



# ЦБ России наверстывает упущенное

## ЧТО СЛУЧИЛОСЬ?

ЦБ в пятницу, 19 июня, в ходе очередного планового заседания пошел на резкую меру, впервые за пять лет снизив ключевую ставку сразу на 100 б.п., до 4,5% (исторический минимум). Следовательно, реальная ставка, или потенциал снижения до отрицательной исходя из годовой инфляции, опустилась до 1,5% - минимум более чем за четыре года. Это разошлось с нашими ожиданиями, поскольку мы прогнозировали постепенное и медленное снижение. Решение ЦБ отчасти обусловлено отставанием по темпам снижения от регуляторов других развивающихся стран, которые в среднем с начала года снизили показатель более чем на 250 б.п.

Глава ЦБ сохранила прежнюю риторику, сообщив о готовности к дальнейшему снижению ставки при условии развития ситуации в соответствии с базовым прогнозом, согласно которому инфляция продолжит снижаться, а во втором квартале резко упадет ВВП.

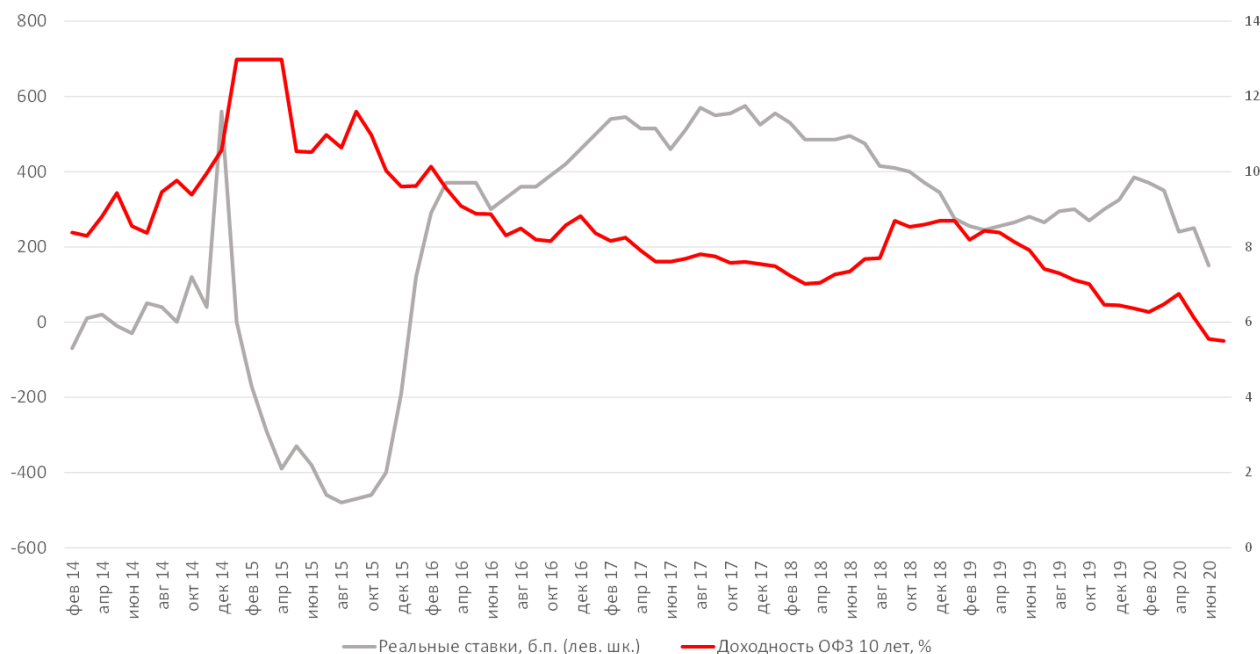
## НАШ ПРОГНОЗ:

Мы считаем, что шаг следующего снижения составит не более 50 б.п. В целом наш прогноз по ключевой ставке до конца года изменен на 3,5% (еще два снижения по 50 б.п. либо ряд более мелких шагов по 25 б.п.), вместо ранее прогнозировавшихся 4,5%. Следовательно, ждем снижения на заседаниях 24 июля, 18 сентября, 23 октября, 18 декабря. Мы считаем, что ЦБ не будет снижать показатель более чем на 150-200 б.п., учитывая желание сохранить реальную ставку положительной. Даже если 12-месячная инфляция замедлится до 2,5% г/г, номинальная ставка не должна опускаться еще на 200 б.п.

