

Александр Полютов
polyutovav@psbank.ru

С 30 января 2014 г. иностранные инвесторы в полной мере получили доступ на российский рынок субфедеральных бондов – прямые расчеты начал осуществлять Euroclear, при этом уже с июня 2013 г. свои услуги предлагает второй крупнейший депозитарий Clearstream. Тем не менее, спроса как на ОФЗ в выпусках регионов не наблюдается, что, в целом, не вызывает вопросов. Текущее отношение инвесторов как к развивающимся рынкам, так и к России в частности, оставляет желать лучшего. При этом, безусловно, пока рано говорить о вероятности восстановления российского рынка. Учитывая довольно низкую ликвидность сегмента, муниципальные бумаги далеко не в полной мере отреагировали на общий негативный фон. Мы считаем, что именно в период высокой волатильности на рынке возникают значительные ценовые диспропорции, не подтвержденные фундаментальными факторами, позволяющие защитить торговый портфель и в большей степени заработать на восстановлении рынков.

Мы отмечаем, что на текущий момент наиболее интересно выглядят выпуски Москва 44 и 66, Санкт-Петербург 39, Башкортостан 07, Якутия 10, Красноярский край 06, Воронежская область 05. При этом довольно переоцененными на текущем рынке выглядят короткие выпуски Свердловской, Омской, Тульской областей и Ставропольского края.

Облигации инвестиционной категории

Напомним, что фактическая программа заимствований Москвы в 2014 г. вновь будет заметно меньше утвержденной в бюджете – 46 млрд руб. против 135 млрд руб. соответственно, что может подогреть интерес к облигациям города на вторичном рынке. В настоящее время по доходности наиболее привлекательно смотрятся два бонда Москвы – более короткий 44 выпуск (YTM 7,11%/ дюрация 1,2 г.) и длинный 66 выпуск (YTM 8,32%/ дюрация 3,9 г.), предлагающие наибольшую среди бумаг города премию к кривой ОФЗ (порядка 45-55 б.п.). Однако для выпусков характерна низкая ликвидность, что среди прочего обусловлено небольшим объемом бумаг в обращении, в частности у 66 выпуска – всего 4,4 млрд руб.

Облигации Санкт-Петербург 39 (YTM 7,7%/2,7 г.) с премией 10-15 б.п. по доходности к бумагам Москвы при одинаковых рейтинговых оценках вполне могут стать хорошим поводом для покупки.

В целом облигации регионов категории рейтинга «BBB», как правило, отличаются лучшей ликвидностью, поэтому в большей степени отреагировали снижением котировок на ухудшение конъюнктуры в январе. В то же время в случае улучшения конъюнктуры, они смогут первыми претендовать на рост цены.

Помимо Москвы (Ваа1/BBB/BBB) и Санкт-Петербурга (Ваа1/BBB/BBB), к таким регионам можно отнести Башкортостан (Ваа3/BBB-/-), Новосибирскую область (-/-/BBB-), Республику Саха (Якутия) (-/BB+/BBB-), которые в том числе могут разнообразить перечень бумаг, привлекательных для покупки иностранными инвесторами.

Здесь можно выделить выпуск Башкортостан 07 (YTM 7,84%/1,2 г.), который торгуется с премией (по доходности) порядка 75-80 б.п. к бумагам Москвы, что, на наш взгляд, несколько завышено и вполне можно ожидать сужения спреда. На это также указывает тот факт, что бонды республики торгуются на уровне облигаций субъектов РФ с рейтингом на 1 ступень ниже, как Самарская область (Ва1/BB+/-) 07 (YTM 7,92%/1,11 г.) и

