



Предварительный комментарий к заседанию ЦБ России: уверенное восхождение на вершину

НАШ БАЗОВЫЙ ПРОГНОЗ: ПОВЫШЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ПО 25 Б. П. В ОКТЯБРЕ И ДЕКАБРЕ

В следующую пятницу, 22 октября, пройдет последнее в этом году **опорное** заседание Банка России по ключевой ставке. Оно будет сопровождаться публикацией обновленного среднесрочного макроэкономического прогноза, который приобретает особенную важность в свете резко увеличившейся неопределенности дальнейшего развития ситуации в экономике. Все последние заседания регулятора с начала весны завершались повышением ключевой ставки на величину от 25 б. п. до 100 б. п., отражая продолжающийся разгон инфляции. При этом практически каждый раз ожидаемые Банком России сроки возврата инфляции к цели смещались на более поздний период, что требовало внесения заметных корректировок в прогноз. Во время последнего заседания в сентябре ЦБ не стал смягчать риторику, сделав ее еще более "ястребиной" и заявив о возможности дальнейших повышений ставки в ближайшие месяцы.

Инфляционная картина за это время существенно ухудшилась. Уже третью неделю подряд Росстат фиксирует рекордный для этого времени года прирост потребительских цен (на 0,29%; 0,26%; 0,22% в неделю соответственно), что вывело показатель годовой инфляции на новый пик в 7,63% (максимум с 2016 г.) по состоянию на 11 октября. Обновленный макропрогноз правительства предусматривает инфляцию на конец года на уровне 7,4%, и ожидать от ЦБ существенно меньшего прогноза инфляции сейчас трудно.

Выступления руководителей Банка России накануне недели "тишины" указывают на приверженность регулятора ранее заданным приоритетам и готовность к активной борьбе с инфляцией инструментами монетарной политики. В этом контексте абсолютно очевидно, что ставка на следующей неделе будет повышена. Участники рынка полностью разделяют данный тезис, в большинстве своем склоняясь к более резкому ужесточению на 50 б. п.

Наш базовый прогноз пока по-прежнему предполагает более аккуратные (тактические) действия, в виде повышения ставки до 7% (+25 б. п.) на следующем заседании. Данный прогноз основывается на том, что руководители ЦБ на прошлой встрече обосновывали важность перехода к "тонкой" настройке денежно-кредитной политики (ДКП) в текущей ситуации. Поскольку точно спрогнозировать сейчас пик инфляции достаточно сложно, то резкие шаги по "закручиванию гаек" выглядят слишком рискованными. Более

того, последний скачок инфляции был в основном спровоцирован динамикой цен продовольственных товаров (особенно плодоовощной продукции) на фоне ранних холодов. В то же время гораздо более важная структурная компонента - непродовольственная инфляция - постепенно замедляется.

Также в недавно опубликованном ежемесячном бюллетене ЦБ отмечается, что эффект от проводимой ДКП только начинает проявляться в динамике инфляционных ожиданий и пока не оказывает значимого влияния на цены. Поэтому логично предположить, что регулятор продолжит поступательно повышать ставку стандартным шагом, сохраняя "ястребиную" риторику относительно дальнейших действий. Подобная тактика позволит оставить пространство для маневра, одновременно давая возможность оценки эффективности уже принятых мер. Иными словами, скорее всего, декабрьское заседание по монетарной политике также закончится повышением ставки на 25 б. п., до 7,25%. Однозначно утверждать, станет ли это пиком в текущем цикле ДКП, пока нельзя. Первое заседание в 2022 г. намечено лишь на 11 февраля, то есть пройдет достаточно большой период времени, за который может реализоваться (либо не реализоваться) целый ряд факторов как внутренней, так и глобальной повестки.

ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В РОССИИ



Источник: Банк России, ITI Capital

ДИНАМИКА ДОЛГОВОГО РЫНКА В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ

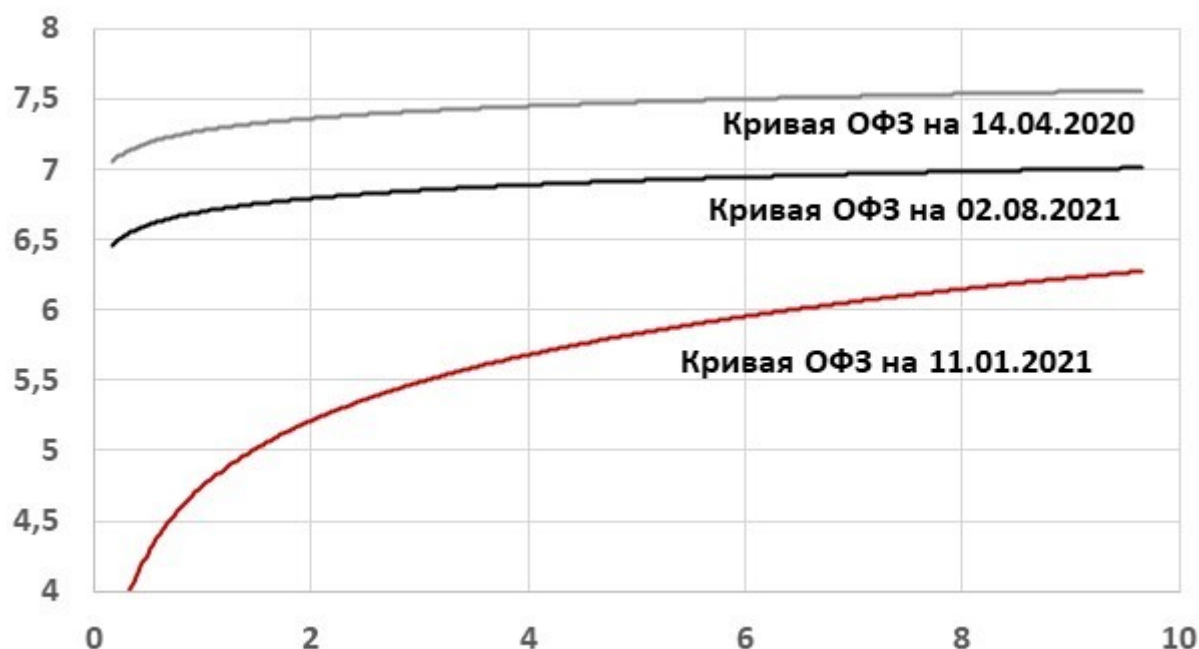
С начала августа растущий тренд на рынке ОФЗ, который сформировался

в июле, вновь был переломлен. Заметное влияние на рынок оказывало глобальное ослабление аппетита к риску из-за усилившихся ожиданий более раннего, чем ожидалось, сворачивания стимулирующих мер ФРС США и роста доходности американских казначейских облигаций.

К концу месяца уверенности продавцам стали добавлять и внутренний факторы - неожиданно в период традиционной сезонной дефляции в России потребительские цены вернулись к росту. Годовая инфляция вновь стала разгоняться и превысила июньские максимумы, которые, как тогда ожидал регулятор, должны были оказаться пиковыми значениями. Рынок начал пересматривать свои ожидания относительно дальнейшей траектории ключевой ставки, а надежды на скорый разворот в цикле ДКП стали таять на глазах.

ОФЗ продолжили дешеветь, причем основной рост доходностей закономерно пришелся на короткий сегмент. Средний и дальний отрезки держались весьма уверенно, не без поддержки иностранных инвесторов, продолжавших увеличивать позиции в рублевых гособлигациях после резкого повышения ключевой ставки в июле (по итогам сентября их доля возросла до 21%). Во второй половине сентября инфляционная спираль стала еще сильнее раскручиваться, провоцируя новую волну распродаж гособлигаций и рост ставок на ближнем отрезке суверенной кривой. В целом на отрезке до 10 лет кривая приобрела практически плоскую форму, а общий перепад ставок оказался на минимуме за год.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ОФЗ



Источник: Мосбиржа, ITI Capital

ОФЗ: ЕСТЬ ЛИ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Абсолютные значения доходности ОФЗ существенно увеличились за последние пару месяцев, достигнув уровней, на которых последний раз находились в конце марта 2020 г. - периода начала пандемии, повсеместных ограничительных мер и скачка глобальной волатильности. Так, доходность коротких выпусков повысилась на 60-70 б. п., в то время как среднесрочных и длинных облигаций - примерно на 50 б. п.

