

Бюджет обещает дисциплину, рынок требует премию

Финансовый обзор недели · 28-09-2026 - 05-10-2026

События по 05-10-2026 включительно. Рыночные уровни приводятся как снимок информационного терминала вечером 05-10-2026; принадлежность котировок конкретной торговой площадке не утверждается. Внешний контур - последние доступные значения. Тактический горизонт - заседание Банка России 23-10-2026; бюджетный горизонт - 2027-2029 годы.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

14,00%

Следующее решение - 23-10-2026

НЕДЕЛЬНЫЙ ИПЦ

+0,12%

22-09-2026 - 28-09-2026

ROISFIX · 3 МЕСЯЦА

14,05%

Фиксинг 05-10-2026

ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ

3,41 трлн

На начало 05-10-2026

СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ 2027

0,6% ВВП

Первичный; проект бюджета

ОФЗ · ВАЛОВОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ 2027

7,72 трлн

Проект программы заимствований

01. Резюме

Главное расхождение недели - бюджет стал потенциально менее инфляционным, но долговой рынок получил существенно больше предложения. Проект бюджета сокращает первичный структурный дефицит до 0,6% ВВП в 2027 году, ниже предпосылки Банка России. Одновременно валовые размещения ОФЗ запланированы на 7,72 трлн руб. Фискальный импульс и премия за срок теперь движутся не в одну сторону.

Недельная инфляция ускорилась до 0,12%, очищенные оценки также ухудшились. ROISfix на 1-3 месяца удерживается около ключевой ставки. Оснований считать снижение 23-10-2026 базовым исходом пока нет. Однако более жёсткая структурная траектория бюджета уменьшает вероятность повышения.

Структурный дефицит банковской ликвидности вырос до 3,41 трлн руб., а спрос на недельном РЕПО достиг 8,12 трлн. При этом RUONIA к концу недели снизилась до 13,85%. Резервы распределены неравномерно, но средняя цена необеспеченного овернайтa не подтверждает общесистемный денежный стресс.

Нефть остаётся дорогой, но бюджетные поступления не повторяют её траекторию: демпфер, объёмы и логистика отнимают часть ценового импульса. С 07-10-2026 государственные покупки валюты и золота заметно увеличиваются, добавляя дополнительный спрос на валюту и давление на рубль.

РЕШЕНИЕ

На 23-10-2026: **60% - сохранение, 30% - снижение, 10% - повышение.** Не наращивать длинную дюрацию до прохождения крупного предложения ОФЗ и стабилизации первичного рынка. Фондирование считать по полной стоимости; CNY использовать под реальные потоки, а не ради одной разницы ставок.

02. Внешний режим: рост слабеет, длинные ставки не сдаются

Сентябрьский отчёт по рынку труда США оказался слабее ожиданий: занятость вне сельского хозяйства выросла на 29 тыс., безработица поднялась до 4,2%, рост средней почасовой оплаты замедлился до 0,1% м/м и 3,0% г/г. Это снизило давление на ФРС в ближайшем решении: по рыночным оценкам, вероятность повышения ставки на заседании 27-28 октября упала с примерно 70% в начале прошлой недели до примерно 20%, но на декабрь повышение закладывается с вероятностью более 80%. Проблема высокой стоимости долгосрочного капитала не снята.

Показатель	Уровень	Интерпретация
US 10Y	5,344%	Длинная доходность остаётся высокой даже после слабого отчёта по занятости. Рынок разделяет ближайшую ставку ФРС и премию за срок.
Долларовый индекс	102,212	Сильный доллар ужесточает внешний финансовый контур и повышает цену долларовой ликвидности.
Инфляция еврозоны	3,8% г/г	Ускорение с 3,2%; энергия +18,8%, базовый HICP - 2,2% (было 2,1%).
Germany 10Y	3,491%	Высокая безрисковая база ограничивает пространство для дешёвого европейского фондирования.
China 10Y	1,674%	Широкий разрыв с США сохраняется, но сам по себе не является исполнимым CNY-кэрри для российского казначейства.

Короткий конец услышал слабый payroll. Длинный вспомнил, сколько стоит государственный долг. Внешний режим стал мягче по росту, но не по фискальной и энергетической премии. Поэтому реакция risk assets на слабую занятость не равна началу широкого цикла дешёвых денег.

