

WEEKLY REVIEW · МАКРООБЗОР

Финансовый обзор недели

Решение ЦБ, фискальный разворот риторики и казначейское позиционирование: неделя 15–22 июня 2026 и горизонт следующей недели.

Дата: 22-06-2026 · Внешний макромониторинг и рыночные данные

14,25% КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА -25 б.п., с 22-06	~2284 ИМОЕХ 15-я неделя падения	~\$78 BRENT -2,9% за день	~\$4185 ЗОЛОТО 3-я неделя вниз	74,47 USD / RUB рубль -3,4% н/н	10,99 CNY / RUB рубль -3,4% н/н
--	---	--	---	--	--

ГЛАВНОЕ В ОДНОЙ СТРОКЕ

ЦБ снизил ставку лишь на **25 б.п. до 14,25%** (с 22-06) против консенсуса -50 - **ястребиный сюрприз**. Регулятор прямо увязал ставку с бюджетом: более стимулирующая бюджетная политика может потребовать более высокой траектории ставки, чем в апрельском сценарии, и добавил в проинфляционные риски топливный рынок. Реакция подтвердила сигнал: акции упали к ~2420 (уровни декабря 2024, когда ставка была 21%) и к 22-06 ушли ниже (~2284), длинные ОФЗ и RGBI просели. Рубль кратко укрепился на сюрпризе, но к 22-06 возобновил ослабление (USD/RUB ~74,5). Ось недели - **фискальный фактор официально в контуре реакции ЦБ по ставке при сохранённой независимости регулятора**.

1. Макроэкономика: ставка, инфляция, реальный сектор

ДКП: минимальный шаг, ястребиный сигнал

- **Снижение на 25 б.п. до 14,25% (с 22-06)** - девятое подряд, но **меньше консенсуса**: рынок и денежный рынок закладывали -50 до 14,0%. ЦБ рассматривал три варианта - сохранение, -25 и -50 - и выбрал минимальный шаг. Эффект на кривую и рубль - «жесткий сюрприз», а не мягкое снижение.
- **Дезинфляция - аргумент за шаг, но разовый**. Годовая инфляция в мае - 5,3% (после 5,6% в апреле); сезонно-сглаженный текущий рост цен в апреле-мае замедлился в среднем до ~2,1% в пересчёте на год (после ~8,7% в 1к26), базовый показатель - ~4,2% (после 6,2%). Инфляционные ожидания снизились, но остаются повышенными.
- **Тон - про длительную высокую реальную ставку**. Баланс рисков, по оценке ЦБ, сильнее смещён в сторону проинфляционных; пространство для снижения сузилось; возможны паузы в цикле. Ускорился рост кредитования. Следующее заседание - 24-07.

ФИСКАЛЬНЫЙ РАЗВОРОТ РИТОРИКИ - КЛЮЧЕВОЕ

Регулятор впервые прямо увязал ставку с бюджетом: более стимулирующая бюджетная политика и сохранение первичного структурного дефицита до 2029 года **могут потребовать более жёсткой ДКП, чем в базовом сценарии**. ЦБ официально включил бюджетный фактор в контур реакции по ставке - это уже не только наша интерпретация, а часть публичной reaction function ЦБ. Контекст: дефицит за 5 мес. ~6 трлн ₺ (2,6% ВВП, ×1,6 к годовому плану); закон о потолке госдолга от 10-06 разрешает занимать сверх потолка и тратить сверх 44,1 трлн без правок бюджета.

Топливный канал - новый и реализующийся ограничитель

- **ЦБ добавил в проинфляционные риски временное снижение производства моторного топлива.** Это уже не гипотеза: рост цен на бензин ускоряется на фоне сокращения переработки (в т.ч. остановки НПЗ) и логистических сбоев; в отдельных регионах фиксируются перебои на АЗС, обсуждается импорт топлива морем. Канал связывает нефтяной сюжет с внутренней инфляцией напрямую, минуя бюджет, - дополнительный аргумент против быстрого смягчения.

Реальный сектор и кредитный цикл

- **ВВП ушёл в минус.** По данным Росстата, ВВП в 1к26 снизился на 0,15% г/г (-0,64% кв/кв с поправкой на сезонность); основной вклад - стройка (-9,7% г/г). Инвестиции в основной капитал в 1к26 -14% г/г; внешний прогноз по ВВП-2026 - около 1%. Слабость реального сектора - голубиный противовес, но он не перевесил фискальный и топливный риск в риторике.
- **Глобальный фон - встречный.** Индекс доллара ~101 (годовой максимум), доходность UST 10Y ~4,5%; рынок снял сценарий снижения ставки ФРС в 2026 и закладывает вероятность повышения в декабре. Это давит на золото и EM-активы, ограничивает внешний аппетит к рублёвой и валютной дюрации.

