Мы пойдем другим путем?

Текущее состояние рынка биржевых деривативов на ставки и облигации Московской Биржи

Григорий ИСАЕВ,
CFA, CQF

На Московской Бирже обращаются два типа фьючерсных контрактов и опционов на процентные ставки — на RUSFAR и RUONIA

Я думаю, что аудитории Cbonds Review не нужно лишний раз рассказывать о том, что рынок деривативов на процентные ставки и облигации является одним из наиболее важных производных рынков с точки зрения связей с реальной экономикой.

Несмотря на то, что подавляющая часть самых разных процентных деривативов обычно торгуется вне биржи, в развитых экономиках, как правило, существует живой и активный биржевой рынок фьючерсов и опционов на самые разные процентные ставки, спреды и государственные облигации всех сроков и типов. В этой статье мы сначала бегло посмотрим, как обстоят дела с этими типами контрактов на глобальных рынках, а затем сравним с рынком Мосбиржи и попробуем сделать какие-то выводы о дальнейшем направлении развития этого сегмента.

Статистика по биржевым производным контрактам обычно собирается в терминах количества проторгованных контрактов. Таким образом поступает Futures Industry Association (https://www.fia.org/), которая является ведущим институтом, отслеживающим состояние рынка биржевых производных. Ниже, в Таблице 1, приводится текущий снэпшот состояния глобального рынка согласно FIA в разрезе различных классов активов.

Стоит отметить, что подобный подход существенно искажает относительную значимость оборотов в деньгах между

Таблица 1
Структура производных инструментов по классам активов

Источник: Futures Industry Association

Класс активов	Объем производных контрактов в 2025 г. (шт.)	Объем производных контрактов в 2024 г. (шт.)	Изменение (%)
Сельское хозяйство	1 391 117 439	1 525 034 523	9.6
Валюта	1 882 396 672	960 794 097	–49.0
Нефть и газ	1 343 589 762	1 813 515 575	35.0
Акции	87 843 355 557	43 805 207 178	–50.1
Процентные ставки	3 431 718 402	3 705 612 902	8.0
Металлы	1 393 207 028	1 549 427 194	11.2
Другие	1 215 410 090	1 616 129 029	33.0
Всего	98 500 794 950	54 975 440 498	–44.2

Таблица 2
Статистика производных инструментов на североамериканских биржах в разрезе классов активов

Источник: Futures Industry Association

Класс активов	Объем в мае 2025 г. (шт.)	Г/г (%)	Объем с начала года по май 2025 г. (шт.)	Г/г (%)	Открытый интерес в мае 2025 г. (шт.)	Г/г (%)
Сельское хозяйство	40 939 422	–7.4	240 183 279	9.7	12 899 273	3.7
Валюта	19 936 969	11.8	119 589 549	21.9	3 396 499	1.9
Нефть и газ	81 869 617	–0.8	474 003 230	20.7	61 580 802	4.8
Акции	1 301 954 621	19.6	6 731 280 082	21.0	555 192 813	14.5
Процентные ставки	352 363 282	7.9	1 701 448 373	14.9	83 260 604	3.5
Металлы	19 830 314	3.8	87 122 024	5.3	2 236 411	–19.2
Другие	34 762 299	12.9	197 177 615	31.9	13 482 776	–10.6
Всего	1 851 586 524	14.8	9 550 804 252	19.5	743 051 178	11.5

регионами и типами контрактов, что затрудняет возможности делать сравнения относительной значимости разных типов базовых активов за счет высоких оборотов в контрактах на акции и индексы акций на некоторых развивающихся рынках, в первую очередь Индии и других стран Юго-Восточной Азии, где активность торгов доминируется в основном контрактами на акции, которые имеют достаточно низкий номинал. Для более четкого представления о значимости разных базовых активов на развитых рынках давайте рассмотрим (в Таблице 2 выше) исключительно регион Северной Америки, т. е., по сути, рынок США, рынки Канады и Мексики в этом рассмотрении будут скорее ошибкой измерения.