## МОМЕНТАЛЬНАЯ РЕАКЦИЯ РЫНКА И НАШЕ ОЖИДАНИЕ ДАЛЬНЕЙШЕЙ ДИНАМИКИ

ОФЗ не в полной мере учитывали такое скорое смягчение монетарных условий и отреагировали ростом котировок на 0,5% в длинном сегменте. Исходя из нашего прогноза на конец года доходность по ОФЗ на среднем участке кривой может составить 4,5%, а на длинном - около 5%, что означает потенциал роста цен в первом случае - 3% и во втором - 10%. Наш прогноз по паре USDRUB на конец года остается #65-67.

## ДИНАМИКА РЕАЛЬНОЙ СТАВКИ В РОССИИ И ДОХОДНОСТИ ОФЗ



Источник: Bloomberg, ITI Capital

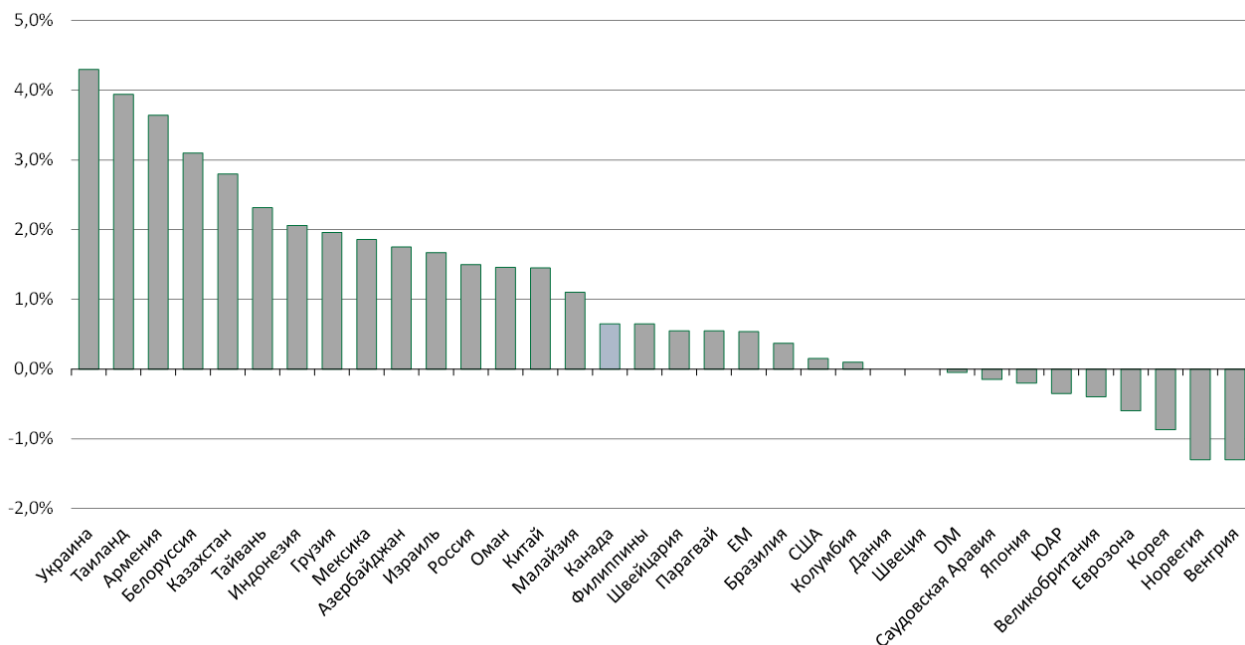
## ПОЧЕМУ ЦБ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН АКТИВНО СНИЖАЮТ И ПРОДОЛЖАТ СНИЖАТЬ СТАВКИ?

