Игорь Марич,
заместитель директора департамента государственных ценных бумаг и инструментов денежного рынка, начальник управления денежного рынка, ЗАО «ММВБ»



Для развития финансового рынка необходим эффективный рынок фьючерсов на облигации

Производные инструменты на долгосрочную процентную ставку являются одним из основных типов биржевых деривативов в мире. Так, оборот по процентным фьючерсам и опционам в целом (включая производные инструменты на краткосрочную и долгосрочную процентную ставку) по итогам 2006 года составил 3.19 млрд контрактов, уступив только аналогичному показателю по индексам акций (4.45 млрд контрактов) и продемонстрировав рост около 26% по сравнению с 2005 годом. При этом в топ-20 самых торгуемых финансовых деривативов по итогам прошлого года включено 11 процентных деривативов, из которых 6 — на долгосрочную процентную ставку. Доля последних в совокупном обороте всех входящих в топ-20 процентных деривативов составляет около 45%.

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

В Таблице 1 представлены основные производные инструменты на долгосрочную процентную ставку.

Как видно из этой таблицы, все основные процентные деривативы представляют собой фьючерсы на гособлигации (Euro-Bund Futures, Euro-Bobl Futures, Euro-Schatz Futures — на госбумаги Германии; 10-Years T-Notes Futures, 5-Years T-Notes Futures, 30-Years T-Bond Futures — на ценные бумаги Казначейства США). Кроме указанных контрактов, активно торгуются также на Euronext. Liffe фьючерсы на гособлигации Великобритании (Gilt). Из других деривативов на облигации можно еще отметить фьючерсы на гособлигации Японии, Канады, Швейцарии и Австралии, а из развивающихся стран — фьючерсы на локальные и внешние гособлигации Бразилии, обращающиеся на бирже BM&F, но по всем этим инструментам объемы торгов относительно невелики.

Применение фьючерсов на облигации позволяет участникам рынка:

- расширить свои торговые возможности (формировать портфель облигаций с заданными параметрами (например, дюрацией), зарабатывать на падающем рынке, использовать относительную переоцененность одних инструментов или дюраций относительно других — межпродуктовый или временной спред);
- повысить левередж по своим операциям на рынке облигаций;
- хеджировать собственные операции на рынке облигаций и в других сегментах финансового рынка.

Использование в качестве базового актива именно гособлигаций обусловлено следующим:

- как правило, большим объемом рынка гособлигаций и большим размером одного выпуска по сравнению с корпоративными облигациями;
- наличием в большинстве случаев стабильных и долгосрочных программ выпуска гособлигаций с понятными графиками аукционов;
- «эталонностью» гособлигаций в смысле сроков обращения (ключевые точки кривой доходности) и постоянством этих сроков, а также отсутствием рисков (относительно

Таблица 1. Основные производные инструменты на долгосрочную процентную ставку

Контракт	Биржа	Место в топ-20 2006 г.	Оборот за 2006 г., млн контрактов	Изменение оборота по сравнению с 2005 г., %
Euro-Bund Futures	Eurex	3	319.89	6.88
10-Years T-Notes Futures	CBOT	7	255.57	18.80
Euro-Bobl Futures	Eurex	10	167.31	5.72
Euro-Schatz Futures	Eurex	11	165.32	17.06
5-Years T-Notes Futures	CBOT	14	124.87	2.43
30-Years T-Bond Futures	CBOT	17	93.75	7.86

гособлигаций с учетом кредитного спреда считаются доходности по остальным долговым обязательствам);

■ часто более строгим надзором за рынком, снижающим вероятность манипулирования.

Фьючерсы на облигации могут быть поставочными и беспоставочными. При этом все вышеуказанные основные фьючерсные контракты являются поставочными с использованием так называемой «корзины поставки» — совокупности выпусков с установленными спецификацией фьючерса параметрами. Любой из выпусков может быть поставлен в дату исполнения фьючерсного контракта (очевидно, что обычно поставляется самый дешевый выпуск из корзины). Только в случае с бразильскими фьючерсами на гособлигации имеет место расчетный фьючерс на отдельный выпуск облигаций, а в Австралии торгуется расчетный фьючерс на корзину облигаций (то есть на усредненную доходность облигаций в корзине). Общепризнанно, что поставочный фьючерс на облигации оставляет меньше возможностей для манипулирования по сравнению с расчетным фьючерсом[1)].

