

Ставка та же, оценка другая

Финансовый обзор недели · 07-09-2026 - 14-09-2026

Данные по состоянию на 14-09-2026. Тактический горизонт - до заседания 23-10-2026; бюджетный горизонт - 2026-2027 годы.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

14,00%

Сохранена 11-09-2026

УСТОЙЧИВАЯ ИНФЛЯЦИЯ

5-6%

Оценка ЦБ по июлю, в пересчёте на год

ИНФЛЯЦИЯ, АВГУСТ

6,33%

Годовой ИПЦ; в июле 5,98%

ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ

3,01 трлн

На начало 14-09-2026; 2,85 трлн на 09-09-2026

ОФЗ С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ

86,71 млрд

Номинал двух основных аукционов 09-09-2026

USD/RUB

84,339

На 14-09-2026

01. Резюме

Ставка осталась прежней. Оценка текущего инфляционного давления стала жёстче. Банк России сообщил об устойчивой инфляции 5-6% в пересчёте на год по июльским данным. В комментарии от 05-08-2026 регулятор ожидал 4-5% во втором полугодии. Это сигнал риска для траектории дезинфляции, но не доказательство провала полугодового прогноза по одному месяцу.

Денежный рынок неоднороден: на однодневном репо 08-09-2026 ставка достигла 14,4082%, тогда как RUONIA в этот день составила 13,98%. Растущая зависимость от операций ЦБ не равнозначна общесистемному дефициту платёжеспособности.

Минфин разместил фиксированные выпуски под 15,45% и 15,97%. Спрос на дюрацию существует, однако суверенная доходность - только база для расчёта корпоративной стоимости долга.

Обсуждение нефтяной отсечки 50 вместо 59 долл./барр. означает потенциально более жёсткое бюджетное правило, а не расширение расходования нефтяных доходов. Нефтяной ценовой импульс и укрепление рубля оцениваются через реальные отгрузки, расчёты и встречные валютные потоки.

РЕШЕНИЕ

Базовая экспертная оценка на 23-10-2026 - сохранение ставки. Декабрь рассматривается отдельно. Фондирование считать по полной стоимости; хедж исполнять от чистой экспозиции. Без проверенной цены юаневого фондирования не увеличивать CNY-позицию исключительно ради кэрри.

02. Текущая инфляция и прогноз: разные периоды

У оценок устойчивой инфляции разный временной базис. Проект Основных направлений описывает диапазон 4-5% **в первом полугодии**. Отдельный комментарий ЦБ от 05-08-2026 содержит прогноз 4-5% **для второго полугодия**. На 11-09-2026 появилась оценка июльских показателей 5-6%; регулятор допускает её уточнение после полной статистики за август.

Показатель / источник	Период оценки	Значение
Устойчивая инфляция: Основные направления ДКП	Первое полугодие 2026 года, оценка	4-5% в пересчёте на год
Устойчивая инфляция: комментарий ЦБ от 05-08-2026	Второе полугодие 2026 года, прогноз	4-5% в пересчёте на год
Устойчивая инфляция: заявление от 11-09-2026	Июль 2026 года, оценка	5-6% в пересчёте на год
Годовая инфляция, базовый прогноз	Конец 2026 / конец 2027 года	6,0-7,0% / 4,0%
Средняя ключевая ставка, базовый прогноз	2026 / 2027 / 2028 / 2029 годы	14,5-14,6% / 10,5-12,5% / 8,0-9,0% / 7,5-8,5%

Интерпретация. Диапазон июльской оценки смещён вверх относительно ожиданий на второе полугодие. Однако оценка одного месяца и прогноз на полугодие не образуют полностью сопоставимую пару. Диапазоны соприкасаются на 5%; утверждать, что весь июльский диапазон находится за верхней границей прогноза, тоже нельзя. Среднесрочная траектория КС 11-09-2026 не пересматривалась.

