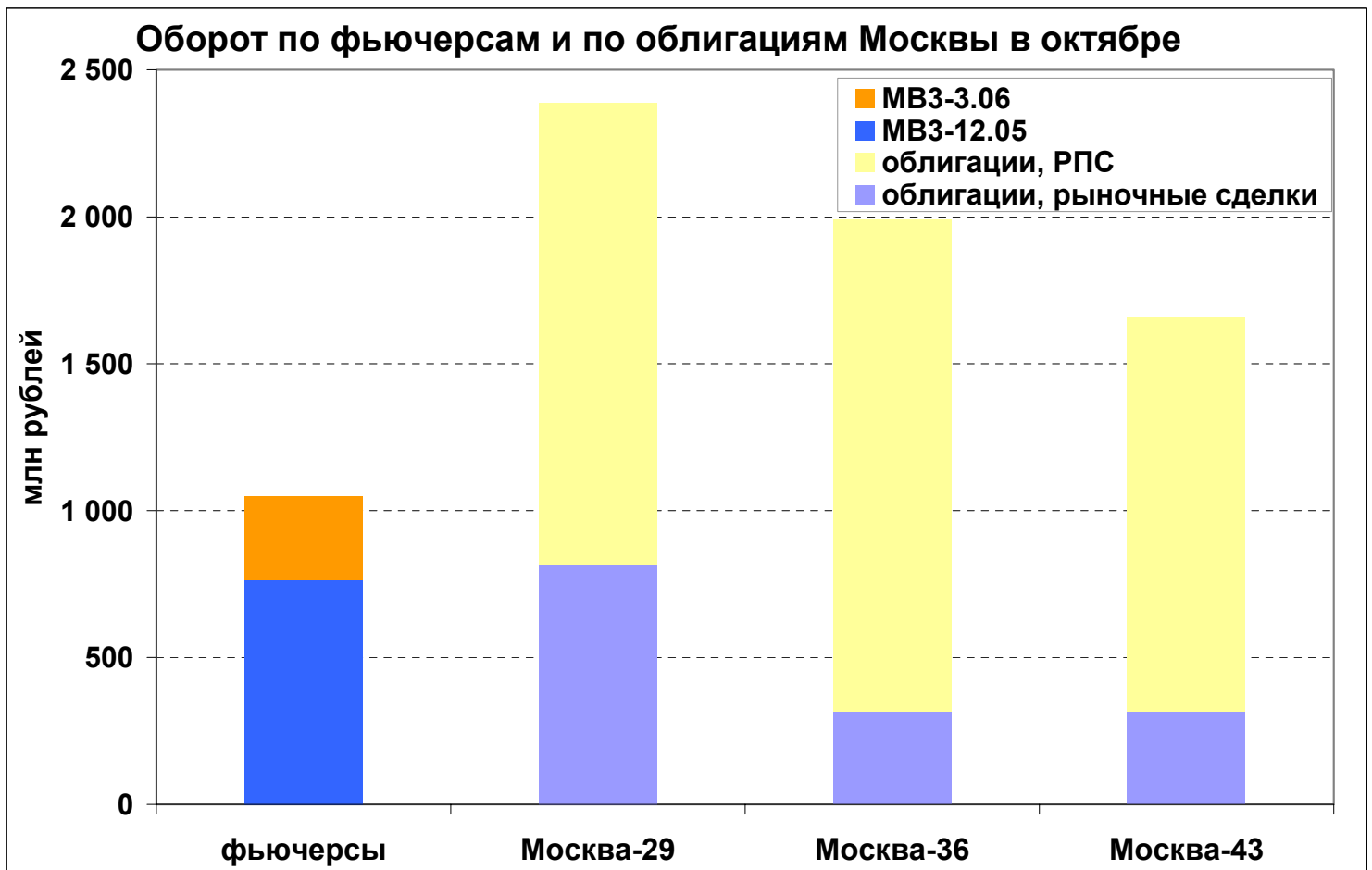


## Итоги октября

В октябре оборот по фьючерсам на корзину трехлетних облигаций Москвы на Срочном рынке РТС – FORTS составил 95,9 тыс. контрактов или чуть более 1 млрд рублей в денежном выражении, что соответствует 2/3 от объема торгов по рыночным сделкам с тремя выпусками трехлетних облигаций Москвы, являющихся базовыми активами для фьючерсов.

