

СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ НА РОССИЙСКОМ ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ

Ю. В. Семернина, Е. Н. Пасечник, М. М. Ядчук

*Саратовский государственный технический университет
имени Гагарина Ю. А., Россия*

E-mail: ysemernina@yandex.ru, lissa.pas@yandex.ru, mihailyadchuk@gmail.com

По мнению авторов статьи, специфические особенности современного российского облигационного рынка оказывают существенное влияние на применимость на нем отдельных видов инвестиционных стратегий. Сделан вывод о том, что: преобладание биржевого обращения облигаций стимулирует применение стратегий, подразумевающих частичную или полную автоматизацию совершения операций; доминирование Московской биржи на биржевом рынке облигаций ограничивает перечень доступных инвесторам облигационных выпусков для использования арбитражных стратегий; низкий уровень ликвидности значительного количества облигационных выпусков приводит к ограничению применения стратегий, ориентированных на широкую диверсификацию облигационного портфеля; высокий уровень концентрации ликвидности ограничивает применимость инвестиционных стратегий, предъявляющих высокие требования к уровню ликвидности облигаций.

SPECIFIC FEATURES OF USING INVESTMENT STRATEGIES IN THE RUSSIAN BOND MARKET

Y. V. Semernina, E. N. Pasechnik, M. M. Yadchuk

According to the authors, the specific features of the modern Russian bond market significantly impact the applicability of certain types of investment strategies. The authors conclude that: the prevalence of exchange-traded bonds encourages the use of strategies that involve partial or full automation of transactions; the dominance of the Moscow Exchange in the exchange-traded bond market limits the range of bond issues available to investors for arbitrage strategies; the low liquidity of a significant number of bond issues limits the application of strategies aimed at broad diversification of bond portfolios; and the high level of liquidity concentration limits the applicability of investment strategies that place high demands on bond liquidity.

Современный отечественный облигационный рынок по сравнению с подавляющим большинством страновых рынков облигаций функционирует относительно недавно [1]. Анализируя историю становления национального рынка облигаций, В.А. Лялин отмечает, что «в конце 80-х годов XX века в СССР было произведено несколько выпусков долговых ценных бумаг», однако, по его мнению, «к началу 1992 г. рынка облигаций еще не существовало», а своеобразной «точкой отсчета» при его становлении можно считать 1993 г. и выпуск государственных краткосрочных облигаций (ГКО) [2]. Соответственно, на текущий момент новейшая история внутреннего рынка облигаций насчитывает немногим более 30 лет.

В научных работах, посвященных исследованию специфики российского

рынка облигаций, преобладает подход, предполагающий анализ его особенностей вне контекста прикладного применения инвестиционных стратегий, при этом авторами признается, что особенности национального рынка облигаций могут оказывать влияние на доступность и применимость инвестиционных стратегий. Так, Ю.В. Семернина, рассматривая специфику отечественного рынка облигаций, выделяет три группы его специфических особенностей: законодательные особенности («интенсивное развитие сегмента биржевых облигаций»; «отсутствие льгот для долгосрочных инвесторов»; «низкий уровень правовой защиты владельцев облигаций в случае дефолта» и пр.); инфраструктурные особенности («преобладание биржевой торговли облигациями»; «монополизацию биржевой торговли, в том числе облигациями» и пр.); исторические особенности («преобладание облигаций с фиксированными купонными выплатами»; «большой удельный вес облигаций государственных компаний»; «краткосрочный и среднесрочный характер привлечения заемного капитала»; «активное применение эмитентами специальных финансовых структур при выпуске облигаций» и пр.) [3].

Анализ специфики отечественного облигационного рынка может проводиться исследователями и в отношении его отдельных сегментов. Так, А.А. Щербаков, проводя анализ российского рынка субфедеральных облигаций, выделяет такие его особенности как «дисбаланс участников рынка субфедеральных облигаций (инвесторов, эмитентов, профессиональных посредников)», «низкая заинтересованность эмитентов субфедеральных облигаций в повышении ликвидности вторичного рынка», «более длительный период приостановки биржевых торгов при выплате купонов» [4].

В отдельных работах применимость инвестиционных стратегий исследуется применительно к одной категории инвесторов. Так, И.Р. Байбеков, рассматривая стратегии инвестирования, применяемые преимущественно российскими коммерческими банками на внутреннем биржевом рынке облигаций, выделяет следующие особенности данного рынка: низкий уровень ликвидности; низкую волатильность процентных ставок; наличие «проблемы подбора альтернативного объекта инвестирования»; специфику рыночного обращения облигаций перед осуществлением купонных платежей [5].