2. Долговой рынок: высокая реальная доходность закрепляется**2.1. ОФЗ-кривая: медвежье заострение, усиленное решением**

По ZCYC Банка России на 18-06-2026, % годовых, и изменение к 11-06:

Срок	Доходность	Δ за неделю
1Y	12,98%	+10 б.п.
3Y	13,80%	+3 б.п.
5Y	14,59%	+8 б.п.
10Y	15,20%	+10 б.п.
15Y	15,34%	+9 б.п.

Таблица - срез до заседания (18-06). К 22-06 репрайсинг усилился: 1Y 13,70%, 3Y 14,26%, 5Y 14,93%, 10Y 15,74%, 15Y 16,01%.

- **Заострение на фискальной премии.** 2s10s ~186 → ~192 б.п., 5s10s ~59 → ~61 б.п. - длинный конец требует доходность за бюджетный дефицит, предложение Минфина и глобальную премию за срок. ЦБ сам отметил, что кривая ОФЗ становится крутой.
- **Решение усилило репрайсинг длинного конца.** После заседания цены гособлигаций заметно снизились: длинные выпуски потеряли в цене (порядка -1,5% по отдельным длинным сериям в день решения), RGBI - вниз. «-25 вместо -50» при ястребином тоне - прямой аргумент за **сохранение высокой реальной доходности** и против ралли длины.

2.2. Первичный рынок

- **Минфин вернулся к длине.** 17-06 проведены аукционы длинных серий (26252 и 26254) - паузы перед заседанием, вопреки ранним ожиданиям, не было; Минфин возобновил предложение на дальнем конце. Точные параметры отсечения уточняются по первичной статистике.
- **Корпоративная первичка активна.** Размещения недели включают квазивалютный выпуск в юанях крупного экспортёра (5 лет), новые рублёвые серии у имён второго эшелона (например, фикс банка-эмитента на 3 года с купоном до 20,0% / YTM до 21,94%). Медианная премия первички ~150 б.п. к ключу, сегмент NY (BB+) ~487 б.п. - стоимость капитала остаётся высокой.

2.3. Корпоративный долг: бифуркация качества обостряется

- **Качественный сегмент открыт.** Подтверждаются ruAAA по новым выпускам крупных эмитентов нефтегаза и телекома, апгрейд IT-имени с ruBBB+ до ruA-, присвоение ruAAA.sf крупному выпуску структурированных облигаций (секьюритизация, ~225,8 млрд ₽). Спрос на верхний эшелон устойчив.
- **Стресс в риск-сегменте реализуется.** Техдефолт девелопера коммерческой недвижимости с делистингом выпусков 19-06 и банкротством; за 1к26 на рынке 11 техдефолтов, девелопмент - эпицентр (отраслевой индекс застройщиков -16% с начала года). Понижен рейтинг крупного непродуктового ритейлера до BBB-(RU) с негативным прогнозом из-за долговой нагрузки и ликвидности. Снижение ставки **не делает старый дорогой долг дешевле линейно** - риск реструктуризаций сохраняется.
- **Иерархия спредов к ОФЗ.** IG ~150-200 б.п., NY ~450-500 б.п. Формального стресса в IG нет; зона стресса - девелопмент и отдельные закредитованные имена, которые и лидировали в падении после решения ЦБ.

2.4. Ликвидность и денежный рынок

- **Коротко спокойно, структурно - дефицит.** RUONIA ~13,77% (отрицательный спред к ключу ~70-80 б.п. - рынок закладывает дальнейшее снижение). Ставки по вкладам подросли (до 3 мес. ~13,44%), приток средств населения в депозиты и фонды денежного рынка высок. ЦБ ожидает переход к структурному дефициту ликвидности к концу 2026 (оценка - эквивалент \$33-49 млрд) с опорой на недельные аукционы РЕПО.
- **Юаневое фондирование - периодически в стрессе.** Межбанковская ставка по юаням росла с ~3,55% в середине недели до выше 4% к 22-06, всплески повторяются (в марте аналог

Rusfar CNY уходил выше 20% на пиках спроса). Это прямой довод за стоящую инфраструктуру CNY-фондирования - лимиты, контрагентские линии и резерв ликвидности под роллы, а не реакцию по факту.

2.5. CNY-долг

- **Юаневый сегмент развивается.** На неделе - новый квазивалютный выпуск крупного экспортёра в юанях (5 лет); суверенный ориентир и программа суверенных юаневых выпусков (до ~400 млрд ¥ эквивалента, 3-10 лет) задают бенчмарк. ЦБ Китая сохранил базовую кредитную ставку (LPR): 1Y - 3,0%, 5Y - 3,5% (13-й месяц без изменений) - фон для юаневой доходности стабильный.