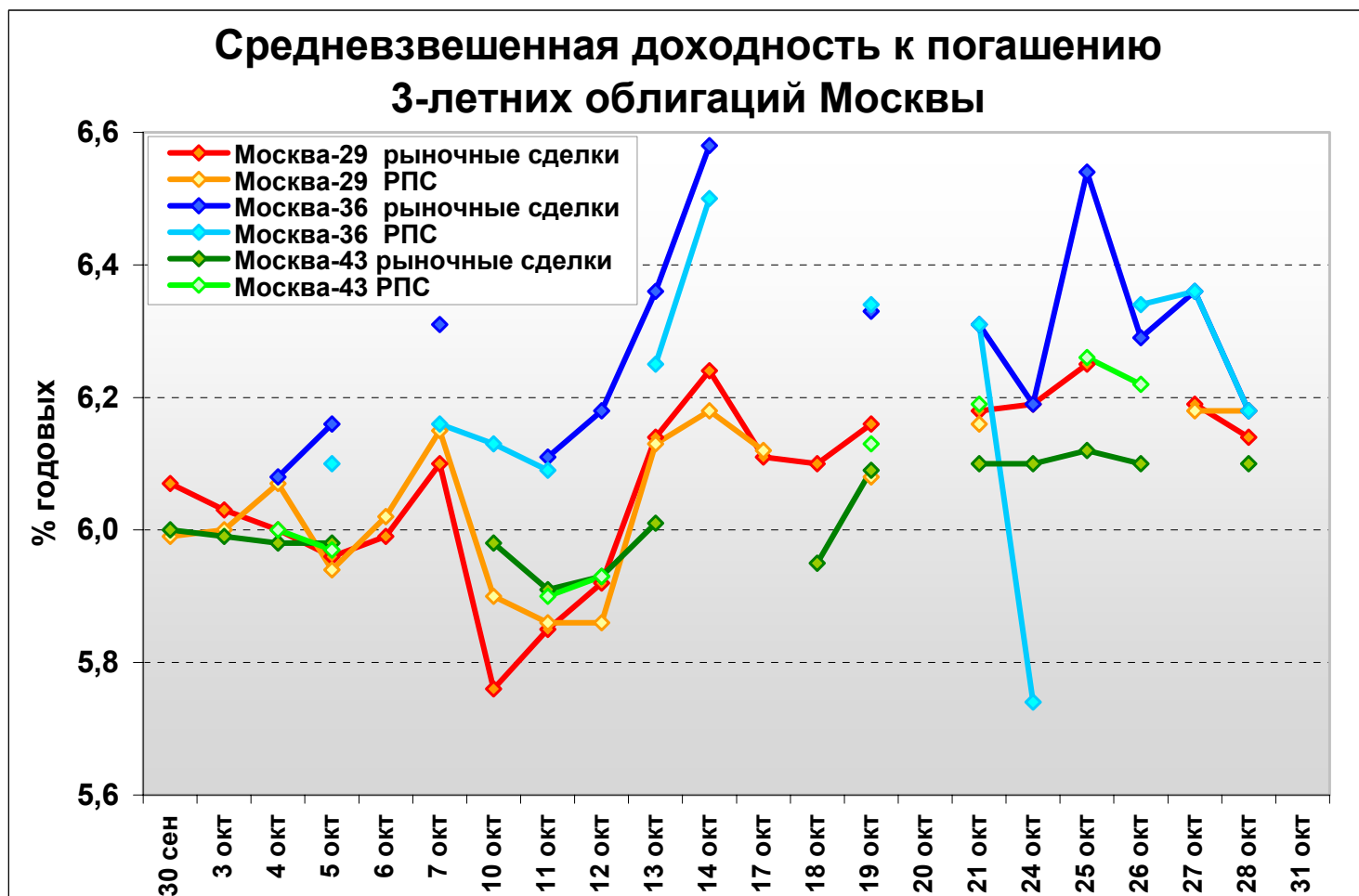
Рис. 1



## Рынок базового актива фьючерсов

В первые 2 недели октября на долговом рынке наблюдалась повышенная волатильность, особенно в период с 7 по 11 октября (см. рис. 2). Более всего это выразилось в колебаниях доходности облигаций Москвы 29-го выпуска. УТМ трехлетних московских бондов, демонстрировавшая на протяжении длительного периода времени нисходящую динамику (с июня по сентябрь включительно), начала расти во второй неделе октября. Средневзвешенная доходность к погашению 29-го и 36-го выпусков поднялась с 6 по 14 октября на 25 б.п. и 42 б.п. до 6,24 % и 6,58 % годовых соответственно. Во второй половине октября УТМ 29-го и 43-го выпусков консолидировалась около отметок 6,2 % и 6,1 % годовых соответственно, в то время как цены и доходность Москве-36 в этот период очень сильно колебались в отличие от других выпусков.

Рис. 2



## CTD-выпуски<sup>1</sup>

### MB3-12.05

В октябре статус CTD-выпуска для декабрьских фьючерсов несколько раз перехватывали друг у друга Москва-29 и Москва-43. При этом большую часть времени наиболее выгодным для поставки выпуском была Москва-43. Она уступала звание CTD 29-му выпуску на довольно непродолжительные промежутки времени – 13-18 и 25-26 октября, когда спрэд доходности Москвы-29 к YTM Москвы-43 превышал 12 б.п. (см. рис. 3).