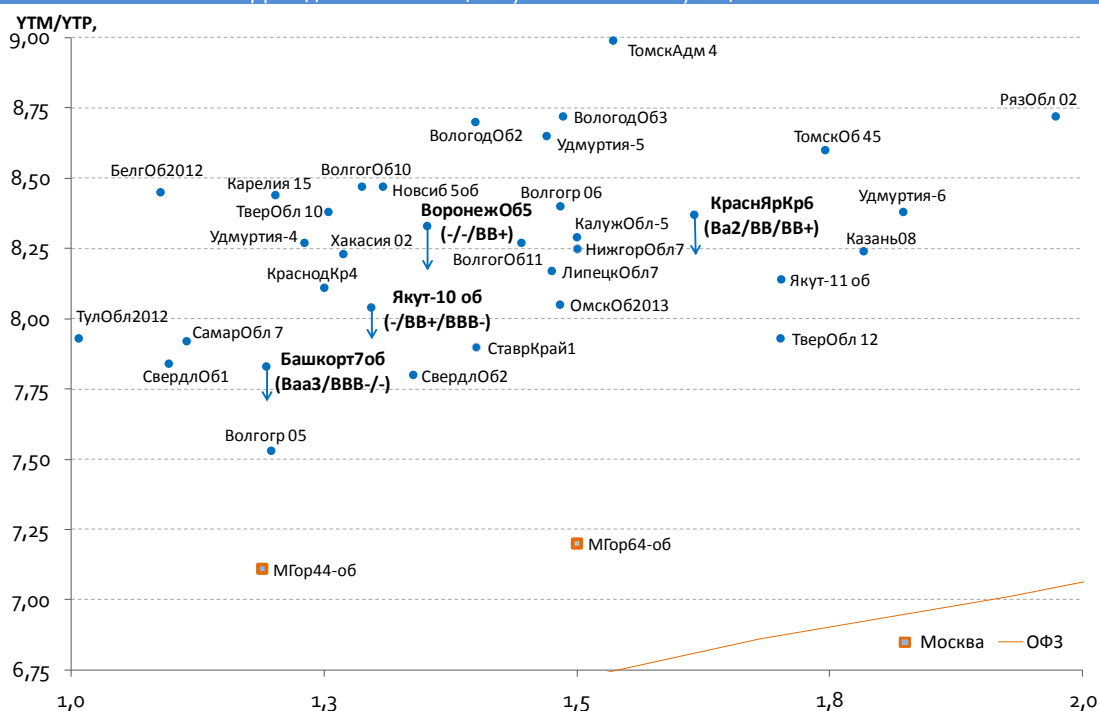
По доходности интерес могут представлять 44-ый и 66-ой выпуски Москвы, а также облигации Санкт-Петербурга 39...

Помимо выпусков Москвы и Санкт-Петербурга можно отметить облигации Башкортостан 07 и Якутия 10 – с дюрацией чуть больше года...

Свердловская область (-/BB+/-) 01 (YTM 7,84%/1,1 г.).

Похожую ситуацию можно отметить и в отношении облигаций Республики Саха (Якутия) 10 (YTM 8,04%/1,3 г.), доходность которых даже выше на 20-25 б.п., чем у бумаг регионов с рейтингом «BB+», как Самарская и Свердловская области. Кроме того, у выпуска более широкий спрэд к кривой ОФЗ, чем у более длинного займа Республика Саха (Якутия) 11 (YTM 8,14%/1,7 г.) – порядка 145 б.п. против 125 б.п. соответственно.

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Привлекательные доходности встречаются и среди бондов с рейтингом «BB/BB+»

В бумагах регионов с рейтингом «BB/BB+» также есть интересные доходности. К примеру, выпуски Воронежской области (-/-/BB+) 05 (YTM 8,4-8,7%/1,4 г.) и Красноярского края (Ва2/BB/BB+) 06 (YTM 8,37%/1,6 г.) предлагают премию 20-25 б.п. к облигациям субъектов РФ с аналогичными рейтинговыми оценками: Краснодарский край (Ва1/BB/BB+) 04 (YTM 8,1%/1,3 г.), Омская область (Ва2/-/-) 2013 (YTM 8,1%/1,5 г.), Липецкая область (-/-/BB) 07 (YTM 8,2%/1,5 г.), Свердловская область (-/BB+/-) 02 (YTM 7,8%/1,3 г.). На наш взгляд, высока вероятность сужения спрэдов до минимального уровня между приведенными выпусками, причем, при ухудшении ситуации на рынках, бумаги Воронежской области и Красноярского края имеют больше шансов «устоять». Вместе с тем, облигации данной категории эмитентов (не инвестиционной) в меньшей степени могут рассчитывать на внимание иностранных инвесторов. Но нельзя исключать, что в случае их активного прихода на рынок, общий уровень доходностей для регионов может несколько снизиться, но это, скорее всего, возможно, как минимум, в среднесрочной перспективе.