Согласно данным Банка Международных Расчетов (https://data.bis.org/), который в соответствии со своими интересам в основном следит за рынками деривативов на процентные ставки и валюты, совокупный номинал открытого интереса биржевых контрактов на процентные ставки и валюты составляет порядка 45 трлн долл., биржевые деривативы на валюты занимают при этом меньше процента. Ими можно пренебречь. Как видно из Таблицы 3, около 70 % рынка занимает Северная Америка, т. е. в основном США, и порядка 90 % позиций открыто в деривативах на короткие процентные ставки. Объем позиций в этих контрактах превышает 32 трлн долл., т. е. сопоставим по размеру с ВВП США или объемом их государственного долга.

А что у нас? На Московской Бирже обращаются два типа фьючерсных контрактов и опционов на процентные ставки — на RUSFAR и RUONIA. Я думаю, что не открою никаких тайн для профессионалов рынка сейчас, но объем торгов и открытых позиций этими контрактами на Московской Бирже составляет практически ровно ноль.

Конечно, не всё так плохо, на Мосбирже еще существует сегмент рынка СПФИ, где банки в основном проводят клиринг своих внебиржевых сделок в разных инструментах, преимущественно процентных свопах. Биржа не раскрывает публично объем открытых позиций, но публикует обороты. Совокупный объем торгов процентными свопами в секции СПФИ составил во втором квартале около 1 трлн руб., т. е. порядка 12 млрд долл.

Это может казаться приличной цифрой до тех пор, пока мы не вспомним, что, согласно BIS, глобальный среднедневной оборот только биржевых деривативов на короткие процентные ставки составил за аналогичный период около 8 трлн долл.

Текущую ситуацию с процентными деривативами на Мосбирже сложно охарактеризовать иначе как печальную. Тем не менее эта ситуация на нашем рынке была плюс-минус всегда. Это структурная проблема, которая связана с конфигурацией российского финансового рынка в целом. Видимо, нет достаточного спроса на хеджирование процентных рисков корпорациями, а банковская система, которая доминируется крупными банками с госучастием, не заинтересована в том, чтобы что-то хеджировать или торговать на бирже, а предпочитает

Текущую ситуацию с процентными деривативами на Мосбирже сложно охарактеризовать иначе как печальную

Таблица 3
Статистика по производным контрактам на процентные ставки

Источник: Bank for International Settlements

	ОИ (шт.)		Средний дневной объем (шт.)						
	IV квартал 2024 г.	I квартал 2025 г.	2023 г.	2024 г.	Ноябрь 2024 г.	Декабрь 2024 г.	Январь 2025 г.	Февраль 2025 г.	Март 2025 г.
Всего глобально	**42 991**	**44 861**	**9107**	**10 364**	**11 856**	**9997**	**9484**	**11 832**	**13 067**
«Короткие» ставки	39 352	41 111	8059	9088	10 175	8996	8479	10 033	11 603
«Длинные» ставки	3639	3749	1049	1276	168	1001	1006	1798	1464
Северная Америка	**31 617**	**32 814**	**6787**	**7156**	**8173**	**6836**	**611**	**8499**	**8766**
«Короткие» ставки	28 828	29 966	6076	6304	6948	6267	547	7156	7899
«Длинные» ставки	2599	2633	634	770	115	480	569	1266	758

агрегировать процентный риск внутри себя и продвигать корпорациям внебиржевые услуги по хеджу всех рисков, и не только процентных. От регулятора тоже не видно, на первый взгляд, большой заинтересованности в развитии биржевых деривативов на процентные ставки. Если мы обратимся к документу Банка России «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов», то в этом стостраничном документе деривативы упоминаются один раз и не как направление для работы, а в сноске, поясняющей, что пенсионным резервам разрешили торговать процентными деривативами на рынке СПФИ, т. е. торговать опять же с крупнейшими банками. Означает ли это, что у биржевых торгов процентными деривативами в РФ нет будущего? Я всё-таки думаю, что нет, но, видимо, Бирже нужно принять во внимание тот факт, что основная клиентская база срочного рынка на данный момент — физические лица, и попробовать развить какие-то более понятные и прозрачные для них контракты.