При торговле фьючерсным контрактом на корзину облигаций используется концепция «эталонной» облигации и применяется так называемый «конверсионный фактор» (*conversion factor*, далее — КФ). Это означает, что для каждой даты исполнения соответствующего контракта для каждого входящего в корзину поставки выпуска облигаций рассчитывается КФ, исходя из цены облигации с соответствующим сроком до погашения, структурой купонов и доходностью, равной 6% годовых. Данные 6% годовых обусловлены историческими показателями спот-рынка облигаций США и в настоящее время приняты на всех основных рынках деривативов на облигации в качестве условных параметров фьючерса (CBOT, Eurex, Euronext.Liffe). Теоретическая («справедливая») фьючерсная цена, при которой отсутствует арбитраж между спот-рынком и фьючерсным рынком, рассчитывается путем деления цены соответствующей облигации на КФ, рассчитанный для нее по контракту с данной датой исполнения (с учетом принципа отсутствия возможностей арбитража). При этом в каждой корзине в любой момент времени существует выпуск, являющийся самым дешевым для поставки в соответствующую дату исполнения. Исходя из параметров этого выпуска и его текущей рыночной цены осуществляется ценообразование по фьючерсному контракту.

Корзины поставки по основным фьючерсным контрактам на облигации объединяют облигации одного вида с определенным диапазоном сроков до погашения (см. Таблицу 2).

Применение корзины поставки вместо единственного выпуска (неважно, поставляемого или используемого для расчета цены исполнения расчетного фьючерсного контракта) позволяет снизить риски непоставки и манипулирования и может повышать волатильность контракта.

Корзина поставки по фьючерсу на гособлигации формируется исходя из принятой эмитентом долговой стратегии и/или практики управления госдолгом, в которой обязательно предусматривается график первичного размещения и последующих доразмещений некоторых эталонных выпусков (периодичность, объемы, сроки обращения). Например, рассматриваемые госбумаги Германии и США размещаются в порядке, указанном в Таблице 3.

Результат по количеству выпусков гособлигаций в корзинах поставки для рассматриваемых ведущих мировых фьючерсных контрактов на облигации отображен в Таблице 4.

Рассматривая длину обращающихся на CBOT фьючерсных контрактов на гособлигации США, необходимо учитывать следующие факторы:

- в Таблице 5 приведена максимальная длина контракта, при установлении которой CBOT учитывает не только размещенные выпуски, но и выпуски, размещаемые в ближайшие месяцы;
- КФ, рассчитываемый для уже обращающихся выпусков в корзине, определен на данный момент для следующих месяцев исполнения: до декабря 2007 г. для 5-Years T-Notes Futures; до июня 2010 г. для 10-Years T-Notes Futures; до декабря 2021 г. для 30-Years T-Bond Futures;
- более 98% оборота и более 95% объема открытых позиций по каждому из данных фьючерсов приходится на ближайший контракт (июнь 2007).

Таблица 2. Корзины поставки по основным фьючерсным контрактам на облигации

Контракт	Срок до погашения облигаций в корзине, лет	Купонный процент[2)]	Валюта	Минимальный объем выпуска
Euro-Schatz Futures	от 1.75 до 2.25	3.25–5.375	EUR	5 млрд евро
Euro-Bobl Futures	от 4.5 до 5.5	4–5	EUR	5 млрд евро
Euro-Bund Futures	от 8.5 до 10.5	3.5–4	EUR	5 млрд евро
5-Years T-Notes Futures	от 4 лет 2 месяцев до 5 лет и 3 месяцев	4.5–4.75	USD	
10-Years T-Notes Futures	от 6,5 до 10	4–5.125	USD	
30-Years T-Bond Futures	от 15	4.5–7.625	USD	
LONG GILT FUTURES	от 8.75 до 13	4–8.75	GBP	

[1)] Приведенные значения купонов отражают их разброс по облигациям в существующих корзинах поставки, а не требования к облигациям для включения в корзину.