Анализ специфики отечественного облигационного рынка целесообразно проводить в контексте его отличительных особенностей, которые обуславливают не только возможность применения тех или иных инвестиционных стратегий, но и ограничения их использования [6].

Итак, первой отличительной особенностью российского облигационного рынка выступает преобладание биржевого обращения облигаций. Например, согласно данным Московской биржи, по итогам торгов 14 марта 2025 г. только в рамках основной торговой сессии с облигациями было совершено 258 516 сделок общим объемом 35 906 101 358,25 руб. (для сравнения: с акциями, без учета торгов в режиме неполных лотов, было совершено 2 084 823 сделки общим объемом 94 858 166 091,87 руб.) [7].

Биржевой характер обращения облигаций предполагает централизацию и

стандартизацию совершения операций с ними, использование прозрачных механизмов ценообразования облигаций, снижение уровня транзакционных издержек и риска неисполнения обязательств. Преобладание биржевого обращения облигаций позволяет сделать вывод о наличии благоприятных условия для применения инвестиционных стратегий, предполагающих частичную или полную автоматизацию (роботизацию) совершения операций.

Эффективность автоматизированных инвестиционных стратегий на российском облигационном рынке в значительной степени зависит от предполагаемой частоты совершения торговых операций и/или количества выставляемых заявок на покупку или продажу облигаций. При очень высоком уровне торговой активности большое значение приобретает доступная инвестору скорость выставления автоматизированных заявок, т.е. наличие технологических ограничений, оказывающих влияние на скорость поступления автоматизированной заявки в систему организатора торгов [8].

Второй особенностью, оказывающей влияние на применимость инвестиционных стратегий на отечественном облигационном рынке, является безусловное доминирование Московской биржи на биржевом рынке облигаций. С момента создания Московская биржа вплоть до настоящего времени, по-прежнему, остается крупнейшей отечественной биржей по объемам торгов. Так, совокупный объем торгов на ней в феврале 2025 г. составил 132,5 трлн. рублей, из которых 100,3 трлн. рублей пришлось на денежный рынок, 12,4 трлн. рублей – на срочный рынок, 4,9 трлн. рублей - на акции, депозитарные расписки и инвестиционные паи, а 2,9 трлн. рублей пришлось на облигации [9], т.е. в различных сегментах ее доля превышает 90-95% в совокупном объеме биржевых торгов. При этом в реестр лицензий бирж и торговых систем, который ведет национальный мегарегулятор, помимо, Московской биржи, включено еще 6 организаторов торгов (ПАО «СПБ Биржа»; АО «Санкт-Петербургская Международная Товарно-сырьевая Биржа»; АО «Санкт-Петербургская Валютная Биржа»; Акционерное общество «Восточная биржа имени В.В. Николаева»; АО «Национальная товарная биржа»; АО «БИРЖА «ЦТС»») [10], причем все они на порядок уступают Московской бирже по своим масштабам.

С точки зрения применимости инвестиционных стратегий на российском облигационном рынке можно констатировать, что для него, особенно в условиях санкций, практически не доступны арбитражные стратегии (арбитраж внутри страны, по сути, не возможен из-за отсутствия «альтернативных» Московской бирже ликвидных биржевых площадок, а арбитражу за ее пределами препятствуют зарубежные санкции). Кроме того, доминирование Московской биржи объективно «задает» достаточно жесткие рамки используемых инвестиционных стратегий утвержденными биржей правилами торгов, в отношении возможного времени совершения операций с облигациями, условий их совершения, порядка выплаты купонных доходов по облигациям и пр.

Еще одной особенностью национального рынка облигаций является низкий уровень ликвидности по значительному количеству облигационных выпусков. Важность данного критерия объективно объясняется тем, что фактически

именно он определяет принципиальную возможность применения активных и в меньшей степени активно-пассивных инвестиционных стратегий на облигационном рынке, а также непосредственно влияет на скорость открытия и закрытия инвестиционных позиций, особенно при значительных суммах инвестирования. Представляется, что при проведении анализа уровня ликвидности отечественного облигационного рынка необходимо ориентироваться, прежде всего, на биржевые данные (прежде всего, на данные Московской биржи). Непосредственно в ходе анализа целесообразно учитывать два показателя, отражающих уровень ликвидности российского рынка облигаций: 1) количество облигационных выпусков, по которым в течение торговой сессии не было совершено ни одной сделки; 2) количество облигационных выпусков, по которым в течение торговой сессии были совершены сделки, но объем торгов по каждому из таких выпусков составил менее определенного порогового значения.

