Начало торгов фьючерсами на корзину ОФЗ на биржах РТС и ММВБ можно считать главным событием на локальном рынке в первом полугодии. В июне успешно прошла первая поставка по фьючерсам РТС, в сентябре ожидается первая поставка по фьючерсам ММВБ. Результаты торгов позволяют сделать первые выводы. В этой статье мы поговорим о фьючерсах РТС (так как лучше знакомы с этим инструментом и осуществляем функции маркет-мейкера во фьючерсном контракте на двухлетние ОФЗ) и обратим основное внимание на ценообразование контрактов: на наш взгляд, короткая сторона контракта выглядит интереснее, при этом длинной позиции во фьючерсах мы предпочитаем позицию на споте.

Фьючерсы на корзину ОФЗ: long vs short

Максим КУВШИНОВ,
к.ф-м.н., начальник отдела долговых инструментов, банк «Держава»

ФЬЮЧЕРСЫ НА ОФЗ КАК ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ БАНКОВСКОЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ

Покрытую позицию во фьючерсах (позицию на споте с противоположной позицией на фьючерсах) можно рассматривать как еще один метод управления ликвидностью банка.

В частности, покрытые позиции обеспечивают часть заработка маркет-мейкеров. Доходность покрытой короткой позиции во фьючерсах — implied repo rate — по сути, является доходностью «безрискового» размещения денег (доходность, которую можно было бы получить, купив облигацию и продав фьючерс с последующей поставкой данной облигации по фьючерсному контракту). Покрытую длинную позицию во фьючерсах (длинную позицию во фьючерсе и короткую позицию на споте) можно рассматривать как способ привлечения денег. Посмотрим, каков был фактический нетто-результат по покрытым позициям по итогам обращения первых контрактов фьючерсов РТС на корзину ОФЗ, и сравним его с другими имеющимися альтернативами.

Опираясь на результаты торгов, интересно сравнить, как implied repo rate соотносилась с фактической стоимостью фондирования с помощью операции РЕПО, то есть каков был бы фактический результат (net basis), если бы позиция на споте в полном объеме фондировалась с использованием однодневного РЕПО овернайт по рыночной ставке.

Значение implied repo rate в течение почти всего срока обращения контрактов находилось в пределах 3.5–4% годовых (типичное значение — примерно 3.75%), превышало значение ставок по депозитам ЦБ на месяц (которые колебались в диапазоне 3.15–3.4%) и доходность ОБР (ОБР-18 с погашением 17.06.11 большую часть времени торговалась с доходностью 3.4–3.6%), а также была близка к значению ставок МБК соизмеримой дюрации. Отметим также, что implied repo rate, «зашитая» в котировках фьючерса на четырехлетние ОФЗ, была несколько больше (в пределах 0.25% годовых) значения implied repo rate фьючерсного контракта на двухлетние ОФЗ. Возможно, это объясняется различием в ликвидности (и спот, и фьючерс на двухлетние ОФЗ более ликвидны).

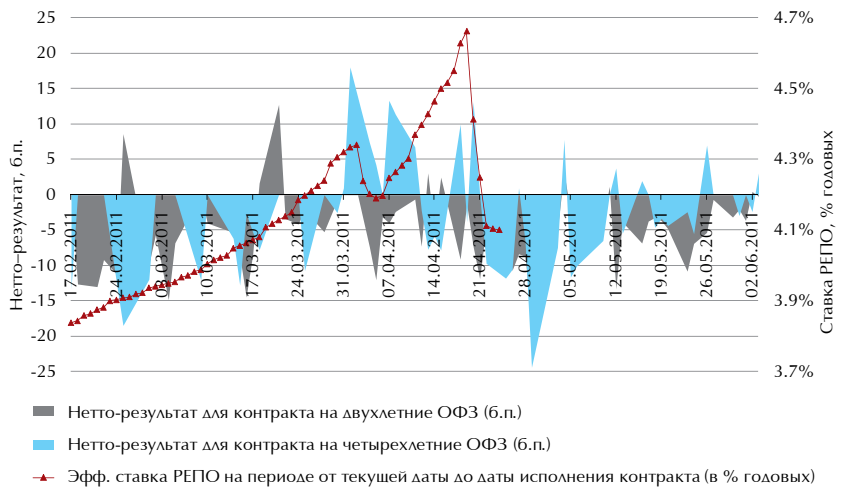

Рисунок 1
Нетто-результат покрытой короткой позиции с учетом стоимости РЕПО (net basis)

