

Курс вместо долга

Финансовый обзор недели · 10-17 августа 2026

Рыночные уровни на 17-08-2026, основная сессия. Данные по инфляции за июль - комментарий Банка России от 17-08-2026. Данные по исполнению бюджета - предварительная оценка Минфина за январь-июль 2026. Статистика валютного рынка и операций участников - обзор рисков финансовых рынков Банка России за июль.

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА, 7М2026**6,455 трлн**

170% годового плана за семь месяцев

USD/RUB**85,02**

+3,46% н/н, +19,7% с начала июня

ПРИРОСТ ЦЕН, С.К.Г.**11,6%**

июнь 11,4%; годовая 5,98% - техническое снижение

ГОСДОЛГ У БАНКОВ**-54 млрд**

нетто-продажи ОФЗ крупнейшими банками за июль

IMOEX**2 093**

-7,5% в рублях, -12,9% в долларах

URALS / BRENT, СПОТ**87,40**

при Brent 90,70; средняя за июль по базису отгрузки 59,02

01. Резюме

Бюджетный дисбаланс перестал полностью абсорбироваться долговым рынком. Первичные размещения не клирятся по приемлемым для эмитента уровням, ключевые категории покупателей сокращают позиции, и нагрузка смещается в валютный канал. Рубль потерял 3,46% за неделю и 19,7% с начала июня. Ослабление поддерживает рублёвую оценку экспортных доходов и валютных активов, но одновременно переносится в цены и ограничивает дальнейшее снижение ставки.

- Дефицит за семь месяцев составил 6,455 трлн руб. при плановой величине на весь год 3,8 трлн. Годовой план исполнен на 170% за семь месяцев.
- Крупнейшие банки в июле были нетто-продавцами государственных облигаций на 54 млрд руб. Нагрузка при размещении легла на управляющие компании: на них пришлось 57,0% объёма аукционов.
- Розничный спрос на долг сжался: вложения физических лиц в облигации упали на 56% за месяц, а их доля в торгах акциями опустилась до минимума с марта 2022 года.
- Экспортная выручка сократилась: чистые продажи валюты крупнейшими экспортёрами упали с 7,6 до 2,2 млрд долл. за месяц. Рост сырьевых котировок этому не помешал: мировая премия сместилась в нефтепродукты, тогда как экспортируется преимущественно сырьё.
- Снижение годовой инфляции до 5,98% связано с календарём индексации: без переноса тарифов показатель вырос бы примерно на 0,7 п.п. Месячный прирост с исключением сезонности поднялся до 11,6% в пересчёте на год, ценовое давление в устойчивой части повысилось.

02. Бюджет: 170% годового плана за семь месяцев

Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за январь-июль 2026 года даёт дефицит 6,455 трлн руб., или 2,8% ВВП. Год назад за тот же период он составлял 4,6 трлн руб., или 2,2% ВВП. Плановая величина, заложенная в закон о бюджете на весь 2026 год, - 3,8 трлн руб., или 1,6% ВВП.

ПОКАЗАТЕЛЬ	ЗНАЧЕНИЕ	СОПОСТАВЛЕНИЕ
Дефицит за январь-июль 2026	6,455 трлн руб.	2,8% ВВП
Плановый дефицит на весь 2026 год	3,8 трлн руб.	1,6% ВВП
Исполнение годового плана за семь месяцев	170%	превышение в 1,7 раза
Дефицит за июль	724 млрд руб.	месячный темп
Исполнение годового плана расходов	64,8%	за 7М2025 было 58,1%
Рост расходов за семь месяцев	+14,5% г/г	в июле +6,2% г/г

Опережающее исполнение расходов само по себе не превращается в дефицит: остаются доходы второго полугодия. Значение показателя в другом - он повышает риск превышения годовой величины дефицита, если доходы не компенсируют опережение. Оценки траектории расходов дают около 49 трлн руб. по итогам года против плановых 44,1 трлн; при неизменной доходной части разрыв порядка 5 трлн руб. потребует источников финансирования сверх заложенных в закон.

