

*Владимир Михайлов, Евгений Бабенко (т. 795-0613)*

## **Прогноз изменения процентных ставок на внутреннем рынке облигаций на 2005 год и 2006-2007 гг.**

### **Основные выводы**

- **Мы позитивно оцениваем перспективы рынка в период до конца 2005 года.** При этом мы не ожидаем существенного снижения уровня доходности в этот период (по отношению к состоянию на конец августа).

Наша **оценка потенциала возможного смещения вниз кривой доходности облигаций Москвы:**

- ✓ **на конец 2005 года - от 30 до 60 б.п.** в зависимости от срока до погашения (что соответствует доходности МГор27 - 5,3%, МГор39 - 7,1%);
- ✓ **в период до конца 2005 года - от 50 до 100 б.п.** (МГор27 - 5,1%, МГор39 - 6,7%).
- Текущее состояние рынка характеризуется **наличием рисков, способных реализоваться в 2006-2007 гг.**

**В случае реализации неблагоприятного сценария, следует ожидать роста доходностей до уровней, соответствующих положительному значению реальной процентной ставки в России, т.е. на 300-400 б.п.** (доходности коротких ОФЗ (1 год) способны выйти на уровень 8-9%, длинных ОФЗ (10 лет) - 11%).

В случае реализации наиболее оптимистического сценария, потенциал возможного снижения уровня доходности облигаций Москвы на горизонте 1-2 года, по нашим оценкам, составляет не более 60-100 б.п. по отношению к текущему уровню.

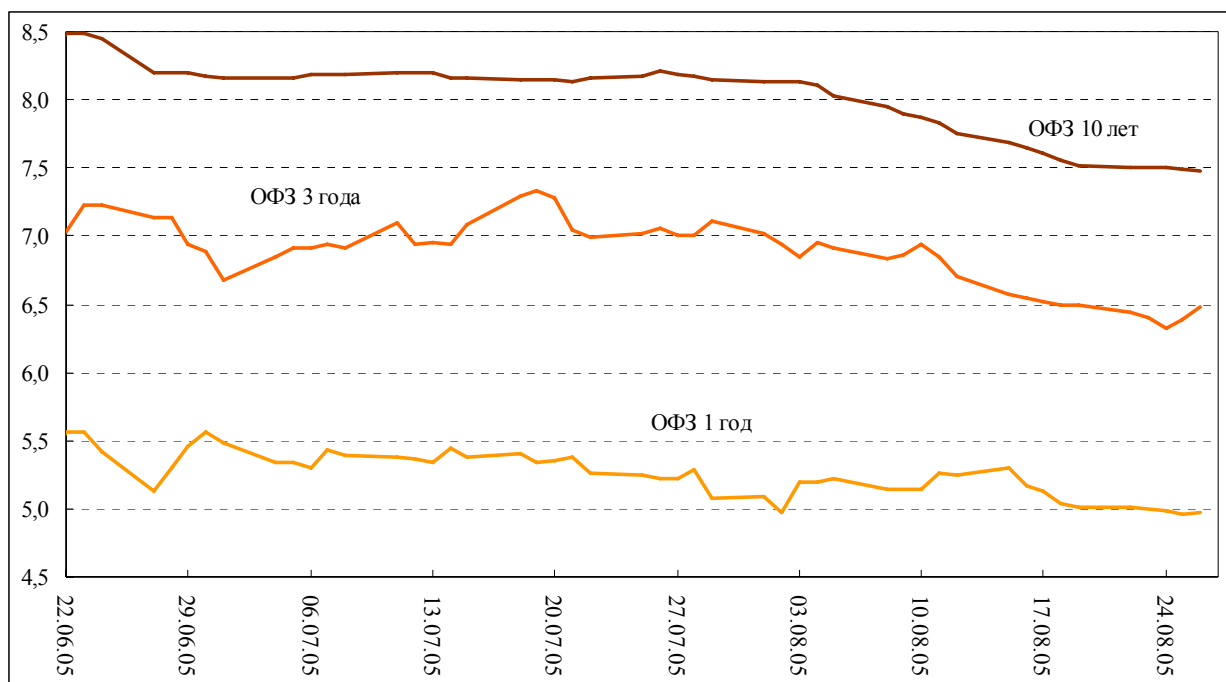
- По нашему мнению, в сложившихся условиях, в период конец 2005 - начало 2006 гг., **наиболее целесообразной** являются стратегии направленные на:
  - ✓ Для эмитентов - удлинение среднего срока портфеля заимствований;
  - ✓ Для инвесторов - снижение средней дюрации портфелей по мере приближения рынка к целевым уровням.

## Качественная оценка состояния и перспектив рынка в 2005 г.

Весной 2005 года мы констатировали наличие оснований для снижения процентных ставок в период лето-осень 2005 (при условии, если ЦБР сделает выводы из опыта прошлогоднего банковского кризиса и не допустит чрезмерного сжатия ликвидности).

Последующие события подтвердили наш прогноз. Несмотря на традиционное снижение ликвидности в летний период, кризиса не произошло. В результате существенного притока средств на рынок, в том числе со стороны нерезидентов, доходности внутренних суверенных облигаций снизились на 50-100 б.п.

Рисунок 1. Динамика индексов доходности ОФЗ (1 год, 3 года, 10 лет)



В настоящее время мы продолжаем сохранять позитивный взгляд на развитие внутреннего рынка в период до конца 2005 года.

Принимая во внимание динамику ключевых факторов рынка, можно построить следующую цепочку рассуждений в обоснование сделанной оценки.