[2)] Приведенные значения купонов отражают разброс купонов по облигациям в существующих корзинах поставки, а не требования к облигациям для включения в корзину.

Таблица 3. Порядок размещения государственных облигаций Германии и США

Наименование гособлигаций	Срок до погашения облигаций при первичном размещении, лет	Срок до погашения облигаций при завершении доразмещений, лет	Периодичность размещения	Объем выпуска, млрд евро	Объем транша, млрд евро
Euro-Schatz (Германия)	2	1 год 11 месяцев	1 раз в квартал	14–16	6–9
Euro-Bobl (Германия)	5 лет 3 месяца	4 года 8 месяцев	1 раз в полгода	17–19	4–8
Euro-Bund (Германия)	10 лет 3 месяца	9	1 раз в полгода	20–25	6–8
5-Years T-Notes (США)	5	5	1 раз в месяц	22	22
10-Years T-Notes (США)	10	9 лет 9 месяцев	1 раз в месяц	26	13
30-Years T-Bond (США)	30	29.5	1 раз в год	22	11

Для фьючерсов на гособлигации Германии также характерна концентрация торговой активности в ближайшем контракте (июнь 2007) — на него приходится более 99% оборота и более 98% объема открытых позиций по каждому из данных фьючерсов.

При анализе объема контракта необходимо также учитывать обороты вторичного рынка по соответствующим облигациям. Так, фьючерсный контракт на 2-Years T-Notes Futures (отсутствует в таблицах) имеет объем контракта $200 000 по сравнению с объемом любого другого фьючерсного контракта на госбумаги США, равным $100 000, как раз в силу большего объема рынка 2-Years T-Notes (по сведениям CBOT). У всех фьючерсных контрактов на облигации на EUREX объем контракта одинаков и равен 100 000 евро (кроме фьючерса на швейцарские гособлигации с объемом контракта 100 000 чешских фунтов). При этом вторичный рынок немецких гособлигаций является наиболее развитым в Европе (его дневной объем торгов можно оценить в несколько миллиардов евро).

ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

В России производные инструменты на длинные процентные ставки представлены лишь обращающимися на рынке FORTS фьючерсами на следующие облигации:

- 10-летние облигации Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы;
- облигации внешнего облигационного займа РФ с погашением 31 марта 2030 года;
- облигации Московского областного внутреннего облигационного займа 6 выпуска;
- облигации ОАО «РЖД» 6 выпуска;
- облигации ОАО «РЖД» 7 выпуска;
- облигации ОАО «Газпром» 8 выпуска;
- облигации ОАО «ФСК ЕЭС» 4 выпуска.

Ранее также в обращении на рынке FORTS были фьючерсы на трехлетние облигации Городского облигационного (внутреннего) займа Москвы, торговля которыми завершилась в связи с отсутствием достаточно объемного спот-рынка соответствующих облигаций. Кроме того, РТС озвучила планы запуска в конце июня этого года фьючерсов на отдельные эталонные выпуски ОФЗ.

Все вышеуказанные контракты — поставочные, причем по фьючерсам на облигации Москвы используется корзина поставки со следующими параметрами:

- для трехлетних облигаций срок до погашения облигаций составляет 28–40 месяцев от даты исполнения фьючерса, объем эмиссии — не менее 4 млрд руб.;
- для десятилетних облигаций срок до погашения облигаций составляет 76–120 месяцев от даты исполнения фьючерса, объем эмиссии — не менее 4 млрд руб.

