Сергей Замолоцких,
руководитель управления новых продуктов и технологий, РТС

Фьючерсы на ОФЗ станут одним из самых ликвидных инструментов

25 июня 2007 года в срочной секции РТС FORTS начались торги фьючерсными контрактами на облигации федерального займа. Во всем мире производные финансовые инструменты на гособлигации являются одними из самых ликвидных контрактов срочного рынка. В России появлению таких фьючерсов до недавнего времени препятствовали технические и нормативно-правовые ограничения. Однако теперь, благодаря совместной работе органов государственной власти, а именно ФСФР России и Банка России, и инфраструктурных организаций на российском рынке деривативов стало возможным появление подобных контрактов.

Появление фьючерсных контрактов на облигации федерального займа в России будет способствовать не только развитию рынка фьючерсов и опционов, но и развитию рынка ОФЗ: прибавлению их веса в портфелях участников и, как следствие, повышению их ликвидности. Это произойдет благодаря расширению инструментария для построения различных инвестиционных стратегий и появлению возможности для хеджирования долговых бумаг.

FIXED INCOME MARKET

Рынок производных на инструменты с фиксированной доходностью (fixed income) можно разделить на две части.

Первая — сегмент краткосрочных процентных ставок и сегмент денежного рынка, к которому относятся инструменты на ставку MosIBOR overnight и фьючерсный контракт на рубль-доллар. Эти инструменты были введены в разное время. Фьючерс на рубль-доллар — это один из самых старых инструментов. Долгое время его развитию препятствовал жесткий контроль со стороны ЦБ над изменениями курса доллара к рублю. С течением времени политика ЦБ стала более либеральной, и волатильность доллара увеличилась, соответственно, вырос и интерес к фьючерсам на рубль-доллар со стороны участников рынка.

Фьючерсы на среднюю ставку MosIBOR overnight были введены на FORTS в обращение год назад. Для участников рынка этот инструмент оказался в новинку, поэтому его развитие идет не столь быстрыми темпами, как это происходило с другими фьючерсными контрактами. Однако на 26 июня 2007 года по ним был зафиксирован новый рекорд — объем открытых позиций на фьючерсном контракте на ставку MosIBOR overnight составил 8.4 млрд руб. Это свидетельствует о росте интереса к данному инструменту со стороны профессиональных участников рынка и является следствием постепенного увеличения числа тех, кто втянулся в торговлю им и его использование.

Эти два инструмента денежного рынка, как правило, используются управляющими долговыми портфелями и как инструмент управления короткими деньгами. Другими словами, если мы говорим о долларе, то цена фьючерса на доллар довольно жестко привязана к ставке краткосрочного денежного кредита на срок до исполнения контракта. А ставка MosIBOR overnight — это, по своей сути, текущая стоимость денег, которая складывается на рынке на один день вперед. Фьючерс на среднюю ставку overnight MosIBOR позволяет управлять стоимостью денег, которые привлекаются или размещаются ежедневно в течение срока обращения контрактов через рынок overnight, а фьючерс на доллар — стоимостью денег, которые привлекаются/размещаются сразу же на период до исполнения контракта.

Если говорить о втором сегменте деривативов на fixed income, то это и есть фьючерсные контракты на облигации, которые представляют собой производные на инструменты с фиксированной доходностью, срок до погашения которых обычно превышает 2.5 года. Этот сегмент отличается от сегмента денежных ставок, поскольку денежный рынок в нашей стране по большей части банковский, а в сегменте длинных долговых бумаг не менее важную роль играют профессиональные участники рынка, которые достаточно активно продают своим клиентам как различные структурные продукты, привязанные к инструментам с фиксированной доходностью, так и непосредственно облигации, являющиеся базовыми активами фьючерсных контрактов.