- Политика монетарных властей США (ФРС) до конца года представляется достаточно предсказуемой и прозрачной. Плавное повышение ставки до 4-4,25% (уровней, оцениваемых экспертами как «экономически нейтральные») не способно оказать существенное сдерживающее влияние на темпы экономического роста в США и уровень денежного предложения в мировой финансовой системе.
- Указанные факторы обусловят сохранение глобального спроса в мировой экономике на высоком уровне (несмотря на высокие цены на сырьевые товары).
- Высокий уровень спроса будет оказывать поддержку ценам на нефть, а высокая ликвидность мировой экономики обеспечит сохранение притока иностранных портфельных инвестиций на российский рынок.
- Оба указанных обстоятельства будут оказывать позитивное влияние на рубль и, соответственно, рублевые активы.

Для целей проведения количественных оценок полезно представить доходность рублевых инструментов в качестве композиции формирующих ее факторов.

## Факторы доходности рублевой облигации

Современный российский финансовый рынок - часть глобальной финансовой системы. Сформировавшаяся инфраструктура рынка позволяет капиталу с минимальными издержками преодолевать национальную границу. Доля иностранных участников на внутреннем рынке России весьма существенна (в частности, около трети держателей облигаций г. Москвы - иностранные инвесторы) и продолжает увеличиваться. Российские инвесторы (участники внутреннего рынка), в свою очередь, проявляют возрастающую активность в работе на международных рынках. Таким образом, ситуация на внутреннем российском рынке жестко привязана к конъюнктуре внешних рынков. Любая возможность получения «дополнительного дохода» на локальном рынке приводит к притоку капитала на него, снижение доходности ниже обоснованного рыночного уровня - к оттоку капитала.<sup>1</sup>

Требование паритета процентных ставок на различных сегментах рынка (ожидаемые доходы инвесторов при инвестициях в различные сегменты рынка равны в случае равенства связанных с инвестициями рисков, либо отличаются на величину спреда, призванного компенсировать дополнительные риски, принимаемые на себя инвесторами) позволяет разделить доходность рублевой облигации на ряд составляющих.

- Любой инвестор может купить безрисковую облигацию правительства США, номинированную в долларах (далее UST).
- Инвестор может купить альтернативный финансовый инструмент, например долларовую облигацию правительства России, но в этом случае он потребует компенсацию за принимаемый на себя риск в виде повышенной доходности приобретаемой бумаги (доходность еврооблигации России выше доходности UST на величину суверенного спреда).
- Если инвестор размещает средства на российском внутреннем рынке, он потребует компенсировать валютный риск (от валютного риска можно полностью избавиться, покупая одновременно с рублевым инструментом форвардный контракт на покупку валюты за рубли - NDF), а также риск, связанный с качеством приобретаемого инструмента<sup>2</sup> по отношению к еврооблигации России (разницу в доходности приобретаемого инструмента и суверенной еврооблигации далее будем называть *спредом инструмента внутреннего рынка*).

Связь внутреннего и внешнего рынков можно проследить на примере рынков облигаций города Москвы. На рисунке 2 приведена динамика доходности следующих инструментов:

- 1) индекса ОГО(В)З со сроком погашения 1 год (MSK),
- 2) синтетического рублевого инструмента срочностью 1 год, построенного на основе валютной облигации с добавлением разницы между ставками NDF и Libor (Moscow06+NDF-EurLibor)<sup>3</sup>,
- 3) внешней валютной облигации Москвы аналогичной срочности (Moscow06).