ТАКТИЧЕСКИЙ ВЫВОД ПО ДОЛГОВОМУ РЫНКУ

Режим «штанги» из четырёх слоёв: (1) короткие флоутеры / денежный рынок - защита от паузы ЦБ; (2) дюрация 2-5 лет - рабочий carry-блок; (3) длинные ОФЗ 10-15 лет - дозированный слой на цикл снижения, добирать траншами на всплесках доходности; (4) CNY-долг - отдельный ALM-слой. Ястребиное решение, риск паузы и репрайсинг длины усиливают приоритет короткого и среднего carry над агрессивной длинной дюрацией.

3. Рынок акций

- **ИМОЕХ - 15-я неделя падения.** Индекс ушёл ниже 2500, обновлял ~2420 (уровни декабря 2024, когда ставка была 21%) и к 22-06 снизился к ~2284. Драйверы недели: угроза восстановления санкций на российскую нефть после деблокады Ормуза, эскалация (крупная атака БПЛА на Москву), падающая нефть по нефтегазу. Отраслевой IT-индекс -12% с начала года, индекс застройщиков -16%.
- **После решения - вниз, лидеры падения - закредитованные имена.** Ястребиный сюрприз ухудшил аппетит к риску; в день решения рубль кратко укрепился, но к 22-06 ослабление возобновилось. ЦБ дал понять, что 15-недельное падение не требует госинтервенций. Режим - защитно-выборочный; ожидаемый «переток со вкладов в акции» при таком тоне остаётся ограниченным.

4. Сырьё и валюта

- **Нефть.** Brent ~\$78 (на 22-06) и под давлением: деблокада Ормуза, спекулятивные короткие позиции у рекордных уровней. Сделка США-Иран снизила премию риска, но переговоры по урегулированию срывались - двусторонний риск сохраняется. Экспортёры частично переориентируют поставки на внутренний рынок.
- **Топливная полка - внутренний угол.** Падение переработки при дешёвой внешней нефти разгоняет внутренние топливные цены и логистические издержки - тот самый канал, который ЦБ назвал проинфляционным; в регионах - перебои на АЗС.
- **Золото.** ~\$4185 (на 22-06), третью неделю вниз - крепкий доллар и жёсткие сигналы ФРС перебивают эффект дешевающей нефти. Внешние прогнозы по золоту на конец года понижаются. Направленная идея не подтверждена.

- **Алюминий (LME) ~\$3 361/т** (на 22-06, -1% за день). Опора кейса - физический дефицит, но встречный риск навеса начинает отыгрываться в цене: возврат ближневосточных мощностей (около 3 млн т/год) и масштабная программа выплавки в Индонезии. Тезис дефицита держим под давлением; направленную ставку не открывать.
- **Рубль - ослабление возобновилось.** За период: USD/RUB 71,91 → 73,36 (19-06) → ~74,47 (22-06); CNY/RUB 10,61 → ~10,99. В день решения - краткий отскок на ястребином сюрпризе, но к понедельнику ослабление возобновилось. Это **управляемое движение к 80-85**, идущее быстрее ожиданий; глобально крепкий доллар (индекс >101) - попутный фактор.

5. CNY / FX / swaps: казначейский слой

- **Структурный плюс от регулятора КНР.** Народный банк Китая 17-06 запустил репо-механизм юаневой ликвидности для иностранных официальных институтов (центробанки, монетарные органы, международные финансовые организации, суверенные фонды) под залог гособлигаций Китая, срочности до 3 мес. Прямого доступа у нас нет (не eligible), но косвенно это **повышает резервный статус китайского госдолга и глубину офшорной юаневой ликвидности** - поддержка стратегического CNY-слоя.
- **Но качество юаневой ликвидности неоднородно.** Повторяющиеся всплески ставки по юаням на межбанке (до ~3,55% на неделе, исторические пики кратно выше) показывают, что офшорный юань периодически дорожает и пересыхает. Это не отменяет стратегию, а задаёт требование к инфраструктуре: резерв под роллы, диверсификация контрагентов, мониторинг базиса.
- **Своп-приоритет** - траншированная структура: короткий FX swap / forward 1-3 мес. для временной фиксации курса, частичная конвертация в пределах лимита CNY-экспозиции, сверка котировок 2+ банков по spot, forward points, swap points и условиям обеспечения.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

CNY/FX исполняется как **ALM-решение**, не направленная ставка против рубля: снизить рублёвую концентрацию и закрыть хедж подтверждённых CNY/USD-потоков; пост-решение отскок выдохся и ослабление уже идёт, поэтому довершать хедж на откатах USD/RUB, не дожидаясь возврата к идеальным уровням 71–72. Запуск механизма НБК усиливает рамку «**CNY-слой - стратегия, а не тактика**»; периодический стресс юаневой ликвидности - аргумент держать эту работу как ежедневную, а не разовую.