По факту во все дни обращения контрактов значение implied repo rate, «зашитое» в котировках фьючерсов (вычисленное по средневзвешенным значениям цен дня и среднему значению ставки РЕПО без учета формирования гарантийного обеспечения по фьючерсному контракту и комиссий бирж), оказалось близко к фактическому (ex-ante) значению ставки фондирования с помощью однодневного РЕПО (на интервале с даты заключения контракта до его исполнения). Это выглядит разумно: маркет-мейкеры, вероятно, котируют контракты в соответствии с ожидаемым средним значением стоимости РЕПО на периоде обращения контракта. В частности, итоговый результат покрытой позиции во фьючерсах (без учета стоимости гарантийного обеспечения и комиссий бирж), открытой в любой из дней обращения контракта (по средневзвешенным ценам на фьючерсах и споте), с учетом стоимости фондирования (по средневзвешенным ставкам междилерского РЕПО на ГЦБ) находился в пределах 10 б.п., то есть на уровне величины спреда. Дополнительные расходы на поддержание гарантийного обеспечения (к сожалению, в качестве обеспечения биржа не принимает сами выпуски ОФЗ) и комиссии бирж можно оценить величиной примерно 0.15% годовых.

При оценке покрытых позиций во фьючерсах стоит обратить внимание еще на два момента: учет особенностей налогообложения и наличие у продавца опциона на выбор конкретного выпуска ОФЗ для поставки.

«ПРИ ОЦЕНКЕ ПОКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ВО ФЬЮЧЕРСАХ СТОИТ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ ЕЩЕ НА ДВА МОМЕНТА: УЧЕТ ОСОБЕННОСТЕЙ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ И НАЛИЧИЕ У ПРОДАВЦА ОПЦИОНА НА ВЫБОР КОНКРЕТНОГО ВЫПУСКА ОФЗ ДЛЯ ПОСТАВКИ»

ОСОБЕННОСТИ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ

При вычислении итогового результата по покрытой позиции с учетом налогов следует иметь в виду особенности налогообложения доходов по ОФЗ для юридических лиц. Здесь важны два момента:

- льготное налогообложение купона ОФЗ (15% на купон vs 20% на рост цены);
- налогообложение купона осуществляется и при отрицательном финансовом результате.

Для организаций с положительным финансовым результатом льготное налогообложение купона ОФЗ дает дополнительную премию доходности «синтетического депозита», реализованного в виде длинной позиции на споте и короткой позиции во фьючерсах на корзину ОФЗ, в размере примерно 0.35% годовых (для рассматриваемых контрактов).

Однако следует оговориться, что в ценообразовании рынка ОФЗ данная особенность налогообложения никак не отражается, то есть ОФЗ с различной ставкой купона, но со схожей дюрацией и ликвидностью котируются с одинаковой доходностью. Одним из объяснений этого, вероятно, может служить тот факт, что результат трейдеров и управляющих в основном оценивается до учета эффекта налогообложения. Налоговая оптимизация — это скорее задача CFO банка, а не трейдера.

ВСТРОЕННЫЙ ОПЦИОН

Есть еще одно существенное отличие покрытой длинной позиции во фьючерсе от покрытой короткой позиции. Дело в том, что заранее не известно, какая именно из входящих в корзину облигаций будет наиболее выгодна для поставки на дату исполнения контракта. Соответственно, в случае формирования покрытой длинной позиции во фьючерсе необходимо постоянно следить за тем, какая из облигаций корзины является самой выгодной для поставки, и в случае смены выпуска заменять короткую позицию на споте, «зашортив» другой выпуск. В частности, эту задачу должны решать маркет-мейкеры для своих позиций. Возможность выбора продавцом конкретного выпуска для поставки можно рассматривать как «встроенный» опцион продавца контракта. Как и любой другой опцион, он стоит денег. При текущем ценообразовании фьючерсов в подавляющем большинстве случаев данный опцион «бесплатный», так как implied repo rate компенсирует ожидаемую стоимость РЕПО (спасибо маркет-мейкерам).

Чтобы проиллюстрировать возможную стоимость «встроенного» опциона, рассмотрим следующую стратегию:

• До 10.03.2011 для корзины двухлетних ОФЗ не было ярко выраженного выпуска, являющегося самым дешевым к поставке, а implied repo rate, «зашитая» в котировках, находилась в диапазоне 3.5–3.75%.

• Рассмотрим гипотетическую покрытую позицию во фьючерсном контракте на двухлетние ОФЗ, открытую 10.03.2011 по средневзвешенным рыночным ценам. При этом используем в качестве обеспечения ОФЗ-25072.

• На дату исполнения контракта (06.06.2011) наиболее выгодной к поставке оказалась ОФЗ-25073, которую и предлагалось поставить по контракту (соответственно, продать ОФЗ-25072 и купить ОФЗ-25073); разница между ценой ОФЗ-25072 и ОФЗ-25073 составляла около 50 б.п. Таким образом, после исполнения контракта дополнительная премия доходности к implied repo rate составила более 2% годовых.

• Итоговая доходность по открытой позиции (даже без учета льготного налогообложения ОФЗ) превысила 5.5% годовых.

