

aigenis ИНВЕСТИЦИОННАЯ
КОМПАНИЯ



INFO@AIGENIS.RU
+7 (495) 21 21 101

РЫНОК ОФЗ: БЮДЖЕТНОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ НА МАКСИМАЛКАХ

АНАЛИЗ РЫНКА ОФЗ

ПРОГНОЗЫ ПО 4 СЦЕНАРИЯМ

НОВЫЕ ПАРАМЕТРЫ БЮДЖЕТА ДО 2027

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И КАРТА РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

В новых параметрах федерального бюджета РФ до 2027 года, обращает на себя внимание расширение дефицита на всем горизонте планирования (в сравнении с действующим законом о бюджете). В этом году планируется увеличение дефицита почти на 1,2 трлн. рублей, это увеличивает проинфляционные риски. Также отметим резкий рост объема чистых заимствований в 2025 - 2027 годах по сравнению с 2024 годом - до 3,3 - 3,6 трлн. рублей, что в условиях сохранения жесткой денежно-кредитной политики кажется трудновыполнимой задачей.

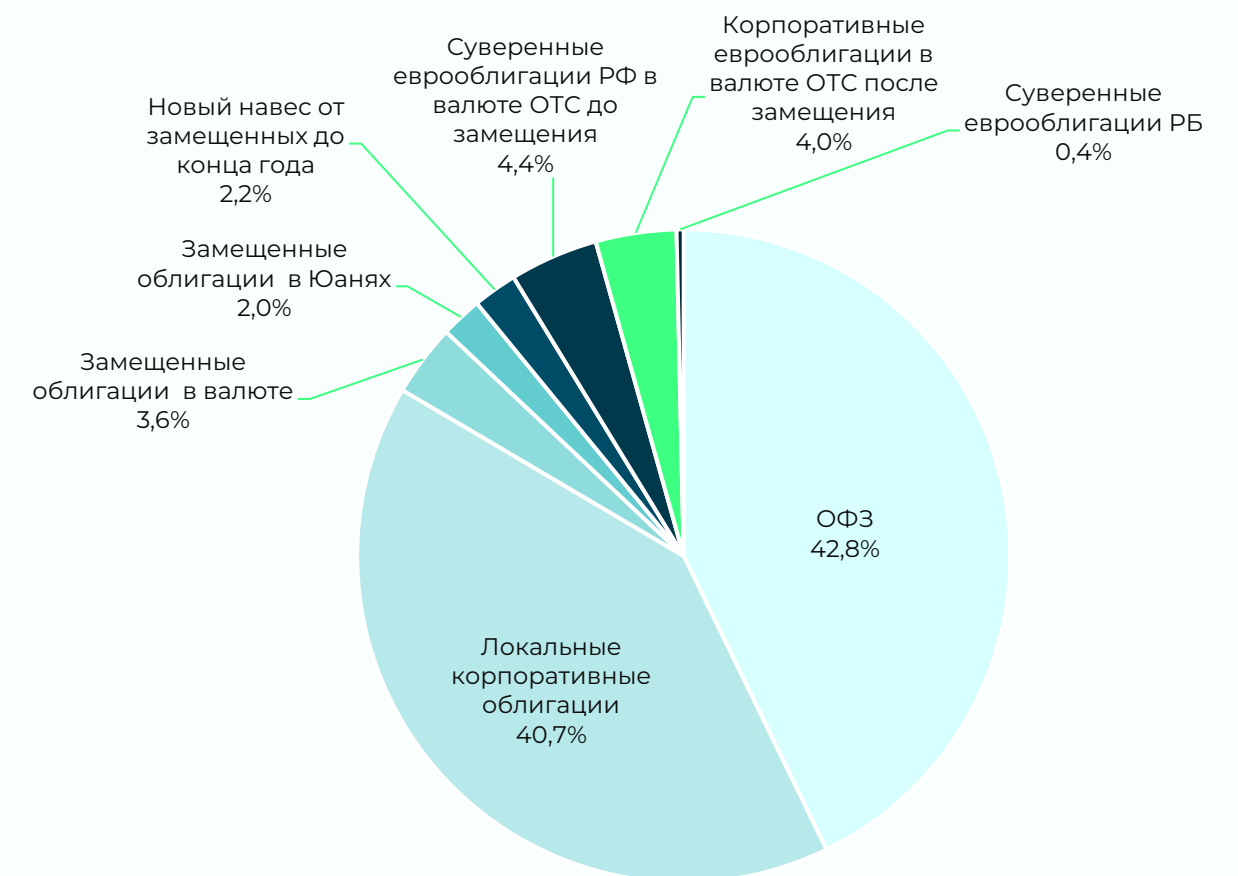
Полагаем, что Банк России на заседании 25 октября при пересмотре уровня ключевой ставки будет учитывать новые параметры бюджета. Кроме подъема ставки до 20% не исключаем пересмотра вверх траектории средних значений будущей инфляции и ключевой ставки. Также способствовать росту доходностей на долговом рынке будет масштабная программа размещения ОФЗ в IV квартале 2024 г. в размере 2400,0 млрд. Эти факторы будут оказывать давление на котировки ОФЗ и далее.

Вместе с тем, для оценки привлекательности инвестиций в ОФЗ мы используем 4 сценария, предложенные Банком России, и в каждом сценарии приводим наш прогноз по траектории ключевой ставки:

- В базовом сценарии мы ожидаем сохранения жесткой ДКП до конца года и смягчения ДКП до окончания 2025 года.
- В дезинфляционном сценарии (растущее предложение покрывает высокий внутренний спрос) Банк России перейдет к снижению ключевой ставки раньше, чем заложено в базовом сценарии и рынком.
- В проинфляционном сценарии (расширение внутреннего спроса) потребуется более жесткая ДКП для сдерживания инфляции, чем ожидает рынок.
- В рисковом сценарии (глобальный кризис) для возвращения инфляции к цели Банк России заметно ужесточит ДКП. Инфляция приблизится к цели только в конце прогнозного горизонта.