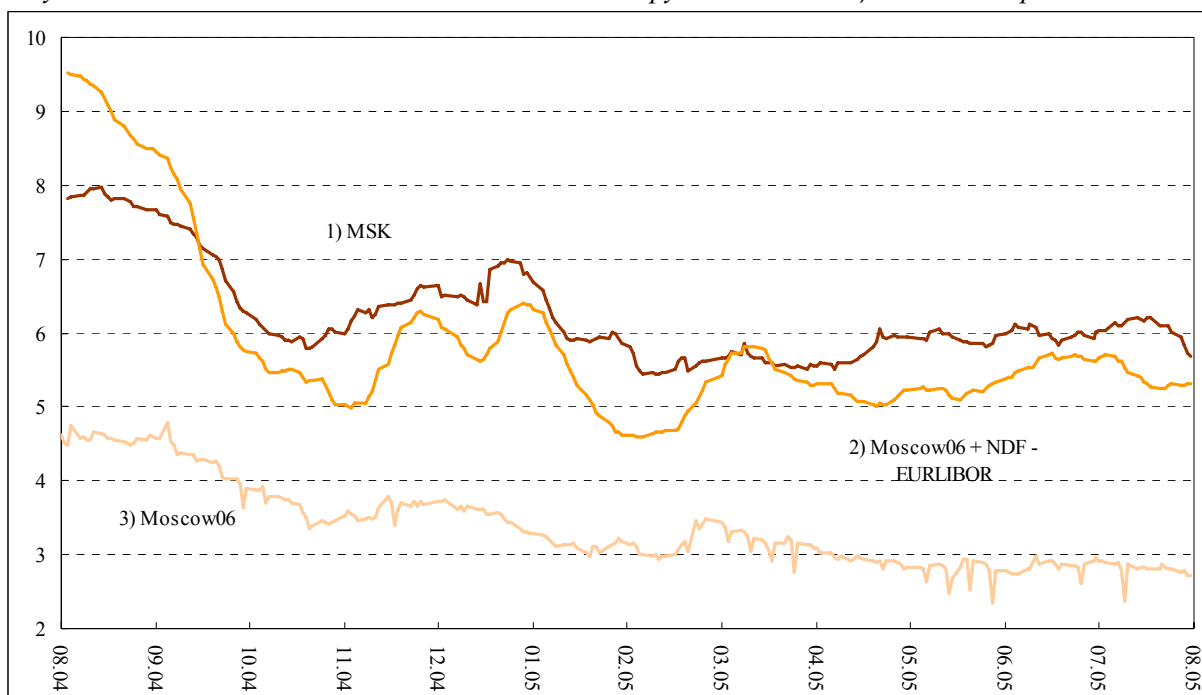
---

<sup>1</sup> - Существует мнение, что наличие крупных внутренних инвесторов (доля которых на рынке государственных облигаций также велика и продолжает увеличиваться) может нанести определенный ущерб «эффективности рынка». Так, в настоящее время Пенсионный фонд РФ является владельцем около трети всех выпущенных в обращение ОФЗ, а к 2008 году, в соответствии с оценками Минфина РФ, эта доля должна увеличиться до 50%. Однако нужно понимать, что снижение доходности ниже обоснованного глобальным рынком уровня будет предполагать вытеснение практически любых частных инвестиций, как иностранных, так и российских на альтернативные рынки (на рынки с более высокой, «рыночной» доходностью). По нашему мнению, в ближайшей перспективе (2006-2007 гг.) для развития ситуации по данному сценарию нет объективных предпосылок.

<sup>2</sup> - Еврооблигации традиционно считаются инструментом наиболее высокого качества (лучше, чем любые прочие виды заимствования, включая внутренние облигации страны-эмитента).

<sup>3</sup> - Инструмент эквивалентен размещению российским инвестором средств в евробондах РФ с одновременной форвардной продажей валюты на рынке NDF.

Рисунок 2. Сопоставление доходности валютной и рублевой облигаций Москвы срочностью 1 год.



На рисунке видно, что доходности облигаций Москвы на внутреннем рынке согласованы с доходностью еврооблигаций на внешнем рынке с учетом конъюнктуры форвардного рынка рубля. Отклонения кривых 1) от кривой 2) связано как с различием в качестве инвестиционных инструментов (еврооблигация считается более надежным инструментом, чем ОФЗ), так и с определенными ограничениями эффективности российского рынка, которые постепенно уменьшаются по мере развития рынка<sup>1</sup>.

Таким образом, можно выделить следующие составляющие доходности рублевого инструмента:

- доходность безрискового (базового) актива,
- размер суверенного спреда (еврооблигаций к базовому активу),
- ожидаемые темпы изменения курса рубля (оцениваемые как разница ставок NDF и Libor),
- спред инструмента внутреннего рынка (к еврооблигации), а также прочие факторы рынка (имеющие случайный и краткосрочный характер).

### Количественная оценка предельно возможного снижения доходности в 2005 году

Структура доходности суверенной рублевой облигации на 19.08.2005 представлена ниже в таблице.

	1 год	10 лет
<b>Доходность суверенной рублевой облигации (ОФЗ)</b>	<b>5,1%</b>	<b>7,5%</b>
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	4,0%	4,2%
2. Спред (суверенные еврооблигации к UST аналогичного срока до погашения)	50 б.п.	130 б.п.
3. Валютный риск (разница ставок NDF и Libor)	50 б.п.	100 б.п. <sup>2</sup>
4. Спред инструмента внутреннего рынка (по отношению к еврооблигации) + прочие факторы <sup>1</sup>	10 б.п.	100 б.п.

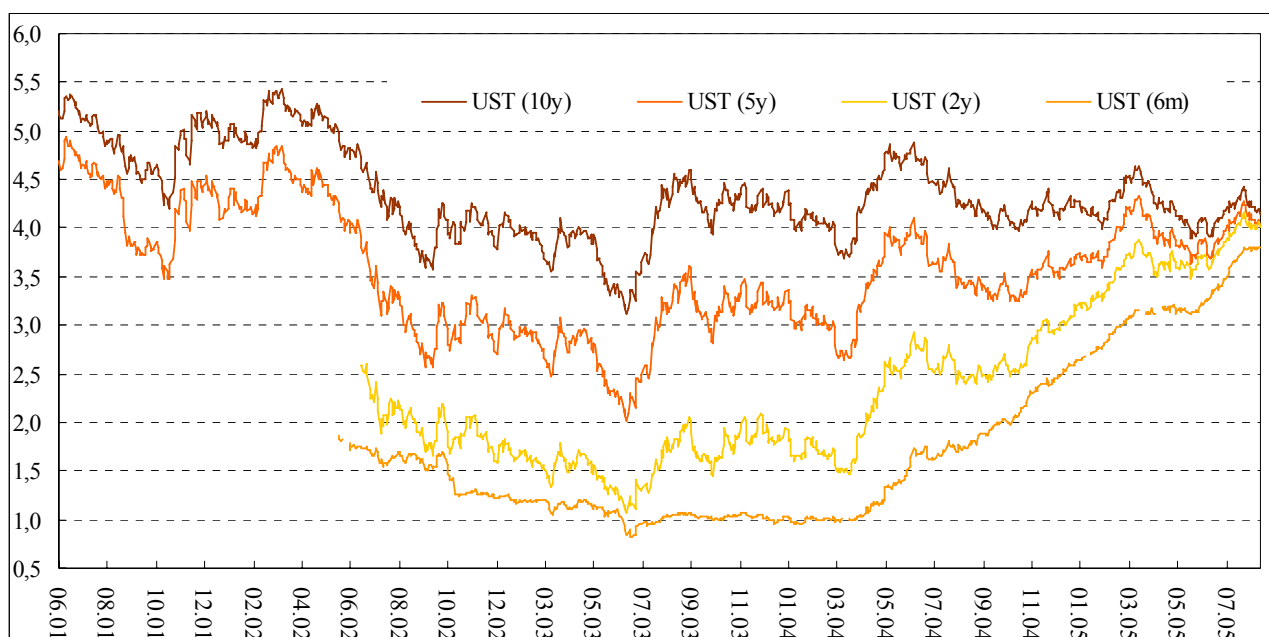
<sup>1</sup> - Отклонение также обусловлено тем, что сопоставляется индекс заданной срочности (1 год) с облигацией-Moscow06, имеющей фиксированную дату погашения (28.04.2006).