АРИФМЕТИКА, ИЗ КОТОРОЙ ВСЁ ОСТАЛЬНОЕ СЛЕДУЕТ

Дефицит, превысивший годовой план в 1,7 раза за семь месяцев, требует источника финансирования сопоставимого масштаба. Рынок государственного долга такого объёма сейчас не даёт: квартальный ориентир привлечения исполнен на 0,6%, аукционы по выпускам с постоянным купоном приостановлены с 22-07-2026. Остаются использование остатков и резервов и повышение рублёвой оценки валютных доходов и активов. Второй механизм действует через ослабление курса, и на этой неделе оно ускорилось. Самостоятельным источником денежных средств для бюджета курс при этом не является: рублёвая оценка увеличивается, но поступление возникает только при фактической реализации валютных активов или при поступлении валютных доходов.

03. Кто должен был купить долг и не купил

Спрос на государственный долг формируют несколько категорий участников. Значимую часть в предыдущие периоды обеспечивали три: некредитные финансовые организации в рамках доверительного управления, системно значимые банки на аукционах и розничный инвестор на вторичном рынке. По итогам июля первая категория оставалась основным покупателем, две другие сокращали позиции.

КАТЕГОРИЯ УЧАСТНИКОВ	ИЮЛЬ 2026	СОПОСТАВЛЕНИЕ
	57,0%	

Некредитные финансовые организации в доверительном управлении		доля в объёме размещения на аукционах
Крупнейшие банки, операции с государственными облигациями	-54 млрд руб.	нетто-продажи, а не покупки
Вложения физических лиц на бирже, всего	142,9 млрд руб.	-46% к июню
Вложения физических лиц в облигации	100,9 млрд руб.	-56% к июню
Доля физических лиц в торгах акциями	63,3%	минимум с марта 2022 года
Число физических лиц с брокерскими счетами	42,2 млн	+343 тыс. за месяц

Вторая строка требует отдельного прочтения. Речь не о снижении покупок и не о паузе: крупнейшие банки продали государственных бумаг больше, чем купили. Категория, обеспечивавшая значимую часть спроса на аукционах в предыдущие месяцы, в июле уменьшала позицию в госдолге, а не наращивала её. Основная нагрузка при размещении легла на управляющие компании, то есть на более узкий круг участников с меньшей ёмкостью баланса.

Вторая часть картины - розница. Число счетов продолжает расти, но объём вложений сократился почти вдвое за месяц, а в облигационном сегменте - более чем вдвое. При этом доля физических лиц в торгах облигациями выросла с 12,8% до 14,5%: их вес в структуре рынка увеличивается не потому, что они покупают больше, а потому, что институциональные участники покупают меньше.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Возврат суверенного заёмщика на рынок с выпусками на плавающей ставке объёмом до 1,5 трлн руб. предполагает наличие покупателя. Июльская статистика показывает, что две из трёх ключевых категорий сокращали позиции, а нагрузка при размещении сместилась на управляющие компании. Для корпоративного заёмщика это означает не ослабление конкуренции, а рост премии, которую придётся заплатить всем участникам первичного рынка при его возобновлении. Планировать размещение на четвёртый квартал по текущим уровням спреда некорректно.

04. Валютный канал: предложение ушло вместе со спросом на долг

Ослабление рубля на этой неделе имеет измеримую причину со стороны предложения валюты. Продажи экспортёров сократились, и сокращение это неравномерное.

ПОКАЗАТЕЛЬ ВАЛЮТНОГО РЫНКА	ИЮНЬ	ИЮЛЬ
Продажи валюты нефинансовыми компаниями, млрд долл.	27,7	22,12
Чистые продажи крупнейших экспортёров, млрд долл.	7,6	2,2
Чистые покупки валюты населением, млрд долл.	1,8	1,2
Отток из валютных депозитов, млрд руб.	-	45,7

Ключевая величина - вторая строка. Чистые продажи крупнейших экспортёров упали в 3,5 раза за месяц, причём в период уплаты налогов, когда предложение валюты обычно возрастает. С

учётом покупок в суверенный фонд баланс операций этой группы приблизился к нулю. Одновременно население сократило покупки валюты, то есть давление на курс со стороны розничного спроса снизилось - и курс всё равно вырос.