Передача в российский контур

Высокие глобальные доходности повышают альтернативную стоимость капитала, поддерживают доллар и делают длинные рублёвые бумаги чувствительнее к собственному предложению Минфина. Одновременно слабый внешний рост ограничивает спрос на сырьё после нормализации логистического шока.

КАЗНАЧЕЙСКОЕ СЛЕДСТВИЕ

Не переносить слабый отчёт США напрямую в решение по рублёвой дюрации. Для внешней валюты разделять ставку базы, кредитную премию, стоимость расчётного маршрута и срок переоценки обязательства.

03. Россия: инфляция снова проверяет терпение

Росстат оценил рост цен за 22-09-2026 - 28-09-2026 в 0,12%, против 0,06% и 0,02% в две предыдущие недели. С начала сентября цены выросли на 0,25%, с начала года - на 4,93%.

Показатель	14-09	21-09	28-09-2026
ИПЦ, неделя	0,02%	0,06%	0,12%
Без волатильных компонент*	0,04%	0,07%	0,12%
Медианная оценка*	0,03%	0,03%	0,13%
Бензин	0,36%	0,05%	около 0,0%

* Аналитические оценки на основе недельной корзины; не официальные показатели базовой инфляции Банка России.

Предварительная аналитическая оценка сентября - около 0,3% м/м и 6,3% г/г; в пересчёте на год после сезонной корректировки Банк России, вероятно, оценит её около 6%. Полный месячный ИПЦ ещё не опубликован. С 01-10-2026 началась индексация регулируемых тарифов; её прямой вклад в цену известен заранее, но вторичные эффекты через ожидания и издержки ещё предстоит измерить.

Среднесрочный прогноз не смягчён

Обновлённый проект Основных направлений от 30-09-2026 сохраняет инфляцию 6-7% на конец 2026 года и 4% в 2027 году. Средняя ключевая ставка по-прежнему ожидается в диапазоне 10,5-12,5% в 2027 году, 8-9% в 2028-м и 7,5-8,5% в 2029-м.

Вывод для ставки

Одна ускорившаяся неделя не доказывает нового инфляционного режима. Но одновременное ухудшение трёх рядов не позволяет трактовать сентябрь как устойчивую дезинфляцию. Ближайшее снижение требует повторного подтверждения, а не надежды, аккуратно отформатированной в Excel.

04. Бюджет: меньше структурного импульса, больше облигаций

Проект бюджета резко ухудшает номинальный дефицит 2026 года, но одновременно обещает более быстрое сокращение первичного структурного дефицита в 2027-2029 годах. Эти величины отвечают на разные вопросы: первая показывает потребность в финансировании, вторая - вклад бюджета в совокупный спрос без процентных расходов и нефтяной конъюнктуры.

Год	Общий дефицит	Первичный структурный дефицит	Валовое размещение ОФЗ
2026	7,345 трлн руб. / 3,2% ВВП	4,265 трлн / 1,8% ВВП	около 6,35 трлн руб.*
2027	5,443 трлн / 2,2% ВВП	1,5 трлн / 0,6% ВВП	7,722 трлн руб.
2028	5,120 трлн / 1,9% ВВП	0,5 трлн / 0,2% ВВП	7,434 трлн руб.
2029	5,245 трлн / 1,9% ВВП	около нуля	8,004 трлн руб.

* Расчётно: чистое привлечение 2026 года повышено с 4,173 до 5,016 трлн руб. при погашениях 1,337 трлн руб.

Для 2027 года расходы запланированы около 48,7 трлн руб., доходы - 43,3 трлн. Доходы опираются в том числе на налоговые изменения, включая прогрессивную шкалу для пассивных доходов. Основной риск - не арифметика проекта, а исполнение: сохранение расходных обязательств быстро превращает объявленную консолидацию в дополнительное предложение долга.

Траектория структурного дефицита на 2027-2028 годы жёстче предпосылок Банка России. Это среднесрочный дезинфляционный аргумент. Однако сам Банк России оценивает параметры бюджета осторожнее: по словам первого заместителя Председателя, они в целом соответствуют предпосылкам летнего прогноза. Кроме того, рост валовых заимствований увеличивает премию за срок и конкуренцию за рублёвую ликвидность.