ЦБ связывает ускорение с топливным рынком: прямое удорожание топлива повышает издержки других отраслей; вторичные эффекты проходят через ожидания и спрос. Это механизм, названный регулятором. Но сдвиг диапазона на 1 п.п. не является отдельной количественной оценкой вклада топлива: такого разложения в заявлении нет.

Гипотеза о более длительной паузе сохраняется. Её усиливает затяжное выбытие мощностей; ослабляют восстановление предложения, охлаждение спроса и более сдержанный бюджет. Достижение инфляционной цели и возврат средней ставки к нейтральному уровню по-прежнему относятся к разным годам, но не задают точный двухлетний лаг между конкретными датами.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Для бюджета 2027 года верхняя половина диапазона КС 10,5-12,5% может быть **консервативной макропредпосылкой**, а не готовой ставкой займа. Полная стоимость включает договорную базу, кредитный спред, комиссии, особенности срока и хеджа. Среднегодовую КС нельзя вычитать из инфляции на конец года и называть разность точной реальной ставкой.

03. Заседание: пауза без обещания следующего шага

11-09-2026 Банк России сохранил ключевую ставку 14,00%. Направленного обещания снизить или повысить её на следующем заседании нет. Решение условно относительно инфляции, ожиданий, бюджета и восстановления производственных возможностей.

По словам главы ЦБ, предметно обсуждалось сохранение ставки, снижение содержательно не обсуждалось. Такая коммуникация усиливает осторожную оценку ближайшей перспективы, но не исключает изменения ставки при новых данных.

Ценовой показатель	Наблюдение	Что из него следует
Годовой ИПЦ за август	6,33% против 5,98% в июле	Годовой показатель ускорился; для текущего режима необходимы сопоставимые очищенные темпы.
Месячный ИПЦ и базовый индекс	В публичном сообщении за август: -0,08% м/м; базовая инфляция около 5,4% г/г против 5,2%	Сезонная дефляция и ускорение годовых показателей не противоречат друг другу.
Недельная оценка за 01-09-2026 - 07-09-2026	+0,05% после -0,01%	Одного наблюдения недостаточно для объявления устойчивого разворота.

Месячная статистика августа была опубликована 11-09-2026 после объявления решения. Её нельзя изображать публично доступным предзаседательным сигналом. И отсутствие упоминания недельного ИПЦ в пресс-релизе не доказывает, что ЦБ его не учитывал.

Важный контраргумент. Сам ЦБ оценил денежно-кредитные условия как умеренно жёсткие и отметил небольшое снижение их жёсткости в реальном выражении с июля. Поэтому повышенную цену отдельных однодневных операций нельзя переносить на всю совокупность финансовых условий.

Вывод: более осторожная реакция регулятора совместима с продолжительной паузой. Но отсутствие снижения в сентябре само по себе не доказывает ни повышения в октябре, ни неизменности ставки до конца года.

04. Денежный рынок: структурный дефицит, разные цены доступа

Дефицит ликвидности с учётом остатков на корсчетах и усредняемых обязательных резервов составил **2,8513 трлн руб. на начало 09-09-2026** и **3,0074 трлн руб. на начало 14-09-2026**. Сравнение с ориентиром 0,59 трлн руб. на начало года указывает на существенно большую зависимость от операций ЦБ. Исторический «рекорд с 2022 года» без сопоставимого ряда не используется.

Операция / дата аукциона	Срок и расчёты	Спрос / лимит	Фактический объём	Ставка, %
Депозитная тонкая настройка 31-08-2026	1 день 31-08-2026 - 01-09-2026	1,8996 / 2,3000	1,8996 абсорбировано	13,86
Недельное репо 08-09-2026	7 дней 09-09-2026 - 16-09-2026	6,4126 / 4,4800	4,4800 предоставлено	14,0429
Репо тонкой настройки 08-09-2026	1 день 08-09-2026 - 09-09-2026	2,2234 / 0,8000	0,8000 предоставлено	14,4082

Объёмы в трлн руб.; ставки средневзвешенные, годовые. В депозитной операции ЦБ изымает ликвидность, в репо - предоставляет.