На данный момент опыт торговли производными инструментами на облигации в России нельзя признать успешным. Из обращающихся на рынке FORTS контрактов только фьючерс на десятилетние облигации Москвы имеет минимальную ликвидность. При этом нельзя не отметить, что когда фьючерсы на облигации Москвы запускались в 2005 г., они, по общему мнению участников рынка, являлись эталонными облигациями для российского долгового рынка. За последующие годы Москва существенно сократила объем заимствований, в результате чего остающиеся в обращении облигации Москвы не рассматриваются более в качестве эталона. Кроме того, постоянно корректируемые в сторону уменьшения эмиссионные планы привели к невозможности сформировать полноценную корзину поставки на облигации Москвы (фьючерс на трехлетние облигации прекратил обращение, а корзина по фьючерсу на десятилетние облигации Москвы состоит лишь из двух выпусков).

Идея фьючерсов на российские гособлигации (ОФЗ) выглядит весьма перспективной, так как существуют следующие предпосылки для запуска именно таких деривативов на облигации:

- статус ОФЗ как общепризнанного эталона долгового рынка, относительно которого осуществляется ценообразование и торговля другими облигациями;
- официальная долгосрочная стратегия Минфина РФ по развитию рынка внутреннего госдолга, включая увеличение его объемов (чистое сальдо

Таблица 4. Число выпусков гособлигаций в корзинах поставки по состоянию на 02.05.2007 года

Контракт	Количество выпусков облигаций в корзине поставки
Euro-Schatz Futures	6 — для всех месяцев исполнения: от 2 — в декабре 2007, до 4 — в июне 2007
Euro-Bobl Futures	4 — для всех месяцев исполнения: от 2 — в декабре 2007, до 3 — в июне и сентябре 2007
Euro-Bund Futures	3 — для всех месяцев исполнения: от 2 — в декабре и сентябре 2007, до 3 — в июне 2007
5-Years T-Notes Futures	9 — для всех месяцев исполнения: от 3 — в декабре 2007, до 9 — в июне 2007
10-Years T-Notes Futures	13 — для всех месяцев исполнения: от 1 — в июне 2010, до 13 — в июне 2007
30-Years T-Bond Futures	21 — для всех месяцев исполнения: от 1 — в декабре 2021, до 21 — в июне 2007

Таблица 5. Основные параметры спецификаций рассматриваемых фьючерсных контрактов на облигации

Контракт	Объем контракта	Длина контракта	Котировка	Минимальный шаг цены	Размер биржевого сбора
30-Years T-Bond Futures	1 казначейская облигация с номинальной стоимостью $100 000	Ежеквартально (март, июнь, сентябрь, декабрь) до конца 2021 года	В целых пунктах и 1/32 долях пункта (пункт эквивалентен $1000)	1/32 пункта, или $31.25 за контракт; по межмесячным спредам — четверть от 1/32 пункта, или $7.8125 за контракт	Биржевой сбор: $0.05-0.15; клиринговый сбор: $0.06
10-Years T-Notes Futures	1 казначейская нота с номинальной стоимостью $100 000	Ежеквартально (март, июнь, сентябрь, декабрь) до сентября 2010 года	В целых пунктах и половинах 1/32 долей пункта (пункт эквивалентен $1000)	Половина 1/32 пункта, или $15.625 за контракт; по межмесячным спредам — четверть от 1/32 пункта, или $7.8125 за контракт	Биржевой сбор: $0.05-0.15; клиринговый сбор: $0.06
5-Years T-Notes Futures	1 казначейская нота с номинальной стоимостью $100 000	Ежеквартально (март, июнь, сентябрь, декабрь) до сентября 2010 года	В целых пунктах и половинах 1/32 долей пункта (пункт эквивалентен $1000)	Половина 1/32 пункта, или $15.625 за контракт; по межмесячным спредам — четверть от 1/32 пункта, или $7.8125 за контракт	Биржевой сбор: $0.05-0.15; клиринговый сбор: $0.06
Euro-Schatz Futures	100 000 евро	Ближайшие три квартальные даты (март, июнь, сентябрь, декабрь)	В процентах от номинальной стоимости	0.005 процентного пункта, или 5 евро	0.20 евро
Euro-Bobl Futures	100 000 евро	Ближайшие три квартальные даты (март, июнь, сентябрь, декабрь)	В процентах от номинальной стоимости	0.01 процентного пункта, или 10 евро	0.20 евро
Euro-Bund Futures	100 000 евро	Ближайшие три квартальные даты (март, июнь, сентябрь, декабрь)	В процентах от номинальной стоимости	0.01 процентного пункта, или 10 евро	0.20 евро

