

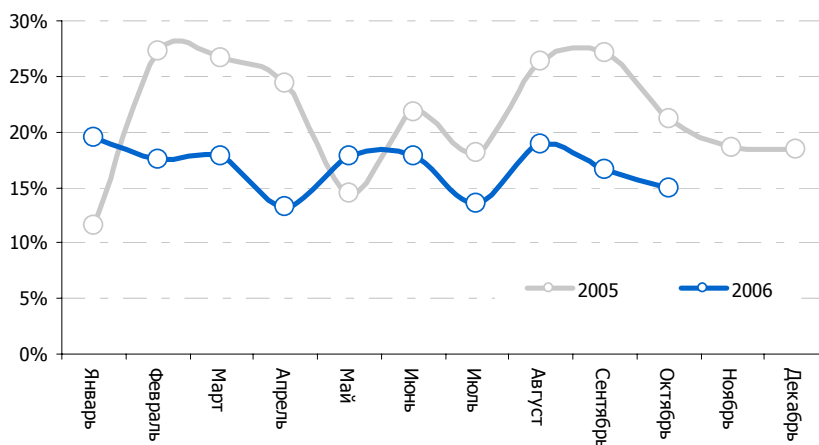
Аналитики: Михаил Галкин, Максим Коровин, [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

## «Издержки роста»: рублевые облигации становятся все менее ликвидными

Мы бы хотели обратить внимание участников рынка на достаточно неприятную тенденцию снижения ликвидности выпусков рублевых облигаций, которая, на наш взгляд, продолжится до тех пор, пока не изменится «характер» роста и развития российского рынка облигаций.

Как следует из приведенной диаграммы, показатели объема торгов в расчете на 1 облигацию номиналом 1 тыс. руб. в 2006 г. заметно снизились по сравнению с 2005 г. (с корректировкой на сезонность).

Диаграмма 1. Соотношение месячного оборота рублевых облигаций (без ОФЗ) к объему рынка



Источник: ММВБ, Cbonds

На наш взгляд, снижение ликвидности облигационных выпусков является прямым следствием «характера» роста и развития российского рынка. В частности, в настоящее время мы наблюдаем следующие тенденции:

1. Число новых эмитентов и облигационных выпусков растет заметно быстрее числа активных участников рынка, трейдеров и аналитиков. В то время как на стороне предложения рост происходит в основном за счет выхода новых заемщиков, на стороне спроса рост в значительной степени обеспечивается за счет расширения портфелей инвесторов, уже присутствующих на рынке, а также прихода иностранных инвесторов с большими портфелями. Учитывая естественные ограничения на количество имен, которое способна контролировать одна команда риск-менеджеров, трейдеров и аналитиков, число эмиссий, в которых активно присутствует более 15-20 инвесторов, быстро сокращается.
2. По мере роста объемов инвестиционных портфелей в расчете на 1 команду трейдеров и аналитиков у последних возникает желание аллоцировать в привлекательные выпуски все большие объемы средств. Так все чаще поступают крупные иностранные банки, забирая на размещении от 10% до 50% интересных, на их взгляд, эмиссий (чаще всего речь идет об эмитентах с господдержкой). Иногда это происходит даже с эмиссиями компаний 1-го эшелона. Поэтому в среднем количество

инвесторов, участвующих в размещении нового выпуска, снижается. Редкостью стали размещения, в которых эмиссия достается более чем 30 инвесторам.

3. Средний объем выпуска рублевых облигаций растет очень медленно, в т.ч. потому, что среди новичков – в основном эмитенты 2-3 эшелона. С начала 2005 г. по сегодняшний день объем рынка рублевых облигаций вырос почти в 2.5 раза, превысив 900 млрд. руб., в то время как средний объем эмиссии вырос менее чем на 20% и составляет сейчас 2.3 млрд. руб.
4. Часть выпусков «замораживается» иностранными банками посредством упаковки рублевых облигаций в ноты (Euroclearable Credit-Linked Notes) и продажи нерезидентам, не имеющим прямого доступа на российский рынок.
5. В погоне за комиссиями и позициями в рейтингах банки, организующие эмиссии, иногда предпочитают «формально» размещать выпуск даже в случае, если реальный спрос неаффилированных с банком или эмитентом инвесторов невысок. Дополнительными причинами таких действий является невозможность менять объем эмиссии в зависимости от спроса (в отличие от еврооблигаций и CLN), а также более благоприятная с точки зрения банковского регулирования интерпретация облигаций по сравнению с кредитом.
6. Увеличивается доля «пассивных» институциональных инвесторов - управляющих компаний, фондов, для которых характерна низкая активность на вторичном рынке.

Похоже, что пока на фоне умеренно-благоприятной конъюнктуры тенденция постепенного снижения ликвидности рублевых облигаций не вызывает серьезного беспокойства инвесторов. Качественные изменения, вероятно, произойдут только тогда, когда новые эмиссии с перспективами низкой ликвидности начнут вызывать полное отторжение у рынка. Серьезное ухудшение рыночной конъюнктуры и/или дефолты могут ускорить этот процесс и заставить инвесторов требовать значительную премию за низкую ликвидность выпусков облигаций. В результате будут созданы определенные «барьеры для входа» маленьким и неликвидным эмиссиям, а эмитентам будет значительно выгоднее размещать более крупные эмиссии.



Финансовая группа МДМ  
Инвестиционный департамент  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

### Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

#### Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

#### Отдел продаж: bond\_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52

#### Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

#### Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

#### Соуправляющий департамента аналитики

#### Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

#### Соуправляющий департамента аналитики

#### Ким Искян

Kim.Iskryan@mdmbank.com

#### Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com	Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
		Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

#### Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

#### Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
-----------------	-----------------------------

#### Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

#### Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
----------------	-----------------------------

#### Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com

#### Электроэнергетика

Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@mdmbank.com
-----------------	---------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2006, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.