Спрос на однодневную операцию составил **2,78 лимита**; максимальная заявленная ставка - 14,5705%. Это показатель конкуренции заявок в конкретном аукционе, а не объём неудовлетворённой потребности всей банковской системы. Размеры заявок зависят и от стратегии участников.

08-09-2026 завершился период усреднения обязательных резервов. Банкам, не набравшим требуемый средний остаток ранее, в конце периода нужны дополнительные остатки на корсчетах. Но обязанности всем банкам одновременно «довнести резервы» нет; операции тонкой настройки проводятся по необходимости, а не автоматически по календарю.

Изъятие локального избытка резервов 31-08-2026 и предоставление ликвидности 08-09-2026 совместимы со структурным дефицитом в обе даты. Сменилось направление отдельных операций, а не обязательно знак структурного баланса. Календарь объясняет возможность всплеска, но не позволяет без сравнения с аналогичными периодами выделить его «некалендарную» часть.

ГРАНИЦА ВЫВОДА

Структурный дефицит - характеристика потребности в операциях центрального банка. Сам по себе он не доказывает ни банковский кризис, ни его отсутствие. Для оценки стресса нужны распределение резервов, устойчивость фондирования, обеспечение и доступ к расчётам.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК · ПРОДОЛЖЕНИЕ

RUONIA: необходимый контраргумент

Дата ставки	RUONIA, % годовых	Объём, млрд руб.	Дата публикации
07-09-2026	14,01	634,63	08-09-2026
08-09-2026	13,98	591,92	09-09-2026
09-09-2026	13,95	606,95	10-09-2026
10-09-2026	13,86	620,39	11-09-2026
11-09-2026	13,83	699,28	14-09-2026

На фоне дорогого репо тонкой настройки необеспеченный межбанк в среднем оставался около или ниже КС. Это противоречит тезису о равномерном удорожании денег для всех банков. Сочетание совместимо с неодинаковым доступом к межбанку и обеспечению, однако без данных по участникам нельзя утверждать, кто именно оказался ограничен.

RUSFAR. Уровень 14,15% из рыночного сообщения сохраняется как индикативный сигнал. Его нельзя без отдельной датированной публикации биржи объявлять официальным фиксингом на 14-09-2026. Тем более нельзя приписывать разность агрегированного индикатора и КС конкретному банку как его кредитный спред.

Срочная версия RUONIA. Приведённые ориентиры на 07-09-2026: 1 месяц - 13,92%, 3 месяца - 14,28%, 6 месяцев - 14,80%. Это годовые ставки, рассчитанные по накопленному индексу за прошедшие периоды, а не форвардный прогноз. Они не равны автоматически расходам конкретного заёмщика: договор добавляет свой спред, даты и конвенции. ROISfix / OIS 1-3 месяца - другой, перспективный измеритель.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Сравнивать стоимость фондирования нужно для одного срока, валюты и качества обеспечения. Однодневные 14,4082% не становятся новой базой всей кривой банковского фондирования. Для лимитов важны фактически доступные источники денег, свободный залог, сроки и концентрация. Более дорогой доступ отдельных банков может сосуществовать со смягчением финансовых условий в реальном выражении для экономики.

Платёжный баланс: крупное расхождение без установленной природы

По оценке ЦБ, чистые ошибки и пропуски составили **-1,4 млрд долл. в I квартале и -12,2 млрд долл. во II квартале**; сумма за полугодие -13,6 млрд долл. Это необычно крупная балансирующая статья, а не измеренный канал «теневого» вывода денег. Временные несовпадения, расхождения учёта и неидентифицированные операции не разделены. Переносить сумму в модель валютного предложения как дополнительный подтверждённый отток нельзя.

05. Нефть: ценовой импульс и реализуемая выручка

Показатель	07-09-2026	14-09-2026	Статус
Brent, долл./барр.	97,31	105,76	Контракт и срок не указаны
Urals, долл./барр.	86,78	102,93	Базис сделки не подтверждён
TTF Gas	879,25	966,19	Единица измерения и контракт не указаны

Сближение котировок Brent и Urals сохраняется как **сигнал для проверки физического рынка**.