УРОВЕНЬ USD/RUB	ЗНАЧЕНИЕ	ИЗМЕНЕНИЕ
17-08-2026, основная сессия	85,02	+3,46% за неделю
Начало июня 2026	71,00	+19,7% накопленным итогом
Прогноз на конец года, опрос профессиональных участников	78,40	ниже текущего уровня на 7,8%

Расхождение между текущим уровнем и консенсус-прогнозом на конец года составляет почти восемь процентов в сторону укрепления. Прогноз был сформирован до августовского движения и на текущий момент предполагает возврат, оснований для которого в данных по предложению валюты не просматривается.

ЧТО ЭТО ЗНАЧИТ ДЛЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Накопленное ослабление в 19,7% описывает пройденный путь и не является прогнозом дальнейшего темпа. Но фактор, который его вызвал, - сокращение экспортного предложения при сохраняющейся потребности бюджета - на горизонте квартала не разворачивается. Правило исполнения хеджа не меняется: ступенями по 20-25% от плановой экспозиции, транш не увеличивается в попытке догнать уровень. Ориентация на консенсус-прогноз при построении хеджевой позиции не рекомендуется: он расходится с текущим уровнем на величину, превышающую годовую волатильность многих корпоративных экспозиций.

05. Инфляция: снижение, которого не было

Годовая инфляция в июле составила 5,98% против 6,02% в июне. Снижение на четыре сотых процентного пункта связано с эффектом базы и календарём индексации тарифов, и регулятор описывает механизм прямо.

Индексация коммунальных тарифов в 2026 году перенесена с июля на октябрь. Из расчёта годового показателя вышел эффект прошлогодней индексации, что снизило годовую инфляцию на 0,77 п.п. Это снижение было практически полностью компенсировано ускорением роста цен по нефтепродуктам, овощам, фруктам и мясопродуктам.

Соотношение двух величин важнее каждой из них по отдельности. Календарный фактор дал минус 0,77 п.п., фактическое изменение составило минус 0,04 п.п. Разница показывает, что без переноса индексации годовой показатель не остался бы на месте, а вырос бы примерно на 0,7 п.п. Снижение годовой инфляции не отражает ослабления ценового давления - оно его маскирует.

ПОКАЗАТЕЛЬ	ИЮНЬ	ИЮЛЬ
Годовая инфляция	6,02%	5,98%
Месячный прирост цен с исключением сезонности, в пересчёте на год	11,4%	11,6%
Вклад волатильных и регулируемых цен	+0,58 п.п.	+0,40 п.п.

Непродовольственные товары, г/г	5,3%	6,4%
Продовольственные товары, г/г	3,4%	4,4%

Существеннее годового показателя два обстоятельства. Первое: месячный прирост цен с исключением сезонности в пересчёте на год не снизился, а вырос - до 11,6% против 11,4% в июне. Второе, и главное: ценовое давление в устойчивой части индекса повысилось. Регулятор называет две причины - вторичные эффекты удорожания топлива, которое начало распространяться на широкий круг товаров и услуг, и ослабление валютного курса в июне-июле.

Отложенная индексация тарифов при этом никуда не исчезла. По оценке регулятора, она внесёт заметный положительный вклад в ускорение годовой инфляции в октябре. Прогноз на 2026 год сохранён в диапазоне 6,0-7,0%.

СВЯЗКА, ОПРЕДЕЛЯЮЩАЯ ЧЕТВЁРТЫЙ КВАРТАЛ

Ослабление курса названо регулятором среди причин ускорения устойчивой инфляции. Это замыкает конструкцию: дефицит финансируется через курс, курс переносится в цены, цены ограничивают пространство для снижения ставки, высокая ставка удорожает обслуживание долга и увеличивает дефицит. На горизонте до конца года к этому добавляется октябрьская индексация тарифов. Бюджетирование процентных и индексируемых расходов на четвёртый квартал по годовому таргету даст систематическое занижение.