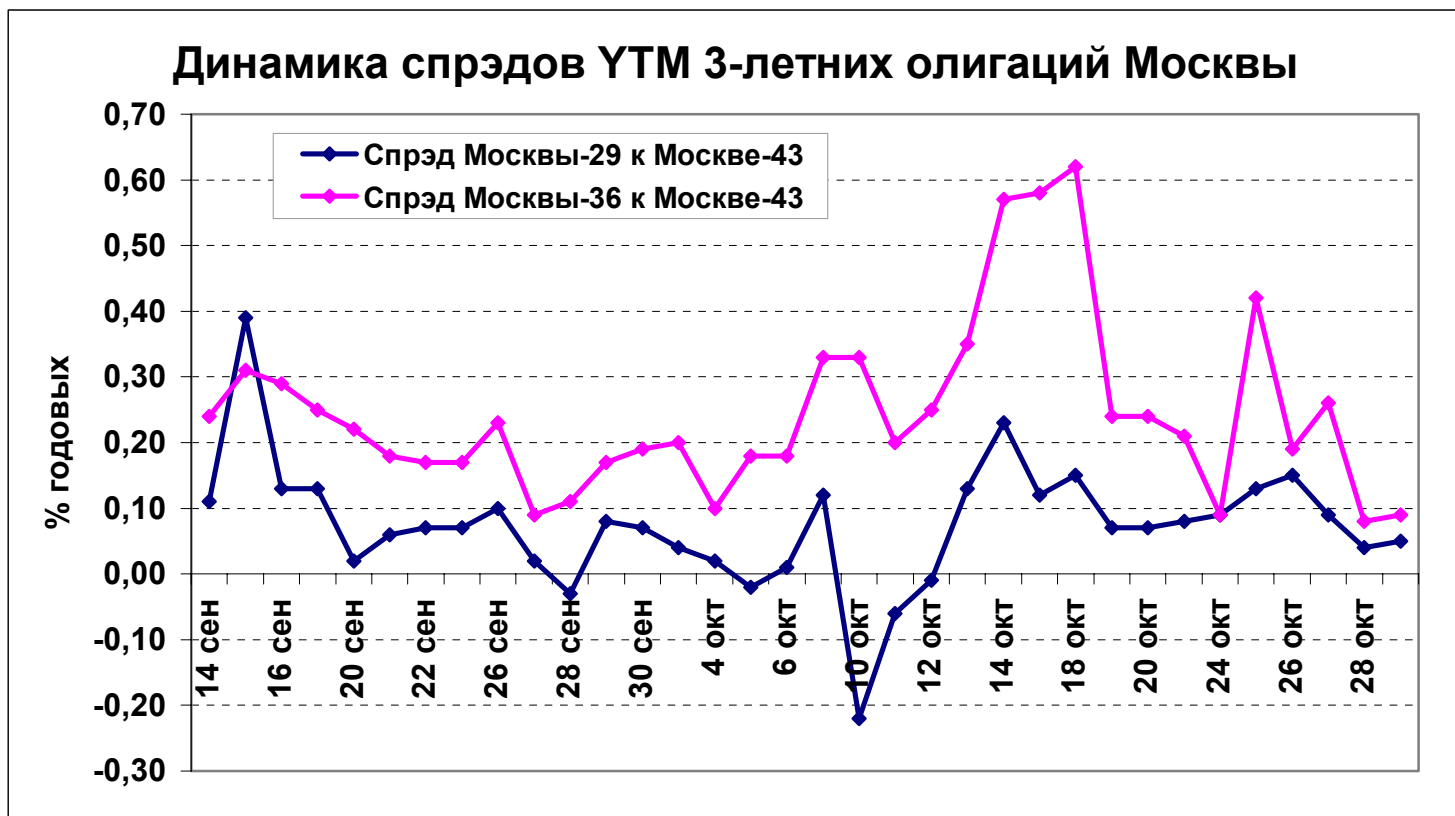
Как уже отмечалось в предыдущем обзоре (за сентябрь 2005), Москва-29 и Москва-43 близки по многим параметрам, в первую очередь по срокам погашения, поэтому разница между ценами исполнения при поставке одного из этих двух выпусков по декабрьским контрактам будет не очень большой – куда дороже обойдется поставка Москвы-36. Следовательно 29-й и 43-й выпуски можно в равной мере использовать для проведения арбитражных операций между срочным и спотовым рынками.

<b>Спрэды, при превышении которых 43-й выпуск перестает быть CTD (для MB3-12.05)</b>		
<b>YTM Москвы-43</b>	<b>Спрэд YTM Москвы- 29 к YTM Москвы-43</b>	<b>Спрэд YTM Москвы-36 к YTM Москвы-43</b>
5,0 %	+ 0,15 %	+ 0,90 %
5,5 %	+ 0,13 %	+ 0,81 %
<b>6,0 %</b>	<b>+ 0,12 %</b>	<b>+ 0,72 %</b>
6,5 %	+ 0,11 %	+ 0,64 %
7,0 %	+ 0,10 %	+ 0,55 %

Москва-36 не смогла в октябре стать *cheapest to deliver* для MB3-12.05 несмотря на то, что доходность 36-го выпуска очень сильно колебалась в течение месяца. Спрэд YTM Москвы-36 к Москве-43 иногда выходил за границы привычного коридора в 10-30 б.п., но не смог преодолеть планку в 72 б.п., что было необходимым условием для перехода статуса CTD к 36-му выпуску (см. рис. 3).