В текущей конфигурации индекс RGBI как базовый актив для активной торговли имеет ряд спорных моментов

Теперь давайте перейдем к деривативам на облигации. Попытки развить биржевые торги ими предпринимались уже лет 20. Этот сегмент, как и сегмент деривативов на процентные ставки, всегда считался очень перспективным, но таковым по большей части и остался, хотя определенные подвижки есть. Об этом чуть позже. Первые попытки развить этот рынок шли в классической парадигме развитых рынков: поставочные фьючерсы на государственные облигации по широкому набору отдельных сегментов дюрации с механизмом cheapest to deliver. И довольно долгое время в этом сегменте даже шли с переменным успехом торги, но комбинация отсутствия спроса со стороны ритейла и незаинтересованности крупных участников рынка привела к тому, что открытый интерес плавно сократился почти до нуля и этот проект был закрыт.

Вместо него в начале 2022 г. был изначально параллельно запущен контракт на облигационный индекс RGBI. Старт нового контракта состоялся 28 февраля 2022 г., что, очевидно, было не лучшей датой для запуска нового деривативного контракта. В связи со всеми пертурбациями, постигшими отечественный финансовый рынок в том году, участникам было, видимо, не до новых фьючерсов на облигации, и совокупный объем позиций в этом базовом активе по итогам 2022 г. составил аж 100 контрактов!

Тут, наверное, стоит напомнить, что статистика открытого интереса Мосбиржи имеет «двойной учет», считаются и короткие, и длинные позиции в сумме, т. е. на одной стороне рынка на 31 декабря 2022 г. было открыто всего 50 фьючерсов. В 2023 г. ситуация принципиально не изменилась, хотя был какой-то рост, и по итогам года было открыто уже 2712 контрактов, что на фоне общей активности срочного рынка можно считать, что ноль. Но Биржа и комитет по срочному рынку, который выступал инициатором запуска этого контракта, не опустили руки, были привлечены более качественные маркетмейкеры, и на фоне роста интереса к долговому рынку в целом дело пошло.

На конец 2024 г. совокупный открытый интерес уже составил 268 804 контракта, т. е. рост практически в 100 раз по сравнению с 2023 г. На фоне повышения ставок ЦБ до рекордных уровней

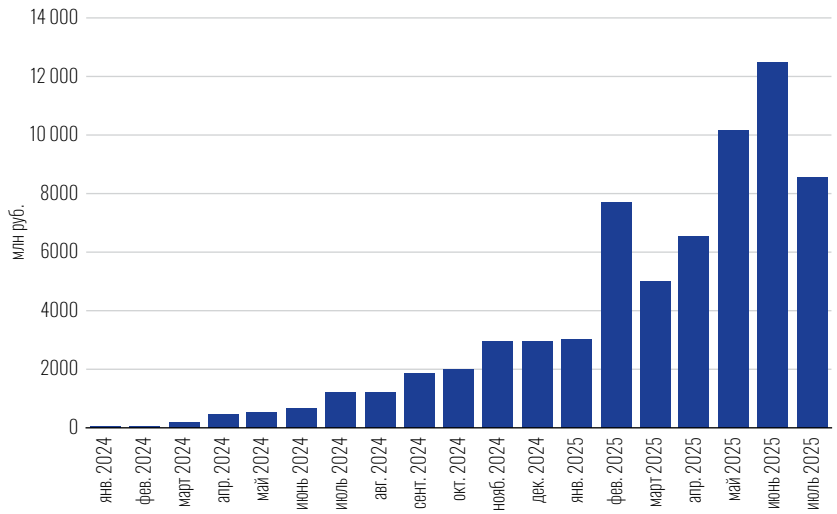

Рисунок 1
Динамика открытого интереса во фьючерсах на гособлигации на Мосбирже

Источник: данные Московской Биржи

и ожиданий (уже частично оправдавшихся) по началу нового цикла снижения ставок совокупный открытый интерес в этом контракте на момент написания этой статьи составляет 737 880 тысяч контрактов, т. е. за неполный год мы зафиксировали рост почти в три раза. Что, несомненно, является прекрасной динамикой (хорошо отраженной на Рисунке 1 выше), однако стоит помнить о том, что в деньгах это составляет около 9 млрд руб., что всё еще более чем на порядок меньше, чем открытый интерес в контрактах на индексы акций. Задел для развития, если проводить параллели с глобальными рынками, еще очень большой.