06. Экспортная база: выручка падает по объёму, а не по цене

Сокращение валютной выручки, описанное в разделе о валютном канале, имеет физическую причину. Она существеннее ценовой, потому что не устраняется улучшением конъюнктуры.

- Морской экспорт нефти опустился до минимального уровня с мая. Переработка на внутренних мощностях восстановилась после перерывов и увеличилась за счёт объёмов, ранее направлявшихся на экспорт.
- Экспорт дизельного топлива сократился на 65% за месяц, экспорт нефтепродуктов в целом - на 27%.
- Судоходство по Азово-Донскому каналу и через Керченский пролив прекращено с 10-07-2026. На азовское направление приходится около четверти экспорта зерна и более половины экспорта растительных масел.
- Внутренние цены на зерно снизились: пшеница третьего класса к концу июля стоила около 13 455 руб. за тонну, на 17,8% меньше уровня годом ранее.

Ценовая конъюнктура при этом улучшалась, и сопоставление котировок показывает, почему улучшение не доходит до бюджета.

КОТИРОВКА	ЗНАЧЕНИЕ	БАЗИС И ПЕРИОД
Brent	90,70	спот на 17-08-2026, +3,61% за неделю
Urals	87,40	спот на 17-08-2026, базис поставки в средиземноморский порт
Urals, средняя за июль	59,02	базис отгрузки, официальная оценка; в июне 63,52

Две последние строки сопоставлять напрямую нельзя, и разница между ними содержательна. Котировка на базе поставки включает фрахт и страхование, цена на базе отгрузки - нет. Расхождение отражает стоимость доставки, которая для российских поставок после 2022 года стала самостоятельной величиной, сопоставимой по масштабу с самой ценой сырья. Часть улучшения ценовой конъюнктуры в порту назначения до экспортёра не доходит.

Для бюджета значима цена на базе отгрузки: именно она формирует налоговую базу. Её июльское значение снизилось относительно июньского, тогда как котировка в порту назначения за тот же период выросла. Улучшение внешней конъюнктуры и ухудшение бюджетных поступлений на этой неделе сосуществуют, и объясняется это не ценой, а транспортным плечом и сокращением физических объёмов.

Где осталась премия

Отдельного объяснения требует уровень самой котировки. При заблокированном судоходстве через ключевой ближневосточный пролив цена сырой нефти выглядит умеренной: она превышает довоенные уровни примерно на 25 долл./барр., что заметно меньше, чем предполагала бы блокировка такого масштаба. Объяснение находится не в цене сырья, а в цене продуктов его переработки.

Разница между стоимостью барреля нефти и стоимостью полученных из него нефтепродуктов - переработочная маржа - выросла с начала конфликта примерно на 35 долл./барр. по рыночным оценкам. Причина в том, что существенная часть мировых перерабатывающих мощностей либо заблокирована в том же проливе, либо выведена из строя. Дефицит переработки действует в две стороны одновременно: он раздувает цену нефтепродуктов и сдерживает цену сырья, поскольку покупатель не платит высокую цену за баррель, который нигде переработать.

Практический смысл этой конструкции для экспортёра сырья прямой. Нормирование спроса произошло преимущественно через переработочную маржу, а не через цену нефти. Премия досталась тому, кто владеет работающими мощностями переработки, а не тому, кто отгружает сырьё.

ПОЧЕМУ РОСТ КОТИРОВОК НЕ ДОХОДИТ ДО ВЫРУЧКИ

Три обстоятельства складываются в одно следствие. Мировая премия ушла в нефтепродукты, а экспортируется преимущественно сырьё. Собственные перерабатывающие мощности, которые могли бы конвертировать сырьё в продукт с высокой маржой, работали с перерывами. Экспорт нефтепродуктов при этом сократился на 27%, дизельного топлива - на 65%, то есть даже доступная часть премии не отгружается.