<sup>1</sup> **CTD (cheapest to deliver)** – наиболее выгодный для поставки выпуск из корзины облигаций, являющихся базовым активом фьючерсного контракта. К спот-цене CTD-выпуска привязана цена фьючерсов.

Рис. 3



### МВЗ-3.06

В корзину фьючерсов с исполнением в марте 2006 г., обращение которых началось 19 сентября, пока попадает только один выпуск – 36-й. Поэтому вопрос определения CTD для этих контрактов не стоит. Но он может возникнуть после запланированного на начало 2006 г. размещения Москвы-47 – этот выпуск тоже может стать базовым активом для мартовских фьючерсов, если размещение состоится до 16 февраля 2006 г.

## **Фьючерсы: динамика цен и открытых позиций**

В прошедшем месяце цены фьючерсов, как декабрьских, так и мартовских, отличались меньшей волатильностью, чем цены облигаций, являющихся базовым активом для срочных контрактов (см. рис. 4,5,6). Такое отличие в поведении фьючерсов и базовых облигаций на фоне постоянно поддерживаемого маркет-мейкерами высокого уровня ликвидности по фьючерсам (объем котировок маркет-мейкеров – не менее 30 млн рублей, спрэд – 10 пунктов или 10 руб./контракт, что соответствует 0,1% от номинала в пересчете на цены облигаций) давало широкие возможности по извлечению арбитражной прибыли.

В начале октября произошло резкое снижение объема открытых позиций по декабрьским фьючерсам, которое не сопровождалось значительными колебаниями ни по срочным контрактам, ни по самим трехлетним облигациям Москвы. Закрывание позиций совпало с ухудшением конъюнктуры на рынке акций – 5 октября в этом сегменте фондового рынка началось падение с максимума, зафиксированного 4 октября – чуть более 1050 пунктов по Индексу РТС.

На 14 октября суммарный объем открытых позиций декабрьским и мартовским фьючерсам составлял 105,6 тыс. контрактов, что на 21,5% меньше по сравнению с 30 сентября. Поскольку участники торгов активнее выходили из ближних фьючерсов, доля мартовских контрактов в общем объеме открытых позиций выросла за период с 30 сентября по 14 октября с 33,3% до 39,1%.

Но во второй половине октября позиции по декабрьским фьючерсам восстановились и даже выросли по сравнению с концом сентября на 34%. В результате суммарный объем открытых позиций поднялся до 161,6 тыс. контрактов, а доля в нем фьючерсов с исполнением в декабре увеличилась до 74,5%. При этом основное увеличение позиций по декабрьским контрактам пришлось на 26 октября, когда цены облигаций на спот-рынке вышли из бокового тренда и вновь начали расти (см. рис. 4-5).

Стоит отметить и разницу в динамике фьючерсных и спотовых цен, которая наметилась в период с 26 по 31 октября. Если по облигациям наметилась устойчивая положительная динамика, то стоимость фьючерсов, напротив, находилась под понижающим давлением со стороны участников торгов, что привело к падению базиса (разницы между ценами срочных контрактов и базового актива) – со 105-110 до 65-80 рублей для облигаций 29-го и 43-го выпусков и с 275 до 220 рублей (см. рис. 7).