РЫНОЧНАЯ ФОРМУЛА

Бюджет обещает экономике диету, а рынку облигаций - порцию, которую придётся доедать стоя. Для КС важен структурный импульс. Для доходности ОФЗ - объём бумаг, сроки и цена, по которой Минфин согласится продать.

КАЗНАЧЕЙСКОЕ СЛЕДСТВИЕ

Снизить вес сценария повышения КС, но не переносить бюджетную консолидацию в автоматическую покупку длинных ОФЗ. Фискальная траектория поддерживает среднесрочное снижение ставки; программа заимствований способна удерживать длинный конец высоким.

05. Денежный рынок: зависимость от ЦБ выросла, средняя ставка снизилась

Структурный дефицит банковской ликвидности увеличился с 3,077 трлн руб. на начало 28-09-2026 до 3,413 трлн на 05-10-2026. Рост за неделю составил около 336 млрд руб. Банковская система сильнее опирается на операции предоставления резервов, но это не равнозначно нехватке платёжеспособности или остановке кредитования.

Дата	Дефицит ликвидности	RUONIA	Объём RUONIA
28-09-2026	3,077 трлн руб.	14,12%	448,28 млрд руб.
29-09-2026	2,976 трлн руб.	14,12%	665,03 млрд руб.
30-09-2026	3,223 трлн руб.	14,04%	559,53 млрд руб.
01-10-2026	3,283 трлн руб.	13,97%	594,52 млрд руб.
02-10-2026	3,361 трлн руб.	13,85%	783,56 млрд руб.
05-10-2026	3,413 трлн руб.	последний фиксинг 02-10	-

Недельное РЕПО 29-09-2026

Спрос	Предоставлено	Средняя ставка	Максимальная заявка
8,118 трлн руб.	5,900 трлн руб.	14,0791%	14,3505%

Большой спрос на РЕПО и рост структурного дефицита подтверждают потребность в ликвидности ЦБ. Но RUONIA закончила неделю ниже ключевой ставки при максимальном недельном объёме. Это совместимо с неравномерным напряжением: цена могла зависеть от участника, обеспечения и календаря, а не только от системного остатка.

ALM-ВЫВОД

Для лимитов использовать фактически доступную ликвидность по срокам и валютам, свободный залог и концентрацию банков. Балансовая сумма денежных средств не отвечает на вопрос, сможет ли она пройти через платёжный день без скидки и разрешения третьей стороны.

06. Процентная кривая: ближайшая ставка всё ещё около 14%

ROISfix на 1-3 месяца почти не изменился и остаётся у ключевой ставки. Бюджетный сигнал улучшился, но рынок пока не перенёс его в ближайшую траекторию ДКП. Дальний участок тоже не показывает полноценного разворота вниз.

Срок	28-09-2026	02-10-2026	05-10-2026
1 месяц	14,01%	14,03%	14,03%
3 месяца	14,05%	14,04%	14,05%
6 месяцев	14,05%	14,05%	14,04%
1 год	14,10%	14,11%	14,12%
2 года	14,39%	14,40%	14,40%

Наблюдение: ближний OIS не подтверждает снижение уже в октябре. **Контраргумент:** более жёсткий структурный бюджет может изменить траекторию после прохождения тарифного и топливного шума. Рынок ждёт не обещание консолидации, а данные, которые позволят ей пережить первое уточнение.

Что делать с дюрацией

Сегмент	Рабочая позиция	Условие увеличения
Короткий фикс	Сохранять как основу процентного риска	Доходность компенсирует сценарий паузы без крупного MTM
Флоатеры	Использовать для сохранения кэрри и снижения DV01	Спред и ликвидность лучше сопоставимой банковской альтернативы
Средняя дюрация	Набирать выборочно, ступенями	Первичное предложение проходит без расширения премии
Длинная дюрация	Не увеличивать агрессивно	ROISfix 1-3М устойчиво ниже 13,85% и доходность длинных ОФЗ (16,2-16,8% на 30-09) перестаёт расти

вывод

Базовый режим - высокая ставка ещё некоторое время, затем медленное снижение. Это не призыв держать только флоатеры. Это запрет платить полную цену за разворот, которого пока нет в ближайшей кривой.

