pełne zakorzenienie w zawartych transakcjach, co implikuje dużą różnicę w poziomie i wariancji nowego wskaźnika
 - ✓ Próby utrzymania obecnego charakteru ekonomicznego stawki mogą oznaczać pozostawienie ryzyka manipulacji i oderwanie od rzeczywistego segmentu rynku
- Brak kontroli nad procesem reformy wskaźników może rodzić zagrożenia dla stabilności systemu finansowego oraz skuteczności polityki monetarnej banku centralnego

Ryzyko zastąpienia – rewolucja czy ewolucja?



Zmiana definicji i metodologii może spowodować skokową zmianę poziomu i zmienności wskaźnika, co rodzi ryzyko prawne (ciągłości umów). Po lewej – wariant rewolucyjny, po prawej – ewolucyjny.

Równoległa publikacja nowego wskaźnika



Równoległa publikacja nowego wskaźnika oznacza dostępność zarówno starego jak i nowego wskaźnika, co daje rynkowi czas na przeniesienie wolumenów na nowy wskaźnik oraz stabilizuje różnicę pomiędzy poziomami wskaźników. Umożliwia to łagodne przejście do nowego wskaźnika oraz wytworzenie transakcji pochodnych na różnicę pomiędzy wskaźnikami. W efekcie stary wskaźnik może być wyznaczany z formuły już po zaprzestaniu jego publikacji na bazie kwotowań panelistów.

Co odróżnia polski rynek od strefy euro?

	Polska	Strefa euro
Rodzaj oprocentowania	zmienne	stałe (Niemcy, Francja)
Ekspozycja konsumentów	wysoka (hipoteki)	niska (poza Hiszpanią, Włochami)
Rynki alternatywne	niepłynne repo i OIS	płynne repo i OIS
Udział depozytów terminowych	znaczący (stopy większe od zera)	niewielki (ujemne stopy procentowe)
Repozytoria danych	SMRP (dane z 5 segmentów, 20 mld dziennego wolumenu, 5 lat historii, dostępność statystyk dla członków)	MMSR (tylko rynek hurtowy, funkcjonuje od 2016 r., statystyki dostępne jedynie dla ECB)

Wyzwania reformy wskaźników dla Polski

- Niemal 100% uzależnienie rynku kredytów od wskaźnika WIBOR (szczególnie w długoterminowych hipotekach)
- Kluczowe znaczenie wskaźnika WIBOR dla gospodarki (wg szacunków IBnGR z 2016 r. indeks jest stosowany dla 419 mld zł kredytów, 228 mld zł obligacji oraz 6.544 mld zł instrumentów pochodnych)
- WIBOR indeksem referencyjnym dla funduszy rynku pieniężnego
- Wykorzystanie wskaźnika WIBOR w instrumentach zabezpieczających księgę banku oraz jako źródło do wyznaczania FTP
- Konieczność reformy wskaźnika WIBOR: brak depozytów międzybankowych o terminach powyżej 1W, które zgodnie z BMR powinny stanowić źródło ceny
- Potrzeba wdrożenia wskaźników alternatywnych do umów kredytowych
- Ryzyko bazowe sektora bankowego związane z niską korelacją pomiędzy wskaźnikiem dla aktywów a kosztem pasywów (efekt inercji, zmienność bazy)

Tezy do dyskusji

1. Czy dostosowanie do wymogów BMR oznacza rewolucję na rynkach finansowych?
2. Czy rynki są przygotowane do wdrożenia wymogów regulacji BMR?
3. Czy ryzyko niemożności używania wskaźników lub zaprzestania ich publikacji dotyczy tylko LIBOR i EONIA? Czy EURIBOR i WIBOR są w tym kontekście lepiej zabezpieczone?
4. Jakie ryzyka dotkną podmioty stosujące wskaźniki referencyjne stóp procentowych, jaki jest wymiar materialny tych ryzyk?
5. Czy sektor finansowy ma argumenty w konfrontacji z konsumentami? Czy konsumenci nie poczują się oszukani? Kogo wskażą klienci jako winnego tego problemu?
6. Czy możliwe jest zastosowanie rozwiązań z innych krajów? Czy w Polsce mamy przygotowany plan działania?



INSTYTUT RYNKU FINANSOWEGO