<sup>2</sup> - Экспертная оценка.

Анализ табличных данных показывает, что, несмотря на позитивную оценку ближайших перспектив, сложно ожидать существенного роста конъюнктуры рынка в указанный период. Ниже приведена оценка имеющегося потенциала снижения доходности суверенной облигации на внутреннем рынке.

1) По всей видимости, рынок ожидает сохранения роста доходностей базового актива вслед за ростом учетной ставки в США. Предполагая сохранение минимального временного спреда (*term spread*) на участке кривой доходности от 1 до 10 лет (в настоящее время это около 20 б.п.), можно предположить вероятное смещение кривой доходности UST вверх в пределах 50-75 б.п. Хотя нельзя исключить и возможность формирования инверсного характера кривой доходности UST. В этом случае смещение длинной части кривой может быть несколько меньше обозначенного уровня.

Рисунок 3. Динамика ставок UST



2) Суверенный спред России способен сохранить тенденцию к сужению. Однако потенциал тренда не велик, учитывая, что евробонды России торгуются с доходностью ниже Мексики и сохраняют незначительную премию к еврооблигациям ЮАР ( $\approx 10$  б.п.), при том, что кредитные рейтинги у Мексики и ЮАР выше, чем у России. По нашим оценкам, краткосрочный потенциал сужения спреда находится в пределах 10-20 б.п.

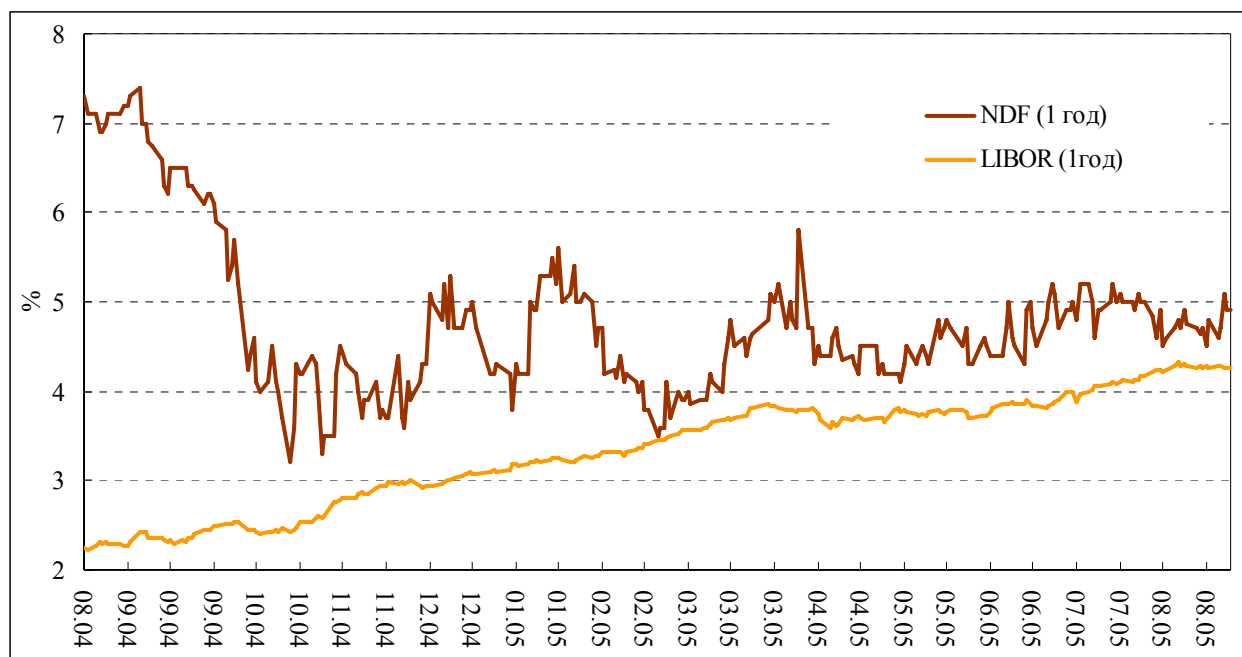
3) Несмотря на наличие существенных аргументов в пользу возможного усиления рубля, мы считаем маловероятным устойчивое смещение однолетней ставки NDF в область ниже ставки Libor аналогичной срочности. На рисунке 4 представлена динамика ставок NDF и Libor сроком на 1 год. Видно, что на рассматриваемом временном отрезке Libor выступал в качестве поддержки кривой NDF. Смещение NDF ниже Libor было краткосрочным и незначительным. Опираясь на указанные технические аргументы, можно оценить потенциал возможного снижения годовой ставки NDF на уровне  $\approx 50$  б.п.