07. ОФЗ: один несостоявшийся аукцион, большая программа предложения

30-09-2026 Минфин признал аукцион ОФЗ-ПД 26228 несостоявшимся в связи с отсутствием заявок по приемлемым уровням цен. Выпуск погашается 10-04-2030 и имеет купон 7,65%. Это полноценное событие первичного рынка, но один аукцион не доказывает закрытие всего сегмента.

Период / показатель	План	Исполнение	Комментарий
III квартал 2026, номинал	1,50 трлн руб.	около 1,39 трлн	Примерно 93% плана
III квартал 2026, денежная выручка	1,50 трлн руб.*	около 1,26 трлн	Около 84%; номинал и деньги не взаимозаменяемы
IV квартал 2026	2,45 трлн руб.	предстоит	Высокая потребность в размещениях
2027, валовое привлечение	7,72 трлн руб.	проект	Чистое размещение ОФЗ около 6,4 трлн (было 3,8)

* Квартальный ориентир формально задаётся по номиналу; строка денежной выручки приведена только для сравнения масштаба фактического финансирования.

Инвесторы требуют доходность, Минфин ограничивает цену заимствования. Отсутствие сделки фиксирует разрыв между этими двумя функциями. При крупном плане IV квартала ведомству, вероятно, придётся сочетать фиксы с флоатерами и выбирать сроки, где спрос глубже. В торгах 30-09 доходности длинных ОФЗ достигали 16,2-16,8%.

ТОН РЫНКА

Аукцион 26228 показал, где у инвестора заканчивается лояльность к кривой и начинается калькулятор. Отмена защищает цену одного размещения, но не отменяет потребность профинансировать бюджет.

ДСМ-СЛЕДСТВИЕ

Корпоративная книга конкурирует не только с текущей доходностью ОФЗ, но и с ожидаемым объёмом будущего суверенного предложения. Для фикса закладывать премию нового выпуска и сценарий расширения госдолговой кривой. Флоатер остаётся рабочим форматом, но не бесплатным: спред к КС отражает кредит, ликвидность и опциональность.

08. Корпоративный кредит: техническое событие тоже стоит денег

Выпуск облигаций крупного застройщика серии БО-П20 на 2,5 млрд руб. должен был быть погашен 28-09-2026. Часть средств поступила на следующий день; компания заявила, что платёж был направлен полностью в срок, а задержка имела технический характер. Обязательство впоследствии исполнено. Это не доказательство неплатёжеспособности, но достаточное основание повысить контроль ликвидности и платёжной дисциплины.

Наблюдение	Что оно означает	Чего оно не доказывает
Задержка части платежа на один день	Риск последней мили, операционной готовности или поздней концентрации денег	Автоматический дефолт всей группы
Выручка 1П26 снизилась примерно на 31% г/г	Слабее операционный денежный поток	Размер свободной ликвидности на дату платежа
Чистый убыток около 22,3 млрд руб.	Давление на капитал и способность самофинансирования	Немедленную невозможность обслуживания каждого выпуска
Большая доля банковского долга	Банки могут иметь залог, жёсткие ковенанты, больше информации и скорость взыскания	Знак качества облигации сам по себе

Банк и облигационер могут быть *pari passu* в презентации. В стресс-сценарии банк обычно читает мелкий шрифт раньше. Поэтому кредитный анализ облигации должен включать не только общий долг, но и обеспеченность банковских линий, отрицательный залог, кросс-дефолт, безакцептное списание и свободную залоговую массу.

Первичный корпоративный рынок

Предстоящие книги предлагают одновременно фиксы с доходностью порядка 18-20%, флоатеры КС плюс кредитный спред и CNY-выпуски около 10%. Это рыночный цвет, а не единая цена рынка. Главная развилка - не фикс против флоатера, а качество кредита против полной премии за риск.

РЕШЕНИЕ ПО ЛИМИТАМ

Верхний IG: короткая и средняя дюрация, понятный источник платежа, ликвидный выпуск. Пограничные имена: лимит только после карты банковского залога, maturity wall и условий досрочного взыскания. Высокий купон не восстанавливает recovery после того, как активы уже нашли более быстрых кредиторов.