Прогноз Айгенис	28 окт 2024	23 дек 2024	2025	2026	2027
Ключевая ставка, %	20,0	20,0	15,5 - 17	9,5-10,5	7,5-8,5
Прогноз Айгенис	28 окт 2024	23 дек 2024	2025	2026	2027
Ключевая ставка, %	20,0	20,0	11,5-13,5	8,5-9,5	7,5-8,5
Прогноз Айгенис	28 окт 2024	23 дек 2024	2025	2026	2027
Ключевая ставка, %	20,0	21,0	17,5 - 19,5	12,0-13,0	8,5-9,5
Прогноз Айгенис	28 окт 2024	23 дек 2024	2025	2026	2027
Ключевая ставка, %	20,0	22,0	22,0 - 24,0	16,0-17,0	7,5-8,5

Инструменты	Валюта	Текущая доходность к погашению, %
ВДО	Рубли	24
Корпоративные облигации выше А-	Рубли	20,6
Муниципальные	Рубли	19,6
ОФЗ (до 3 лет)	Рубли	19,5
Денежный рынок	Рубли	18,8
ОФЗ (до 5 лет)	Рубли	18,3
ОФЗ (до 10 лет)	Рубли	17,0
ОФЗ (свыше 10 лет)	Рубли	16,4
Замещающие в юанях	Юани	12,2
Замещающие в валюте	Доллары/Евро	11,8
Внешний рынок ОТС		
Суверенные еврооблигации РБ	Доллары	31
Газпром корпоративные еврооблигации	Доллары/Евро	22
Корпоративные еврооблигации РФ	Доллары	19
ЛАТАМ суверенные еврооблигации ВДО	Доллары	14,8
ЛАТАМ корп еврооблигации ВДО	Доллары/Евро	14,2
Суверенные еврооблигации РФ with RU ticker	Доллары/Евро	14
Суверенные еврооблигации СНГ	Доллары	12,5
Западная Европа Еврооблигации ВДО	Доллары/Евро	12,5
DM Corp & FI NY	Доллары/Евро	12,1
Суверенные еврооблигации РФ with XS ticker	Доллары/Евро	11,5
Суверенные еврооблигации Африки	Доллары/Евро	9,4



ПРОГНОЗ ДОХОДНОСТИ ОТ ИНВЕСТИЦИЙ В ОФЗ В % ГОДОВЫХ НА ГОРИЗОНТЕ ДО КОНЦА 2025 ГОДА В РАЗНЫХ СЦЕНАРИЯХ

НАИБОЛЕЕ ИНТЕРЕСНЫЕ ДЛИННЫЕ ОФЗ ПРИ СНИЖЕНИИ СТАВОК

Прогноз доходности от инвестиций в ОФЗ в % годовых на горизонте до конца 2025 года в разных сценариях

Выпуск ОФЗ	ISIN	Погашение	Срок до погашения, лет	Доходность к погашению, %	Цена, %	Купон, % год	Базовый	Дезинфляционный	Проинфляционный	Рисковый
ОФЗ 26243	RU000A106E90	19.05.2038	13,62	17,01	64,66	9,80	27,52	39,12	11,73	7,98
ОФЗ 26230	RU000A100EF5	16.03.2039	14,44	16,55	54,04	7,70	29,73	43,43	11,46	7,19
ОФЗ 26240	RU000A103BR0	30.07.2036	11,82	16,71	52,64	7,00	28,78	41,19	11,67	7,57

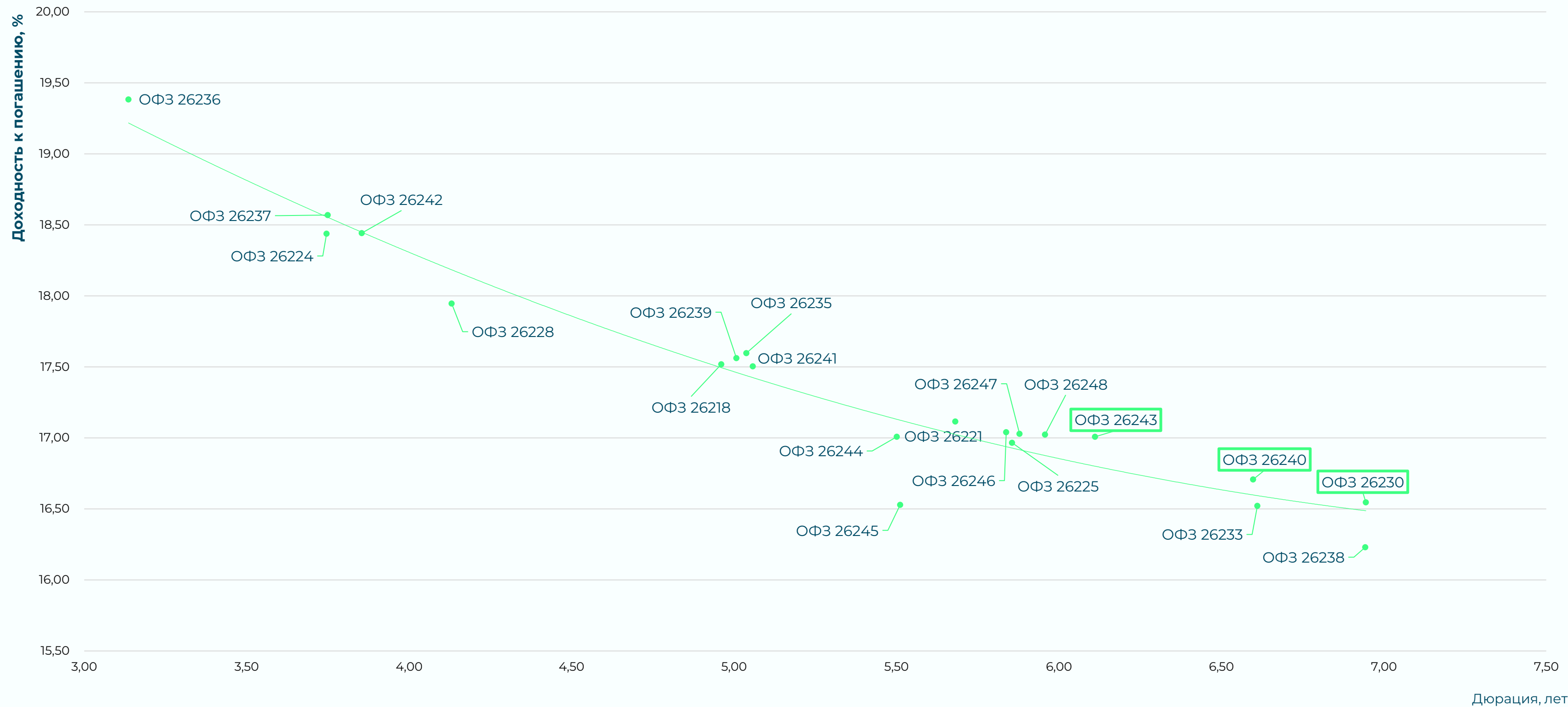
ПРОГНОЗ ЦЕНОВОЙ ДИНАМИКИ ПО КАЖДОМУ ВЫПУСКУ ОФЗ

ОФЗ 26243				
Прогноз динамики цены в % в разных сценариях				
Дата	Базовый	Дезинфляционный	Проинфляционный	Рисковый
08.10.2024	64,61	64,61	64,60	64,63
31.12.2024	63,31	65,08	63,36	61,60
31.03.2025	66,44	70,21	60,41	58,31
30.06.2025	71,33	77,98	59,17	56,16
30.09.2025	75,10	84,74	60,29	56,02
31.12.2025	75,57	85,26	62,35	59,25