4) Возможно также сужение спреда инструмента внутреннего рынка в связи с общей переоценкой рисков премий. Но в связи с тем, что сами факторы риска в краткосрочной перспективе не претерпят существенных изменений, масштабы сужения вряд ли могут быть существенны (оценка потенциала сужения - не более 10-20 б.п.).

Влияние прочих случайных факторов, главным образом, связанных с возможностью отклонения от требований «эффективности рынка» (и, как правило, связанных с действиями отдельных крупных игроков и регулятора рынка) носят краткосрочный характер и, в данном случае, не будут приниматься во внимание.

<sup>1</sup> - балансирующая строка, получена вычитанием из величины доходности ОФЗ суммы значений прочих составляющих.

Рисунок 3. Динамика ставок NDF и Libor



На горизонте более года не существует ликвидного форвардного рынка рубля. Тем не менее можно предположить, что кривая доходности NDF в ее гипотетической длинной части (более года) должна иметь положительное значение временного спреда в связи с наличием специфических страновых (главным образом политических) рисков, актуальность которых возрастает с ростом временного горизонта.

Изменения доходности до конца 2005 г. в рамках оптимистического сценария	1 год	10 лет
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	+50 б.п.	+50 б.п.
2. Спред (суверенные еврооблигации к UST аналогичного срока до погашения)	-10 б.п.	-20 б.п.
3. Валютный риск (разница ставок NDF и Libor)	-50 б.п.	-60 б.п.
4. Спред инструмента внутреннего рынка (по отношению к еврооблигации)	-10 б.п.	-20 б.п.
<b>Доходность суверенной рублевой облигации (ОФЗ)</b>	<b>-20 б.п.</b>	<b>- 50 б.п.</b>

Таким образом, по нашим оценкам, потенциал предельно возможного сужения спреда к концу года ограничен от 20 б.п., для коротких бумаг, до 50 б.п., для длинных облигаций (т.е., **ОФЗ-1 год - до 4,9%, ОФЗ-10 лет - до 7,0%**).

Учитывая, что доходности базового актива в период до конца года будут увеличиваться постепенно, в соответствии с действиями ФРС по увеличению учетной ставки, в то время как динамика ставок NDF, а также прочих краткосрочных случайных факторов может иметь импульсный характер, **нельзя исключить возможность кратковременного выхода рублевых доходностей за указанные ограничения снизу** (по нашей оценке, дополнительно на 20-40 б.п. к обозначенному уровню конца года).

Учитывая имевшее место в середине августа расширение спреда между облигациями Москвы и ОФЗ, до конца года можно ожидать компенсационного смещения кривой доходности московских облигаций в сторону федеральной кривой (т.е. сужения спреда к ОФЗ на  $\approx 10$  б.п.) и, соответственно, снижения доходностей в пределах 30-60 б.п. относительно текущих уровней, что соответствует минимально возможному уровню доходности ОГО(В)З: МГор27 - 5,3%, МГор39 - 7,1%) к концу года.

Таким образом, несмотря на позитивные текущие тенденции, потенциал снижения доходности не слишком велик. При этом, учитывая высокую степень «разогретости» рынка, нельзя исключить

вероятность ценовых коррекций (так, по нашему мнению, в случае сохранения текущего тренда в сентябре вероятность ценового отката в конце осени существенно возрастает), глубина которых может быть сопоставима с полученной оценкой потенциала роста рынка (т.е. в пределах 50 б.п.).

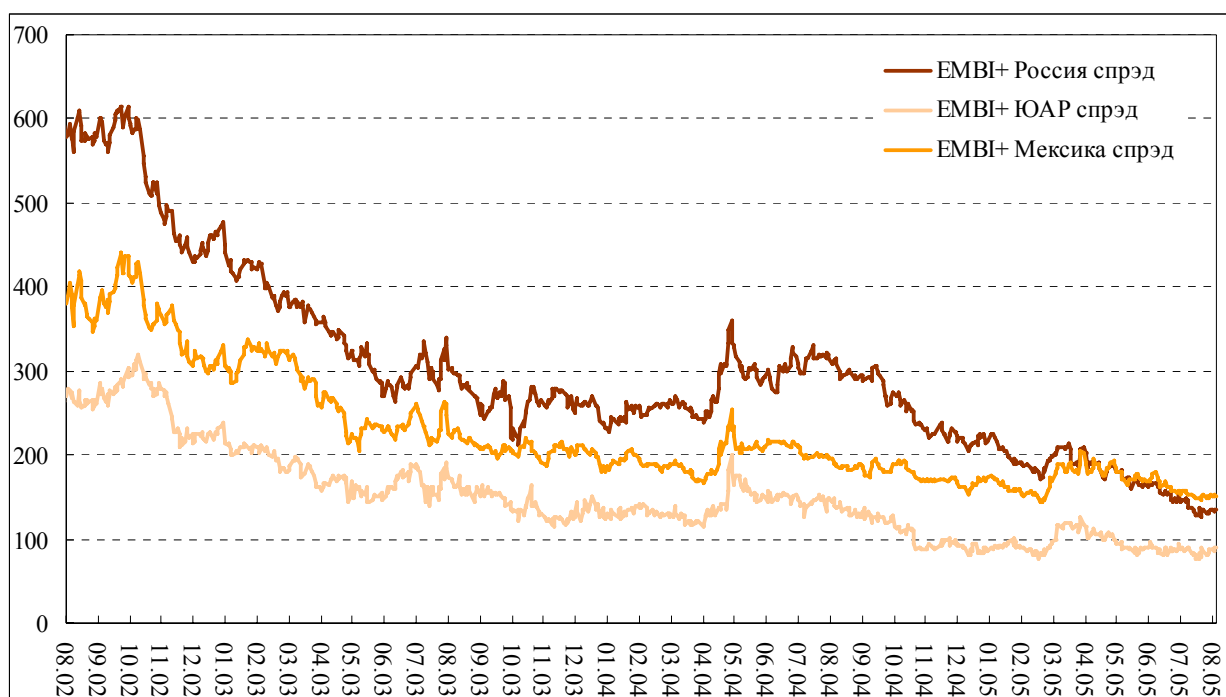
При этом текущее состояние рынка характеризуется наличием специфических рисков, способных реализоваться в несколько более отдаленной перспективе. Эти риски в первую очередь связаны с состоянием мировых финансов.