Данные показатели можно индикативно рассмотреть на примере итогов торгов одной произвольно выбранной торговой сессии, характеризующейся нейтральным новостным фоном и отсутствием факторов, оказывающих существенное влияние на уровень торговой активности участников российского облигационного рынка. Так, по состоянию на 14 марта 2025 г. на Московской бирже в совокупности во всех котировальных списках обращалось 2507 облигационных выпусков, при этом по итогам основной торговой сессии за этот день не было совершено ни одной сделки с 923 выпусками облигаций (или 36,82% от их общего количества). Если рассматривать второй критерий ликвидности рынка облигаций (количество облигационных выпусков, объем торгов по которым не превысил порогового значения) и качестве «минимального приемлемого уровня ликвидности» выбрать 1000000,00 руб., то из 2507 обращающихся на Московской бирже облигационных выпусков по 925 выпускам (или 36,90% от их общего количества) объем торгов не превысил выбранного значения [7]. Соответственно, можно констатировать, что 73,71% обращающихся облигационных выпусков объективно характеризуются низким уровнем ликвидности.

Большое количество выпусков облигаций, характеризующихся низким уровнем биржевой ликвидности, затрудняет использование инвестиционных стратегий, ориентированных на использование технического анализа, снижает эффективность инвестиционных стратегий «следования», прежде всего, предполагающих оперативное соблюдение полученных рекомендаций и ограничивает применение стратегий, ориентированных на широкую диверсификацию облигационного портфеля.

В качестве четвертой особенности российского облигационного рынка необходимо отметить высокий уровень концентрации ликвидности.

Если с определенной долей условности разделить весь национальный облигационный рынок на два сегмента: неликвидный сегмент, включающий облигации с объемом торгов до 1 000 000 руб. в течение основной торговой сессии, и ликвидный сегмент, включающий облигации с объемом торгов от 1 000 000 руб. и более, то можно констатировать, что в ликвидном сегменте рынка биржевая

ликвидность распределена крайне неравномерно. Так, если распределить облигации, торгуемые на Московской бирже, по уровню их рыночной ликвидности по количеству облигационных выпусков и по уровню их рыночной ликвидности по объему торгов, например, по состоянию на 14.03.2025 г., то на долю наиболее ликвидных облигаций (с объемом торгов свыше 500 млн. руб.) приходится всего 0,52% от общего количества обращающихся на Московской бирже облигационных выпусков (13 выпусков), при этом на эту группу приходится 55,95% от общего объема торгов (20 089 851 756,14 руб.) [11].

Неравномерное «распределение» ликвидности на российском облигационном рынке налагает серьезные ограничения на использование инвестиционных стратегий, предъявляющих высокие требования к уровню ликвидности облигаций. Согласно результатам анализа только в отношении 26,29% обращающихся облигационных выпусков (или 659 выпусков) потенциально возможно быть применение подобных инвестиционных стратегий (ликвидный сегмент), а наиболее эффективно их применение только в отношении 2,19% обращающихся облигаций (или 55 выпусков).

Таким образом, можно констатировать что особенности современного российского облигационного рынка оказывают существенное влияние на применимость на нем отдельных видов инвестиционных стратегий.

Работа выполнена при финансовой поддержке гранта Президента РФ (проект НШ-2781.2012.2) и РФФИ (проект 12-07-00057).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Семернина Ю. В., Колесников А. О. Анализ тенденций развития российского фондового рынка // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 11. С. 32-43.
2. Лялин В. А. Становление и развитие российского рынка облигаций // Проблемы современной экономики. 2014. № 1 (49). С. 131-134.
3. Семернина Ю. В. Специфические особенности российского рынка облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 8 (488). С. 51-58.
4. Щербаков А. А. Особенности российского рынка субфедеральных облигаций // Известия Уральского государственного экономического университета. 2015. № 2 (58). С. 57-66.
5. Байбеков И. Р. Инвестиционные стратегии коммерческих банков на рынке облигаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 37 (175). С. 31-38.
6. Семернина Ю. В., Пасечник Е. Н. Структурные риски инвестиционных стратегий на рынке облигаций // Математическое и компьютерное моделирование в экономике, страховании и управлении рисками. 2024. № 9. С. 226-229.
7. Официальный сайт Московской биржи. Бюллетени итогов торгов. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/bulletins/> (дата обращения: 18.03.2025).
8. Коробов Е. А., Семернина Ю. В., Усманова А. С., Одинокова К. А. Роботизированное формирование инвестиционного портфеля на российском облигационном рынке на основе модифицированной стратегии скольжения по кривой доходности // Бизнес-информатика. 2021. Т. 15. № 4. С. 7-21.
9. Официальный сайт Московской биржи. Московская биржа подвела итоги торгов в феврале 2025 года. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/n78117> (дата обращения: 21.03.2025).
10. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. Реестры. [Электронный ресурс] - Режим доступа: URL: <https://cbr.ru> (дата обращения: 21.03.2025).