Методы развития ликвидности на вторичных торгах и маркетмейкинг на Московской Бирже

Ленар САФИН,
руководитель направления алгоритмической торговли, Московская Биржа

На фоне высокой ключевой ставки Банка России, ужесточения денежно-кредитной политики и общей экономической неопределенности, царящей на российском финансовом рынке последние несколько лет, вопросы, касающиеся ликвидности, чаще выходят на передний план.

Бумаги с наименьшей ценовой флуктуацией при относительно высоком объеме торгов и количестве сделок воспринимаются инвесторами как более надежные, стабильные и перспективные

Ликвидность является важным фактором как для эмитентов на рынке облигаций, заинтересованных в сокращении стоимости заимствования и расширении базы держателей ценных бумаг, так и для частных инвесторов, стремящихся защитить свой портфель. Несмотря на то, что оба этих участника на рынке стоят по разные стороны баррикад: одни стремятся занять больше и дешевле, другие — вернуть вложенные средства за короткий срок, но получить максимально высокую доходность — у них есть точка пересечения. Это ликвидность. Именно тут прямо пропорционально связаны интересы обеих сторон. Бумаги с наименьшей ценовой флуктуацией при относительно высоком объеме торгов и количестве сделок воспринимаются инвесторами как более надежные, стабильные и перспективные. Следовательно, требуемая доходность по таким инструментам ожидаемо ниже, что на пользу эмитентам, в частности, тем, кто планирует регулярно размещаться на долговом рынке. При этом стоит отметить, что понимание термина «ликвидность» у участников отличается: для эмитента ликвидность выступает параметром, влияющим на стоимость заимствования через премию за риск ликвидности, тогда как для инвестора она проявляется в транзакционных издержках, включая временные затраты при исполнении сделок.

Учитывая, что транзакционные издержки — это параметры, которые можно посчитать (спред, глубина рынка, скорость исполнения заявки), и тот факт, что инвесторы оценивают не теоретическую ликвидность эмитента на стадии размещения, а возможность экстренного выхода из позиции на вторичных торгах, то ликвидность будет рассматриваться преимущественно с позиции инвестора: как возможность быстрой конвертации актива в денежные средства с минимальными издержками.

Охарактеризовать полный список факторов, влияющих на коэффициент

ликвидности, невозможно в связи с их большим количеством, но их можно поделить условно на две взаимосвязанные группы: факторы макро- и микроуровней. К первым можно отнести темпы роста экономики, инфляцию, регуляторные ограничения, развитость финансовой системы, устойчивость эмитента, ко вторым — структуру вторичных торгов, поведение маркет-мейкеров, алгоритмы исполнения заявок. Если макроуровень создает фон для ликвидности, то микроуровень — это ее двигатель, а результат их симбиоза отражается в объемах заявок, спреде, скорости исполнения заявок.

Один из вариантов, который можно использовать при анализе группы облигаций для поиска наиболее ликвидных из них, используя открытые источники данных (например, данные Московской Биржи), — это взвешенный индекс ликвидности. Он позволяет сравнивать между собой бумаги, учитывая ключевые их параметры: бид-офер спред (или спред на определенную глубину рынка), объем торгов и количество сделок относительно медианных значений по группе:

$$L_i = \alpha t T^{-1} + \beta S_m s_i^{-1} + \gamma n_i N_m^{-1} + \delta v_i V_m^{-1},$$

где:

t — количество дней, в течение которых облигация была доступна для торговли или зарегистрирована минимум одна сделка за день, при этом $t \leq T$;

T — это общее количество дней в исследуемом периоде. Рекомендуется выбирать в интервале от 20 до 60 дней (соответствует 1–3 месяцам торговли). Необходимо исключить из анализа облигации, размещенные на рынке менее 20 дней назад, чтобы сократить влияние первичного размещения;

s_i — средневзвешенный по времени на конец дня бид-офер спред либо спред на определенную глубину рынка анализируемого выпуска облигаций i, %. Спред необходимо считать в относительной величине, а саму переменную можно получить, делая срезы стакана заявок с определенной периодичностью в течение периода T;

S_m — общий бид-офер спред для группы облигаций за период T. Его можно рассчитать как среднее значение спредов по всем инструментам в группе или использовать медиану — последнее для рынка облигаций более предпочтительно в связи с высокими статистическими выбросами. При необходимости можно вручную установить «идеальный» уровень спреда;

n_i, v_i — дневные медианные значения количества сделок и объемов торгов облигации i, посчитанные за период T;

N_m, V_m — медианы общего количества сделок и объемов торгов по всем облигациям в анализируемой группе за период T;

α, β, γ, δ — весовые коэффициенты, отражающие относительную значимость каждого фактора в модели. Устанавливаются в зависимости от типа облигаций. Например, для ОФЗ, которые торгуются ежедневно, α можно установить равным 0.

