Прошло чуть больше месяца с момента запуска фьючерсов на корзину ОФЗ на срочном рынке FORTS. За это время объем открытых позиций превысил 1 млрд руб., а операции с данными инструментами совершают более десяти банков и инвестиционных компаний, столько же участников готовы выйти на новый рынок в ближайшее время. В данной статье мы рассмотрим два примера использования фьючерсов на ОФЗ: игра на наклоне кривой доходности и хеджирование рисков изменения ставки.

Фьючерсы на корзину ОФЗ: преимущество в стратегиях

Вадим ЗАКРОЙЩИКОВ,
руководитель отдела бизнес-решений департамента срочного рынка, ОАО «РТС»

Фьючерсы на корзины ОФЗ отражают двухлетние и четырехлетние форвардные ставки, позволяя фиксировать стоимость заимствований/кредитования в будущем и играть на ожиданиях по ставкам. Корзинный подход дает продавцу фьючерса возможность выбора любых облигаций из корзины для поставки (не обязательно одной) и позволяет избежать таких неприятных эффектов, как сжатие предложения и ухудшение ликвидности по какой-либо бумаге из корзины. В корзине всегда есть одна облигация, поставка которой наиболее выгодна для продавца. Она носит название Cheapest to deliver, или CTD. Ее можно идентифицировать в каждый момент времени: эта бумага обеспечивает максимальную доходность при поставке, если мы одновременно покупаем облигацию и продаем фьючерс.

При поставке покупатель должен понимать, сколько он заплатит за бумаги из корзины. Для этого используются конверсионные коэффициенты, которые задаются заранее для каждой облигации из корзины и «переводят» стоимость фьючерса в цены облигаций: цена поставки равна произведению конверсионного коэффициента на котировку фьючерса, деленную на десять (лот контракта). Также покупатель уплачивает продавцу НКД на дату исполнения фьючерса. Вообще, конверсионные коэффициенты компенсируют различия между облигациями при поставке: продавец не слишком много теряет при поставке бумаги, отличной от наилучшей, поэтому стоимость права выбора любой ОФЗ из корзины невелика. Стоимость фьючерса отталкивается от цены наиболее выгодной для продавца бумаги и учитывает, что по контракту не уплачиваются купоны. Поэтому она будет меньше цены CTD-облигации на величину выгоды от ее владения, то есть меньше разницы между купонным доходом и стоимостью фондирования для покупки облигации. Кроме того, фьючерсы на корзину позволяют работать со значительным плечом: для их покупки или продажи необходимо внести лишь гарантийное обеспечение, составляющее всего 3–4% от стоимости контракта.

Перечисленное выше в равной степени относится к большинству поставочных фьючерсов на корзины гособлигаций, торгующихся в мире, но контракты на FORTS имеют ряд особенностей. Во-первых, корзины строятся из наиболее ликвидных выпусков на момент введения

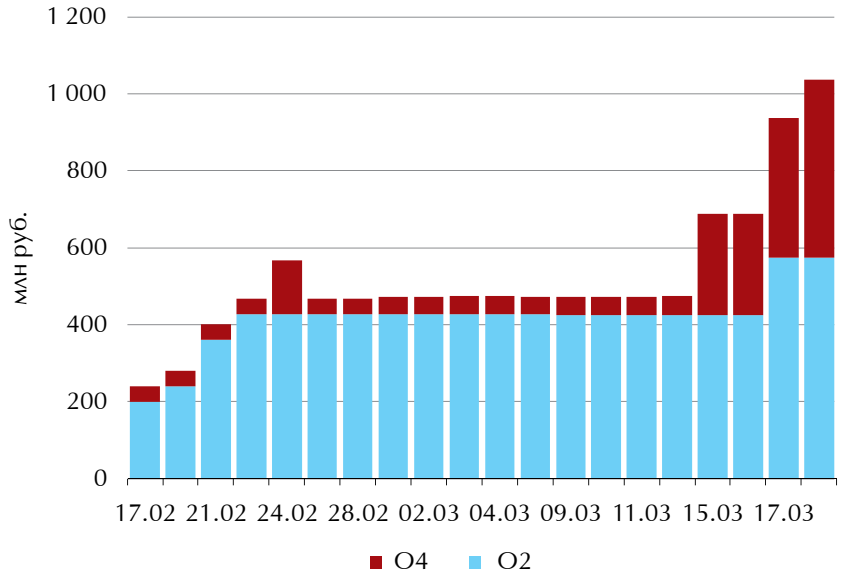

Рисунок 1
Динамика открытых позиций по фьючерсам OFZ2-06.11 и OFZ4-06.11

контракта. Тем самым снижаются риски поставки покупателю «неликвида». Во-вторых, конверсионные коэффициенты и выпуски подбираются таким образом, чтобы средние потери при поставке для различных сценариев поведения кривой доходности были наименьшими. То есть продавец имеет возможность осуществить поставку не самым лучшим выпуском без значительных убытков. В-третьих, корзина задается при введении фьючерса: исключение выпусков из нее не допускается. Это говорит о стабильности базового актива и устойчивости ценообразования.