Исторически на FORTS развитие сегмента производных на долговые инструменты начиналось с фьючерсных контрактов на ставку отсечения при размещении облигаций. Три года назад мы попробовали перенять опыт, накопленный западными площадками при запуске производных на долговые инструменты, и применить его к реалиям российского рынка. В попытках найти и выделить бенчмарк мы пришли к выводу о необходимости запуска фьючерса на корзину облигаций Правительства Москвы.

Дело в том, что три года назад облигации Правительства Москвы являлись эталонными. А развитие рынка облигаций федерального займа шло не очень активно, потому что со стороны Минфина не было четкой информации относительно того, какие пути развития этого рынка видит министерство. В отличие от него, Москомзайм очень активно продвигал рынок облигаций Москвы. В результате, в то время запуск фьючерсов на корзину облигаций Правительства Москвы оказался более востребованным. Впоследствии именно на основе опыта запуска этих фьючерсов были разработаны и фьючерсные контракты на традиционную во всем мире федеральную кривую доходности.

После запуска фьючерсов на Москву в срочной секции РТС были запущены фьючерсы на отдельные бумаги — голубые фишки рынка облигаций России: облигации Газпрома, ФСК, РЖД, Московской области. История показывает, что эволюционный путь развития — самый правильный. За время обращения данных инструментов сформировалась определенная группа активных участников, которые уже сейчас достаточно хорошо разбираются в том, что такое фьючерсный контракт, для чего его можно использовать, как его предлагать клиентам, какие дополнительные преимущества можно получить, используя фьючерс на долговые инструменты. Соответственно, профучастники пришли подготовленными к запуску нового фьючерсного контракта на долговые инструменты — облигации федерального займа (ОФЗ).

ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ НА ОФЗ

Логика выбора базисного актива для данных фьючерсных контрактов проста: это должны были быть эталонные выпуски облигаций федерального займа, которые имели бы достаточно большой объем размещения и были бы репрезентативны с точки зрения тех уровней доходности, которые складываются на спот-рынке. При этом в отношении данных выпусков важна была уверенность, что участники их воспринимают как ориентиры в торговле рублевыми облигациями, а объемы их торгов на спот-рынке достаточно существенны.

В результате было выбрано пять выпусков облигаций федерального займа. Они заняли практически всю кривую доходности федеральных облигаций, начиная с 2.5 лет. Западный опыт подсказывает нам, что среди участников рынка наиболее востребованными остаются три-четыре срока дюрации. История покажет, какие выпуски и какие фьючерсы будут наиболее востребованы рынком. Возможно, со временем количество базовых активов даже уменьшится, однако на данный момент мы видим, что интерес распределяется между всеми пятью выбранными в качестве базисного актива выпусками приблизительно равномерно.

Доля производных на инструменты с фиксированной доходностью по сравнению с теми объемами, которые приходятся на фьючерсы на акции или на фондовые индексы, пока невелика и составляет 1–5% от всего объема торгов на FORTS. Но уже сейчас можно уверенно говорить, что эта доля будет неуклонно расти, так как до настоящего момента у нас не было такого бенчмарка, как ОФЗ, объем выпусков которого достигал бы 190 млрд руб., который постоянно доразмещается и в котором присутствуют настолько длинные по дюрации облигации.

И начало торгов нас еще больше в этом убедило: в первый же день обращения этих инструментов объем торгов составил 0.52 млрд руб., на следующий — уже почти 0.6 млрд руб.

В прошлом развитию рынка производных на fixed income препятствовало несколько факторов. С одной стороны, к сожалению, не все участники рынка воспринимали облигации Москвы как бенчмарки. А с другой стороны, ранее на FORTS стояли достаточно большие размеры гарантийного обеспечения, что, в свою очередь, затрудняло участие в торговле этими инструментами небольших инвесторов и спекулянтов, которые играют на волатильности, создавая основные обороты торгов. Ведь учитывая абсолютную волатильность в бондах, депозит в 5–7.5% для многих категорий мелких участников рынка выглядит как заградительный барьер.