Можно предположить, что отдельным категориям инвесторов данные ценовые уровни уже покажутся привлекательными для наращивания длинных позиций. **С нашей точки зрения, момент для покупки гособлигаций еще не наступил.**

Еще в конце лета, мы, как и большинство участников рынка, ожидали скорого разворота цикла нормализации монетарной политики, что в сочетании с замедляющейся инфляцией и устойчивостью национальной валюты, делало привлекательным покупку "классических" ОФЗ длинной и средней дюрации.

В реальности картина оказалась принципиально иной. Прогнозы по замедлению инфляции (причем не только в России, но и мировой) пока не оправдываются. Напротив, мы наблюдаем очередной скачок потребительских цен в России. При этом сложно представить, что недавний взрывной рост цен на сырье (прежде всего, это газ, уголь, нефть) не окажет отложенного инфляционного влияния на стоимость широкого спектра товаров и услуг по всему миру.

А следовательно планы Банка России по возврату инфляции в диапазон 4-4,5% в следующем году в реальности могут потребовать больше времени и вызовут необходимость дальнейшего повышения ключевой ставки (то есть выше 7,25%, прогнозируемого нами на конец 2021 г.). Помимо прочих факторов стоит помнить о сохраняющихся геополитических рисках, а именно о возможном введении ограничений на операции с госдолгом на вторичном рынке для американских инвесторов.

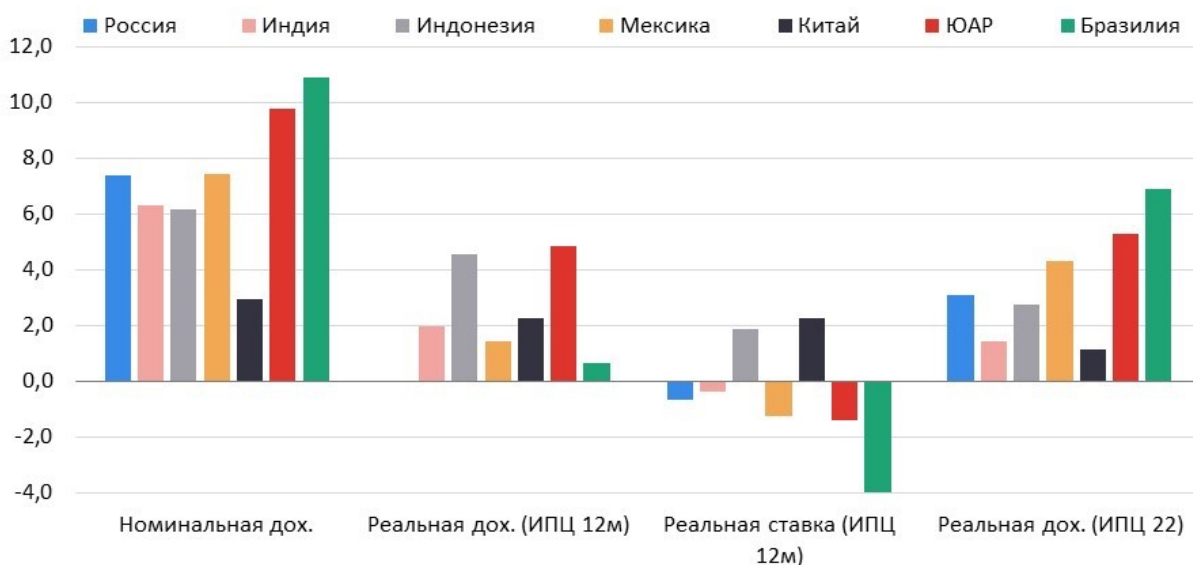
Пока несмотря на все действия ЦБ по сдерживанию инфляции и переходу к умеренно-жесткой ДКП, реальная ставка в России (исходя из накопленной инфляции за 12 месяцев) на протяжении всего периода с начала 2021 г. находится в отрицательной зоне. При этом реальная доходность 10-летних ОФЗ в течение последнего месяца также стала негативной. В абсолютном выражении доходность 10-летнего выпуска сравнялась с локальными гособлигациями Мексики (главным образом за счет динамики последних), хотя еще недавно у нее была премия в 30-60 б. п. из-за санкционных рисков.