### 1. ОГРАНИЧЕННЫЕ ФИСКАЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

С начала года наиболее активное снижение ставок наблюдается среди развивающихся стран, которые в большей степени ограничивают соотношение объема фискального стимулирования для поддержки экономики из-за коронавируса и ВВП. В России это не самый низкий показатель, и с учетом запланированных фискальных расходов до 2021 г. он составит чуть менее 5% от ВВП, что чуть выше чем в других развивающихся странах и вдвое ниже, чем в развитых.

Среди стран лидеров по снижению ключевой ставки - самые уязвимые, находящиеся в зоне наибольшего риска или уже объявившие дефолт. Так, например, Аргентина с начала года снизила ставку больше всех в мире - на 30%, Украина - на 7,5%, Турция - на 3,8%, ЮАР - на 3%, другие страны - примерно на 2%, Россия замыкает топ-10 снижением на 1,8%, что чуть выше среднего показателя по миру.

## ТЕКУЩИЕ РЕАЛЬНЫЕ СТАВКИ В МИРЕ ИСХОДЯ ИЗ ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ

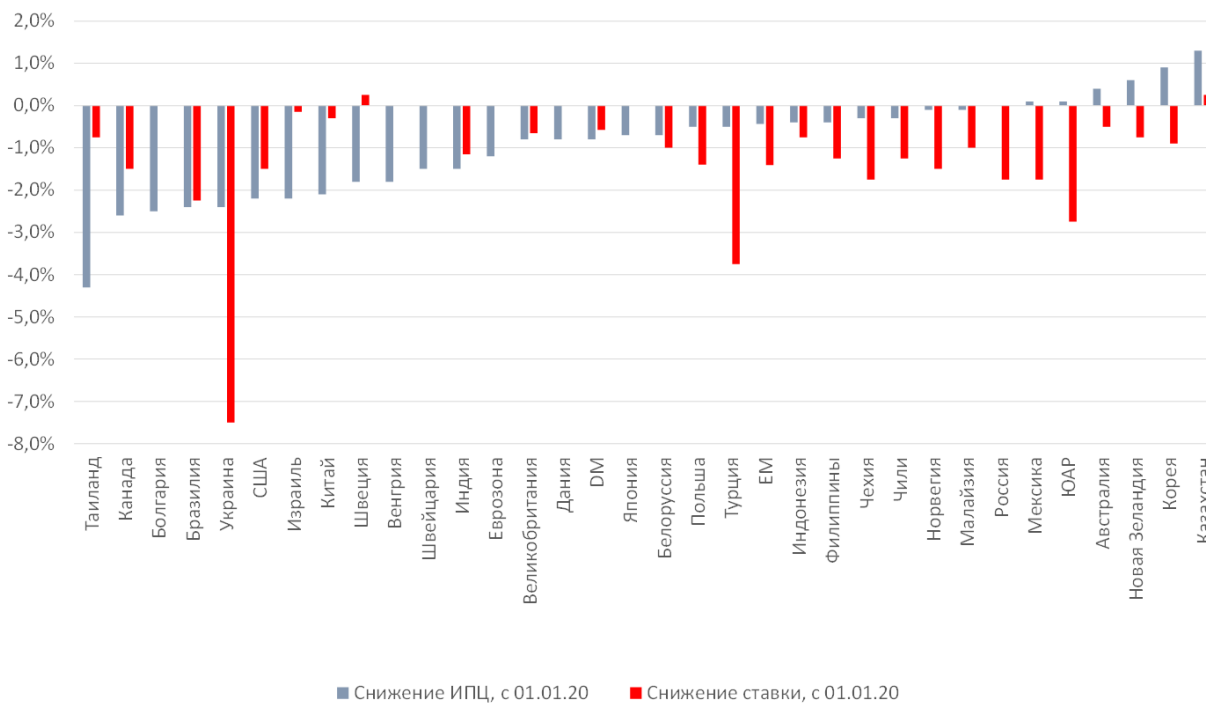


Источник: Bloomberg, ITI Capital

## 2. ГЛОБАЛЬНОЕ ПАДЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Дефляция по всему миру, которая наблюдается с середины 2018 г., существенно ускорилась из-за коронавируса. Так, например, падение инфляции по всему миру с начала года в среднем составило более 1,5% и в основном в развитых странах: Канада (-2,6%), США (-2,2%), Швейцария (-1,5%) и Европа (-1,2%). Таиланд вышел в лидеры по снижению ИПЦ - более 4%. Потребительские расходы без фискального стимулирования будут падать даже при возобновлении экономической деятельности - объем программ помощи экономике по всему миру уже составил порядка \$10 трлн, из которых 70% пришлись на США, Европу и Японию. Что важно, и о чем мало говорит ЦБ - это резкий рост производственных цен до уровня начала 2019 г., что не мультиплицируется в потребительскую инфляцию из-за падения импорта, денежных доходов и реальной потребительской способности в будущем.

## ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ С НАЧАЛА ГОДА



Источник: Bloomberg, ITI Capital