Восстановленная переработка при этом загружается объёмами, ранее направлявшимися на экспорт, - отсюда минимальный с мая уровень морского экспорта нефти. Внутри страны это даёт не выручку, а топливный рынок, удорожание на котором регулятор уже посчитал во вкладе в инфляцию. Улучшение мировой конъюнктуры в этой конструкции конвертируется не в экспортные доходы, а в ценовое давление внутри контура.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Сокращение экспортного предложения валюты вызвано объёмом отгрузки, транспортным плечом и структурой мировой премии, а не уровнем котировки сырья. Рост цены нефти в текущей конфигурации не транслируется в предложение валюты на внутреннем рынке и разворота курсового давления сам по себе не даёт. Индикатором для пересмотра служит не котировка Brent, а восстановление физических объёмов отгрузки нефтепродуктов и переработочной маржи в пользу продавцов сырья. Хеджевую позицию строить исходя из этих величин, а не из динамики цены барреля.

07. Рынок акций: отскок закончился

Индекс Мосбиржи снизился за неделю на 7,50%, до 2 092,66 пункта, опустившись ниже 2 100 впервые за месяц. Валютный индекс потерял 12,88%.

Это существенное изменение относительно двух предыдущих недель. Тогда рублёвый индекс рос при снижении валютного, и мы описывали этот разрыв как валютную переоценку, а не улучшение. На текущей неделе оба индекса снизились: механизм, маскировавший падение, перестал работать.

Хронология внутри недели: 11-08 индекс превышал 2 300 пунктов, отскок от июльского минимума достигал 20%; к 14-08 индекс потерял более 7% от локального максимума и пробил 2 200; 17-08 опустился ниже 2 100. Совокупное снижение от максимума недели - около 9% за три неполных торговых дня. Индикатор настроений участников за неделю сместился из зоны спокойствия в зону страха.

Отдельная деталь для оценки устойчивости рынка: по данным за последние годы, чистые покупки обеспечиваются преимущественно двумя категориями - физическими лицами и крупнейшими банками. За семь месяцев 2026 года банки находятся в отрицательной зоне и по операциям с акциями. Одна из двух опор развернулась.

08. Денежный рынок и внешний контур

Денежный рынок. Однодневная ставка межбанковского кредитования держится около 13,60%, доходности коротких государственных облигаций закрепились ниже ключевой ставки. Участники рынка закладывают два снижения по 25 бп до конца года. Отмечаем это как контрольный вход, а не как основание для пересмотра сценарных весов: имплицированная траектория по форвардным инструментам в расчёт не входит.

Депозитные ставки выросли после снижения ключевой. Средняя доходность в десяти крупнейших банках по трёхмесячным вкладам поднялась с 13,15% до 13,83%, по полугодовым - с 12,77% до 13,07%, по годовым - с 11,91% до 12,20%. Динамика совместима с пересмотром вверх ожидаемой траектории ставок: банки фондируются под ожидаемый уровень, а не под текущий. Она также объясняется конкуренцией за пассивы, состоянием банковской ликвидности и структурой кредитного портфеля, и разделить эти факторы по имеющимся данным нельзя.

Выпуск. Прирост ВВП во втором квартале составил 1,3% год к году после снижения на 0,2% в первом. Результат выше прогнозов, но искажён календарным эффектом: в первом квартале было на три рабочих дня меньше, во втором - на три больше, что занизило первый показатель и завысило второй примерно на половину процентного пункта.

09. Что мы говорили ранее

ВЫПУСК	ЧТО ГОВОРИЛИ	ЧТО РЕАЛИЗОВАЛОСЬ
03-10.08.2026	Вес снижения ставки повышен до 57,5% на основании недельной дефляции и резюме обсуждения	Сдвиг отменён. Месячные данные: прирост с.к.г. вырос до 11,6%, ценовое давление в устойчивой части повысилось. Недельный принт оказался сезонным шумом
03-10.08.2026	Не читаем недельный принт как разворот инфляции	Формулировка верна, но весами было сделано обратное. Противоречие внутри одного выпуска
03-10.08.2026	Рост рынка акций является валютной переоценкой, а не улучшением	Подтверждено: на этой неделе снизились оба индекса, рублёвый на 7,5%, валютный на 12,9%
03-10.08.2026	Конкуренция за спрос при возврате суверенного предложения; спред считать верхней границей комфорта	Подтверждено данными: крупнейшие банки в июле нетто-продавали госдолг, розничные вложения в облигации упали на 56%
20-27.07 и далее	Валютный хедж исполнять ступенями, движение не догонять	Подтверждается четвёртую неделю: курс 78,14 -> 80,68 -> 82,18 -> 85,02

Недельные данные по инфляции подвержены сезонности и разовым факторам, месячные с исключением сезонности - показатель другого класса. Сдвигать веса по недельному принту при отсутствии месячных данных за тот же период некорректно независимо от того, куда указывает принт.