ОФЗ 26230				
Прогноз динамики цены в % в разных сценариях				
Дата	Базовый	Дезинфляционный	Проинфляционный	Рисковый
08.10.2024	54,00	53,99	53,99	54,01
31.12.2024	52,81	54,42	52,86	51,27
31.03.2025	55,76	59,21	50,30	48,41
30.06.2025	60,25	66,43	49,16	46,46
30.09.2025	63,85	72,89	50,28	46,45
31.12.2025	64,32	73,43	52,14	49,32

ОФЗ 26240				
Прогноз динамики цены в % в разных сценариях				
Дата	Базовый	Дезинфляционный	Проинфляционный	Рисковый
08.10.2024	52,61	52,60	52,59	52,61
31.12.2024	51,66	53,17	51,70	50,19
31.03.2025	54,56	57,77	49,39	47,57
30.06.2025	58,93	64,58	48,50	45,89
30.09.2025	62,37	70,52	49,69	46,01
31.12.2025	62,99	71,17	51,69	49,00

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ОФЗ (ДЮРАЦИЯ БОЛЕЕ 3-Х ЛЕТ)



СЦЕНАРИИ И ПРОГНОЗ ДИНАМИКИ ДОХОДНОСТИ ДЛИННЫХ ОФЗ

В проекте основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов Банк России рассмотрел три альтернативных прогнозных сценария в дополнение к базовому. В любом из сценариев денежно-кредитная политика будет направлена на достижение инфляции вблизи 4%. Наш прогноз динамики доходностей ОФЗ основан на указанных сценариях, ниже графически и в цифрах показана динамика ОФЗ в предположении реализации каждого из сценариев с учетом прогнозной траектории ключевой ставки, инфляции и других макроэкономических параметров.

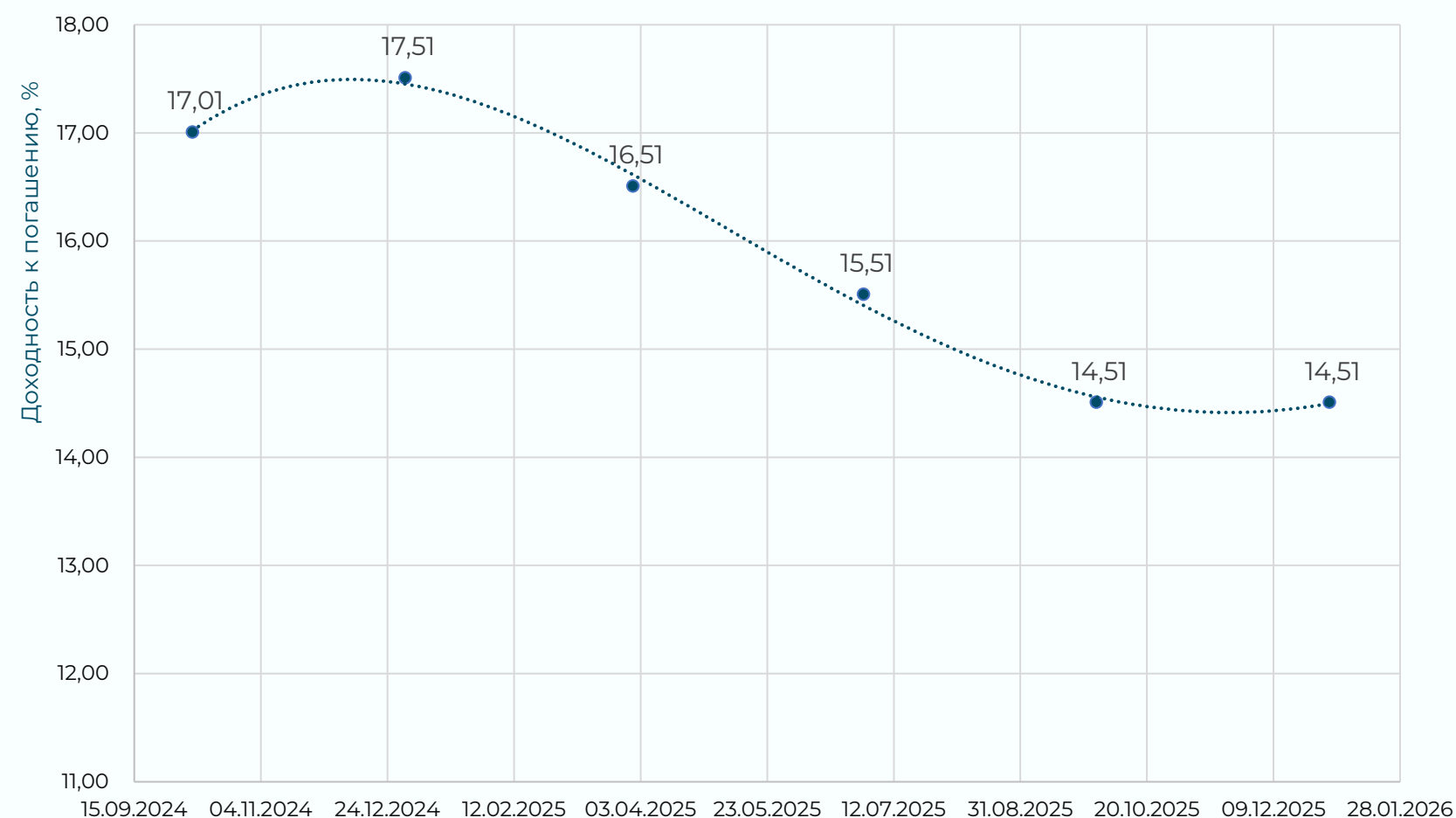
ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

	2024	2025	2026	2027
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	6,5–7,0	4,0–4,5	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	16,9–17,4	14,0–16,0	10,0–11,0	7,5–8,5
Прогноз Айгенис				
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,32	15,5 - 17	9,5–10,5	7,5–8,5