Гипотеза: ограничения ближневосточных поставок могут повышать ценность альтернативных сортов и сокращать дисконт российской нефти. Это не доказательство исчезновения дисконта: различия базисов, контрактов, дат поставки и состава покупателей способны влиять и на уровни, и на их изменения.

Внешний риск связан с ограничениями движения через Ормуз, повреждениями инфраструктуры и обстановкой у Баб-эль-Мандебского пролива. Масштаб доступных поставок меняется по маршрутам. Рост котировок сам по себе не доказывает дефицит всех сортов или исчезновение премии за происхождение. ЦБ отдельно указывает на ограничения физических объёмов российского экспорта и выбытие логистических мощностей.

РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ: НЕ УСТАНОВЛЕННЫЕ ВЕЛИЧИНЫ

В отраслевом комментарии фигурируют недоиспользование экспортных возможностей сырой нефти на 10-15%, дополнительная премия перевозки 10-12 долл./барр. и историческая выручка нефтепродуктового экспорта 60-65 млрд долл. в год. У этих оценок не раскрыты единые маршрут, базис и период. Их можно использовать как гипотезы стресс-теста, но не как подтверждённую потерю текущей выручки.

Экспорт отдельных нефтепродуктов ограничен; общий экспорт не равен нулю. Демпферные выплаты, изменения курса, налоговая формула и лаги поступлений дополнительно разрывают связь между рыночной ценой и доходами бюджета. Для компании важна контрактная цена с учётом распределения логистических расходов; налоговая цена относится прежде всего к расчёту фискального эффекта.

ПРИЧИННАЯ ЦЕПОЧКА

Наблюдение: высокий нефтяной ценовой уровень и ограничения инфраструктуры. **Механизм:** цена реализации × подтверждённый объём – расходы по условиям контракта; затем сроки оплаты и конвертация. **Вывод:** эффект на валютную выручку и бюджет неоднозначен по величине. Подтверждение – реальные отгрузки, счета и поступления, а не только рыночная цена.

06. Валюта: направление сделки важнее удачного эпитета

Показатель	07-09-2026	14-09-2026	Изменение
USD/RUB	86,518	84,339	-2,52%
CNY/RUB	12,895	12,571	-2,51%
EUR/RUB	100,602	97,396	-3,19%

Укрепление рубля совместимо с дорогой нефтью, сохранением КС и уменьшением регулярных покупок валюты по бюджетному правилу. Но эти факторы не позволяют без данных по потокам разделить вклад экспортёров, импортёров, банков и изменения позиций. Регулярная операция Минфина 2,5 млрд руб. в день не тождественна итоговой чистой операции ЦБ после зеркалирования других операций ФНБ.

Важна база сравнения: после накопленного роста USD/RUB примерно на 21,9% его снижение на 2,52% даёт около **18,8% роста USD/RUB** относительно исходного уровня, а не 21,9 минус 2,52. При таком росте USD/RUB обратная величина покупательной способности рубля в долларах ниже примерно на 15,8%, а не на 18,8%. Расчёт условен относительно июньской базы: её независимая датированная котировка не установлена.

КАЗНАЧЕЙСКОЕ СЛЕДСТВИЕ

Покупателю CNY укрепление рубля улучшает цену покупки валюты для подтверждённых обязательств. **Продавцу CNY-выручки** оно, напротив, ухудшает курс конвертации. Поэтому команда «исполнить транш на лучшей цене» не универсальна. Сначала определяются направление, чистая экспозиция, дата платежа и бюджетный курс; затем - размер транша.

Рабочий вывод: недельное укрепление не отменяет календарь хеджа, но требует сверки его размера с обновлённой чистой экспозицией. Снижение объёмов выручки может само по себе создать избыточный хедж, даже если курс движется в желательную сторону.