10. Внутренняя сценарная оценка к 11-09-2026

Веса являются внутренней экспертной оценкой, не выведены из рыночных котировок и не являются market-implied вероятностями. Приводятся центральные значения, нормированные к 100%, и коридоры неопределённости. Относительно предыдущего выпуска вес снижения понижен на 10 пп - возврат к уровням двух предшествующих выпусков.

СЦЕНАРИЙ	ВЕС	ЗА	ПРОТИВ
Снижение 25 бп до 13,75%	47,5% коридор 45-50%	Пространство названо сохраняющимся в резюме обсуждения; овернайт ниже ключевой; слабость экономической активности и состояние кредитования	Прирост с.к.г. 11,6%; рост устойчивой части; эффект переноса курса после ослабления на 19,7%; стимулирующий характер бюджетной политики
Сохранение 14,00%	45,0% коридор 40-45%	Ускорение месячного прироста цен; ослабление рубля как проинфляционный фактор; октябрьская индексация тарифов впереди; бюджетный импульс при дефиците, превысившем годовой план	Десять снижений подряд; отсутствие направленного сигнала; рыночные ожидания двух снижений до конца года

Повышение 25 бп	7,5% коридор 5-10%	Совокупность проинфляционных факторов четвёртого квартала при продолжении ослабления курса	Требует закрепления инфляционных ожиданий выше 15% или нового ценового шока
--------------------	------------------------------	--	---

Ограничение оценки: имплицитированная траектория по форвардным инструментам в расчёт не входит. Веса подлежат пересмотру при появлении рыночной оценки и по мере выхода недельных данных.

11. Факт, интерпретация, недоказанное, действие

ФАКТ	ИНТЕРПРЕТАЦИЯ	ЧТО НЕ ДОКАЗАНО	ДЕЙСТВИЕ
Дефицит 6,455 трлн при годовом плане 3,8 трлн	Потребность в финансированиикратно превышает заложенную; первичный рынок долга её не поглощает	Параметры корректировки бюджета и её сроки; величина расходования резервов	Закладывать в модель фондирования сценарий сохранения высокой ставки как базовый
Крупнейшие банки нетто-продали госдолг на 54 млрд в июле	Основная категория покупателей сокращает позицию в госдолге	Устойчивость: один месяц не формирует тренд. Причина - процентный риск, регуляторные ограничения или ликвидность	Не планировать размещение на 4 квартал по текущим уровням спреда
Чистые продажи валюты экспортёрами упали с 7,6 до 2,2 млрд долл.	Предложение валюты сократилось в налоговый период, когда обычно растёт	Доля разовых факторов; возможность продаж вне прямого канала	Хедж ступенями; не ориентироваться на консенсус-прогноз курса при построении позиции
Переработочная маржа выросла примерно на 35 долл./барр. при цене сырья на 25 долл. выше довоенной	Мировая премия сместилась из сырья в нефтепродукты; дефицит переработки сдерживает цену барреля	Длительность конфигурации; сроки восстановления перерабатывающих мощностей	Индикатором для пересмотра валютной позиции считать объёмы отгрузки нефтепродуктов, а не котировку Brent
Прирост цен с.к.г. 11,6% при годовой 5,98%	Годовое снижение техническое; устойчивое давление выросло	Доля вторичных эффектов топлива против эффекта переноса курса	Индексируемые статьи 4 квартала считать по верхней границе прогноза 7%
Вторичные эффекты удорожания топлива в широком круге товаров	Разовый ценовой шок перешёл в устойчивую часть индекса	Длительность распространения; отделимость от эффекта переноса курса	Учитывать в сценарной оценке по ставке; в бюджете расходов - через индексируемые статьи
	Механизм валютной переоценки,	Наличие уровня поддержки; поведение	Не использовать динамику индекса как