### **Характеристика состояния мировой финансовой системы (для целей оценки вариантов развития ситуации на внутреннем рынке в 2006-2007 гг.)**

В текущем году высокая активность иностранных инвесторов - первостепенный фактор ценообразования на рынках активов, номинированных в российской валюте, включая рынок внутреннего долга. Однако приток портфельных инвестиций сегодня характерен не только для России. Большинство развивающихся рынков сегодня характеризуются повышенной активностью инвесторов и зачастую имеют признаки определенного «перегрева», а именно:

- Стоимость многих локальных валют существенно возросла в течение последних 2 лет.
- Индексы рынков внутренних облигаций и акций близки к глобальным максимумам.
- Суверенные спрэды сузились до глобальных минимумов.
- Цены на недвижимость - близки к исторически максимальным значениям.

*Рисунок 4. Динамика спрэдов России, ЮАР и Мексики*



Основная причина высокой «температуры» локальных рынков - избыточная ликвидность мировой финансовой системы.

Разогрев мировой экономической конъюнктуры начался в 2001 году в результате резкого ослабления денежной политики монетарными властями США, предпринятой с целью стимулирования американской экономики.

Резкое снижение ставок и последующее падение доллара не только оказало стимулирующий эффект на экономику США, но и нанесло удар по ее основным конкурентам за счет смещения торгового баланса в пользу США. Таким образом, ожесточение конкурентной борьбы на рынках товаров и услуг обусловило глобальную конкуренцию процентных ставок и валют. В борьбу были втянуты центральные банки многих ведущих развитых и развивающихся экономик, пытаясь максимально ослабить денежную политику путем снижения ставок и/или интервенций на локальных валютных рынках, одновременно нагнетая ликвидность мировой финансовой системы.

Монетарные меры, предпринимаемые для целей оживления экономики США в 2002-2003 гг. оказались вполне эффективными. Американская экономика вышла на траекторию роста. В 2004 году сопутствующее монетарному стимулированию инфляционное давление и аномальный взлет цен на недвижимость привели к необходимости смены политики и возвращению ставок, как минимум, в «нейтральную» область. Понимая сопряженные с резкой сменой монетарной политики риски, начиная с весны 2004 года, ФРС планомерно поднимает ставку, при этом, стараясь ясно декларировать свои будущие намерения.

Однако процесс генерирования ликвидности набрал инерцию. Рынок в течение длительного времени просто не замечал роста ставки (хотя ее абсолютный размер по-прежнему не высок). Временной спрэд кривой US Treasures сузился до минимальных значений (спрэд между UST-1 и UST-10 составляет сегодня около 20 б.п.). Избыток свободных денежных средств находится в состоянии непрерывного поиска доходности, обуславливая дальнейшее снижение премий за риск и, как следствие, продолжение роста стоимости финансовых активов.

В настоящее время существует множество вариантов развития ситуации на рынке. Однако, как показали результаты анализа, для целей получения практических выводов относительно направлений среднесрочной политики эмитента/инвестора на рынке достаточно оценить границы, в пределах которых с наибольшей вероятностью будет развиваться ситуация.

### **Умеренно-оптимистический сценарий**

Сценарий рассматривает ситуацию, при которой в 2006-2007 гг. ставка в США остается в окрестности 4%, либо незначительно снижается.

Сценарий возможен в случае сохранения невысоких темпов инфляции при умеренных показателях экономического роста в США, либо (вариант снижения ставки) при переходе американской экономики в состояние стагнации, появлении рисков дефляции. При этом, учитывая серьезные проблемы с чрезмерной активизацией коммерческого кредита и надувания финансового пузыря на рынке недвижимости, мы не рассматриваем возможность возвращения монетарной политики в режим агрессивного стимулирования (т.е. снижения ставки до уровня 2002-2003 гг. - 1-2%) на горизонте 1-2 года.

- По всей видимости, сценарий будет связан с дальнейшим ослаблением американской валюты на фоне проблемы двойного дефицита (учитывая невысокую доходность долларовых активов).
- Ослабление доллара позитивно отразится на показателях торгового баланса США, что в свою очередь будет оказывать сдерживающий эффект на экономику стран - торговых партнеров.
- Ликвидность мировой финансовой системы способна оставаться на уровне, достаточном для обеспечения притока инвестиций на развивающиеся рынки, а уровень спроса - достаточным для поддержания достаточных темпов роста мировой экономики, а также поддержания высоких цен на сырьевые товары.

Сценарий может рассматриваться как наиболее благоприятный для развивающихся рынков в целом и российского рынка в частности. Ключевой риск в данном случае - «перегрев конъюнктуры» в тех или иных сегментах рынка, с риском последующей трансформации в более жесткий «кризисный сценарий».