Полученные значения L_i для каждой облигации из группы необходимо сортировать в порядке убывания. Облигации в топе — наиболее ликвидные в данной выборке. С учетом того что рыночная конъюнктура изменчива, следует регулярно пересчитывать значения L_i. При необходимости можно добавлять новые параметры (ценовая волатильность, темпы заключения сделок и прочие) и весовые коэффициенты.

Московская Биржа работает над повышением ликвидности на макро- и микроуровнях. В первом случае постепенно реализуется ряд инициатив, направленных на улучшение рыночной инфраструктуры и привлечение новых участников. Одним из ключевых нововведений стал запуск дополнительных торговых сессий: утренняя и вечерняя сессии (далее — ВС) позволили значительно расширить географическое покрытие и привлечь инвесторов, которые ранее не могли участвовать в торгах из-за ограниченного времени основной сессии (далее — ОС). В результате дополнительные объемы торгов составили +5% к дневному объему, а структура вторичных торгов по типам клиентов на вечерней сессии (розничные, институциональные, дилеры) постепенно становится аналогичной основной сессии, что подтверждает успешную интеграцию ВС в общих торгах. Сегодня на вечерней сессии представлены все ОФЗ, замещающие облигации и др. (итого 135 бумаг), изучается вопрос о добавлении наиболее ликвидных корпоративных облигаций (Рисунки 1, 2).

Список инструментов утренней сессии пока ограничен только ОФЗ, тем не менее наблюдается устойчивый рост активности физлиц. Если на этапе запуска утренних торгов в январе 2025 г. в ранние часы заключали сделки не более 1.3 тыс. розничных инвесторов в день, то спустя два месяца средний дневной показатель вырос до 2.5 тыс. человек. Общий объем торгов превысил 12 млрд руб., при этом 85% пришлось на долю физлиц. С учетом того что утренние торги длятся в пять раз меньше, чем вечерние (1 час против 5), они уже генерируют 110 тыс. заявок за утро, в среднем это 14% от количества ордеров в ОС и 25% от ВС, при этом конверсия заявок в сделки составляет 9%. Подобные цифры свидетельствуют о том, что расширение торгов в утренние часы является обоснованным и востребованным шагом для рынка, что позитивно сказывается на объеме доступной ликвидности.

Кроме того, биржа продолжает совершенствовать торговые механизмы, внедряя новые типы заявок, такие как GTT (Good-Till-Today). Данный механизм подразумевает автоматический перенос активных лимитных заявок из основной сессии в вечернюю, если инвестор не отменил их до окончания аукциона закрытия ОС и при условии, что бумага торгуется в вечернее время. Это упрощает управление позициями, повышает удобство для трейдеров и способствует увеличению глубины стакана заявок. На этапе запуска на рынке облигаций объем сделок с использованием GTT-заявок был на уровне 15% от объема торгов в ВС, сейчас эта цифра составляет 25% — каждая четвертая сделка вечером заключена благодаря переносу заявок.

Также регулярно пересматриваются риск-параметры на рынке облигаций: смягчаются уровни ставок риска (в т. ч. индикативные), увеличиваются лимиты концентрации и отменяется запрет коротких продаж — например, в апреле этого года по всей линейке ОФЗ лимиты концентрации первого и второго уровней были увеличены в 7 раз (с 1 и 5 до 7 и 35 млрд руб. соответственно), и снижены ставки рисков по ряду облигаций на 100–200 б. п. Подобные изменения стимулируют торговую активность за счет снижения требования к размеру обеспечения и расширяют возможности для маржинальной торговли.

Среди инструментов развития вторичных торгов на Московской Бирже особое место занимает маркетмейкинг (далее — ММ). Для повышения ликвидности на уровне рыночной микроструктуры биржа привлекает участников торгов к исполнению функций маркетмейкера, в чьи обязательства входит поддержание цен, спроса, предложения и/или объемов торгов финансового инструмента.