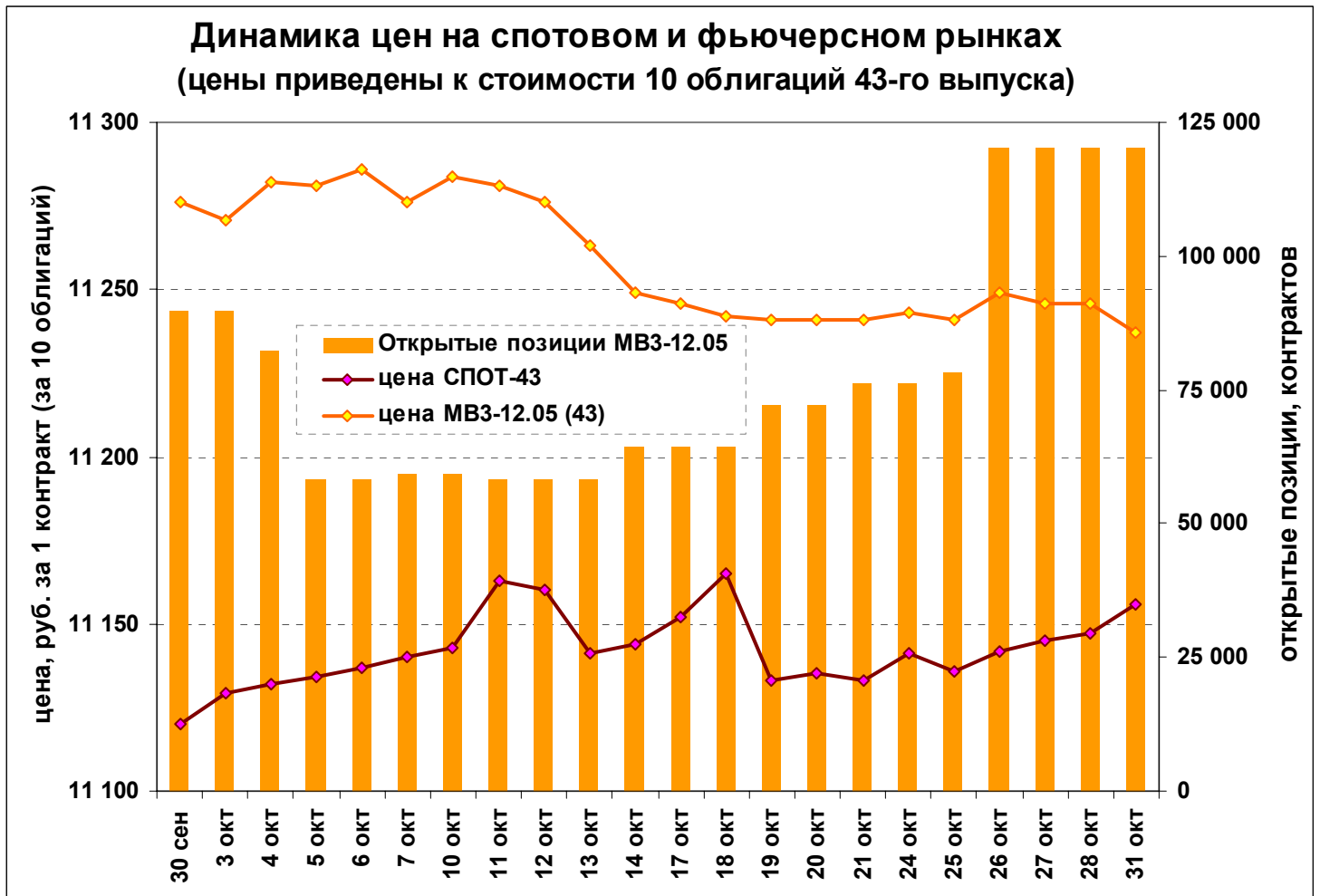
Таким образом, у операторов срочного и спотового рынков была возможность провести арбитражную операцию, нацеленную на извлечение прибыли из снижения базиса. Для этого нужно было сначала продать фьючерсы и купить облигации на спот-рынке, а затем закрыть эту позицию при достижении базисом дна. К примеру, доходность такой операции с фьючерсами и Москвой-29 могла составить за 6 дней с 25 по 31 октября 22 % годовых.

Большую часть времени в течение октября доходность синтетической облигации<sup>2</sup> по декабрьскому фьючерсу находилась в коридоре 