по привлечению государственных ценных бумаг в 2008 году составит 369 млрд руб., в 2009 году — 396 млрд руб., в 2010 году — 522 млрд руб.), концентрацию эмиссионной активности в эталонных выпусках ОФЗ с большими объемами в обращении и погашением в ключевых точках кривой процентных ставок (3, 5, 10, 15 и 30 лет);

- политика регулярной замены старых эталонных выпусков на новые по заранее установленному и известному порядку;
- ежегодное объявление графика аукционов на год и строгое следование ему;
- концентрация ликвидности вторичного рынка в эталонных выпусках;
- неоднократно высказывавшееся мнение Минфина РФ, Банка России и ведущих участников рынка облигаций о необходимости производных инструментов на ОФЗ;
- зарубежный опыт развития производных инструментов на облигации.

Рассуждая о целесообразности запуска фьючерсов именно на ОФЗ, необходимо также отметить, что часто выдвигаемый с начала 2000-х годов тезис о низкой ликвидности рынка госбумаг в настоящее время является достаточно спорным. Традиционно данный тезис выдвигается на основании сравнения оборотов по «негосударственным» (корпоративным, субфедеральным и муниципальным) облигациям на Фондовой бирже ММВБ и на рынке ГЦБ. Действительно, объем торгов по негосударственным облигациям достиг по итогам первых трех месяцев текущего года 2.05 трлн руб., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2006 года более чем в 2 раза. Совокупный объем на рынке ГЦБ в первом квартале 2007 года составил 1.576 трлн руб., а его рост по сравнению с 1 кварталом 2006 года — 1.7 раза. Сравнение оборотов вторичного рынка негосударственных облигаций и рынка ГЦБ (без учета сделок РЕПО и размещений) дает, соответственно, следующие цифры по 1 кварталу 2007 года: 647 млрд руб. против 142 млрд руб. (ГЦБ).

Вместе с тем, стоит обратить внимание, что сделки по негосударственным бумагам заключались с 550 выпусками облигаций, а на рынке ГЦБ — лишь с 27 выпусками. В то же время средний объем торгов, приходящийся на один выпуск облигаций, в первом квартале 2007 года на рынке ГЦБ достиг 5.3 млрд руб., превысив показатель по негосударственным бумагам в 4.5 раза, что говорит о более высокой ликвидности выпусков государственных облигаций.

При сравнении среднего оборота по одному выпуску на вторичных торгах за первый квартал 2007 года для десяти наиболее ликвидных выпусков облигаций (с наибольшими объемами вторичных торгов) среди негосударственных облигаций и на рынке ГЦБ, в состав которых на рынке ГЦБ входят практически все эталонные выпуски государственных облигаций, мы получаем очень похожие цифры: 12.2 млрд руб. для негосударственных облигаций (при разбросе значений от 8.6 до 19.1 млрд руб.) и 11.4 млрд руб. (при разбросе значений от 5.5 до 30.2 млрд руб.) для ГЦБ. В части анонимных торгов (основной режим торгов) можно констатировать, что ликвидность ведущих инструментов рынка ГЦБ значительно превышает ликвидность ведущих инструментов рынка негосударственных облигаций: средний объем торгов, приходящийся на один инструмент, на рынке ГЦБ примерно в три раза выше, чем на рынке негосударственных облигаций (4.5 млрд руб. и 1.5 млрд руб.).

Учитывая вышеизложенное, можно утверждать, что только рынок ОФЗ в настоящее время имеет структуру, позволяющую запустить фьючерсы на облигации и обеспечить по ним достаточно высокую ликвидность, а также возможность торговли ими и поставки базового актива с минимальными рисками непоставки и/или манипулирования.