Запуск фьючерсов на ОФЗ сопровождался введением более низких размеров гарантийных депозитов по ним, что, с нашей точки зрения, поможет максимально расширить круг инвесторов-спекулянтов, которые будут обеспечивать ликвидность рынка.

К примеру, на Западе фьючерсы на US Treasuries с дюрацией 10 лет являются одними из самых ликвидных производных инструментов в мире, и ими торгует очень широкий круг различных участников.

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ

В срочной секции FORTS существует уже довольно большая линейка долговых инструментов. Один из самых простых способов ее использования — проведение арбитражных операций. Как известно, в ценообразовании фьючерсов напрямую участвует стоимость денег до дня исполнения фьючерса независимо от цены базового актива. Если, например, в цену фьючерсного контракта на корзину облигаций Правительства Москвы заложена одна стоимость денег, а в стоимость фьючерса на облигации Газпрома — другая, то можно осуществлять между ними арбитраж и получать прибыль без проведения рисковых операций, играя исключительно на стоимость денег.

Можно достичь синергетического эффекта от использования всего спектра инструментов, которые торгуются на FORTS. Поэтому мы не считаем, что с введением фьючерсов на ОФЗ рынок фьючерсов на Москву или отдельные бонды должен исчезнуть. Наоборот, скорее всего, должно произойти обратное, и появление нового инструмента заставит вновь пришедших на рынок обратить внимание и на уже существующие контракты.

СТРАТЕГИИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Очевидно, что просто приобрести облигацию и держать ее — не всегда самый оптимальный способ инвестиций, ведь нередко вся фиксированная прибыль может быть подчистую съедена инфляцией.

Сейчас на рынке очень широко распространены операции, когда участник приобретает облигацию, потом отдает облигацию в РЕПО, привлекает деньги, приобретает еще долговую бумагу, и так далее. Это операцию можно осуществлять циклически. При действиях такого рода участник увеличивает плечо, и соответственно — увеличивает риск, который возникает при изменении доходности на рынке этих облигаций, но при этом увеличивается потенциальная прибыль от работы с данными долговыми обязательствами.

Нюанс заключается в том, что в случае системного кризиса на рынке резко возрастает стоимость денег, а значит, когда участник привлекает те же деньги на две недели (РЕПО), ему приходится платить больше процентов. В случае падения рынка, находясь в такой плечевой зависимости, участник рынка терпит убытки в двойном размере из-за потерь в своем портфеле. В этой связи можно играть на комбинации: использовать фьючерсы на облигации и фьючерсы, скажем, на ставку среднего overnight. Например, участник встает в следующую позицию: приобретает бумагу на спот-рынке, фондируясь через привлечение коротких денег, и одновременно приобретает фьючерс на overnight. И если вдруг стоимость коротких денег резко возрастает, то он компенсирует потери той вариационной маржой, которая получается по фьючерсу на overnight.

Второй вариант: инвестор входит в бумагу и параллельно при развороте рынка продает фьючерс на ОФЗ, максимально близкий по дюрации, тем самым пережидая момент обвала, при котором вариационная маржа по фьючерсу компенсирует потери по облигациям.

Можно играть на спреде. Например, покупается довольно рисковая облигация третьего эшелона, доходность которой может быть гораздо выше инфляции. Участник хеджирует эту бумагу фьючерсом на гособлигации, поскольку в случае падения рынка третий эшелон тоже упадет, но при хеджировании останется возможность компенсации убытков за счет фьючерсов на ОФЗ. Таким образом, находясь в короткой позиции по ОФЗ, в случае системного кризиса инвестор все равно может получить прибыль.