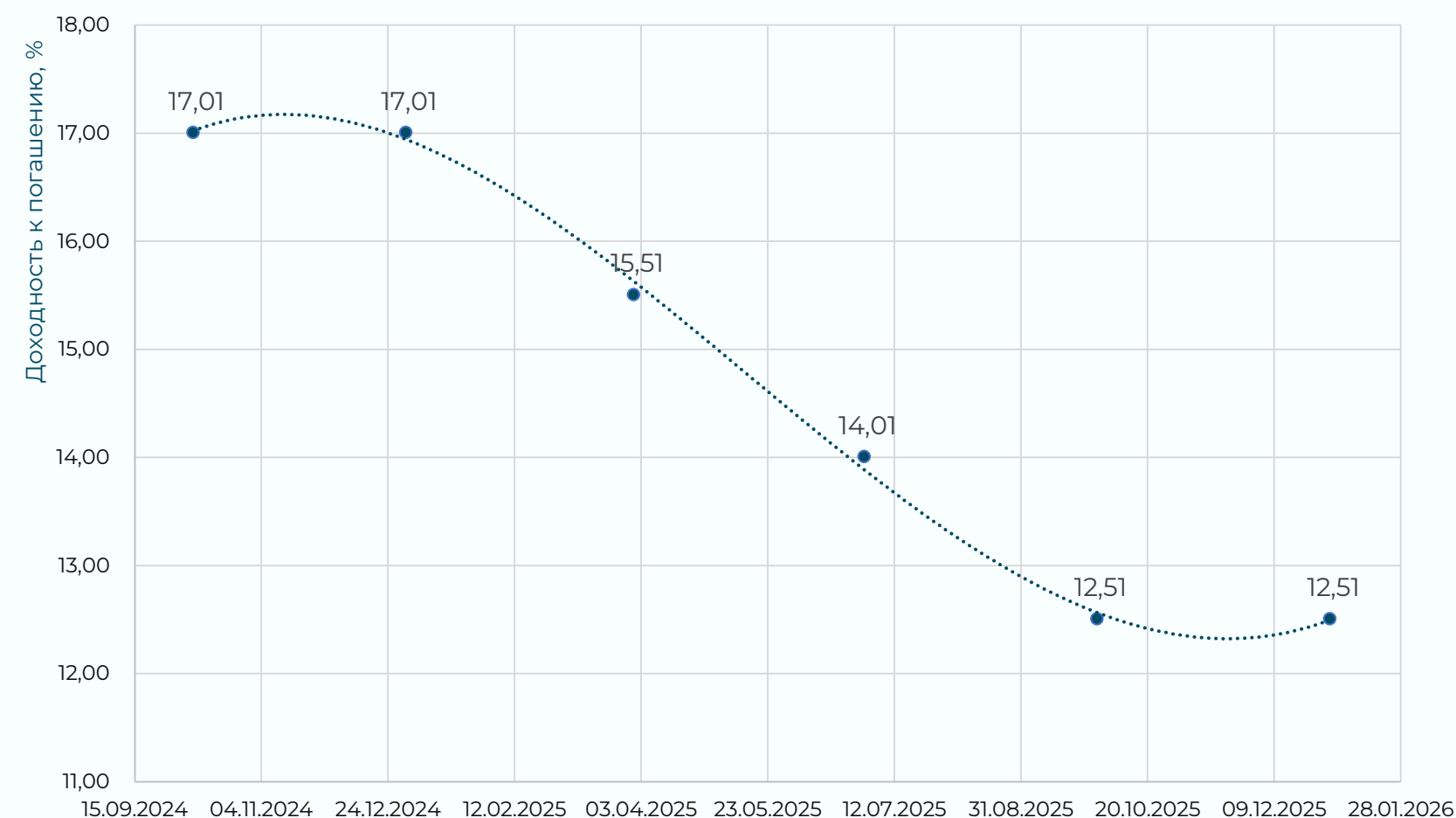
ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ)»

	2024	2025	2026	2027
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	6,5–7,0	4,0	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	16,9–17,4	12,0–14,0	9,0–10,0	7,5–8,5
Прогноз Айгенис				
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,32	11,5–13,5	8,5–9,5	7,5–8,5

Прогноз траектории доходности длинных ОФЗ в базовом сценарии



Прогноз траектории доходности длинных ОФЗ в дезинфляционном сценарии



СЦЕНАРИИ И ПРОГНОЗ ДИНАМИКИ ДОХОДНОСТИ ДЛИННЫХ ОФЗ

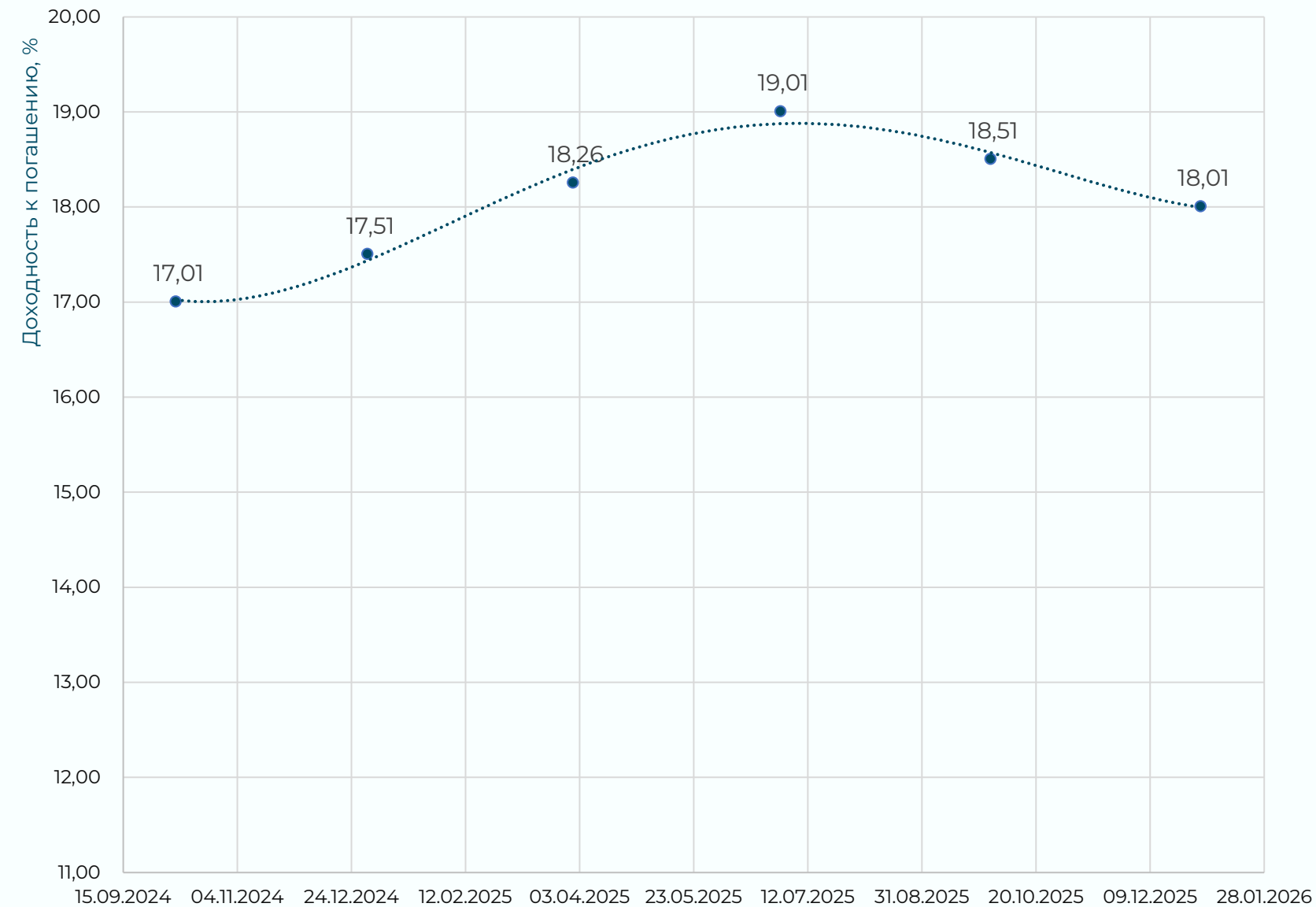
ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ СПРОС)»