Вместе с тем, даже для фьючерсов на относительно ликвидные ОФЗ указанные риски сохраняются на достаточно высоком уровне, причем этим рискам свойственно нарастать по мере развития рынка соответствующих производных инструментов, увеличения его объема. С аналогичной проблемой сталкиваются и на развитых финансовых рынках, результатом чего и является преобладание поставочных фьючерсов на корзину облигаций над различными контрактами на отдельные выпуски облигаций. В условиях современного российского рынка (как рынка облигаций, так и рынка производных инструментов) запуск именно поставочных фьючерсов на корзину ОФЗ выглядит особенно оправданным.

Попробуем теперь рассмотреть возможные варианты «корзин поставки» для вышеуказанного фьючерса на ОФЗ.

В настоящее время на рынке государственных ценных бумаг обращаются 32 выпуска облигаций федеральных займов (ОФЗ), обладающих различными характеристиками и ликвидностью. Среди них можно выделить эталонные выпуски облигаций (бенчмарки) по ключевым срокам до погашения. Эталонные выпуски обладают большими объемами в обращении, и именно в них концентрируется ликвидность рынка. Данные выпуски формируют индикаторы, определяющие расположение кривой доходности по государственным ценным бумагам в ее наиболее значимых точках.

Устаревающие эталоны заменяются новыми. По трехлетним и пятилетним эталонам замещение старых выпусков новыми происходит ежегодно (т. е. эти эталоны размещаются и доразмещаются в течение одного года), десятилетние ОФЗ размещаются в течение двух лет до замены новым эталоном, а 15- и 30-летние — три года. Аукционы по размещению и доразмещению эталонов равномерно распределяются по году: четыре-шесть аукционов в квартал (по одному-два аукциона по каждому эталону).

По состоянию на 01.01.2007 к эталонным выпускам ОФЗ можно отнести:

- ОФЗ 25060, срок до погашения 3 года;
- ОФЗ 25059, срок до погашения 5 лет;
- ОФЗ 46017, срок до погашения 10 лет;
- ОФЗ 46018, срок до погашения 15 лет;
- ОФЗ 46020, срок до погашения 30 лет.

Таблица 6. Данные о вторичных торгах по эталонным и «бывшим» эталонным выпускам

Инструмент	Объем торгов		Количество сделок	
	млрд руб.	%	тыс. шт.	%
ОФЗ 46018	69.9	13.0	3.5	13.7
ОФЗ 46017	65.3	12.1	3.7	14.2
ОФЗ 25058	39.0	7.3	2.3	9.0
ОФЗ 46020	35.7	6.6	2.1	8.1
ОФЗ 25060	25.6	4.8	1.3	5.0
ОФЗ 25057	21.1	3.9	1.4	5.3
ОФЗ 25059	19.5	3.6	1.2	4.5
Итого:	276.1	51.4	15.4	59.8
Прочие	261.5	48.6	10.4	40.2
Итого:	537.6	100	25.8	100

Министерство финансов РФ проводит эмиссионную политику, направленную на увеличение объемов этих эталонных выпусков в обращении. Так, в 2006 году было размещено на аукционах ОФЗ 25060 и ОФЗ 25059 на 41 млрд руб. по номиналу каждый, ОФЗ 46017 — на 38 млрд руб., ОФЗ 46018 — на 36 млрд руб., ОФЗ 46020 — на 29 млрд руб. В настоящее время минимальный объем эталонного выпуска по номиналу составляет 41 млрд руб. (ОФЗ 25060, ОФЗ 25059), а наибольший объем достигает 90 млрд руб. (ОФЗ 46018).

