Владимир КОСЯКОВ,
аналитик, ФК «ОТКРЫТИЕ»

В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ НА ОБЪЕДИНЕННОЙ БИРЖЕ ММВБ-РТС ТОРГУЮТСЯ БОЛЕЕ 850 ВЫПУСКОВ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ. ПРИ ЭТОМ ЕЖЕДНЕВНЫЕ СДЕЛКИ ОБЪЕМОМ НЕ МЕНЕЕ 10 МЛН РУБ. ПРОХОДЯТ В СРЕДНЕМ ЛИШЬ ПО 140–145 БУМАГАМ. ИЗ НИХ 15–20 — ЭТО ГОСОБЛИГАЦИИ, НА ДОЛЮ КОТОРЫХ ПРИХОДИТСЯ ДО 30–40% ДНЕВНОГО ОБЪЕМА ТОРГОВ. ДЛЯ ЭТИХ БУМАГ ДАЖЕ НА ТЕКУЩЕМ РЫНКЕ ДОСТАТОЧНО ЛЕГКО НАЙТИ ЦЕНЫ.

Найти ликвидность

Для наиболее ликвидных ОФЗ спреды между котировками на покупку и на продажу держатся на уровне 10–15 б.п. Для корпоратов же они варьируются от 20 б.п. для коротких бумаг до 2–2.5 фигур на длинном конце для бумаг таких эмитентов, как ФСК, «Газпром нефть», РСХБ, и до 3–3.5 фигур для бумаг качеством похуже.

На таком рынке, безусловно, встает вопрос оценки малоликвидных бумаг. Для определения ставки доходности, которая соответствует уровню риска инвестиций в данный финансовый инструмент, мы чаще всего смотрим на облигации того же эмитента с похожей дюрацией либо берем за основу бумагу заемщика, который сопоставим с эмитентом оцениваемой бумаги по таким параметрам, как размер компании, бизнес-профиль (отрасль и география деятельности, структура акционеров и так далее), финансовый профиль (долговая нагрузка, наличие кредитного рейтинга и так далее). Кроме того, учитываются исторические спреды к различным кривым (будь то кривая доходностей выпусков ОФЗ, кривая свопов или любая другая), возможность отдать бумагу в РЕПО или отнести в ломбард ЦБ.

Какого-то одного официального метода оценки такого свойства бумаги, как ее ликвидность, не существует. Подобных данных не публикует ни биржа, ни регуляторы. Каждый сам для себя оценивает ликвидность — так, как считает правильным. Мы в своей практике используем способ, при котором учитываем несколько факторов, влияющих на возможность продать или купить необходимый нам объем бумаг с наименьшими издержками. К таким факторам относятся среднедневные объем торгов и количество сделок, количество дней со сделками за период, спред между котировками спроса и предложения, глубина «стакана» и ко-

Таблица 1

Лидеры среди бумаг по среднедневному объему торгов с начала года

	Бумага	Среднедневной объем торгов, руб.	Среднедневной объем сделки, руб.
1	ОФЗ-26206	2 539 115 173	88 082 579
2	ОФЗ-26205	2 291 971 852	81 234 445
3	ОФЗ-26204	1 782 721 232	64 206 792
4	ОФЗ-25079	1 352 518 622	102 273 785
5	«ВымпелКом», 04	1 301 474 530	42 811 662
6	ОФЗ-25077	893 377 939	82 595 319
7	ОФЗ-26207	867 527 290	47 181 309
8	«ВымпелКом», 01	820 744 499	35 074 551
9	ОФЗ-25076	768 545 739	80 986 540
10	«Башнефть», 04	673 089 255	38 490 441
11	RU000A0JS850	625 000 000	357 142 857
12	ОФЗ-26203	584 726 841	52 620 046
13	ОФЗ-25073	542 051 327	40 674 602
14	SU26208RMFS7	540 131 665	74 163 156
15	SU25080RMFS1	512 016 761	104 605 575
16	RU000A0JS6K4	501 941 449	52 835 942
17	ОФЗ-25075	497 250 301	59 282 883
18	«ВымпелКом», 02	466 283 428	56 863 833
19	Волгоградская область, 11	448 617 536	52 778 534
20	ВЭБ, 21	407 326 053	41 422 988