	2024	2025	2026	2027
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	6,5–7,0	5,0–5,5	4,0–4,5	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	16,9–17,4	16,0–18,0	11,5–12,5	8,5–9,5
Прогноз Айгенис				
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,35	17,5 - 19,5	12,0–13,0	8,5–9,5

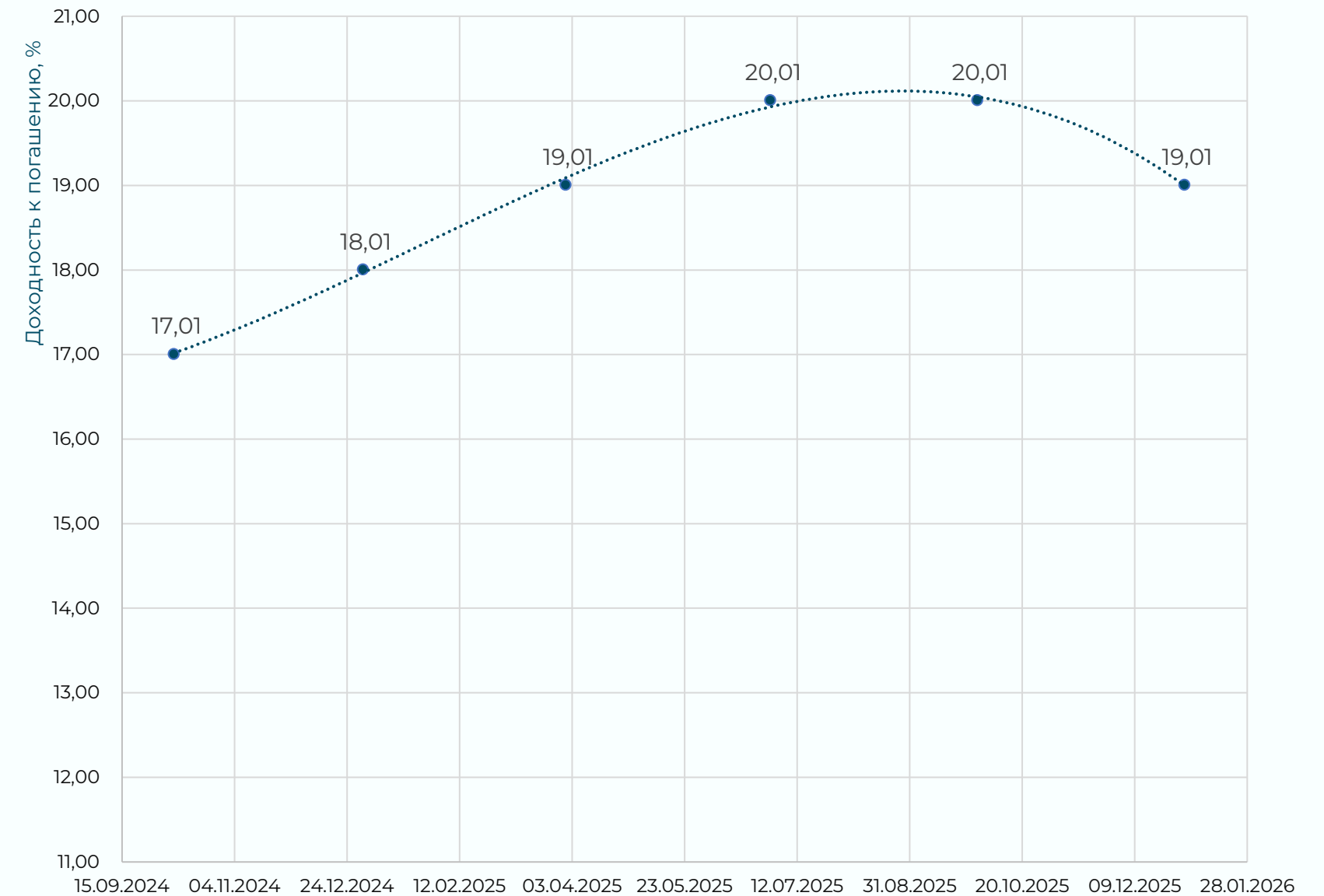
ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «РИСКОВЫЙ (ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС)»

	2024	2025	2026	2027
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	6,5–7,0	13,0–15,0	8,0–9,0	4,0–4,5
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	16,9–17,4	20,0–22,0	15,0–16,0	7,5–8,5
Прогноз Айгенис				
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	17,37	22,0 - 24,0	16,0–17,0	7,5–8,5