07. Бюджет и первичный рынок: отсечка не отменяет арифметику

Предварительный дефицит бюджета за январь-август – около 5,8 трлн руб., или 2,5% годового ВВП, против планового годового ориентира 3,8 трлн. Накопленный дефицит составляет около 153% годового плана. Оценка около 7 трлн по итогам года относится к отдельным аналитическим сценариям, не к установленному консенсусу.

10-09-2026 Силуанов назвал 50 долл./барр. базовым рассматриваемым вариантом цены отсечения вместо 59. **Это предложение, а не уже действующая новая норма.** До опубликования принятого акта и даты применения расчёты по действующим операциям нельзя переводить на новую отсечку.

МЕХАНИКА БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА

При неизменных фактической цене, объёмах и других параметрах более низкая отсечка уменьшает базовую нефтегазовую доходную базу и увеличивает дополнительные доходы. Больше средств подлежит сбережению в ФНБ, а не расходованию. Регулярные покупки валюты и золота при прочих равных увеличиваются. Итоговая операция на валютном рынке зависит от зеркалирования и других операций ФНБ.

Два канала, разные горизонты. Более крупные покупки валюты могут ограничивать укрепление рубля в моменте. Более сдержанное расходование нефтяных доходов способно уменьшать фискальный импульс и инфляционное давление. Но если расходы сохраняются и замещаются заимствованиями, бюджетное ужесточение не возникает автоматически: необходимо смотреть на весь пакет расходов, долга и структурного сальдо.

ОФЗ: фиксированный купон размещается по своей цене

Выпуск / погашение	Спрос	Номинал	Выручка	Доходность
26218 / 17-09-2031	91,824	51,496	42,152	15,45%
26230 / 16-03-2039	72,718	35,215	21,576	15,97%
Два основных аукциона	164,542	86,711	63,728	-

Цены отсечения – 77,9095% и 57,8152% от номинала. Выручка и номинал не взаимозаменяемы. Наблюдение опровергает тезис «спрос есть только на флоатеры», но не доказывает общую доступность всех сроков и рейтингов. Корпоративный ориентир строится от сопоставимого участка суверенной кривой плюс собственный кредитный спред, премия нового выпуска и издержки сделки.

БЮДЖЕТ / КРЕДИТ / РЕАЛЬНЫЕ ПОТОКИ · ПРОДОЛЖЕНИЕ**Банковские результаты: разные выборки нельзя склеивать**

В публичном пересказе статистики к августу названы **86 убыточных кредитных организаций, рост на 87%, и отдельно 65 убыточных банков из 300**. Это разные периметры. Нельзя приписывать рост на 87% непосредственно числу 65 или обозначать весь набор как результаты одного месяца. Без первичного агрегата эти числа остаются рыночным сообщением, а не установленным основанием кредитного лимита.

Содержательный риск - расслоение устойчивости контрагентов. Для конкретного банка нужны капитал с применимыми надбавками, качество активов, концентрация фондирования, свободное обеспечение и доступные сроки привлечения. Отрицательная прибыль сама по себе не равна неплатёжеспособности. Резервирование снижает прибыль и капитал, но не означает прямое изъятие той же суммы резервных денег из банковской системы.

Зерно: сохранить риск, не подменять его неподтверждённым балансом

Гипотеза о разрыве между наличием урожая и возможностью вывоза сохраняется: повреждения портовой и транспортной инфраструктуры могут одновременно снижать местные закупочные цены и задерживать экспортные поступления. Но наличие зерна в стране не доказывает ни остановку всех экспортных маршрутов, ни дефицит в конкретном регионе.

Ориентиры урожая 130 млн т и «дефицита на юге 25-30 млн т» не имеют подтверждённой единой базы сравнения. Они сохраняются только как **непроверенный отраслевой сигнал**: дефицит относительно потребления, недобор относительно прошлого урожая и ограничение экспортной пропускной способности - разные величины. В валютный прогноз этот объём не переносится.

08. Рынок акций и внешний контур

За неделю индекс IMOEX вырос с 2 269,01 до 2 360,50 (+4,03%), RTS - с 829,31 до 881,72 (+6,32%). Опережение долларового индекса совместимо с укреплением рубля. Точное разложение требует валютного курса из методологии расчёта индексов, а не произвольного USD/RUB с другого источника.