Переоцененные бумаги

Вместе с тем, в обращении находятся облигации регионов, чьи уровни доходности довольно низкие и не отвечают текущей рыночной ситуации, в том числе, учитывая их кредитное качество. Причиной этому, вероятно, стала их низкая ликвидность и бумаги «не успели» отреагировать на январские отрицательные переоценки, что может стать поводом занимать

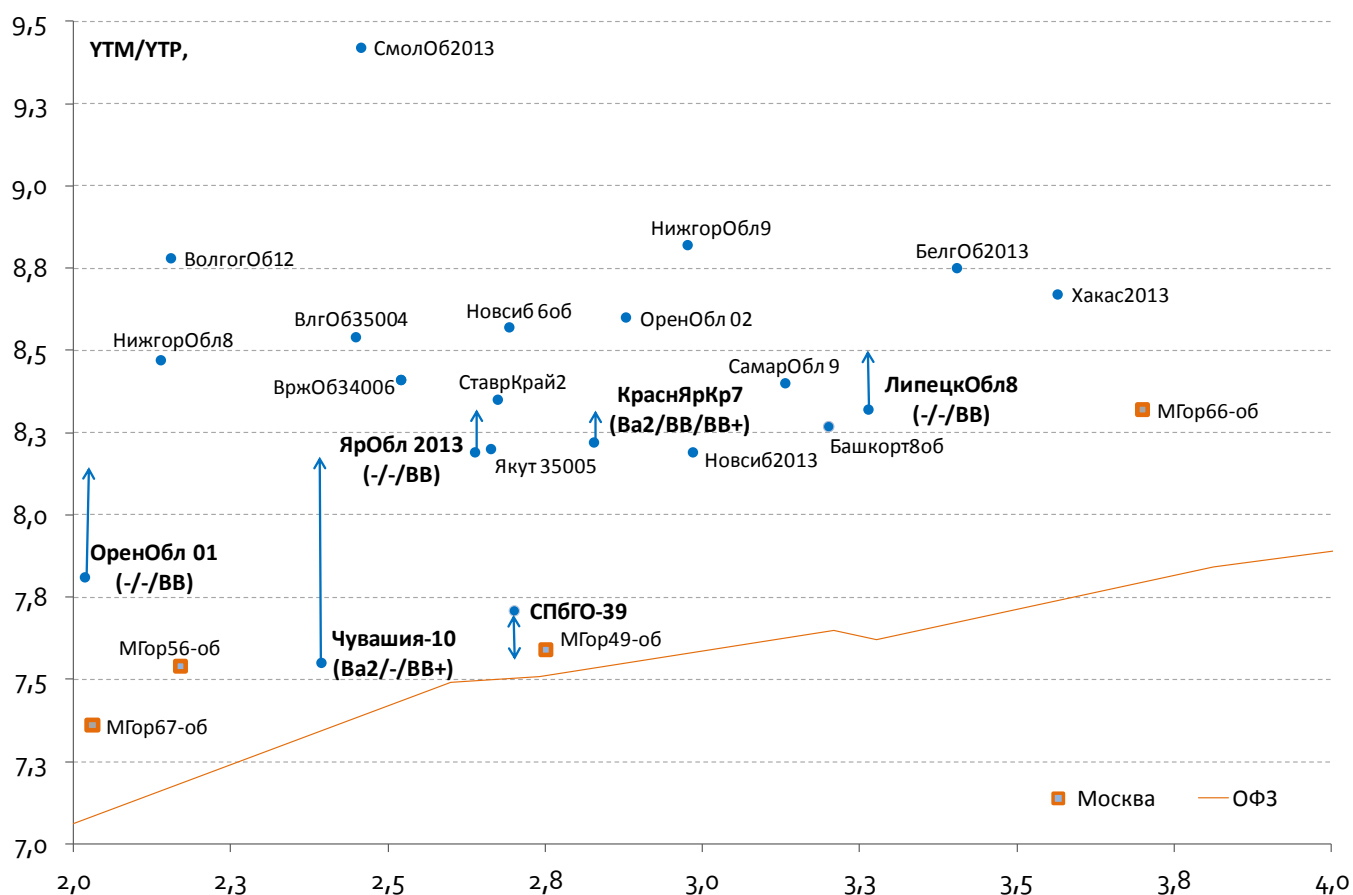
Привлекательной можно назвать доходность облигаций Воронежской области 05 и Красноярского края об...