В рамках данного сценария влияние фактора возрастающих политических рисков, в контексте приближающихся президентских выборов в России, рассматривалось как незначительное.

Оценка предельного уровня снижения доходности в перспективе 1-2 года в рамках сценария близка к оценке полученной для 2005 года: потенциал снижения уровня доходности ОФЗ - 50-90 б.п., облигаций Москвы - 60-100 б.п..

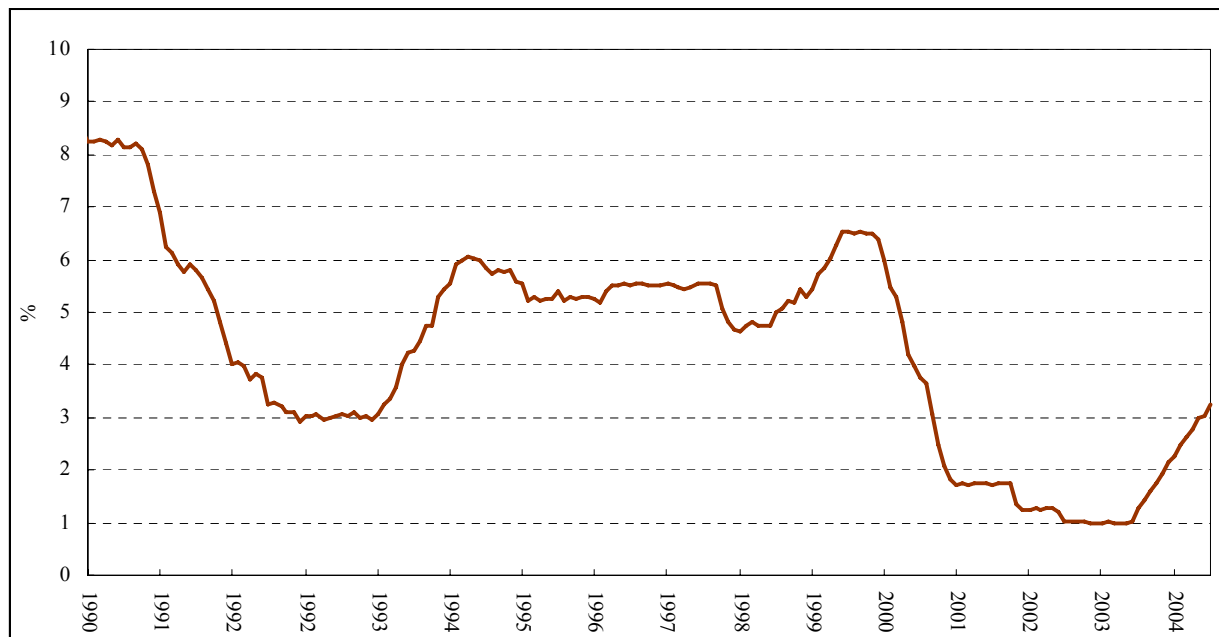
## Умеренно-пессимистический сценарий

*«История не знает благоприятных последствий длительных периодов низких премий за риск».*

*А. Гринспен*

Сценарий рассматривает ситуацию, при которой в 2006-2007 гг. ставка в США продолжает расти до уровня, характерного периоду 1995-2001 гг. (т.е. до начала монетарного стимулирования экономики в 2001 г.), - около 6%.

Рисунок 6. История ставки Fed Funds.



Развитие ситуации по данному сценарию возможно в случае выхода экономики США на стабильные темпы роста и/или сохранения проблем с обузданием роста цен на недвижимость и/или раскручиванием темпов инфляции (способствовать чему может множество факторов: от роста государственных расходов в США до ревальвации национальной валюты КНР).

- Существенный рост ставки в США приведет к росту инвестиционной привлекательности американских облигаций и стимулирует отток капитала с развивающихся рынков.
- Отток капитала приведет к ослаблению национальных валют и расширению суверенных спредов.
- Ослабление национальных валют стимулирует инфляционные процессы в развивающихся странах, что заставит национальные центральные банки принимать меры к ужесточению монетарной политики, в том числе посредством увеличения процентных ставок.
- Рост ставок негативно отразится на внутреннем спросе и экономической активности на развивающихся рынках.
- Спад активности и сокращение спроса в масштабе мировой экономики негативно отразится на конъюнктуре сырьевых рынков.
- Спад экономической активности ухудшит состояние государственных финансов (бюджетов), отразится на кредитоспособности корпоративных заемщиков, особенно имеющих высокую кредитную зависимость и относительно невысокую норму отдачи на капитал, окажет негативное влияние на инвестиционную привлекательность развивающихся рынков в целом.

Данный сценарий предполагает рост ставок базового актива на 2-2,5% относительно текущего уровня. При этом, даже если данный сценарий не приведет к кризисному развитию событий,

можно ожидать расширения суверенного спреда России на 50 б.п. и более. Рост ставки NDF в данной ситуации на уровне 100 б.п. и выше также выглядит вполне обоснованным.

Указанный сценарий может быть дополнен и более серьезными «неприятностями», мотивированными оттоком активов с развивающихся рынков. Например, вполне определенные риски в этой связи связаны с рынком Китая. Как известно, в течение длительного периода времени темпы роста инвестиций там сохраняются на крайне высоком уровне. Сегодня инвестиции в основной капитал формируют около 45% ВВП и около 70% годового прироста валового продукта. При этом показатели отдачи на инвестиции в течение последних 2 лет резко снизились. Данная ситуация представляет дополнительную опасность в условиях выхода экономики Китая на рекордный уровень выданных частному сектору кредитов (более 150% ВВП, что приблизительно на 50% выше, чем, скажем, в таких странах, как Япония или Южная Корея). Высокий уровень «закредитованности» экономики обусловил известную проблему качества долгов (*NPL problem*) в экономике.