Рыночные комментарии связывали рост с нефтью и новостями о возможном ограничении ударов по энергетике. Заявление о договорённости и подтверждённое исполнение - разные события. Отдельные наблюдения о слабых объёмах в начале недели нельзя переносить на все сессии, включая импульс 14-09-2026.

US 10Y - 4,956%, China 10Y - 1,685%, золото - 4 310,93. Ориентир US 30Y выше 5,38% и ожидание дополнительного повышения ставки ЕЦБ примерно на 60 б.п. к апрелю сохраняются как рыночные оценки без идентифицированного инструмента.

ЕЦБ 10-09-2026 решил повысить депозитную ставку до 2,50%, ставку основных операций рефинансирования до 2,65%, маржинального кредитования до 2,90%. Новые уровни применяются **с 16-09-2026**. Рост доходностей означает снижение цен облигаций и удорожание нового фондирования, а не рост стоимости самих долговых бумаг.

09. Проверяемые прогнозы

Исходная запись / дата	Горизонт и условие	Результат / статус
ЦБ скорее сохранит 14%, чем снизит. Веса: 60% / 35% / 5% для сохранения / снижения / повышения. 07-09-2026	11-09-2026. Исходная картина: высокая траектория КС, смешанная инфляция и ROISfix около КС. Фальсификатор прогноза наиболее вероятного исхода - любое изменение ставки.	Сохранены 14,00%. CONFIRMED для исхода; одна реализация не доказывает калибровку вероятностей.
Корпоративные флоатеры остаются рабочим окном при риске повышенной премии. 07-09-2026	2-4 недели. Исходное условие - крупное предложение ОФЗ-ПК. Фальсификатор - не менее двух корпоративных книг с низкой премией при узких вторичных спредах.	Горизонт ещё не завершён; сопоставимых корпоративных книг недостаточно. OPEN
Локальная ликвидность CNY нормальная при премии к ставке ДКП КНР. 07-09-2026	1 месяц. Исходные индикаторы выпуска: RUSFAR CNY 3,83%, 1W 4,20%. Фальсификатор - устойчивые всплески или стресс пролонгации.	Недельная проверка актуальными данными не обеспечена. NOT TESTED

Сохранение ставки 11-09-2026 подтверждает только наиболее вероятный исход этого заседания, но не среднюю ставку 2027-2029 годов. Долгосрочные утверждения остаются открытыми до наступления исходного горизонта и выполнения условий проверки.

10. Сценарная оценка на 23-10-2026

Веса - экспертная оценка, не вероятности из рыночных котировок. Три категории охватывают направления решения; 25 б.п. - рабочий размер шага, а не запрет на иные величины. Сумма весов - 100%.

Сценарий	Вес	Основания	Контраргументы
Сохранение 14,00%	55%	Оценка июльского давления 5-6%; вторичные эффекты топлива; неопределённость бюджета и восстановления мощностей.	Укрепление рубля; охлаждение спроса; более жёсткое бюджетное правило.
Снижение рабочий шаг 25 б.п.	30%	Снижение давления после восстановления мощностей и охлаждения спроса; цель 4% в 2027 году сохраняется.	Затяжной топливный шок и повышенные ожидания.
Повышение стресс-шаг 25 б.п.	15%	Более сильный бюджетный импульс или устойчивое усиление вторичных эффектов.	Отсутствие снижения ещё не означает необходимость повышения; новых подтверждений может не быть.

Текущая кривая ROISfix / OIS 1-3 месяца не установлена и в веса не включена. Овернайт и срочная версия RUONIA не заменяют этот вход. Исходы декабря оцениваются отдельно: вероятность паузы в октябре не равна вероятности ставки 14% до 31-12-2026.