IMOEX -7,5%, валютный индекс -12,9%	маскировавший снижение, исчерпан	розничного инвестора при продолжении снижения	индикатор условий фондирования
---	-------------------------------------	--	-----------------------------------

12. Ключевые риски до 11-09-2026

РИСК	УРОВЕНЬ	ПРОЯВЛЕНИЕ
Разрыв между потребностью бюджета и ёмкостью долгового рынка	Высокая	Рост премии при возобновлении размещений, вытеснение корпоративного предложения, давление на курс как альтернативный канал
Продолжение ослабления курса при сокращении экспортного предложения валюты	Высокая	Перенос в цены с лагом, ускорение устойчивой инфляции, удорожание импортной составляющей издержек
Сокращение спроса на госдолг со стороны основных категорий покупателей	Высокая	Невозможность разместить объявленный объём выпусков с плавающей ставкой без существенной премии
Вторичные эффекты удорожания топлива в устойчивой части индекса цен	Высокая	Прямой вклад в основном отработан, вторичные эффекты продолжают распространяться на широкий круг товаров и ограничивают пространство для снижения ставки
Наложение октябрьской индексации тарифов на эффект переноса курса	Средне-высокая	Ускорение годовой инфляции к верхней границе прогноза 6,0-7,0%, остановка смягчения
Сохранение ограничений по экспортным направлениям и смещение мировой премии в нефтепродукты	Средне-высокая	Сокращение валютной выручки по объёму и по структуре: рост цены сырья не компенсирует потерю премии переработки; не разворачивается при улучшении конъюнктуры
Внешнеполитическая неопределённость как источник рыночной волатильности	Средняя	Резкие движения индекса на новостном фоне без изменения фундаментальных величин; влияет на выбор момента исполнения сделок, не на прогнозные показатели
Расширение базиса в паре CNY/RUB	Низкая	На 17-08 кросс-курс сходится с офшорной котировкой, отклонение около 0,03%, четвёртая неделя подряд

13. Тактический взгляд

ПАРАМЕТР	ЗНАЧЕНИЕ
Горизонт пересмотра	Swing, до заседания 11-09-2026

Горизонт последствий	Position: решения по структуре хеджа и формату долга действуют дольше точки пересмотра
Режим	Фискальное доминирование: потребность бюджета определяет поведение курса, ставки и долгового рынка одновременно, а ограничения со стороны предложения переводят разовый ценовой шок в устойчивый
Тезис	При ограниченной ёмкости первичного долгового рынка и сокращающемся экспортном предложении валюты бюджетный дисбаланс всё больше передаётся в валютный канал. Пока разрыв между потребностью в финансировании и ёмкостью рынка сохраняется, давление на рубль носит структурный характер, а не конъюнктурный
Действие	Валютный хедж продолжать ступенями, движение не догонять и на консенсус-прогноз не ориентироваться; хеджевую позицию строить от объёмов экспортного предложения, а не от динамики котировок; ликвидность держать в коротком конце; размещения на 4 квартал не планировать по текущим уровням спреда; кредитные лимиты на контрагентов с валютными издержками пересмотреть
Инвалидация	Любое из трёх: возобновление аукционов с bid-to-cover не ниже 2,0x на двух подряд, премией нового выпуска не выше 50 бп и восстановлением спроса со стороны крупнейших банков; восстановление чистых продаж валюты крупнейшими экспортёрами до уровней первого полугодия; официальная корректировка бюджетной траектории, снижающая потребность в финансировании второго полугодия
Что не делаем	Не читаем снижение годовой инфляции как разворот; не сдвигаем сценарные веса по недельным данным; не рассчитываем на возврат курса к консенсус-прогнозу при построении хеджа; не используем котировку Brent как индикатор экспортной выручки