5-7 % годовых (см. рис. 8). Исключением были непродолжительные периоды, когда доходность такой арбитражной операции снижалась из-за слишком большого сближения цен фьючерсов и облигаций. По мартовским контрактам доходность синтетической облигации колебалась в первой половине октября в пределах 6-8 % годовых и к концу месяца снизилась до 5 % годовых.

---

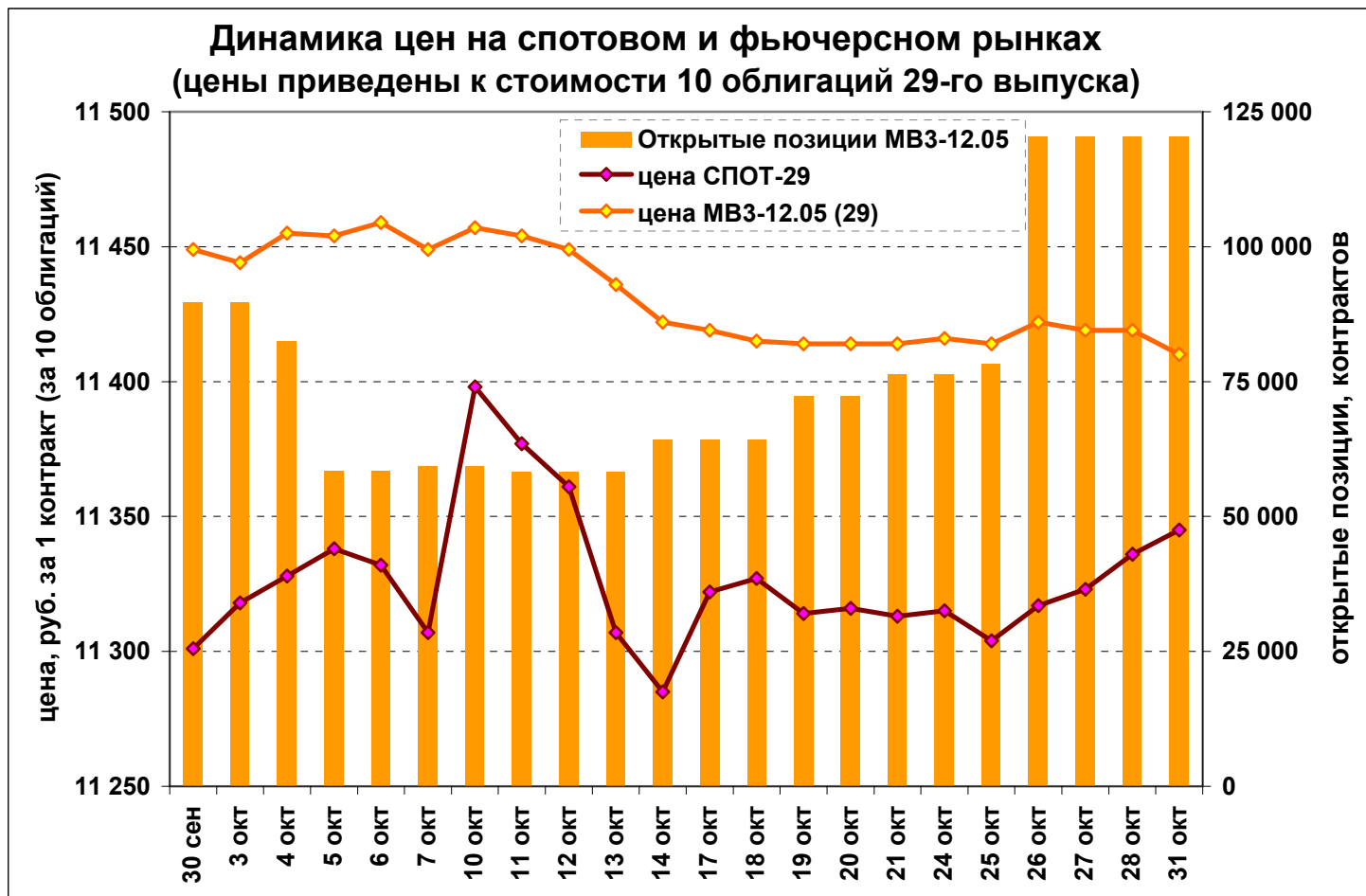
<sup>2</sup> «Синтетическая облигация» представляет из себя создание арбитражной позиции из продажи фьючерса и покупки облигации на срок до поставки ценных бумаг по срочному контракту.