09. Нефть: цена высокая, монетизация неполная

Средняя цена Urals для налоговых целей в сентябре оценивалась около 92,08 долл./барр., а дисконт к Brent сузился примерно до 10%. За девять месяцев средняя цена составила около 69,5 долл. При этом нефтегазовые доходы бюджета в сентябре снизились примерно до 452 млрд руб., а за девять месяцев - до 5,47 трлн руб.

Показатель	Значение	Статус вывода
Brent	100,98 долл./барр.	Рыночный ориентир; контракт и базис отличаются от Urals
Urals	113,56 долл./барр.	Не используется для точного сортового спреда без сопоставимого базиса
WTI	90,02 долл./барр.	Отдельный рынок и контракт
Демпферные выплаты, сентябрь	около 305,5 млрд руб.	Один из факторов разрыва между высокой ценой и бюджетной выручкой

Высокая долларовая цена поддерживает валовую экспортную стоимость, но бюджет получает результат после объёма добычи и экспорта, логистики, налоговой формулы, курса и демпфера. В сентябре крупные демпферные компенсации переработчикам ослабили передачу нефтяного шока в доходы государства.

ТРЕЙДЕРСКАЯ АРИФМЕТИКА

Нефть принесла бюджету сверхдоход. Демпфер встретил его у входа. Котировка отвечает на вопрос о цене барреля. Казначейство живёт после того, как баррель отгружен, оплачен, конвертирован и прошёл налоговую формулу.

Transmission mechanism

Высокая цена и сужение физического дисконта -> потенциально больше валютной выручки -> поддержка RUB. Противодействующие каналы: снижение объёмов, задержки отгрузки, демпфер и лаги налоговых платежей. Итоговая величина не выводится из одной котировки.

РЕШЕНИЕ

Для модели бюджета использовать реализуемую цену, подтверждённые объёмы и налоговую базу. Для экспортёра - контрактные поступления и сроки. Не хеджировать валютную выручку, которой физически может не быть в заявленную дату.

10. RUB и валютные операции: государственный спрос на валюту растёт

Показатель	05-10-2026	Значение для решения
USD/RUB	85,582	Слабее конца сентября, за день около +2,1%; направленный вывод требует данных по потокам
CNY/RUB	12,763	Основная пара для CNY-экспозиции российского казначейства
EUR/RUB	95,954	Отражает и движение EUR/USD, и рублёвый контур
USD/CNH	6,7050	Офшорный юань; не заменяет исполнимую CNY/RUB-котировку
Долларовый индекс	102,212	Внешний фон остаётся долларо-позитивным

Минфин ожидает дополнительные нефтегазовые доходы октября около 289,46 млрд руб. После корректировки за сентябрь покупки валюты и золота запланированы на 279,42 млрд руб., или 12,7 млрд руб. в день с 07-10-2026 по 06-11-2026. С учётом зеркалирования операций ФНБ расчётная чистая покупка Банком России составляет около 12,1 млрд руб. в день против примерно 1,9 млрд ранее.

Рост государственных покупок валюты - прямой краткосрочный дополнительный спрос на валюту и давление на рубль. В день объявления USD/RUB вырос примерно на 2,1%, что совместимо с этим механизмом. Высокая нефть, ключевая ставка 14% и возможные продажи экспортёров работают в противоположную сторону. Поэтому базовый режим - не линейная девальвация, а более высокий риск волатильности вокруг платежного и налогового календаря.

ПОТОК

Бюджетное правило снова вышло на рынок с корзиной. Рублю осталось выяснить, кто оплачивает покупку.

Экспозиция	Действие
Импортёр / покупатель CNY	Закрывать подтверждённые платежи ступенями; улучшение курса использовать для увеличения покрытия, а не для удвоения прогноза.
Экспортёр / продавец CNY	Сверить хедж с фактическими объёмами и сроками поступления; сокращение выручки создаёт overhedge.
CNY-долг	Сопоставлять номинал и платежи с контрактной CNY-выручкой; открытая короткая позиция в юане - отдельный риск.

Точный синтетический CNY/RUB не публикуется: прямой курс и валютные ноги зафиксированы в разное время.

11. CNY-контур: дешёвый овернайт ещё не означает дешёвую пролонгацию

Последнее надёжное наблюдение локального юаневого денежного рынка перед праздничной паузой: RUSFAR CNY O/N и 1W около 0,79% на 30-09-2026. Материковый Китай находился в периоде праздничных выходных; полноценного недельного ряда после этой даты нет.