Кроме того, остается еще и возможность спекуляции, тем более что при нормальной кривой доходности, когда короткие деньги имеют доходность меньшую, чем длинные, фьючерсный контракт на облигацию — постоянно растущий инструмент. Ведь цена фьючерса — это цена бонда, посчитанная исходя из стоимости денег на период до дня исполнения

Даты погашения облигаций федерального займа

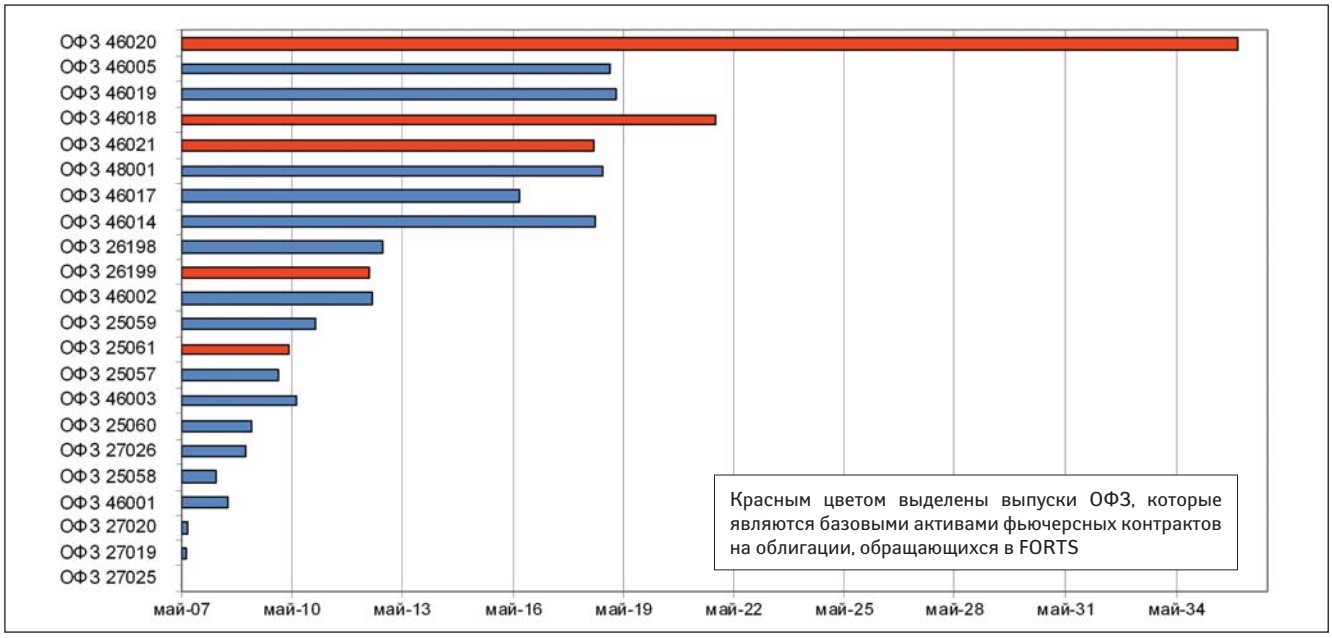

Таблица 1. Наиболее ликвидные на мировых рынках контракты на гособлигации по итогам 2006 года

Инструмент	Торговая площадка
Euro-Bund Fut	Eurex
10-year T-note Fut	CBOT
Euro-Bobl Fut	Eurex
Euro-Schatz Fut	Eurex
5-year T-note Fut	CBOT
30-year T-Bond Fut	CBOT

Таблица 2. Наиболее ликвидные на мировых рынках контракты на процентные ставки по итогам 2006 года

Инструмент	Торговая площадка
Eurodollar Fut	CME
Eurodollar Op	CME
TIIE 28 Fut.	Mexican Der. Ex.
Euribor Fut	Euronext
1-Day Interest Rate Fut	BM&F
Sterling Fut	Euronext