Прогноз траектории доходности длинных ОФЗ в проинфляционном сценарии



Прогноз траектории доходности длинных ОФЗ в рисковом сценарии



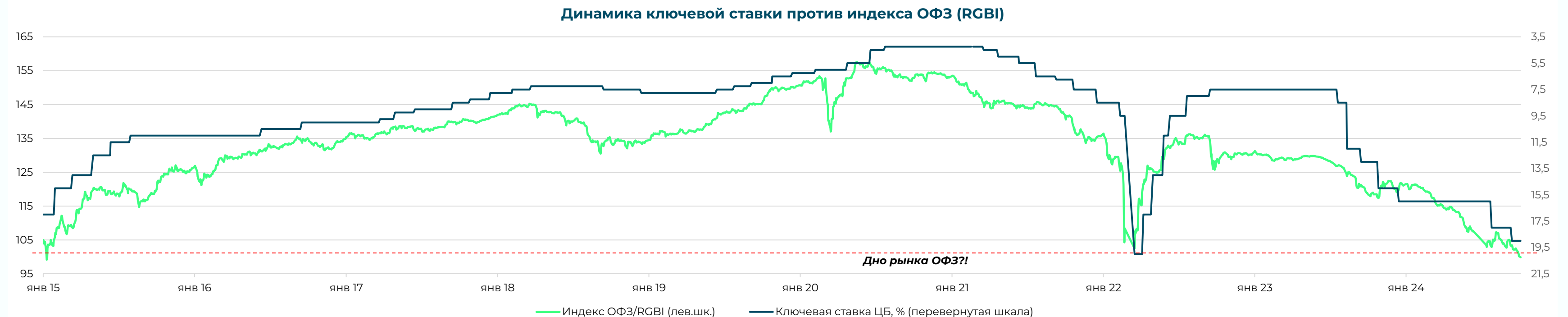
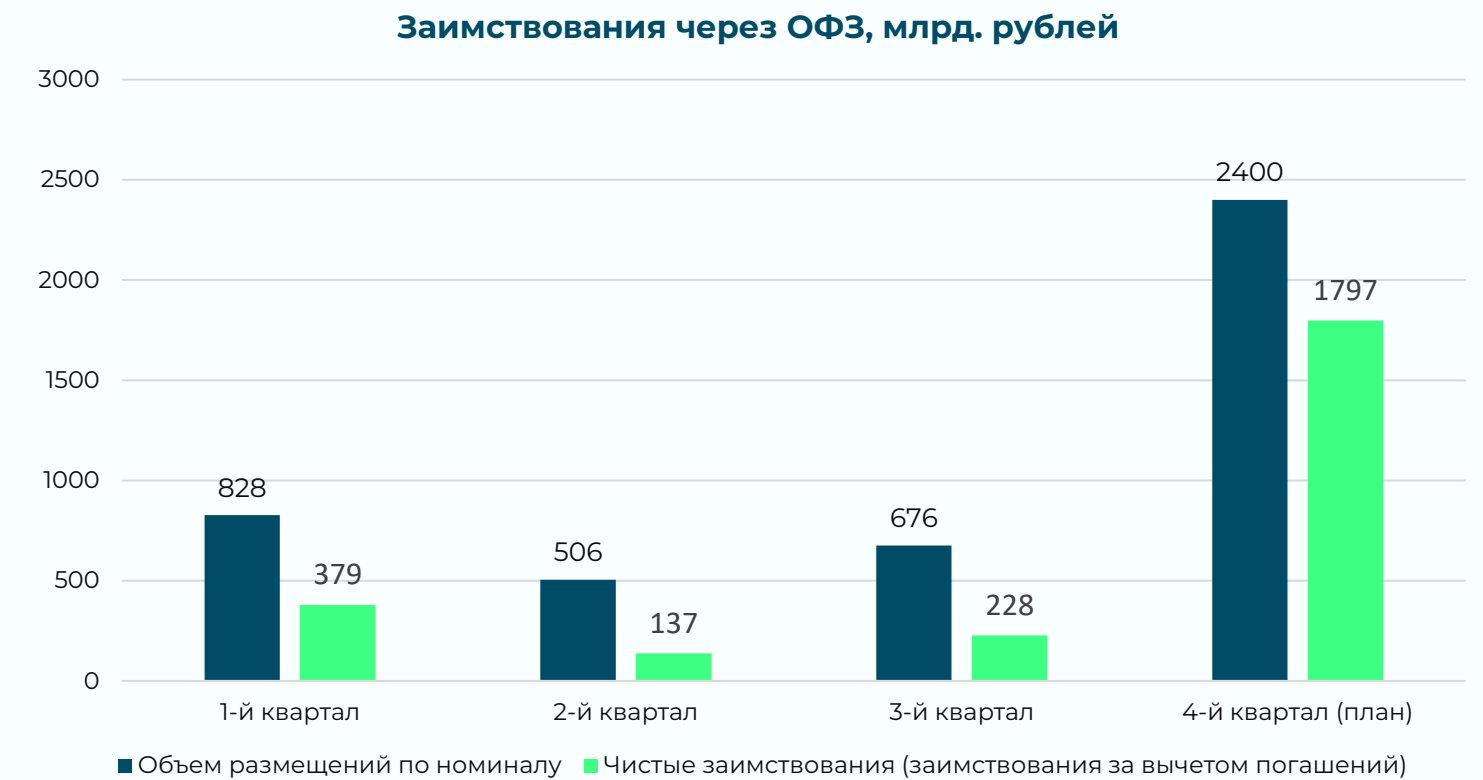
ВЛИЯНИЕ БЮДЖЕТНЫХ ПАРАМЕТРОВ И ПЛАНОВ МИНФИНА НА РЫНОК ОФЗ

В новых параметрах федерального бюджета РФ до 2027 года обращает на себя внимание расширение дефицита на всем горизонте планирования (в сравнении с действующим законом о бюджете). В этом году планируется увеличение дефицита почти на 1,2 трлн. рублей, это увеличивает проинфляционные риски. Также отметим резкий рост объема чистых заимствований в 2025 - 2027 годах по сравнению с 2024 годом - до 3,3 - 3,6 трлн. рублей, что в условиях сохранения жесткой денежно-кредитной политики кажется трудновыполнимой задачей.

Полагаем, что Банк России на заседании 25 октября при пересмотре уровня ключевой ставки будет учитывать новые параметры бюджета. Кроме подъема ставки до 20% не исключаем пересмотра вверх траектории средних значений будущей инфляции и ключевой ставки.

Еще один негативный фактор для рынка долга - Минфин РФ опубликовал плановый объем размещения ОФЗ в IV квартале 2024 г. в размере 2400,0 млрд. руб. по номинальной стоимости, это внушительная сумма, которая превышает объемы размещений за 1-3 кварталы суммарно и предполагает в среднем размещение в каждый аукционный день (из 13) ОФЗ на сумму около 185 млрд. рублей по номиналу. Такие амбициозные планы кажутся невыполнимыми, но в любом случае это будет оказывать давление на котировки ОФЗ, причем не только по выпускам с фиксированными ставками, но и по флоатерам.

Заимствования ОФЗ поквартально, млрд. рублей	1-й квартал	2-й квартал	3-й квартал	4-й квартал (план)
Объем размещений по номиналу	828	506	676	2400
Чистые заимствования (заимствования за вычетом погашений)	379	137	228	1797



ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ И ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ БЮДЖЕТА НА 2024 – 2027 ГОДЫ, МЛРД. РУБЛЕЙ

Наименование	2024 год			2025 год			2026 год			2027 год		
	Действующий закон	Законопроект	Изменение	Действующий закон	Законопроект	Изменение	Действующий закон	Законопроект	Изменение	Бюджетный прогноз	Законопроект	Изменение
Доходы, всего	35 063	36 111	1 048	33 552	40 296	6 744	34 051	41 841	7 790	34 379	43 154	8 775
%% к ВВП	18,3	18,4		17,6	18,8		16,8	18,1		16,0	17,4	
Расходы, всего	37 183	39 407	2 224	34 383	41 470	7 087	35 587	44 022	8 435	36 821	45 916	9 095
%% к ВВП	19,4	20,1		18,0	19,3		17,6	19,1		17,1	18,5	
Дефицит	-2 120	-3 296	-1 176	-831	-1 173	-343	-1 536	-2 181	-645	-2 442	-2 761	-320
%% к ВВП	1,1	1,7		0,4	0,5		0,8	0,9		1,1	1,1	
Источники финансирования дефицита	2 120	3 296	1 176	831	1 173	343	1 536	2 181	645	2 442	2 761	320
ОФЗ (чистые заимствования)	2 479	2 541	62	2 857	3 257	400	3 369	3 537	167	-	3 626	-
ФНБ траты	1 302	1 300	-2	2	1	-1	0	0	0	-	0	-
Дополнительные нефтегазовые доходы (для пополнения ФНБ)	-1 054	-1 559	-505	-1 836	-1 813	23	-1 845	-1 227	618	-	-651	-
Иные источники	-607	1 013	1 620	-192	-271	-79	12	-129	-141	-	-214	-