## ДРУГИЕ ВАЖНЫЕ КОММЕНТАРИИ НА ПРЕСС-КОНФЕРЕНЦИИ:

**Пересмотр нейтральной ставки:** ЦБ не исключает, что скорректирует свое мнение по вопросу нейтрального диапазона (сейчас составляет 2-3%) в рамках публикации июльского макроэкономического бюллетеня. В то же время регулятор призывает не ждать резких колебаний, а нейтральная ставка ниже 5% не рассматривается.

**Реальная ставка сохранится положительной:** Переход в зону отрицательных реальных ставок по-прежнему не прогнозируется. Методика расчета реальной ставки у регулятора базируется на ожидаемой инфляции в ближайшие 12 месяцев.

**Инфляция как ключевой индикатор:** Дезинфляционные факторы продолжают превалировать, и их влияние будет довлеющим и в дальнейшем. В августе и сентябре также допускается сезонная дефляция из-за падения цен на плодоовощную продукцию. В то же время годовая инфляция в следующие месяцы может повышаться за счет эффекта низкой базы. По оценке ЦБ, пик такого роста может быть достигнут в феврале 2021 г. Уточненный экономический прогноз, включающий ожидаемый в ближайший год индекс потребительских цен, будет дан в рамках следующего опорного заседания 24 июля.

**Ставки будут сохраняться низкими по крайней мере до конца 2021 г.**

Стратегия Банка России в области процентных ставок в дальнейшем по-прежнему будет опираться на актуальный баланс значимых факторов. Регулятор пока не готов анонсировать окончание цикла смягчения монетарных условий. Напротив, он дал четкий сигнал к возможному дальнейшему снижению ставки. В то же время в будущем столь большой шаг снижения маловероятен, поскольку он скорее относится к "нестандартным" мерам. Длительность проведения стимулирующей монетарной политики будет в том числе зависеть от действий глобальных ЦБ. Таким образом, ЦБ может указывать на то, что низкие ставки в России сохранятся как минимум в ближайшие полтора года.

**Долговая политика России.** Минфин имеет возможности для наращивания государственных заимствований. Банк России не видит сложностей с реализацией программы привлечения средств и находит комфортной текущую стоимость долга.

**Прогноз по экономике.** Падение ВВП во 2К превзойдет первоначальный прогноз в 8% из-за более длительного воздействия ограничительных мер. В то же время регулятор не ждет сокращения экономики более чем на 10%.

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Алексей Салтыков | Руководитель управления торговых операций | [Alexey.Saltykov@iticapital.com](mailto:Alexey.Saltykov@iticapital.com)

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Кирилл Сосов | Аналитик | [Kirill.Sosov@iticapital.com](mailto:Kirill.Sosov@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>