14. Операционные лимиты

ЛИМИТЫ НА ПЕРИОД ДО 11-09-2026 · НОРМАТИВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ ЦЕЛЕВОЙ МОДЕЛИ

- Валютное хеджирование: исполнение ступенями по 20-25% от плановой экспозиции; после движения курса транш не увеличивается. Целевое покрытие валютной экспозиции - не ниже 60% на горизонте 6 месяцев с учётом роста волатильности.
- Ориентир для хеджевой позиции: текущий форвардный уровень, а не консенсус-прогноз курса на конец года. Расхождение прогноза и спота фиксируется в отчёте, но в расчёт позиции не входит.
- Доля обязательств по плавающей ставке в портфеле долга: коридор 40-70%. Лимит ограничивает концентрацию по типу ставки и не является направленной ставкой на траекторию.
- Формат планируемого размещения: базовая конструкция для market sounding - плавающий купон с офертой 24-30 месяцев. Финальный выбор - по all-in break-even между фиксированной и плавающей ставкой.
- Календарь выхода на рынок: размещения на 4 квартал не планируются по текущим уровням спреда до подтверждения восстановления спроса со стороны крупнейших банков.
- Покрытие платежей по долгу инструментами денежного рынка: не менее 6 месяцев планового графика.
- Подтверждённая банковская линия на полный объём планируемого размещения: до выхода на рынок, а не после несобранной книги.
- Бюджетирование индексируемых расходов на 4 квартал: по верхней границе прогнозного диапазона 7%, с отдельным учётом эффекта переноса курса по импортной составляющей.
- Оценка кредитного риска контрагентов: отдельно по облигационному портфелю и по коммерческой дебиторской задолженности; отдельно выделяются контрагенты с валютной составляющей издержек.
- Контрольный спрез за один рабочий день до заседания: имплицитированная траектория ROISfix и OIS 1-3 месяца как основной вход, овернайт против ключевой ставки, банковская ликвидность, коммуникация регулятора, ожидания и консенсус как контрольные входы.

Числовые параметры заданы как нормативные значения целевой операционной модели и не выводятся из данных отдельной недели. Калибровка под фактическую структуру портфеля и утверждение - на уровне комитета по управлению активами и пассивами.

15. Итог

ИТОГ НЕДЕЛИ

Дефицит бюджета за семь месяцев превысил годовой план в 1,7 раза. Категория покупателей, на которую рассчитано размещение государственного долга, в июле продавала его. Экспортёры сократили продажи валюты в 3,5 раза в налоговый период. Рубль ослаб на 3,46% за неделю и почти на 20% с начала июня.

Эти четыре факта описывают одну конструкцию, а не четыре отдельных события. Когда первичный рынок долга не поглощает потребность бюджета, нагрузка смещается в валютный канал: ослабление курса повышает рублёвую оценку экспортных доходов и валютных активов. Источником денежных средств курс при этом не становится - он меняет условия, в которых бюджет сводится. Регулятор прямо называет ослабление курса среди причин ускорения устойчивой инфляции, то есть цена этой адаптации возвращается в ставку.

Отдельно стоит отметить, почему подорожавшая нефть не помогла. Мировой дефицит перерабатывающих мощностей развёл цену сырья и цену продуктов: премия за баррель переработанный выросла примерно на 35 долл., за баррель сырой - на 25 долл. к довоенному уровню. Экспортируется преимущественно второй. Собственная переработка, которая могла бы взять первую, работала с перерывами и загружается объёмами, снятыми с экспорта. Улучшение конъюнктуры в такой конфигурации даёт не выручку, а топливный рынок внутри страны, стоимость которого регулятор уже посчитал во вкладе в инфляцию.

Для казначейства практический вывод один и он не про прогноз курса. Ослабление рубля на этой неделе имеет структурную причину, а не конъюнктурную, и планировать исходя из возврата к прежним уровням нельзя - ни в хедже, ни в бюджете расходов, ни в модели стоимости фондирования.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент». Подготовлен на основе публично доступных данных по состоянию на 17-08-2026. Приведённые сценарные оценки являются экспертным суждением и не выведены из рыночных котировок. Материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой или предложением к совершению сделок с финансовыми инструментами.