

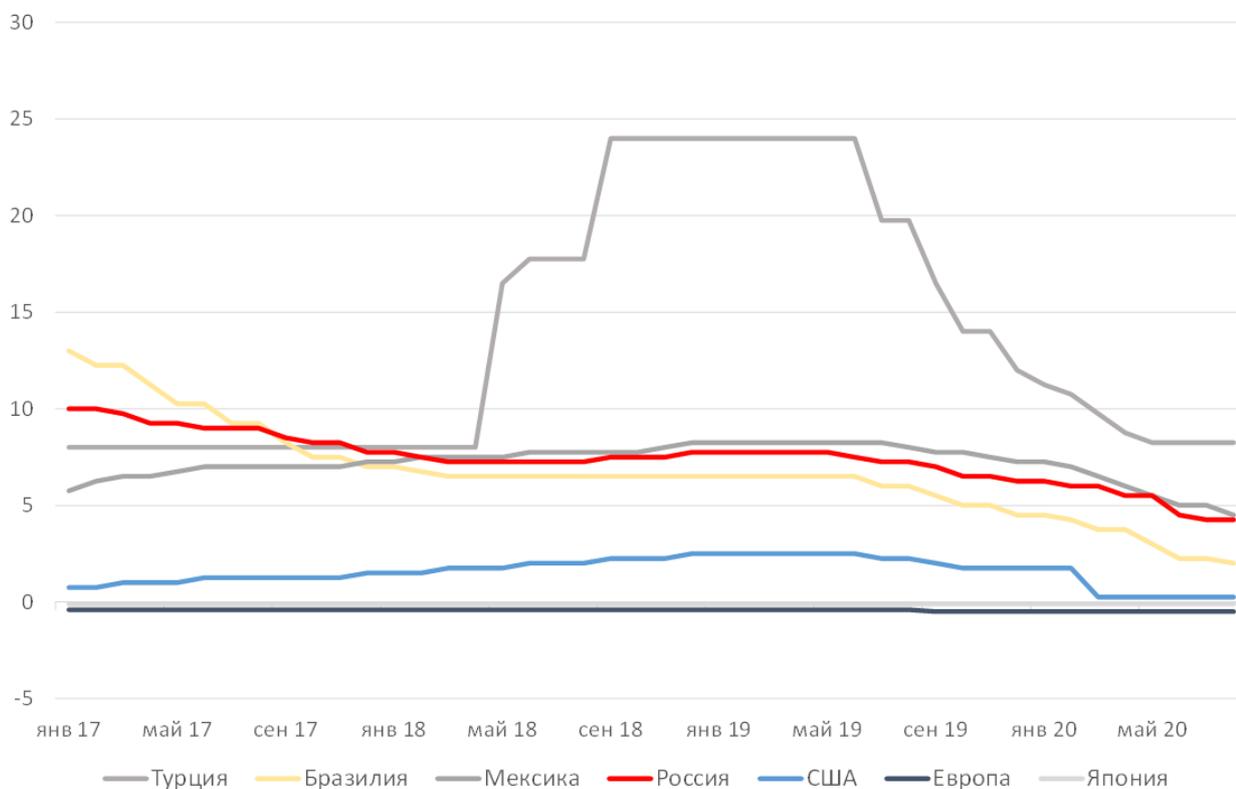


Предварительный комментарий к заседанию ЦБ России

НАШ БАЗОВЫЙ ПРОГНОЗ

В пятницу, 18 сентября, состоится первое после летнего перерыва заседание ЦБ России по вопросам денежно-кредитной политики (ДКП). Участники рынка на этот раз практически единогласны. Мы, соглашаясь с мнением большинства, считаем, что регулятор сохранит ключевую ставку на текущем уровне, -4,25%. Ниже мы приведем доводы в пользу такого решения. В то же время мы по-прежнему считаем, что цикл смягчения монетарной политики не подошел к концу, что также соотносится с недавней риторикой представителей ЦБ. На наш взгляд, оставшееся пространство для смягчения можно оценить в 50 б.п., и регулятор, скорее всего, им воспользуется по мере стабилизации рыночной конъюнктуры как внутри страны, так за рубежом. Мы ожидаем, что завершающий этап текущего цикла монетарного стимулирования будет с большой долей вероятности завершен в 1К21 (См. наш обновленный базовый прогноз в обзоре ["Рубль на качелях геополитики: держитесь крепче"](#)). Это означает достижение ключевой ставкой нашей целевого показателя - 3,75%. Что еще более важно, политика, по ожиданию ЦБ, при прочих равных условиях останется стимулирующей как минимум до конца следующего года.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ, %