СЦЕНАРИИ / РЕШЕНИЯ · ПРОДОЛЖЕНИЕ

Среднегодовой диапазон КС не является нижней границей ставки на конец года. Например, снижение на 25 б.п. с 26-10-2026 уменьшило бы среднюю КС за 2026 год примерно на 4,6 б.п. при прочих равных: $25 \times 67 / 365$. Это иллюстрация календарной арифметики, не отдельный прогноз решения. Для бюджета оставшейся части года используются фактические расходы и сценарии будущих дат переоценки.

Пересмотр весов симметричен. Сигнал по ценам требует однонаправленного изменения не менее трёх сопоставимых очищенных рядов на двух последовательных публикациях каждого ряда: базового ИПЦ с сезонной очисткой, медианного показателя и индекса без волатильных компонент. Методика, период и масштаб изменения должны совпадать. Новое решение по бюджету или существенный шок предложения - самостоятельные основания пересмотра, а не повод ждать формального числа недель.

11. Факт, интерпретация, неопределённость, действие

Наблюдение	Интерпретация	Что не установлено	Действие
Июльская устойчивая инфляция 5-6%; прогноз на второе полугодие 4-5%	Риск более длительной паузы	Устойчивость смещения и новая среднесрочная траектория	Консервативная предпосылка КС плюс полная стоимость долга
Репо 08-09-2026 - 14,4082%; RUONIA - 13,98%	Цена доступа неодинакова	Участники, обеспечение и вклад календаря	Контролировать собственные сроки, залог и доступные лимиты
Два основных аукциона фиксированных ОФЗ	Спрос на конкретные сроки существует	Корпоративная премия и повторяемость спроса	Сопоставимая суверенная база + спред эмитента + премия выпуска
Обсуждается отсечка 50 долл./барр.	Потенциально больше сбережений в ФНБ	Принятая норма, сроки, компенсация расходной части	Моделировать весь бюджетный пакет и чистые валютные операции
Котировки нефти сблизились	Возможное сокращение физического дисконта	Сопоставимость контрактов, фактические цены и объёмы	Выручка - по контрактам; налоговые доходы - по налоговой базе
Рубль укрепился за неделю	Разный эффект для покупателя и продавца CNY	Чистая экспозиция и вклад отдельных потоков	Транш только после сверки направления и даты обязательства
Ошибки и пропуски -13,6 млрд долл. за полугодие	Крупное статистическое расхождение	Его экономическая природа	Не добавлять сумму как отдельный подтверждённый отток

КРИТЕРИЙ ИСПОЛНЕНИЯ

Гипотеза может оставаться в обзоре с неопределённым статусом. Но неопределённая гипотеза не должна незаметно превращаться в числовой лимит или безусловное поручение на сделку.

12. Ключевые риски до 23-10-2026

Риск	Оценка	Проявление и контроль
Вторичные эффекты топлива и длительное выбытие мощностей	Высокая	Риск затяжной паузы; контроль очищенной инфляции, ожиданий и восстановления выпуска.
Неравный доступ к коротким деньгам и обеспечению	Повышенная	Локальные пики стоимости, ухудшение отдельных лимитов; не тождественно кризису всей системы.
Окончательные бюджетные параметры	Высокая	Расходы и структурное сальдо могут изменить траекторию ставок; новая отсечка не оценивается изолированно.
Экспортная инфраструктура и реализация нефтяных цен	Высокая	Высокая рыночная цена может сопровождаться задержками отгрузки и поступлений.
Поглощение суверенного предложения	Повышенная	Возможное давление на корпоративную премию; проверка на книгах эмитентов, не вывод из одного аукциона.
Кредитное качество отдельных контрагентов	Повышенная	Проверка капитала, активов и ликвидности каждого банка; агрегированное число убыточных не заменяет анализ.
Локальная ликвидность CNY и расчётный маршрут	Не определена	Пробел в данных запрещает вывод о низком риске; обязательна котировка фондирования и тест расчёта.
Криптовалютное плечо и потоки	Не определена	Ценовой нейтральный режим не гарантирует устойчивость скрытого плеча.