фьючерса. При этом цена облигаций растет с темпом своей доходности к погашению, то есть с большим, чем ставка коротких денег, используемая в ценообразовании фьючерса. А с учетом того, что фьючерсный контракт ко дню исполнения будет стоить ровно столько же, сколько и облигация в этот день, получается, что в течение обращения цена фьючерсного контракта как бы «догоняет» изменение стоимости облигации, что с учетом плеча, которое дает фьючерс, позволяет получать существенную доходность при неизменной доходности к погашению по облигации. Например, если деньги на 3 месяца (срок до погашения фьючерса) стоят 5%, а доходность к погашению ОФЗ 25061 равна 6%, то купив фьючерс на него и используя для этого взнос под обеспечение в размере 2% от цены фьючерса, можно заработать 1%/2% = 50% доходность. Это говорит о том, что фьючерс — инструмент универсальный, позволяющий не только хеджировать риски или играть в малорискованные стратегии, но и осуществлять достаточно рискованные операции с потенциально высоким уровнем доходности.

САМЫЙ ЛИКВИДНЫЙ ИНСТРУМЕНТ

В целом российский рынок производных инструментов уже можно считать достаточно развитым. Во многом этому способствовали и законодательные подвижки. В настоящее время есть четкая и конструктивная позиция регулятора по совершенствованию законодательства. Участники рынка и ФСФР России постоянно взаимодействуют по вопросам развития рынка фьючерсов и опционов. Проводится точечная доработка нормативно-правовых актов,

СПЕКТР ИНСТРУМЕНТОВ FORTS

1. Фьючерс на средний MosIBOR overnight
2. Фьючерс на USD
3. Фьючерс на корзину облигаций г. Москвы
4. Фьючерс на облигации Газпрома
5. Фьючерс на облигации РЖД
6. Фьючерс на облигации ФСК
7. Фьючерс на облигации Московской области
8. Фьючерс на ОФЗ России

Фьючерсы на ОФЗ — параметры контактов

Код контракта	Код базового выпуска ОФЗ	Количество бумаг в контракте	Тип исполнения контракта	Дата исполнения	Способ исполнения	Способ указания цены контракта
G061-9.07	SU25061RMFS1	10	Поставка	05.09.2007	Заключение сделки через Торговую систему ММВБ в режиме переговорных сделок с расчетами на Т 0	В рублях за контракт. Указывается чистая цена облигаций на день исполнения
G199-9.07	SU26199RMFS8					
G018-9.07	SU46018RMFS6					
G020-9.07	SU46020RMFS2					
G021-9.07	SU46021RMFS0					
G061-12.07	SU25061RMFS1			05.12.2007		
G199-12.07	SU26199RMFS8					
G018-12.07	SU46018RMFS6					
G020-12.07	SU46020RMFS2					
G021-12.07	SU46021RMFS0					

которые позволяют сделать работу на срочном рынке удобнее и доступнее для все более широкого круга инвесторов.

По статистике FOW, срочный рынок FORTS входит в 20 ведущих деривативных бирж мира по объему оборотов. Если взять топ-20 самых ликвидных контрактов в мире, то из них 6 контрактов — это фьючерсы на гособлигации разных стран (подробнее смотри Таблицу 1), еще 6 — контракты на процентные ставки (подробнее смотри Таблицу 2).

На нашем рынке до недавнего времени существовали ограничения для запуска фьючерсов на ОФЗ, однако сейчас, благодаря хорошей координации всех финансовых институтов, имеющих отношение к рынку гособлигаций, включая и ЦБ, и Минфин, у российского рынка деривативов появился шанс осуществить очередной рывок. Это позволит расширить количество участников как рынка облигаций, так и рынка фьючерсов и опционов, и повысить их ликвидность.

Мы ожидаем, что фьючерсы на облигации федерального займа станут одним из самых ликвидных финансовых инструментов в России. Ведь любая биржа в стране, где есть цивилизованная долговая политика, старается в первую очередь развивать производные на гособлигации.

Мнение

Александр Кудрин,
аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

В России уже достаточно давно появился рынок производных инструментов. На каком уровне он находится на данный момент по сравнению с основополагающими элементами рынка ценных бумаг — акциями, облигациями?