Рис. 4



**Примечание:** Цена декабрьских фьючерсов преобразована с учетом конверсионных коэффициентов в цену 10 облигаций 43-го выпуска на день исполнения фьючерса и увеличена на размер купона, который будет выплачен по этому выпуску 17.11.2005. Цена на спот-рынке указана также для 10 облигаций (объем 1 фьючерсного контракта).

Рис. 5



**Примечание:** Цена фьючерсов преобразована с учетом конверсионных коэффициентов в цену 10 облигаций 29-го выпуска на день исполнения фьючерса. Цена на спот-рынке указана также для 10 облигаций (объем 1 фьючерсного контракта). Цена облигаций по декабрьским фьючерсам увеличена на размер купона по 29-му выпуску Москвы, который будет выплачен по облигациям 5.12.2005.

Рис. 6

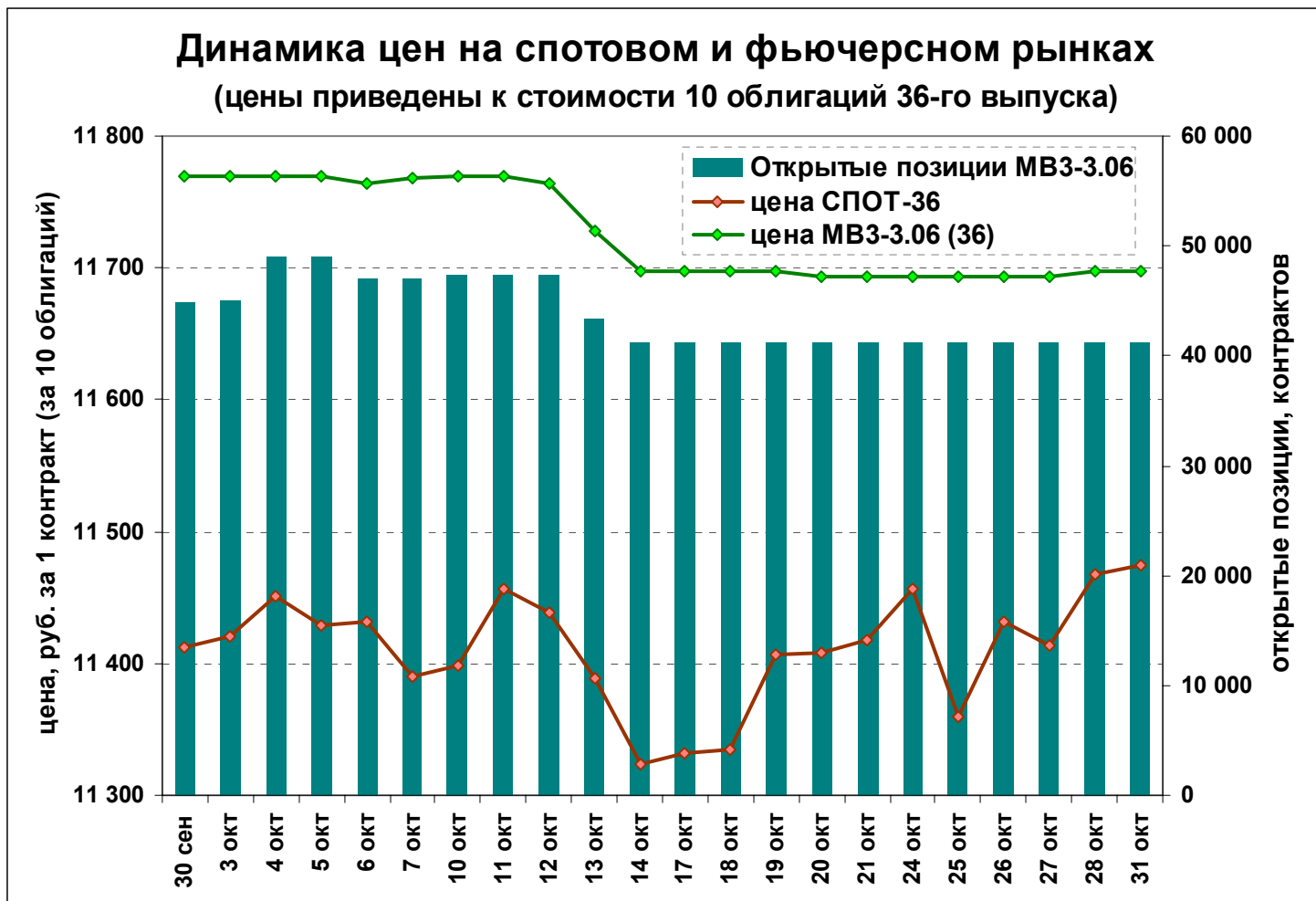


Рис. 7

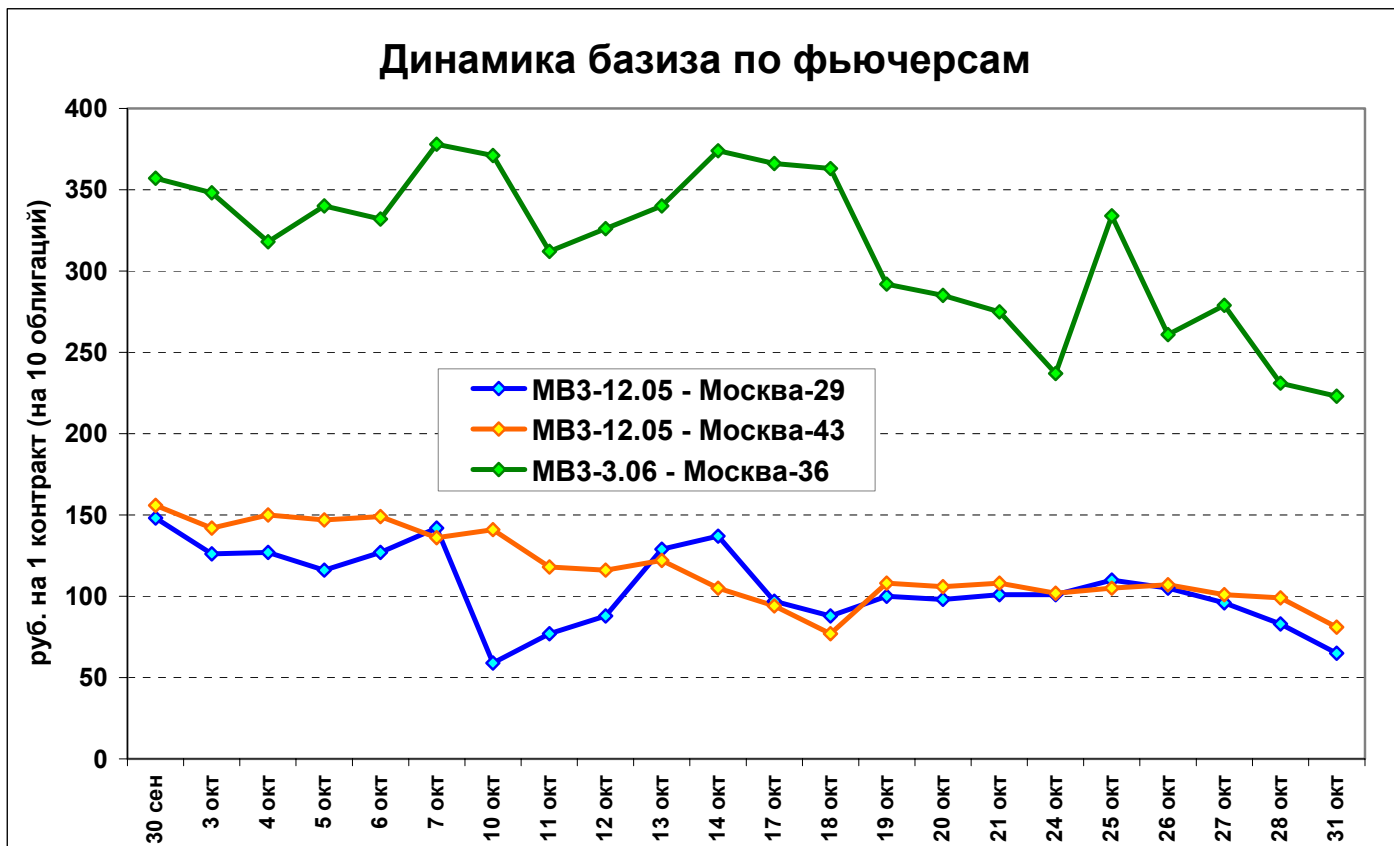
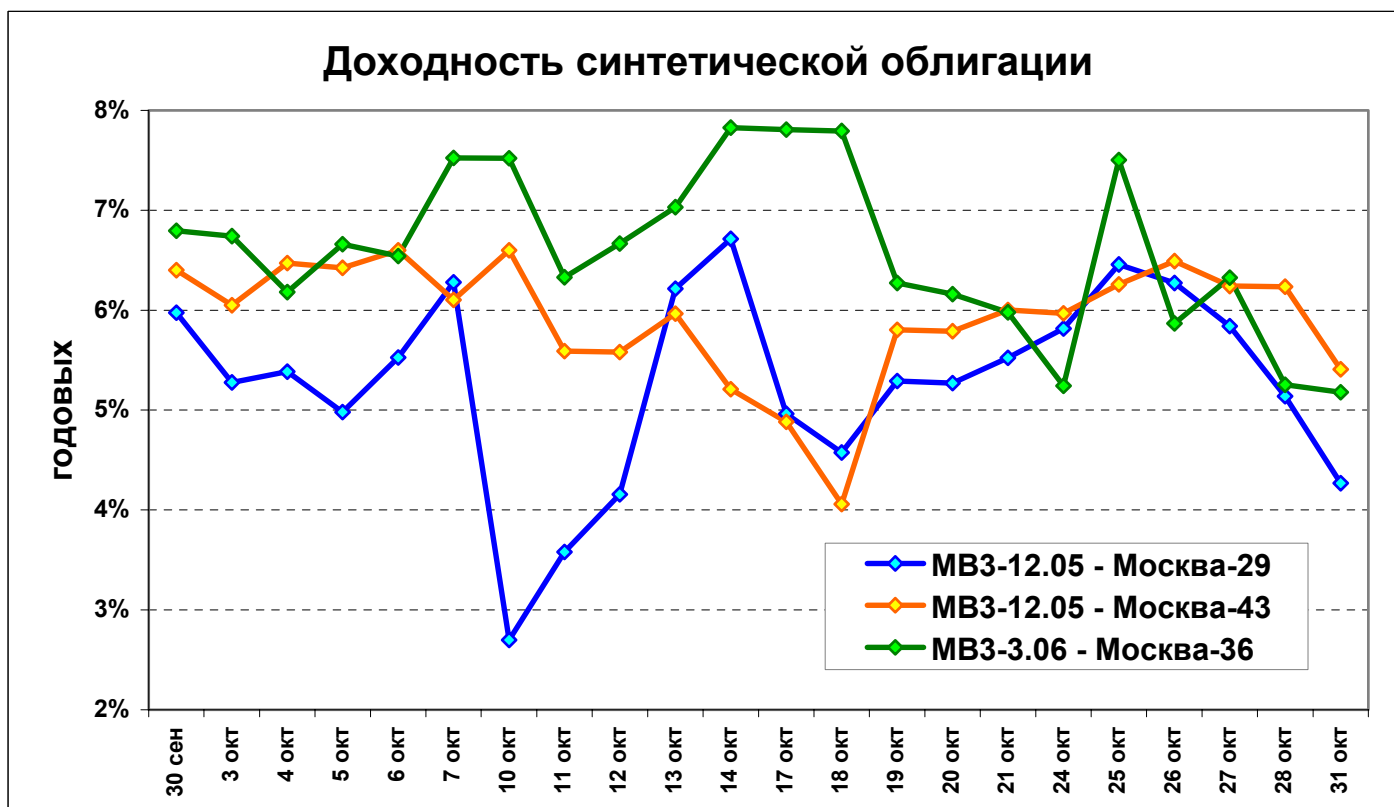


Рис. 8



**Примечание:** Доходность синтетической облигации рассчитана без учета затрат покупателя и продавца фьючерсного контракта на внесение средств гарантийного обеспечения в момент открытия позиции. Это сделано для того, чтобы усреднить ту ставку, которую предлагает фьючерсный рынок для обеих сторон сделки.



Аналитический обзор  
Фьючерсы на корзину  
3-летних облигаций Москвы  
Октябрь 2005 г.

Подробная информация о фьючерсах на корзину 3-летних облигаций Москвы доступна в специальном разделе на web-сайте Фондовой биржи РТС:

<http://www.rts.ru/?id=7068&tid=62>

Там же можно найти предыдущие аналитические обзоры по данным инструментам срочного рынка FORTS.

**Контакты:**

**Фондовая биржа РТС**

Илья Ефимчук  
руководитель аналитического отдела  
(095) 705-90-31  
[efimchuk@rts.ru](mailto:efimchuk@rts.ru)