• Если фактический сценарий рассматривать в качестве ожидаемого, с точки зрения риск-нейтрального инвестора, «справедливая» стоимость опциона на 10.03.2011 должна была составлять не менее 50 б.п., а соответствующая implied repo rate на дату 10.03.2011 не должна была превышать 1.75%.

Таким образом, одно из различий между покрытой короткой и длинной позицией во фьючерсах состоит в том, что по покрытой короткой позиции есть вероятность получить доходность больше, чем implied repo rate, а по покрытой длинной позиции — меньше, чем implied repo rate.

> ПРИ ТЕКУЩЕМ ЦЕНООБРАЗОВАНИИ ФЬЮЧЕРСОВ МЫ ОСУЩЕСТВЛЯЕМ УВЕЛИЧЕНИЕ ПОЗИЦИИ В ОФЗ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА СПОТЕ

ДЛИННАЯ VS КОРОТКАЯ ПОЗИЦИИ ВО ФЬЮЧЕРСАХ

Возможные преимущества длинной позиции во фьючерсном контракте:

• позволяет формировать плечевую позицию в ОФЗ даже отсутствие доступа к рынку РЕПО (в частности, для физических лиц), а финансовый результат от операций не зависит напрямую от динамики стоимости однодневного РЕПО;

• минимальный валютный риск для иностранных участников — величина прямого валютного риска контракта (риск ослабления рубля) ограничена размером гарантийного обеспечения (3–4% общего объема контракта);

• потенциально большее плечо по сравнению с формированием позиции на споте с использованием операций РЕПО (гарантийное обеспечение меньше, чем дисконт РЕПО);

• бухгалтерские трюки — приукрасить отчетность, обойти ограничение по лимитам и прочее;

• объем позиции не ограничивается емкостью рынка РЕПО, а только ликвидностью самого рынка фьючерсов.

Возможные недостатки длинной позиции во фьючерсном контракте по сравнению с короткой позицией:

• спот-рынок ОФЗ в настоящий момент более ликвиден;

• особенности налогообложения дохода по ОФЗ;

• на дату заключения контракта достоверно не известно, какой именно выпуск будет поставлен (наличие у продавца контракта «бесплатного» или «дешевого» опциона на выбор конкретного выпуска к поставке);

• риск зависнуть в длинной позиции во фьючерсах в случае сильного шока (например, внешнего) и существенного ухудшения ликвидности во фьючерсах.

Стоит особо отметить еще один важный момент, связанный с регулированием деятельности банков. В случае если у банка есть возможность осуществлять операции РЕПО с ОФЗ с нулевым дисконтом, он может строить пирамиду РЕПО какого угодно размера: увеличение объема РЕПО с ОФЗ не окажет никакого влияния на нормативы банка (Н1, Н2, Н3). Таким образом, величина плеча ограничивается только дисконтом при операциях РЕПО и емкостью самого рынка РЕПО. Сам факт такой трактовки Центробанком операций с ОФЗ выглядит весьма прогрессивно, а сами ОФЗ делает уникальнейшим инструментом — это, пожалуй, лучшие деньги, которые есть на рынке.

> ПО ПОКРЫТОЙ КОРОТКОЙ ПОЗИЦИИ ЕСТЬ ВЕРОЯТНОСТЬ ПОЛУЧИТЬ ДОХОДНОСТЬ БОЛЬШЕ, ЧЕМ IMPLIED REPO RATE, А ПО ПОКРЫТОЙ ДЛИННОЙ ПОЗИЦИИ — МЕНЬШЕ, ЧЕМ IMPLIED REPO RATE

ДЕЙСТВУЮЩИЕ КОНТРАКТЫ

Все описанное выше относится к делам минувшим. Что же происходит сейчас? В настоящее время на РТС обращаются новые контракты на корзину ОФЗ (с обновленным составом корзин) с исполнением в сентябре этого года. На момент написания статьи в текущих котировках «зашита» implied repo rate в размере 4.25–4.5%. С учетом того что в настоящий момент трехмесячная ставка MOSPRIME котируется на уровне 4.25%, текущие котировки фьючерсов позволяют размещать денежные средства с помощью покрытой короткой позиции во фьючерсах с доходностью, превышающей ставку трехмесячного MOSPRIME, что выглядит весьма привлекательно даже без учета «бесплатного» опциона на выбор выпуска для поставки.

При текущем ценообразовании фьючерсов мы осуществляем увеличение позиции в ОФЗ исключительно на споте. А вот сокращать позицию в выпусках ОФЗ, являющихся «в моменте» наиболее выгодными для поставки по фьючерсному контракту, предпочитаем с помощью фьючерсов. Что касается выполнения функций маркет-мейкера, мы устойчиво поддерживаем нетто-короткую позицию по фьючерсному контракту, то есть, по сути, размещаем денежные средства под ставку, превышающую ставку трехмесячного MOSPRIME.