Для наглядности рассмотрим примеры использования фьючерсов на длинную ставку.

ТОРГУЕМ НАКЛОНОМ КРИВОЙ

Одновременная покупка и продажа фьючерсов на двухлетнюю и четырехлетнюю ставки позволяют без особых усилий строить стратегии на изменении наклона кривой доходности, то есть на сужении/расширении спреда между «коротким» и «длинным» участками кривой. Если ожидается расширение спреда, то для его покупки необходимо занять длинную позицию по двухлетнему контракту и продать четырехлетний фьючерс (так как изменение цены по длинным ОФЗ больше, чем по коротким). Если же прогнозируется сужение спреда, следует поступить наоборот. Однако стоит обратить внимание на то, что в данной стратегии необходимо «сбалансировать» спред, чтобы параллельный сдвиг кривой не влиял на финансовый результат, а прибыль формировалась только за счет изменения спреда. Этого можно добиться, взяв количество фьючерсов на двухлетнюю и четырехлетнюю ставки в пропорции, равной обратному отношению их дюраций.

Приведем пример продажи спреда осенью 2010 года. Для этого продадим 30 двухлетних и купим 15 четырехлетних фьючерсов. Исходя из обратного соотношения дюраций, отношение объема длинной и короткой позиций равно 2:1.

В результате, в качестве гарантийного обеспечения было внесено 16031 руб., а прибыль достигла 1252 руб. Таким образом, доходность стратегии за месяц составила 8% (=1252/16031).

ОСТАЕМСЯ ЛУЧШЕ БЕНЧМАРКА

При падении рынка управляющие зачастую стремятся уменьшить дюрацию портфеля до комфортного уровня. В этом случае потери при росте ставок будут менее значительными, чем у первоначального портфеля, то есть его характеристики окажутся лучше, чем у бенчмарка. Один из способов достижения комфортного уровня дюрации — замена в портфеле длинных бумаг на короткие. Но фьючерсы на длинную ставку предоставляют более элегантный вариант для продажи дюрации, так как обеспечивают большую гибкость и меньшие транзакционные издержки: при открытии фьючерсной позиции вносится лишь гарантийное обеспечение, а не полная стоимость актива.

Рассмотрим пример. Имеется портфель «длинных» ОФЗ 25075 на сумму 100 млн руб. с дюрацией 3.8 года и DV01 (изменение стоимости портфеля при изменении доходности на один базисный пункт), равным -35784 руб./б.п[1]. Предположим, управляющий ожидает роста ставок и хочет уменьшить дюрацию портфеля на четверть, то есть до трех лет. Считая

[1] В данном примере использовались данные по ценам на 21 февраля 2011 года. Дюрация фьючерса рассчитывается как дюрация CTD-облигации, деленная на конверсионный коэффициент, т.к. цена фьючерса отслеживает цену наилучшей облигации.

Таблица 1
Продажа спреда осенью 2010 года

Дата	Фьючерс на двухлетние ОФЗ	Фьючерс на четырехлетние ОФЗ
25.10.2010	Продажа: 30 @ 102.5495	Покупка: 15 @ 100.2693
23.11.2010	Покупка: 30 @ 101.8109	Продажа: 15 @ 99.6270
Прибыль/убыток	2215.8 руб. (-0.7368 x 0.01 x 10000 руб. x -30)	-963.45 руб. (-0.6423 x 0.01 x 10000 руб x 15)
Гарантийное обеспечение	10767 руб. (30 x 102.5495 x 100 руб. x 3.5%)	5264 руб. (15 x 100.2693 x 100 руб. x 3.5%)

DV01 фьючерса на четырехлетнюю корзину равной -4.07 руб./б.п., находим количество четырехлетних контрактов для полного хеджирования портфеля. Для этого делим DV01 портфеля на аналогичный показатель фьючерса, получая 8784 контракта (=-35784/-4.07). Полный хедж уменьшит дюрацию синтетического портфеля до нуля (аналог выхода в кэш), полностью обезопасив его от роста ставки, но в то же время не оставив возможности для заработка при ее падении. Нашей же целью является уменьшение дюрации на четверть, поэтому вместо продажи 8784 фьючерсов на четырехлетнюю корзину откроем короткую позицию объемом 2196 контрактов (=25%*8784). Если доходность вырастет на 10 б.п., мы потеряем по первоначальному портфелю 357840 руб., а благодаря короткой фьючерсной позиции заработаем 89460 руб., тем самым уменьшив эффективные потери до 268 тыс. руб., что на 25% меньше, чем по портфелю госбумаг. Это в полной мере соответствует задаче продать 0.8 лет (25%) первоначальной дюрации.