Переоцененными смотрятся короткие выпуски Свердловской, Омской, Тульской областей, Ставропольского края...

На отрезке дюрации 2-3 г. агрессивно смотрятся бонды Липецкой, Оренбургской, Ярославской областей, Красноярского края и Чувашии...

короткие позиции в них. К таким облигациям можно отнести: Свердловская область (-/BB+/) 01 (УТМ 7,84%/1,1 г.) и 02 (УТМ 7,8%/1,3 г.), Ставропольский край 01 (-/BB) (УТМ 7,9%/1,4 г.), Тульская область (-/BB) 2012 (УТМ 7,9%/1 г.), Омская область (Ва2/-) 2013 (УТМ 8,1%/1,5 г.), Липецкая область (-/BB) 08 (УТМ 8,3%/3,3 г.), Оренбургская область (-/BB) 01 (УТМ 7,87%/2 г.), Ярославская область (-/BB) 2013 (УТМ 8,17%/2,6 г.), Чувашия (Ва2/-/BB+) 10 (УТМ 7,6%/2,4 г.). Перечисленные выпуски практически не несут премии или же она минимальна по отношению к бумагам регионов с рейтингом на 1 степень выше. Несколько агрессивно также смотрится бонд Красноярского края (Ва2/BB/BB+) 07 (УТМ 8,25%/2,8 г.) на фоне Новосибирской области (-/BBB-) 2013 (УТМ 8,19%/2,99 г.) и Республики Саха (Якутии) (-/BB+/BBB-) 35005 (УТМ 8,2%/2,66 г.).

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Фундаментально крупнейшие регионы более устойчивы к рискам ухудшения кредитного качества

Долговая нагрузка субъектов РФ в 2014 г., как и в минувшем году, продолжит расти, учитывая возложенные обязательства исполнять президентские указы по зарплате и не очень радужные прогнозы Минэкономразвития по росту экономики в 2014-2015 гг. на 2,5%. Соответственно, кредитное качество большинства регионов будет ухудшаться и лишь немногие смогут сохранить его на высоком уровне (см. наш кредитный комментарий от 17 января 2014 г.: [Субъекты РФ – ухудшения кредитного качества не избежать?](#)).

На наш взгляд, в меньшей степени пострадает кредитный профиль первоклассных субфедеральных эмитентов с инвестиционным уровнем

рейтинга, которые еще имеют возможность для маневра с социальными расходами за счет сокращения других статей (как капитальные расходы), а низкий уровень их долга позволяет привлекать заемные ресурсы. В то же время, ослабление кредитного качества преимущественно затронет регионы с уровнем рейтинга «BB»/«B», при этом нельзя исключать негативной реакции рейтинговых агентств, которые в конце прошлого года (преимущественно S&P и Fitch) уже понижали рейтинги и изменяли прогнозы на «Негативный» по ряду субъектов РФ.

Таким образом, с фундаментальной точки зрения ухудшение кредитного качества в меньшей степени грозит крупнейшим из субъектов РФ, чьи бумаги, скорее всего, также будут более устойчивы к волатильности на рынках.

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов****Илья Фролов****Олег Шагов****Екатерина Крылова****Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев****Елена Федоткова****Алексей Егоров****Вадим Паламарчук****Александр Полютов****Алина Арбекова**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко****Богдан Круть****Иван Хмелевский****Ольга Целинина**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова****Анатолий Павленко****Андрей Воложев****Евгений Жариков****Денис Семеновых****Дмитрий Грицкевич**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Volochev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин****Иван Заволоснов****Сурпин Александр**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко****Виталий Туруло**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.