Мы ознакомились с проектом федерального бюджета РФ на 2025 - 2027 годы, в котором также прописаны бюджетные параметры на 2024 год и сравнили эти цифры с ранее утвержденными в действующем законе о бюджете (N 540-ФЗ от 27.11.2023). Сразу обращает на себя внимание расширение дефицита на всем горизонте планирования, особенно сильное увеличение дефицита планируется в этом году - почти на 1,2 трлн. рублей, что вызывает опасения с точки зрения проинфляционных рисков. Покрытие дефицита в этом году планируется за счет внутренних заимствований (2,54 трлн. рублей), средств ФНБ (1,3 трлн. рублей) и накопленных рублевых остатков федерального бюджета. Покрытие дефицита в 2025 - 2027 годах планируется в основном за счет внутренних заимствований, без использования ФНБ. Объем чистых заимствований (объем привлечения за вычетом погашений ОФЗ) в 2025 - 2027 годы прогнозируется на уровне 3,3 - 3,6 трлн. рублей, что в условиях сохранения жесткой денежно-кредитной политики кажется трудновыполнимой задачей, для сравнения чистые заимствования в этом году составят 2,5 трлн. рублей.

СТРУКТУРА ДОХОДОВ И РАСХОДОВ БЮДЖЕТА

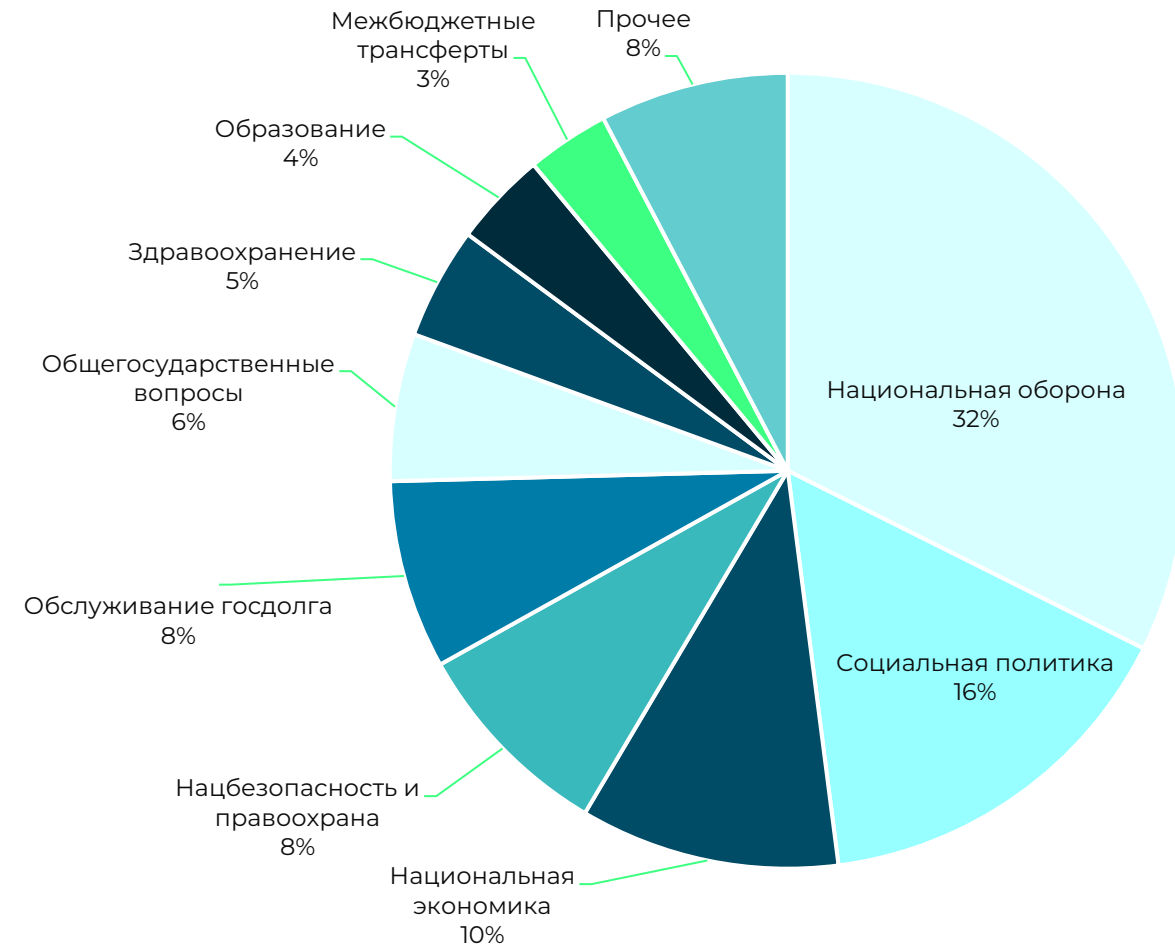
Расходы бюджета в 2025 г., трлн руб.

Национальная оборона	13,5
Социальная политика	6,5
Национальная экономика	4,4
Нацбезопасность и правоохрана	3,5
Обслуживание госдолга	3,2
Общегосударственные вопросы	2,5
Здравоохранение	1,9
Образование	1,6
Межбюджетные трансферты	1,4
Прочее	3,2