В то же время фактическая инфляция в Мексике даже с учетом повышательного тренда находится на уровне 6%. Еще более привлекательно с точки зрения соотношения текущих монетарных параметров выглядят долги в локальных валютах Индии, Индонезии и особенно ЮАР, даже при том, что абсолютная доходность на двух первых рынках ниже, чем в России.

Если учитывать прогнозы инфляции на конец 2022 г. (по данным МВФ за октябрь 2021 г.), реальная доходность госдолга России выше Индии и Индонезии, но уступает бумагам Мексики, ЮАР и Бразилии.

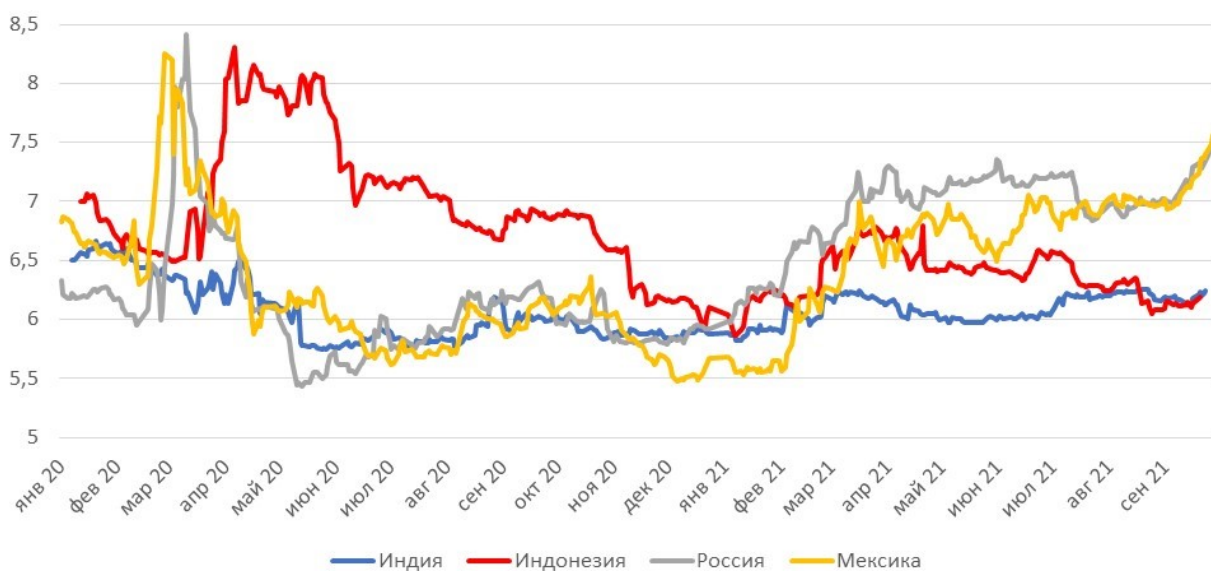
Привлекательность рублевого госдолга для нерезидентов поддерживается перспективами укрепления рубля (по крайней мере, в краткосрочной перспективе), при условии, что ЦБ удастся достаточно быстро восстановить контроль за инфляцией.

ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ, ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ С УЧЕТОМ НАКОПЛЕННОЙ И ПРОГНОЗИРУЕМОЙ ИНФЛЯЦИИ НА КОНЕЦ 2022 Г.,%



Источник: Bloomberg, МВФ, ITI Capital

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ, %



Источник: Bloomberg, ITI Capital

Таким образом, мы пока рекомендуем занять наблюдательную позицию в отношении российских гособлигаций. Активно покупать "классические" выпуски стоит по мере появления признаков устойчивого замедления инфляции и понимания сроков окончания нормализации ДКП. В текущий момент при

необходимости инвестирования в ОФЗ интерес могут представлять бумаги с плавающим купоном, к примеру инфляционные линкеры.

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

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@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/>