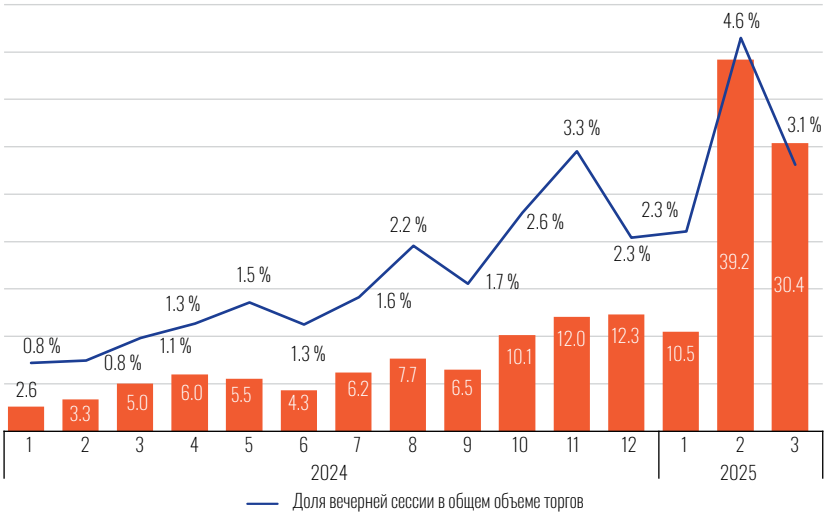


Рисунок 1
Ежемесячный объем сделок на вечерней сессии в режиме основных торгов Т+, млрд руб.

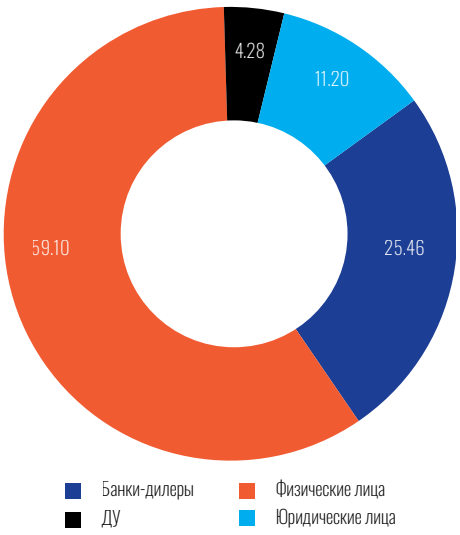
Источник: Московская Биржа

Ключевая ценность маркетмейкера заключается в обеспечении непрерывности трансляции спроса и предложения. Будучи основным проводником ликвидности, маркетмейкер способствует формированию стабильного рынка даже при ограниченной активности других участников. Его влияние проявляется через контроль спреда на определенный объем заявок на покупку и продажу, а также времени удержания этих величин в стакане заявок. Наличие узких спредов делает рынок более привлекательным для различных категорий участников, особенно для частных инвесторов, а высокая степень глубины рынка увеличивает объемы доступных к исполнению ордеров, что важно для институциональных инвесторов, которым необходимо заключить сделку без существенного влияния на цену актива.

ММ на фондовом рынке Московской Биржи организован в двух основных форматах: открытые программы, в которых биржа выступает заказчиком и устанавливает список бумаг, нуждающихся в ликвидности, а также определяет требования к спредам, объемам заявок, времени поддержания котировок, типам исполнения обязательств (выставление двухсторонних котировок или поддержание бида) и формуле ежемесячного вознаграждения. Для получения статуса маркетмейкера участник торгов присоединяется к интересующей его программе. Второй вариант — трехсторонние договоры об оказании услуг маркетмейкера, где заказчиком выступает эмитент, привлекающий маркетмейкера и определяющий требования по поддержанию ликвидности по инструменту за вознаграждение. Оба варианта подразумевают подписание типового шаблона договора, а сам процесс запуска обязательств занимает 1–2 недели. Актуальные программы ММ, их условия и шаблоны договоров всегда доступны на сайте Московской Биржи.

Рисунок 2
Структура вторичных торгов по типам клиентов на вечерней сессии, %

Источник: Московская Биржа



Сегодня маркетмейкеры обеспечивают ликвидностью 737 облигаций из 2586, имеющих листинг на Московской Бирже, что составляет 25% от общего числа выпусков. Основной объем (550 бумаг 89 эмитентов) приходится на трехсторонние договоры, где инициатива исходит от эмитентов: компании чаще всего привлекают маркетмейкеров сразу после размещения (Рисунок 3). Особенно показателен пример влияния маркетмейкинга на рынке облигаций второго и третьего эшелонов, где организаторы размещения часто сами выступают в роли маркетмейкеров, что способствует формированию эффективного рыночного механизма для этих бумаг. В качестве примера приведена бумага второго эшелона, где явно наблюдается воздействие ММ на величину спреда (глубина рынка 1 тыс. лот) и время его существования в стакане заявок. Средний чек услуг по трехсторонним договорам на один