В 2007 году Минфин РФ начал размещение новых эталонов на 3, 5 и 10 лет, которыми являются, соответственно, выпуски ОФЗ 25061, 26199 и 46021 (они должны заместить, соответственно, 25060, 25059 и 46017). За 2007 год планируется разместить выпуски 25061 и 26199 на 41 млрд руб. каждый и выпуск 46021 на 50 млрд руб. При этом, принимая во внимание время, требуемое для полного размещения новых эталонов, их первоначальные сроки до погашения могут устанавливаться большими, чем указанные эталонные. Например, десятилетний эталон 46017 погашается 08.08.2018.

Кроме того, на рынке государственных ценных бумаг обращаются два выпуска ОФЗ, которые ранее выполняли функции эталонных выпусков. К таким «бывшим» эталонным выпускам можно отнести ОФЗ 25058 и ОФЗ 25057, сроки до погашения которых на 31.03.2007 года составляют 1.1 год и 2.8 лет. Тем не менее, эти выпуски ОФЗ обладают большими объемами в обращении (41 млрд руб. каждый) и являются одними из наиболее ликвидных на рынке.

По итогам 2006 года распределение оборотов и количества сделок на вторичных торгах (включая анонимный режим и режим внесистемных сделок) по эталонным и «бывшим» эталонным выпускам выглядит, как показано в Таблице 6.

Таким образом, эталонные и «бывшие» эталонные выпуски являются наиболее ликвидными выпусками ОФЗ на рынке государственных ценных бумаг, причем на них приходится более 50% совокупного оборота и количества сделок всего рынка ОФЗ.

В связи с вышеизложенным представляется целесообразным рассматривать именно эти эталонные и «бывшие» эталонные выпуски ОФЗ как инструменты, на основе которых будут формироваться корзины государственных ценных бумаг для создания фьючерсов на государственные облигации. В то же время необходимо иметь в виду, что новые эталонные выпуски набирают ликвидность не сразу, а только после накопления достаточно большого объема в обращении. С другой стороны, после завершения размещений и доразмещений бывшие эталоны через некоторое время оседают в портфелях пассивных инвесторов, и их ликвидность снижается.

Для построения фьючерсов на государственные облигации можно было бы разделить эталонные и «бывшие» эталонные выпуски ОФЗ на две корзины: среднесрочные инструменты (действующие и бывшие трех- и пятилетние эталоны) и долгосрочные инструменты (10-, 15- и 30-летние эталоны).

Таблица 7. Пример формирования корзин

Корзина/Выпуск	Дата размещения	Дата погашения	Объем в обращении, млрд руб.
Среднесрочные инструменты			
ОФЗ 25057	26 января 2005 г.	20 января 2010 г.	40.817
ОФЗ 25059	25 января 2006 г.	19 января 2011 г.	41.000
ОФЗ 25060	1 февраля 2006 г.	29 апреля 2009 г.	41.000
ОФЗ 25061	7 февраля 2007 г.	5 мая 2010 г.	22.902
ОФЗ 26199	17 января 2007 г.	11 июля 2012 г.	26.883
Долгосрочные инструменты			
ОФЗ 46017	16 февраля 2005 г.	3 августа 2016 г.	80.000
ОФЗ 46018	16 марта 2005 г.	24 ноября 2021 г.	90.000
ОФЗ 46020	15 февраля 2006 г.	6 февраля 2036 г.	52.000
ОФЗ 46021	21 февраля 2007 г.	8 августа 2018 г.	30.000

Правила формирования корзин должны обеспечивать попадание в них требуемых эталонов и «автоматическое» включение новых выпусков и исключение «состарившихся». При этом требуется учитывать тот факт, что на рынке ОФЗ присутствуют выпуски, не являющиеся эталонами, но со схожими с эталонами сроками до погашения и дюрацией. Включение таких выпусков в корзину поставки по фьючерсу вряд ли целесообразно, хотя бы из-за их в большинстве случаев низкой ликвидности.

Исходя из параметров эталонных выпусков, графиков их размещения и статистических данных по рынку ОФЗ, характеризующих увеличение ликвидности по мере нарастания объема в обращении и постепенного снижения ликвидности после прекращения размещений, можно установить следующие ограничения на характеристики выпусков облигаций при формировании корзин (все вместе или часть из них):

1) на срок до погашения при первичном размещении;
2) на остающийся срок до погашения;
3) на объем в обращении;
4) на вид купона (постоянный, фиксированный, др.).