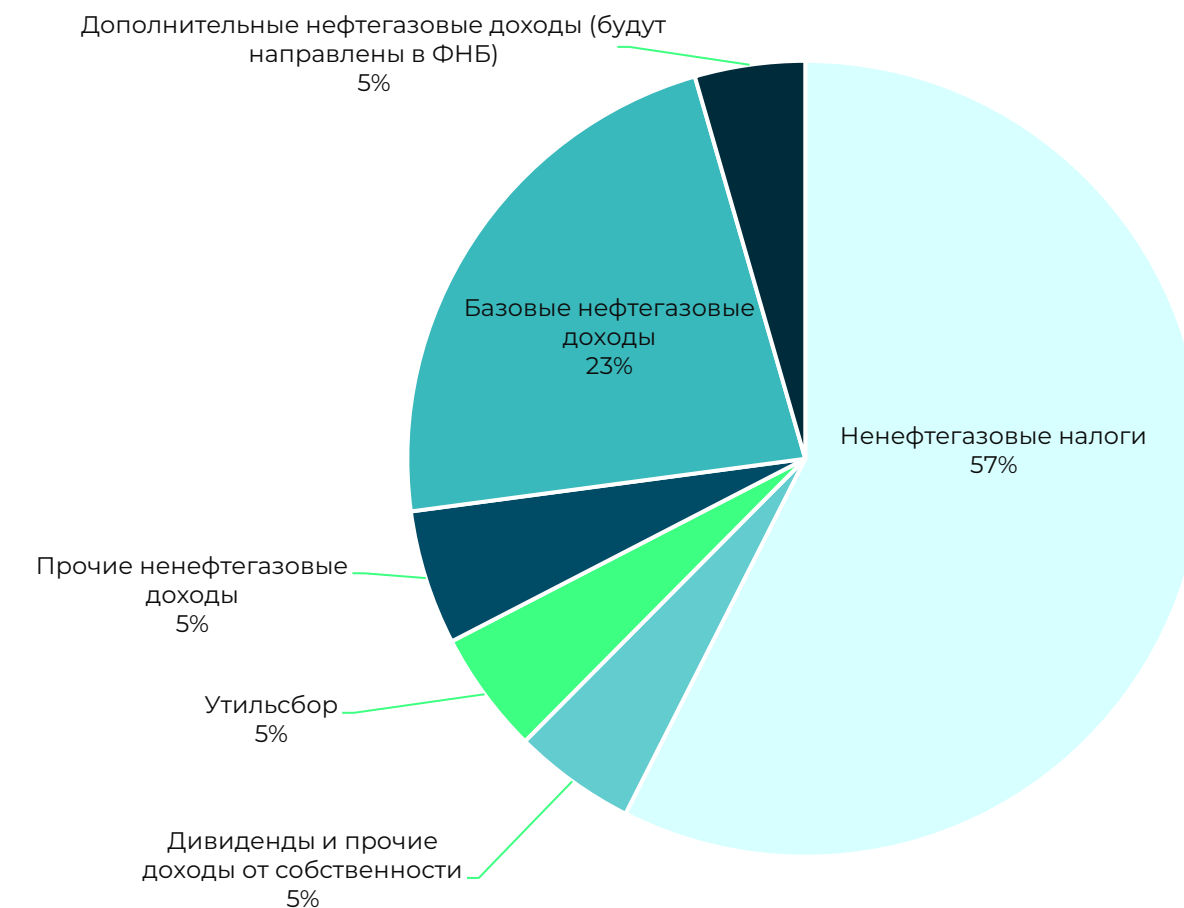
Доходы бюджета в 2025 г., трлн руб.

Ненефтегазовые налоги	23,1
Дивиденды и прочие доходы от собственности	2
Утильсбор	2
Прочие ненефтегазовые доходы	2,2
Базовые нефтегазовые доходы	9,1
Дополнительные нефтегазовые (будут направлены в ФНБ)	1,8

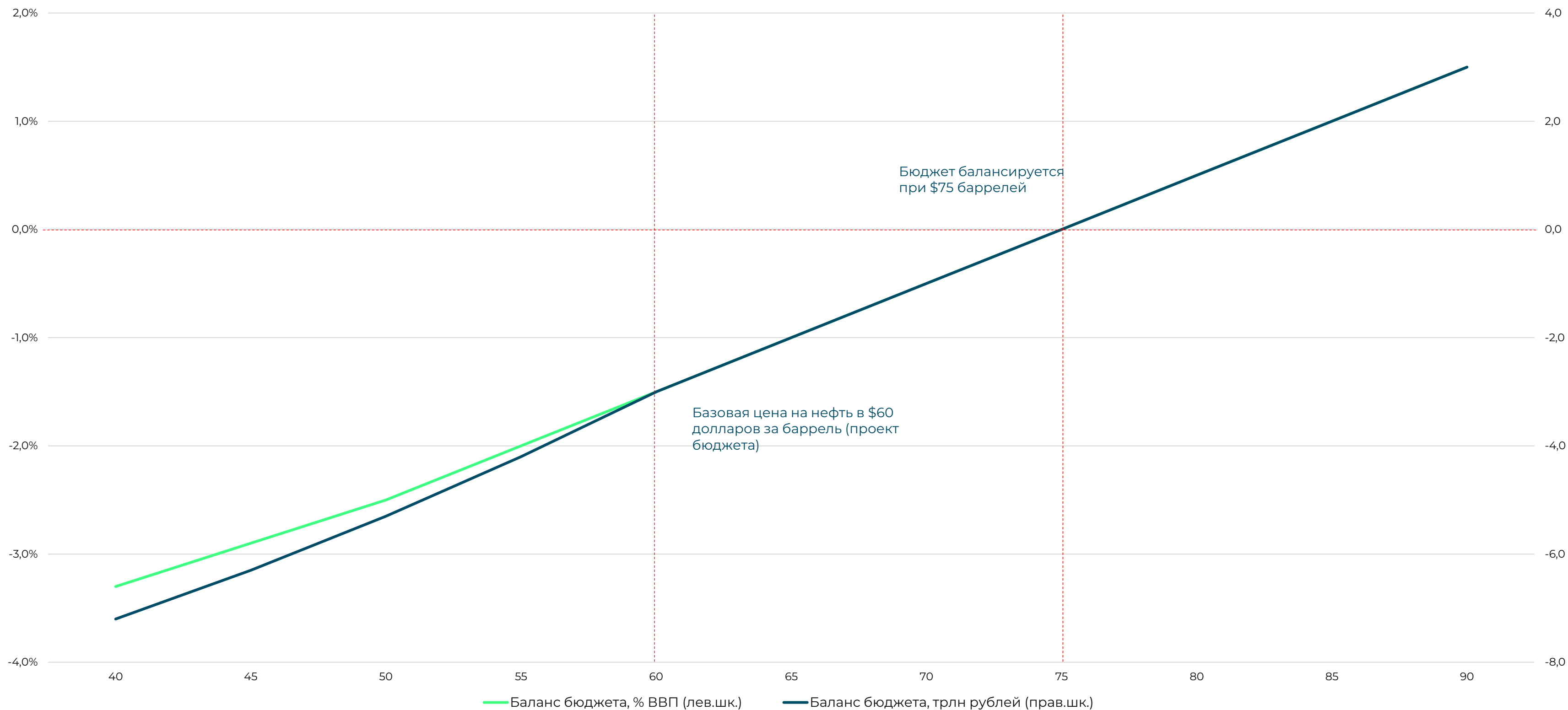
Расходы бюджета в 2025 г., трлн руб.



Доходы бюджета в 2025 г., трлн руб.



БАЛАНС БЮДЖЕТА ПРИ РАЗНЫХ СЦЕНАРИЯХ ЦЕН НА НЕФТЬ



Аналитический отдел

Луцко Искандер
Iskander_lutsko@yahoo.com

Сидоров Александр
asidorov@aigenis.ru

Старший портфельный управляющий

Ибрагимов Дмитрий
dibragimov@aigenis.ru

Отдел продаж инвест. продуктов

Смирнов Алексей
asmirnov@aigenis.ru

Зуйков Валентин
vzuikov@aigenis.ru

aigenis ИНВЕСТИЦИОННАЯ
КОМПАНИЯ



ООО ИК «АЙГЕНИС»
info@aigenis.ru
+7 (495) 21 21 101

123112, Москва,
Пресненская наб., д. 12,
оф. 9.5 (башня Федерация)

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия Компании.