Источник: ITI Capital, Bloomberg

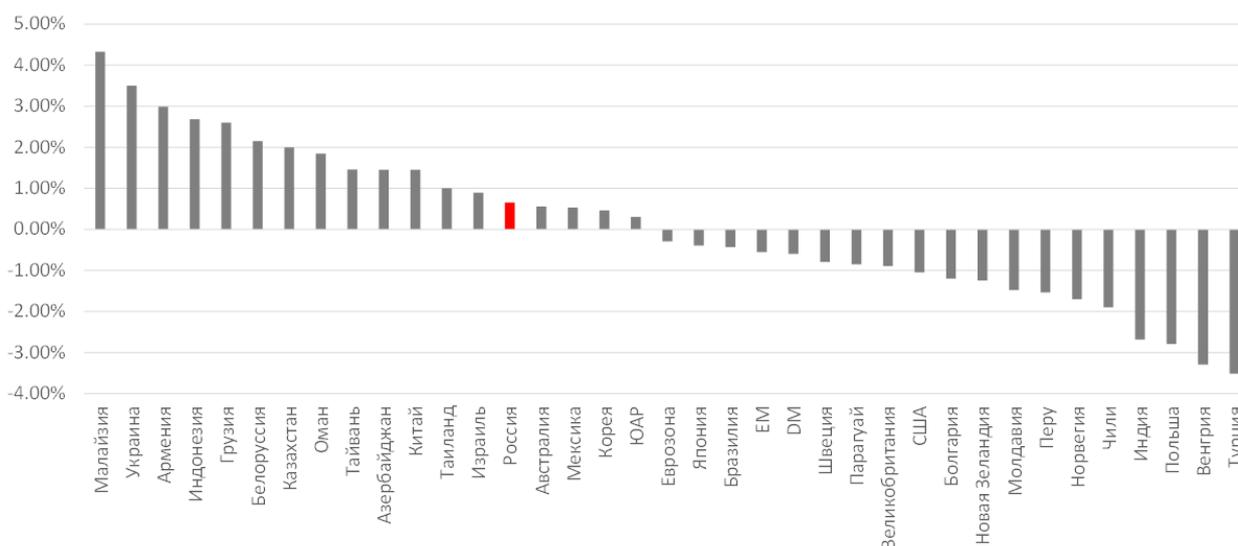
СПИСОК КЛЮЧЕВЫХ ФАКТОРОВ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЯ В ПОЛЬЗУ СОХРАНЕНИЯ СТАВКИ:

- Влияние дезинфляционных факторов в последнее время уменьшилось, что также отмечает ЦБ. Темпы роста цен в августе - начале сентября оказались выше ожиданий регулятора в том числе из-за очередного этапа ослабления рубля. По итогам августа годовая инфляция ускорилась до 3,6% вместо традиционно наблюдаемой дефляции в предыдущие годы.
- Глобальный скачок инфляции по всему миру и падение реальной ставки. Август стал точкой разворота не только в России, но и в мире, ввиду вливания в мировую экономику \$17 трлн ликвидности посредством монетарного и фискального стимулирования, что привело к росту балансовой стоимости активов Центробанков G7 с начала пандемии с \$20 трлн до \$26 трлн. В США инфляция в августе составила 1,6%, аннуализированный показатель за три месяца - 5%.
- Большинство развивающихся стран (EM), в частности Бразилия, Мексика, Индонезия, Южная Африка и Турция, не планирует снижать ключевую ставку на ближайших заседаниях, так как во многих странах реальная ставка находится около нуля или ниже. В России (0,7%) ситуация кардинально поменялась с

приходом коронавируса. Самая сложная ситуация в Турции, ЦБ которой раньше других стран EM остановил цикл снижения ключевой ставки, и сейчас ожидается ее рост.

- Средняя реальная ставка у развивающихся стран (-0,7%) впервые за десятки лет сравнялась с развитыми.

ТЕКУЩИЕ РЕАЛЬНЫЕ СТАВКИ В МИРЕ



Источник: ITI Capital, Bloomberg

- Картина геополитических рисков для России значительно изменилась с последнего заседания ЦБ в конце июля. Существенно вырос риск санкций, которые могут ввести в случае вмешательства России в ситуацию в Белоруссии, а также из-за отравления Новичком Алексея Навального. Выросли риски санкций против Северного потока-2. Ограничительные меры могут увеличить давление на национальную валюту, и так ставшую аутсайдером по динамике среди валют EM в последние недели.
- Текущая доходность ОФЗ уже и без того достаточно низкая (в сравнении с историческими данными) и не способствует активному притоку инвестиций, прежде всего с иностранных счетов. При этом потребности заимствования Минфина заметно возросли из-за необходимости компенсации выпадающих доходов бюджета.
- Волатильность на глобальных рынках растет по мере приближения даты президентских выборов в США. Худший исход для России в плане санкций - победа Байдена, который сохраняет лидерство, согласно последним опросам.

СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ ОФЗ И БЛИЖАЙШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

- Динамика локального долгового рынка в последние недели обусловлена преобладанием геополитических факторов, которые оказывают негативное влияние на цены гособлигаций и сдерживают спрос иностранных инвесторов.

Длинные выпуски ОФЗ с конца весны, когда были достигнуты ценовые максимумы, подешевели в среднем на 9%. В частности, примерно половина потерь была вызвана именно усилением санкционной риторики. Дополнительным негативным фактором стало давление первичного рынка на доходность бондов, а именно заметно возросшие потребности Минфина в наращивании внутреннего госдолга. Недавно обновленная программа заимствований до конца 2020 г. предполагает более чем двукратный рост привлекаемых средств (до 5,4 трлн руб.) относительно ранее приведенных ориентиров. Как следствие, максимальная ставка вдоль кривой достигла примерно 6,5%, а общий наклон превысил ранее исторические максимумы (порядка 250 б.п.).

- Нам пришлось занять более осторожную позицию в отношении перспектив ОФЗ в ближайшие месяцы. Мы пересмотрели первоначальные рекомендации в плане снижения доходности длинных "классических" выпусков и временно не рекомендуем наращивать позиции в данных инструментах, поскольку они подвержены максимальной волатильности.
- В то же время, принимая во внимание базовый прогноз "Основных направлений денежно-кредитной политики на 2021-2023 гг.", подразумевающий сохранение стимулирующих монетарных условий как минимум на протяжении всего следующего года, текущий наклон кривой вполне вероятно может оказаться чрезмерным по мере снижения геополитических рисков. Мы не исключаем, что российский регулятор вернется к финальному этапу цикла смягчения ДКП уже в начале 2021 г. и в итоге опустит ключевую ставку до исторического минимума в 3,75%.

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Кирилл Сосов | Аналитик | Kirill.Sosov@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | 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/>