> КАКОГО-ТО ОДНОГО ОФИЦИАЛЬНОГО МЕТОДА ОЦЕНКИ ТАКОГО СВОЙСТВА БУМАГИ, КАК ЕЕ ЛИКВИДНОСТЬ, НЕ СУЩЕСТВУЕТ. ПОДОБНЫХ ДАННЫХ НЕ ПУБЛИКУЕТ НИ БИРЖА, НИ РЕГУЛЯТОРЫ

тируемые в нем объемы, доля выпуска, находящаяся в свободном обращении, и некоторые другие.

По результатам наблюдений вводим индикатор ликвидности, зависящий от значений выше обозначенных факторов с некоторыми весами или, используя кластерный анализ, формируем какое-то количество групп. Затем при помощи статистических методов исследуем степень взаимосвязи факторов, а также степень влияния каждого из них на попадание бумаги в ту или иную группу.

Например, по среднедневным объемам торгов за период с начала года в десятке лидеров семь выпусков облигаций федерального займа, два новых выпуска «ВымпелКома» и вышедшая на торги в конце марта бумага из нефтегазового сектора — «Башнефть», 04.

По количеству дней, в которые по инструменту совершались сделки, достижения ОФЗ еще более впечатляющие: госбумаги оккупировали восемь первых строчек из десяти. Кроме них в топ-10 попали две схожие по дюрации бумаги из телекоммуникаций и электроэнергетики — «ВК-Инвест», 3 и ФСК ЕЭС, 18.

Что касается спредов между котировками на покупку и продажу, наименьшие значения демонстрируют как раз бумаги с максимальным количеством «торговых» дней. Взгляд на стакан одной из таких бумаг лишний раз подтверждает наши мысли (см. Таблицу 3). Спреды узкие, котируемые объемы достаточно высокие.

Отдельно отметим такой фактор, как настроение участников рынка и, соответственно, направление его движения. По нашим оценкам, на падающем рынке безболезненно удается продать лишь 15–20% того объема, который с легкостью можно было бы реализовать на рынке растущем.

Таблица 2. **Лидеры среди бумаг по количеству дней, за которые с облигациями совершались сделки (с начала года)**

	Бумага	Кол-во дней за период со сделками >10 млн руб.	Всего дней	Процент «торговых» дней
1	ОФЗ-26206	93	98	95%
2	ОФЗ-26204	91	98	93%
3	ОФЗ-26203	90	98	92%
4	ОФЗ-26205	88	98	90%
5	ОФЗ-25073	87	98	89%
6	ОФЗ-25079	85	98	87%
7	ОФЗ-25076	84	98	86%
8	ОФЗ-25077	83	96	86%
9	ФСК ЕЭС, 18	83	97	86%
10	«ВК-Инвест», 3	80	98	82%
11	«Башнефть», БО-01	79	98	81%
12	ОФЗ-25075	78	97	80%
13	«Газпром», К03	75	97	77%
14	ФСК ЕЭС,15	75	97	77%
15	ОФЗ-25068	73	96	76%
16	ОФЗ-25072	72	98	73%
17	ОФЗ-25078	71	97	73%
18	ОФЗ-26202	70	96	73%
19	Северсталь, БО-01	70	98	71%
20	«Система», 02	70	97	72%
21	«Сибметин», 01	69	95	73%

Таблица 2. **Стакан по ОФЗ-26205**

Цена, % от номинала	Объем	Доходность, %
94.5	1 000	8.67
94.6	1 000	8.66
94.61	25 000	8.65
94.7	1 000	8.64
94.75	60 000	8.63
94.8	1 000	8.62
94.85	1 000	8.61
94.86	10 000	8.61
94.8602	1 000	8.61
94.9	20 000	8.6
95.05	49 999	8.58
95.25	50 000	8.54
95.6995	20 000	8.47
95.7	1 000	8.47
95.8	1 000	8.45
95.95	100 000	8.42
96	42 900	8.41
96.4	100 000	8.34
96.81	4 000	8.27
96.95	1 000	8.25
ОФЗ-26205		**12:30**