Тем не менее можно считать данный проект состоявшимся и поразмыслить о том, почему данный тип контракта начал динамично развиваться. Во-первых, конечно, сильные движения ключевой ставки и, следовательно, облигационного рынка создали возможности для торговли самым разным типам участников рынка. Но мы видели такие возможности и раньше в истории, а торги предыдущими инкарнациями облигационных деривативов особенно не развивались. Ключевое, как мне кажется, тут в том, что индекс облигаций имеет ряд преимуществ для развития деривативов на него в текущем моменте, учитывая специфику нашего биржевого рынка, а именно большую долю ритейла на нем:

- узнаваемый и цитируемый бренд;
- понятная, прозрачная и привычная ретейлтрейдерам спецификация контракта, похожая на индексы акций, с которыми данная аудитория давно знакома;
- агрегация ликвидности по множеству выпусков в один базовый актив, что позволяет маркетмейкерам легче котировать контракты и не иметь риска изменения актива на поставку и проблем с РЕПО в отличие от классических фьючерсов на облигации.

В текущей конфигурации индекс RGBI как базовый актив для активной торговли имеет и ряд спорных моментов. Во-первых, он рассчитывается по средневзвешенной по объему цене за день, включая сделки РПС, что несколько снижает наблюдаемую волатильность рынка и делает прайсинг менее прозрачным, а привычную цену экспирации, если определять ее по тому же подходу, что для индексов акций, — не реплицируемой (среднее от средневеса по объему). Во-вторых, цикл пересмотра его базы, а следовательно, и цикл экспирации отличаются от привычных рынку дат экспираций деривативов на акции. Обе проблемы в целом решаемы, хотя менять всю спецификацию индексов и подход к ним на бирже, коих существует целое большое семейство, затруднительно, но можно создать более адекватный параллельный индекс, который будет отражать только последние сделки в стакане аналогично акциям и рассчитываться по нему. Подобный индекс позволит в дальнейшем запустить в духе времени и «вечные» контракты для ритейлклиентов, которые не хотят связываться с перекладками одних фьючерсов в другие. Другие даты, возможно, даже и не представляют проблемы, т. к. это позволяет дескам маркетмейкеров распределять нагрузку в моменты массового перехода с контракта на контракт, то же самое касается и конечных пользователей продукта.

Третья проблема, которая касается в основном наиболее профессиональной части участников рынка, заключается в том, что RGBI очень широк. Он представляет из себя слепок всего рынка ОФЗ в целом, что сужает возможности по более тонкой настройке портфеля. Это тоже задача в целом решаемая, помимо основного RGBI Биржа рассчитывает также семейство индексов гособлигаций, сегментированных по дюрации. В дальнейшем по мере роста оборотов и профессионализма рынка возможен дозапуск фьючерсов на определенные сегменты, например, «длинный» индекс.

Какие уроки рынок и биржа могут извлечь из позитивной динамики фьючерсов на RGBI, и что можно попытаться применить в дальнейшем для развития новых продуктов? Главный урок, на мой взгляд, — нужно не бояться действовать «самобытно», не просто копируя сложившиеся глобальные подходы, а адаптируя продукты под существующие локальные реалии и специфику рынка. В контексте развития биржевого рынка деривативов на процентные ставки можно пробовать фьючерсы непосредственно на ставку ЦБ, например. Как другой успешный кейс такого типа в других сегментах за последние годы можно упомянуть запуск рублевых квартальных расчетных и вечных фьючерсов на золото, которые смогли обойти сразу несколько застарелых проблем, связанных с инерцией брокеров и особенностями регуляции, и буквально сразу занять свою нишу на рынке, которая постепенно растет. Надеюсь, что при подобном подходе рынок даже в текущих не самых простых обстоятельствах продолжит развитие.

Нужно не бояться действовать «самобытно», не просто копируя сложившиеся глобальные подходы, а адаптируя продукты под существующие локальные реалии и специфику рынка