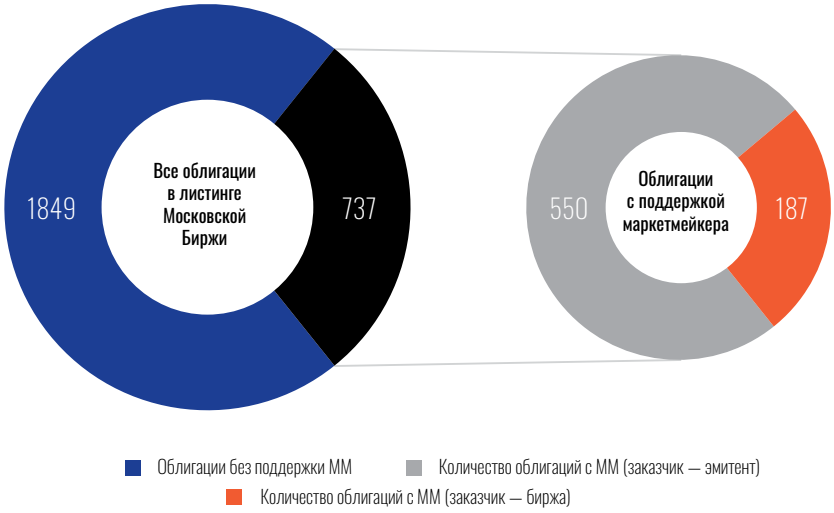


Рисунок 3
Количество бумаг, поддерживаемых маркетмейкерами

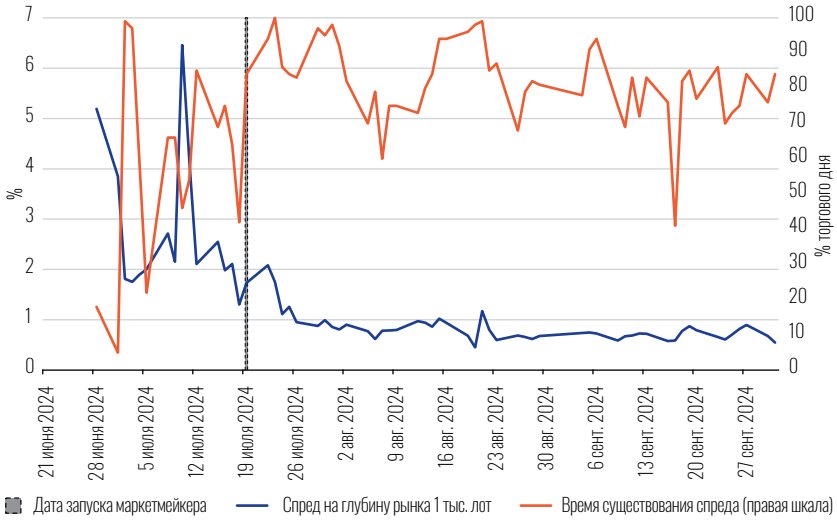
Источник: Московская Биржа

выпуск облигаций составляет порядка 100 тыс. руб. в месяц. Стандартные условия включают поддержание заявок на покупку и продажу объемом по 1 тыс. лотов в течение не менее 345 минут в день со спредом 1.5 % (Рисунок 4).

На рынке ОФЗ активность ММ также высокая: на протяжении последних двух лет ежедневная доля сделок с их участием составляет 15–20 % от общего дневного объема торгов, причем 87 % этого объема является пассивным, что иллюстрирует качество предоставляемой ими ликвидности. Программы ММ в сегменте ОФЗ на бирже требуют от маркетмейкеров поддерживать заявки объемом не менее 40 тыс. лотов на протяжении 70 % торгового времени, при этом фактические объемы их заявок превышают эти требования — в среднем не менее 100 тыс. лотов на покупку и продажу на протяжении всего торгового дня. Основными контрагентами для маркетмейкеров на рынке госдолга выступают крупные buy-side участники — управляющие компании и дилеры — их доля в сделках с участием ММ составляет 60 %. На юрлиц приходится 23 % от объема сделок с маркетмейкерами, на физлиц — 17 %. Таким образом, можно констатировать, что механизм маркетмейкинга выполняет свою функцию.

На рынке ОФЗ соотношение объемов торгов к объему поданных заявок остается стабильным: среднее значение за последние пять кварталов составляет 12 % (каждый восьмой рубль переходит в сделку), а поддерживаемые маркетмейкерами спреды варьируются в цене от 0.05 до 0.8 % в зависимости от дюрации и торговой сессии.

Перечисленные методы развития ликвидности далеко не исчерпывающие, но значимые для роста ликвидности на вторичных торгах. Развитие института маркетмейкинга на рынке облигаций остается приоритетом, в связи с чем приглашаем участников торгов присоединиться к существующим программам ММ Московской Биржи и внести свой вклад в развитие рынка.

Рисунок 4
Средневзвешенный спред на 1 тыс. лот и время существования спреда на примере облигации 2-го эшелона

Источник: Московская Биржа