Таргетирование дюрации с помощью фьючерсов на корзину ОФЗ дает прекрасные результаты как при временном изменении конъюнктуры, так и при долгосрочном. При краткосрочном ухудшении конъюнктуры появляется возможность «пересидеть» неблагоприятную ситуацию, используя «синтетический» портфель (госбумаги плюс проданные фьючерсы). Как только ситуация наладится, можно закрывать позицию по фьючерсам, возвращаясь к прежнему портфелю и дюрации. Благодаря размеру гарантийного обеспечения в 3–4% подобные действия эффективны с точки зрения оптимизации издержек, о чем уже упоминалось выше. Например, под позицию по фьючерсу на четырехлетнюю корзину номиналом 1 млн руб. потребуется лишь 40 тыс. руб. обеспечения. При долгосрочном изменении конъюнктуры фьючерсы используются, чтобы постепенно (а не сразу) избавляться от длинных бумаг, продавая их по привлекательным ценам и одновременно проводя частичное закрытие фьючерсных позиций до тех пор, пока дюрация самого портфеля (без производных инструментов) не достигнет желаемой величины.

ФИКСИРУЕМ СТОИМОСТЬ ПОКУПКИ В БУДУЩЕМ

Представим себе следующую ситуацию: через месяц ожидается приток денежных средств, текущие цены ОФЗ кажутся крайне привлекательными, однако есть обоснованные опасения, что за месяц они могут вырасти. Фьючерсы на корзину ОФЗ позволяют зафиксировать цену покупки в будущем, поскольку за счет прибыли по ним мы компенсируем потенциальные потери в покупательной способности. Найти нужное количество контрактов несложно: для этого требуется рассчитать отношение DV01 облигации, которую необходимо приобрести, к DV01 фьючерса.

Приведенные примеры наглядно демонстрируют, что стратегии с фьючерсами на корзину ОФЗ просты в реализации и экономически эффективны.

Николай ЮКОВИЧ,
начальник отдела по торговле на финансовых рынках, банк «Ренессанс Финанс»

КОММЕНТАРИЙ

Прошло уже больше месяца с момента запуска на РТС фьючерсов на корзину ОФЗ. Естественно, что у многих участников финансового рынка возникает целый спектр вопросов относительно успешности продукта и его востребованности в будущем.

Нужен ли данный инструмент сейчас? Безусловно, да. Фьючерсы на ОФЗ — первый продукт процентного срочного рынка, ориентированный, прежде всего, на российские банки и их клиентов. Рынки процентных сповов и свопов cross currency, которые до последнего времени являлись исключительным инструментом хеджирования процентного риска, почти полностью контролируются крупнейшими иностранными банками. Для локальных финансовых институтов доступ на этот рынок зачастую сильно ограничен. Эта особенность российского рынка во многом объясняет «неодоразвитость» и однобокость сегмента срочных процентных инструментов. Запуск деривативного инструмента на локальной биржевой площадке прежде всего нацелен на российских операторов. Следовательно, развитие данного продукта и его разновидностей не только создает эффективный инструмент хеджирования процентного риска для локальных финансовых институтов, но и способен дать дополнительный импульс для рынка долгосрочных ставок РЕПО, а также в целом для всего сегмента денежных ставок.

Насколько ликвидным будет этот продукт? Я считаю, что потенциал здесь огромен. Рынок государственных ценных бумаг за последние пару лет превратился из стагнирующего финансового атавизма в один из самых ликвидных локальных рынков в России. И, судя по всему, нас ожидает дальнейшее увеличение объема в данном сегменте. Фьючерс на ОФЗ, в отличие от других процентных деривативов, представляет собой натуральный хедж, в котором отсутствует базисный риск. Так, хеджируя облигационный портфель свопом на MOSPRIME, инвестор несет дополнительный риск расширения спреда между межбанковскими депозитными ставками и кривой доходности государственных ценных бумаг. В случае с фьючерсом на ОФЗ такой проблемы, естественно, нет. Очевидно, как и с большинством новых продуктов, фаза «раскрутки» инструмента может занять некоторое время. Однако при надлежащем усердии маркет-мейкеров совместно с РТС амбициозная цель биржи достичь 30% оборота рынка ОФЗ вполне осуществима.

Как я уже отмечал, ценообразование фьючерса на ОФЗ неразрывно связано с рынком РЕПО. На текущий момент уровень развития данного рынка в разрезе сроков заимствования находится в эмбриональном состоянии. Поэтому для многих российских инвестиционных компаний, финансирующих портфели облигаций на рынке РЕПО, данный продукт предоставляет собой наиболее эффективный способ построения инвестиционного портфеля. Определенно, спрос есть. И будет предложение, в первую очередь со стороны локальных банков, предоставляющих ликвидность рынку: продажа фьючерса на ОФЗ с одновременной покупкой базового актива — один из наиболее безопасных инструментов, позволяющих размещать денежные средства на межбанковском рынке на сроки заметно длиннее, чем овернайт.

Ширина спреда бид-оффер неизбежно будет сокращаться по мере прихода новых игроков на этот рынок. Здесь на первом этапе очень многое зависит от эффективной маркетинговой работы самой биржи. Уверен, что они справятся!