Рынок производных инструментов действительно появился в России достаточно давно, однако уровень его развития оставляет желать лучшего, особенно в части инструментов, где базовыми активами являются долговые инструменты. В какой-то мере это связано с несовершенной законодательной базой и «плохими воспоминаниями» инвесторов о событиях 1998 г., когда подобные сделки были признаны сделками «пари». Помимо этого, в России в течение долгого времени наблюдалась тенденция к снижению процентных ставок, и естественный спрос на деривативы был ограничен. Резюмируя все это, можно утверждать, что по сравнению с рынком облигаций сегмент производных на эти инструменты развит достаточно слабо. Вместе с тем, за пределами страны можно отметить наличие ликвидного рынка как кредитных производных (CDS), так и валютных/процентных (NDF на обменный курс), где базовыми активами являются российские инструменты.

Как выглядит наш рынок деривативов на фоне мирового рынка производных инструментов? Что уже есть на рынке, появление каких инструментов ожидается? Какие возможны инфраструктурные изменения?

Если рынок российских облигаций за последние годы сумел набрать существенный авторитет, то развитие рынка производных инструментов в Российской Федерации оставляет желать лучшего. Имеет смысл разделить российский и международный рынок производных. На последнем появляется все больше CDS, CDO, процентных свопов и так далее. Подобная активность объясняется как большим опытом иностранных операторов и их более высоким кредитным качеством — оно зачастую значительно превосходит качество эмитентов облигаций, что важно для компании, выпускающей CDS, — так и более благоприятным законодательством, которое лучше защищает интересы инвесторов. Тем не менее, мы полагаем, что и в России в обозримом будущем появятся определенные сдвиги в данном направлении. С одной стороны, можно ожидать определенных подвижек в части законодательства. С другой стороны, вполне вероятно, что на рынке вскоре появятся новые инструменты. К последним можно отнести стрипы на государственные облигации, фьючерсы на ставки ОФЗ (уже начали торговаться в РТС), CDO.

Как можно охарактеризовать текущее состояние российского рынка деривативов на облигации и процентные ставки? Какую долю занимает данный сегмент? Каковы его отличительные характеристики?

Этот сегмент занимает небольшую долю рынка в силу объективных причин, часть из которых была описана выше. Стоит также отметить, что попытка развить рынок фьючерсов на облигации Москвы натолкнулась на объективное препятствие в виде сокращения программы заимствований этого эмитента. Основной отличительной чертой рынка деривативов на данный момент является его низкая ликвидность. Тем не менее, мы полагаем, что ситуация может радикально измениться в связи с запуском фьючерсов на ОФЗ. Дело в том, что Минфин в ближайшие годы планирует заметно увеличить объем собственных займов. Вполне вероятно, что этот процесс будет сопровождаться улучшением ликвидности на вторичном рынке ОФЗ, что также может благоприятно сказаться на ликвидности рынка производных инструментов. Помимо этого, ожидаемый рост ставок на рынке МБК в среднесрочной перспективе должен повысить интерес участников рынка и к фьючерсам на краткосрочные процентные ставки, которые также торгуются на рынке.

Какие задачи на рынке облигаций сейчас можно решать с помощью деривативов на fixed income?

Таких задач две, и они вполне традиционны: хеджирование и получение «кредитного плеча». Однако в силу небольшой ликвидности масштабы этих операций также ограничены.

Как вы оцениваете перспективы рынка деривативов на fixed income?

Я полагаю, что рынок деривативов будет развиваться в России быстрыми темпами. Основанием для такого прогноза служит тот факт, что, с одной стороны, по мере стабилизации процентных ставок у инвесторов возникает естественное желание расширить спектр инструментов для проведения операций на открытом рынке, а производные как раз и способны заполнить эту нишу. С другой стороны, риск роста процентных ставок в среднесрочной перспективе представляется нам достаточно высоким, что также обуславливает потребности в хеджировании данного риска. Именно поэтому можно ожидать появления спроса на данные инструменты и со стороны консервативных инвесторов. Оба фактора способны заметно ускорить развитие рынка производных.