Элемент	Наблюдение	Статус для решения
CNY/RUB	12,763	Цена валютной экспозиции, не стоимость фондирования
USD/CNH	6,7050	Офшорный сигнал; CNH и CNY не идентичны для исполнения
RUSFAR CNY O/N / 1W	0,79% / 0,79% на 30-09	Короткий локальный юань был дешёвым до праздничного разрыва
CNY swaps / rollover	Полная текущая кривая не подтверждена	Не проверено
LPR / операции НБК	Нового решения за неделю нет	Не использовать отсутствие новости как самостоятельный сигнал
CNY fixed income	Сопоставимая недельная выборка YTM не собрана	Не проверено

Низкая ставка овернайт поддерживает тактическое размещение свободного CNY. Она не доказывает доступность значимого объёма на срок, устойчивость пролонгации или исправность расчётного маршрута. Стратегическая гипотеза о CNY как элементе treasury resilience остаётся открытой.

РЕШЕНИЕ

Хранить операционный CNY-буфер под подтверждённые платежи. Не увеличивать валютный долг и длинную CNY-аллокацию до проверки своповой кривой, rollover economics, лимитов контрагентов и выхода из позиции. Carry без маршрута расчёта - просто более элегантная форма неоплаченного счёта.

12. Акции и Crypto Pulse: устойчивость без широкого подтверждения

Вечером 05-10-2026 индекс Мосбиржи находился около 2 319 пунктов, РТС - около 860. Ослабление рубля поддерживает рублёвую выручку экспортёров, но высокая доходность облигаций, налоговые изменения и рост предложения госдолга ограничивают потенциал широкого переоценивания акций.

Рынок	Уровень	Сигнал
MOEX / RTS	2 319 / 860	Широкий рынок не подтверждает самостоятельный risk-on; секторная селекция важнее индекса
Золото	4 135,65 долл./унц.	Защитный спрос сохраняется при высокой реальной и фискальной неопределённости
BTC	85 391,50 долл.	Цена удержалась при высокой доходности UST и неоднозначном регуляторном фоне
ETH	2 704,64 долл.	Не формирует независимого межрыночного сигнала

Crypto Pulse

Компонент	Наблюдение	Оценка
Цена	BTC и ETH завершили неделю без панической реакции на плохие новости и высокие ставки	Resilient / Neutral
Плечо	Надёжные недельные ряды funding, OI и ликвидаций не подтверждены	Не проверено
Потоки	Сопоставимые ETF и stablecoin flows не подтверждены	Не проверено
Межрыночный сигнал	Крипта устойчива, но DXY и доходности остаются высокими	Широкий risk-on не подтверждён

BTC выдержал плохие новости без истерики. Это ещё не risk-on: отсутствие паники - не то же самое, что приток покупателей.

ИТОГ CRYPTO PULSE

Neutral / resilient. Самостоятельного сигнала для увеличения риска в акциях, НУ или длинной дюрации нет. Без данных о плече ценовая устойчивость не равна устойчивости структуры позиции.

13. Проверяемые прогнозы и карта рисков

Запись	Горизонт и условие	Статус на 05-10-2026
14-09-2026: на 23-10 пауза 55%, снижение 30%, повышение 15%	Решение 23-10-2026; фальсификатор наиболее вероятного исхода - изменение ставки	OPEN. Исходная запись не изменяется
05-10-2026: обновление на 23-10 - 60% / 30% / 10%	Новые входы: бюджет, ROISfix, недельная инфляция и первичный рынок	OPEN. Отдельная запись, не ретроспективная правка
07-09-2026: корпоративные флоатеры остаются рабочим окном	До 05-10-2026; проверка двумя сопоставимыми фиксированными книгами с низкой премией и узкими спредами	Не проверено. Сопоставимых событий недостаточно
07-09-2026: локальная CNY-ликвидность нормальная	До 07-10-2026; фальсификатор - устойчивый всплеск ставок или стресс пролонгации	OPEN / не проверено. Последний надёжный ряд - 30-09
05-10-2026: нефтяная цена передаётся в бюджет неполностью	1 месяц; опровержение - сопоставимый рост нефтегазовых доходов после поправки на объёмы, курс и демпфер	OPEN