13. Тактический взгляд

Параметр	Рабочая позиция
Горизонт	Swing: решение 23-10-2026. Position: стоимость фондирования 2026-2027 годов.
Тезис	Пауза на ближайшем заседании остаётся наиболее вероятным исходом; стоимость риска и доступ к фондированию важнее одного уровня КС.
Катализаторы	Бюджетные проектировки; восстановление мощностей; инфляция и ожидания; актуальные ROISfix / OIS; результаты первичных книг.
Вход / размер	Новые риск-позиции не увеличивать без цены исполнения, ликвидности и условия выхода. Хедж - по чистым потокам, а не по направленному прогнозу.
Инвалидация	Устойчивое ослабление ценового давления, более мягкая форвардная траектория и/или пересмотр прогноза ЦБ; валютный тезис проверяется по совокупности импорта, экспорта и финансовых потоков.
Выход / пересмотр	Пересмотр после существенного события и на еженедельном срезе. При сокращении исходной экспозиции пересчитать хедж, не наращивать ставку ради отыгрыша.

14. Операционные ориентиры

Параметры ниже – целевые ограничения для обсуждения КУАП, а не уже утверждённые лимиты конкретного портфеля. Их применение зависит от фактического долга, ликвидности, валютных потоков и документации сделок.

Блок	Порядок решения
Стоимость долга	Бюджет 2026: фактические расходы плюс сценарий оставшихся периодов. Бюджет 2027: консервативная траектория КС как вход. Для каждого договора – своя база, спред, комиссии, сроки и хедж. КС и RUONIA не складываются друг с другом.
Фиксированная / плавающая ставка	Коридор 40-70% долга с плавающей ставкой – модельный ориентир диверсификации. Выбор структуры, в том числе оферты 24-30 месяцев, – по полной стоимости и риску рефинансирования, а не только по текущему купону.
Первичный рынок	Предварительный опрос инвесторов, сопоставимая вторичная кривая, премия нового выпуска, качество книги и банковская альтернатива. Доходности ОФЗ не переносятся на корпората без поправок.
Валютный хедж	Транши 20-25% применяются к чистой подтверждённой или высоковероятной экспозиции. Ориентир покрытия не ниже 60% на 6 месяцев требует проверки достоверности потоков. Для покупателя и продавца валюты «лучший курс» различается.
Ликвидность	Ориентир покрытия долговых платежей – 6 месяцев. Засчитываются доступные средства нужной валюты и срока, с поправкой на реализацию активов, обеспечение, расчётный маршрут и концентрацию.
Контрагенты / CNY	Лимиты по собственному анализу капитала и ликвидности. До увеличения CNY-аллокации – стоимость репо и свопов, календарь пролонгации, доступность расчётов и стресс курса.
Контроль перед заседанием	На 22-10-2026 – ROISfix / OIS 1-3 месяца, инфляция, бюджет и коммуникация ЦБ. Овернайт – контроль исполнения ДКП, не замена форвардной траектории.

15. Итог

ИТОГ НЕДЕЛИ

Ставка та же. Текущее инфляционное давление выше. Среднесрочный прогноз ещё предстоит проверить новыми данными. Различие между июльской оценкой и ожиданием на второе полугодие усиливает осторожность, но не превращает одно заседание в прогноз на весь год.

Дефицит резервной ликвидности вырос, но цена доступа неоднородна: дорогая однодневная операция ЦБ сосуществует с RUONIA ниже КС. Суверенные аукционы подтверждают спрос на фиксированную дюрацию, не гарантируя такой же цены корпоративному заёмщику. Потенциальное снижение нефтяной отсечки повышает сберегательную часть правила; фактический эффект зависит от всего бюджетного пакета.

Решение: на 23-10-2026 базовая оценка – пауза. Декабрь – отдельная развилка. Фондирование – по полной стоимости, выручка – по контрактам и срокам оплаты, хедж – по чистой экспозиции. Непроверенную юаневую ликвидность нельзя принимать за спокойную.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент» на основе данных по состоянию на 14-09-2026. Экспертные сценарии не являются рыночными вероятностями. Материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой или предложением к совершению сделок.