С использованием предлагаемого подхода к формированию корзин, например, на 15.06.2007, можно сформировать вышеуказанные корзины так, как это показано в Таблице 7.

При определении такого важного показателя, как объем фьючерсного контракта, конечно, есть соблазн сделать его небольшим, чтобы постараться увеличить за счет этого объем торгов в контрактах и статистику рынка в целом. Именно по такому пути пошла, например, корейская биржа при введении в обращение опционов на фондовый индекс KOSPI 200, что обеспечило ей постоянное лидерство в соответствующих рейтингах.

Вместе с тем, устанавливая объем фьючерса, целесообразно учитывать объем сделок на спот-рынке облигаций (средний размер сделки в первом квартале 2007 года на рынке ГЦБ составил 11 млн руб. в анонимном режиме и 58 млн руб. — в адресном), а также минимальный шаг цены и размер биржевого сбора. В сочетании указанные параметры должны позволять проводить операции с фьючерсом на облигации различным категориям участников и обеспечивать возможность для участника получить прибыль от открытия и закрытия фьючерсной позиции с учетом комиссии и при минимальном изменении цены. Для фьючерса на ОФЗ объем контракта, который удовлетворяет всем вышеуказанным требованиям, составляет 100 000 руб. (100 облигаций номиналом 1000 руб.).

Последним (но не наименее значимым!) вопросом, который я хотел бы рассмотреть в рамках данной статьи, является поставка ОФЗ при исполнении фьючерсного контракта.

Несмотря на то что до поставки «доживает» чрезвычайно мало фьючерсных позиций (по статистике EUREX и Euronext.Liffe, на поставку выходит менее 0.5% контрактов), обеспечение поставки облигаций с приемлемым уровнем издержек и рисков (включая операционные) необходимо для создания успешного рынка поставочных фьючерсов на облигации.

С учетом существующих ограничений на обращение ОФЗ поставка этих облигаций при исполнении фьючерсных контрактов может осуществляться посредством регистрации внесистемных сделок с ОФЗ в торговой системе ММВБ в порядке, установленном Банком России для заключения внесистемных сделок с ОФЗ. При этом оба контрагента по такой сделке должны быть уполномоченными дилерами рынка государственных ценных бумаг. Таким образом, при исполнении фьючерсного контракта на ОФЗ биржа, организующая торговлю данным контрактом, назначает пары контрагентов в рамках процедуры исполнения поставочного контракта и предоставляет им информацию об условиях сделки с ОФЗ (количество облигаций и цену исполнения, рассчитанную для каждого входящего в корзину выпуска ОФЗ на основе последней цены фьючерса и соответствующего КФ). Контрагенты должны на основании полученной от биржи информации зарегистрировать соответствующие внесистемные сделки с ОФЗ.

В настоящее время для внесистемных сделок с ОФЗ Банком России установлены ограничения на минимальный объем сделки (10 млн руб.) и отклонение цены сделки от текущей средневзвешенной цены (максимум 1%). Очевидно, что существование данных ограничений чрезвычайно затрудняет исполнение поставочных фьючерсных контрактов на ОФЗ. В связи с этим и в целях обеспечения успешного запуска фьючерсов на облигации Банк России планирует смягчать указанные ограничения в даты исполнения фьючерсов на ОФЗ, а ММВБ, в свою очередь, — обеспечить реализацию таких изменений в торговой системе.

В заключение хочу еще раз отметить необходимость эффективного рынка фьючерсов на облигации для дальнейшего развития российского финансового рынка. Осознавая это, Группа ММВБ прорабатывает планы по запуску до конца 2007 года поставочных фьючерсов на ОФЗ. Залогом успеха данного проекта является наличие в рамках Группы ММВБ как высоколиквидных спот-рынков облигаций, так и рынка производных инструментов на различные активы.