Карта ключевых рисков

Риск	Оценка	Контроль
Инфляция после тарифов и ограничений предложения	Высокая	Очищенные месячные ряды, ожидания, топливо, услуги; не только недельный ИПЦ
Рост предложения ОФЗ	Высокая	Аукционы, clearing yield, доля флоатеров, денежная выручка и вторичная кривая
Неравный доступ к рублёвой ликвидности	Повышенная	RUONIA, РЕПО, свободное обеспечение, концентрация банковских лимитов
Неполная монетизация дорогой нефти	Высокая	Объёмы, контрактная цена, логистика, демпфер, курс и налоговые лаги
Корпоративный refinancing stress	Повышенная	Maturity wall, залог банков, ковенанты, доступ к первичному рынку
CNY rollover / расчёты	Не определена	Исполнимые свопы, календарь платежей, резервный маршрут и стресс ликвидности

Основной режим недели: **фискальная консолидация по спросу, фискальное расширение по предложению долга, липкая текущая инфляция и неоднородная ликвидность.** Это режим для отбора инструментов, а не для одной большой ставки на направление.

14. Сценарии на 23-10-2026 и тактическое решение

Веса - экспертная оценка, а не вероятности из котировок. Бюджетный проект и снижение вероятности повышения ставки ФРС в октябре уменьшили риск повышения, но недельная инфляция и ближайший OIS не дали основания повысить вероятность снижения.

Сценарий	Вес	Основания и контраргументы
Сохранение 14,00%	60%	ROISfix 1-3М около КС; недельная инфляция ускорилась; тарифный эффект впереди; Банк России оценивает параметры бюджета как в целом соответствующие летнему прогнозу. Контраргумент - структурный бюджет 2027 жёстче предпосылки ЦБ.
Снижение; рабочий шаг 25 б.п.	30%	Охлаждение роста, более жёсткий бюджет и снижение RUONIA. Требуется подтверждённое замедление устойчивых цен и более мягкий OIS.
Повышение; стресс-шаг 25 б.п.	10%	Новый шок предложения, ускорение очищенной инфляции и ожиданий. Более сдержанный структурный бюджет и снижение вероятности повышения ФРС уменьшают вероятность этого исхода.

Симметричные условия пересмотра

В сторону снижения: ROISfix 1М и 3М не выше 13,85% три фиксинга подряд и замедление минимум трёх сопоставимых очищенных инфляционных рядов в двух публикациях. **В сторону повышения:** оба срока не ниже 14,15% три фиксинга подряд и ускорение тех же рядов в двух публикациях. Существенное изменение бюджета или новый шок предложения оцениваются сразу.

Блок	Решение
Ликвидность	Держать доступный запас ликвидности под долговые платежи с разбивкой по валюте и юридическому лицу; отдельно учитывать залог и время реализации активов.
Процентный риск	Основа - короткий и средний фикс плюс флоатеры. Длинную дюрацию добавлять только после прохождения суверенного предложения без расширения доходности.
Фондирование	Не бюджетировать быстрое снижение КС. Сравнивать all-in: база + кредитный спред + премия выпуска + комиссии + хедж + риск рефинансирования.
Кредит	Верхний IG - выборочно. НУ - только при прозрачном источнике платежа, ковенантах, обеспечении и приемлемом recovery.
FX / CNY	Хеджировать чистые подтверждённые потоки ступенями. Не создавать валютный долг без cash-flow match и теста пролонгации.
Акции / crypto	Широко направленную позицию не увеличивать. Секторные идеи - только с катализатором и заранее заданной инвалидацией.

ИТОГ НЕДЕЛИ

Бюджет стал потенциально менее инфляционным, но рынок получил больше долгового предложения. Денежный рынок требует больше операций ЦБ, но средняя RUONIA завершила неделю ниже ключевой. Нефть дорогая, но её бюджетная монетизация ограничена. Базовая позиция - пауза 23-10-2026, выборочная дюрация, высокий запас ликвидности и отсутствие ставок, которые маскируются под хедж.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент» по состоянию на 05-10-2026. Сценарии являются экспертным суждением и не представляют собой рыночные вероятности. Материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой или предложением к совершению сделок.