Учитывая важнейшую роль Китая в обеспечении повышенного уровня спроса в мировой экономике и в формировании цен на сырьевые товары, даже малейшие признаки кризиса на китайском рынке могут стать дестабилизирующим фактором для мировой финансовой системы.

Результаты оценки возможного роста доходности в рамках умеренно-пессимистического сценария представлены в таблице.

<b>Изменения доходности в 2006-2007 гг. в рамках умеренно-пессимистического сценария</b>	<b>1 год</b>	<b>10 лет</b>
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	+ 200 б.п.	+200-250 б.п.
2. Спред (суверенные еврооблигации к UST аналогичного срока до погашения).	+50 б.п.	+60 б.п.
3. Валютный риск (разница ставок NDF и Libor)	+ 100 б.п.	+100 б.п.
4. Спред инструмента внутреннего рынка (по отношению к еврооблигации)	0 б.п.	0 б.п.
<b>Доходность суверенной рублевой облигации (ОФЗ)</b>	<b>+ 350 б.п.</b>	<b>+ 360 б.п. и выше</b>

Таким образом, сценарий обуславливает рост доходности на внутреннем рынке приблизительно на 3,5-4,0%, т.е. в рамках данного сценария, доходности коротких ОФЗ (1 год) способны выйти на уровень 8-9%, длинных ОФЗ (10 лет) - на уровень 11% и даже выше.

Сегодня возможность роста ставок до 11-12%, на первый взгляд, воспринимается как маловероятный сценарий. В тоже же время, обозначенный уровень доходности приблизительно соответствует росту реальной процентной ставки до 1-2% (при темпах инфляции на уровне 9-10%). Именно такой уровень ставки в «нормальной экономике» трактуется как «экономически нейтральный».

Отдельно следует прокомментировать ситуацию с инфляционными ожиданиями (а именно обоснованности сделанного выше предположения о темпах инфляции на уровне 9-10% в 2006-2007 гг.). Сегодня МЭРТ ставит целью снижение темпов роста потребительских цен до 9,5% в 2006 году и 7-8,5% в 2007 году. Однако до сегодняшнего дня Правительство РФ не преуспело в борьбе с инфляцией (опубликованный прогноз инфляции на 2007 год приблизительно равен прошлогодним планам правительства на текущий год). Учитывая планы дальнейшего роста тарифов ЖКХ в 2006 году, необходимость завершения прочих структурных реформ, растущую монополизацию экономики и одновременно увеличивающиеся социальные обязательства власти на фоне приближения сроков очередных президентских выборов, по всей видимости, Правительство РФ будет и в дальнейшем испытывать сложности с выходом на плановые показатели инфляции. Таким образом, в своих оценках мы ориентировались на верхнюю границу прогноза МЭРТ, скорректированную вверх на 0,5-1,0%.

## **Выводы**

- 1) Мы оцениваем перспективы рынка в период до конца 2005 года как позитивные, с вероятностью дальнейшего снижения уровня доходности рублевого «benchmark» в первой

половине осени в пределах  $\approx 50-100$  б.п., с возможностью ценовой коррекции в 4 квартале на 30-50 б.п.

- 2) Текущее состояние рынка характеризуется наличием рисков, способных реализоваться в 2006-2007 гг.

При этом, имеющийся потенциал снижения доходности облигаций Москвы в перспективе 1-2 года мы также оцениваем как не высокий (на 60-100 б.п.).

В то же время, существуют риски реализации неблагоприятного сценария с перспективой роста доходностей до уровней, соответствующих положительному значению реальной процентной ставки в России, т.е. на 300 - 400 б.п.

- 3) В данной ситуации (в период сохранения текущей конъюнктуры рынка), по нашему мнению, наиболее целесообразной для эмитента является стратегия, направленная на удлинение среднего срока портфеля заимствований, для инвесторов - последовательное сокращение дюрации портфелей по мере приближения рынка к целевым уровням доходности.

Операции на рынке облигаций 8 (095) 795-0611

Руководитель	Коваленко Андрей Владимирович	Kovalenko@moscowdebt.ru
Организация выпусков	Неваленный Владимир Александрович	Nevalenny@moscowdebt.ru
Взаимодействие с рынком	Александров Евгений Игоревич	Evg@moscowdebt.ru

Аналитическая служба 8 (095) 795-0613

Руководитель	Бабенко Евгений Николаевич	Enb@moscowdebt.ru
Финансовые рынки	Михайлов Владимир Геннадиевич	Vgm@moscowdebt.ru
Бюджет и долг	Янсон Юлия Борисовна	Ianson@moscowdebt.ru
Инвестиции	Караваяев Геннадий Иванович	Karavaev@moscowdebt.ru

---

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг. СГУП Мосфинагентство не несет ответственности за действия третьих лиц, совершенные на основе мнения аналитиков, изложенных в данном документе.

Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения задействованных в его создании аналитиков на дату выпуска и могут изменяться с течением времени в зависимости от обстоятельств. Мнение СГУП Мосфинагентство может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном документе.

Хотя мы принимаем все меры для максимальной достоверности исходной информации, использованной в настоящем документе, мы не можем гарантировать ее абсолютную достоверность.

---