6. Ключевые риски следующей недели

Риск	Вероятность	Импликация
Пауза ЦБ 24-07 / сужение пространства смягчения	Высокая	Площе цикл, длинный конец под премией
Фискальная эскалация → навес предложения ОФЗ	Высокая	Переоценка 5-15Y, давление на длинный конец
Топливный рынок → внутренняя инфляция	Средняя-высокая	Откладывает смягчение, держит ставку выше
Новые техдефолты в девелопменте / закредитованных НУ	Средняя-высокая	Расширение НУ-спредов, бегство в качество
Всплеск стоимости юаневого фондирования	Средняя	Рост cost и breakage по своп-роллам
Расширение санкционного контура (продление + 21-й пакет ЕС)	Средняя	Давление на каналы фондирования и банковский якорь спроса на ОФЗ
Навес предложения алюминия (возврат мощностей, Индонезия)	Средняя	Давление на цену, риск тезису металлического контура

7. Тактический взгляд

7.1. Дюрация RUB

Тезис: цикл снижения продолжается, но шаг минимальный, тон жёсткий и возможна пауза; фискальная премия ограничивает апсайд длинных ОФЗ. **Горизонт:** 1-3 мес.

Действие: short-mid carry как ядро; длинные ОФЗ дозировано на всплесках доходности; флоутеры как защита от паузы.

Инвалидация: явный голубиный разворот ЦБ, устойчивое замедление недельной инфляции, сильные аукционы без роста премии.

7.2. Корпоративный IG

Тезис: качественные эмитенты сохраняют доступ и премию к ОФЗ. **Горизонт:** 1-6 мес.

Действие: верхний эшелон фикс и качественные флоутеры; избегать закредитованного НУ без прозрачного покрытия денежным потоком и с близкими офертами.

Инвалидация: расширение спредов IG к ОФЗ, слабый спрос на первичке.

7.3. CNY-слой

Тезис: механизм НБК и суверенный ориентир усиливают обоснование; стресс юаневой ликвидности - управляемый при стоящей инфраструктуре. **Горизонт:** 3-12 мес.

Действие: CNY-инструменты как ALM-слой; вход траншами; резерв ликвидности и диверсификация контрагентов под роллы.

Инвалидация: сжатие премии к суверенному CNY-ориентире ниже разумного, устойчивый клиринговый стресс.

7.4. RUB / FX-хедж

Тезис: рубль возобновил ослабление (USD/RUB ~74,5 на 22-06) после краткого пост-решение отскока; среднесрочно - к 80-85. **Горизонт:** 1-3 мес.

Действие: довершать хедж подтверждённых CNY/USD-потоков на откатах USD/RUB, не дожидаясь возврата к идеальным уровням 71–72.

Инвалидация: устойчивый разворот нефти вверх на срыве иранской дезэскалации (возврат премии Ормуза), укрепляющий рубль; рост валютных покупок Минфина; уход USD/RUB устойчиво ниже ~71.

8. Что делать на следующей неделе

- **По ставке:** закладывать паузу/медленный цикл как базу; не торговать сам факт снижения - тон уже жёсткий.
- **По ОФЗ:** сохранять «штангу» - флоутеры / короткая дюрация + дозированный длинный фикс на всплесках после репрайсинга.
- **По первичке:** качественный IG с адекватной премией к ОФЗ; НУ - выборочно, с контролем оферт.
- **По CNY:** обновить котировки CNY/RUB forward / swap на 1-3 месяца; держать резерв ликвидности под роллы на случай всплеска юаневой ставки.
- **По рублю:** рубль уже слабеет (USD/RUB ~74,5) - довершать FX-хедж потоков на откатах, не ждать возврата к 71–72.
- **По кредиту:** недовес НУ-девелопмента и закредитованных имён; следить за календарём оферт и техдефолтами.

ОПЕРАЦИОННЫЕ ЛИМИТЫ - ДИСЦИПЛИНА ИСПОЛНЕНИЯ

Длинные ОФЗ: лимит на PV01 / дюрацию сегмента 10-15 лет, добор только траншами на всплесках. **CNY-экспозиция:** лимит совокупной CNY-позиции в % портфеля с контролем базиса.

Ликвидность: минимальный резерв под роллы свопов / форвардов на случай всплеска юаневой ставки. **Исполнение:** не менее 2 котировок банков перед каждой swap / forward сделкой, сверка spot, forward points, swap points и условий обеспечения. Числовая калибровка лимитов - за ALCO / КУАП.

Итог

ВЫВОД - КРОСС-АКТИВ

Неделя сложила цельную картину по обеим ногам российской политики. **Фискальная нога:** ЦБ официально ввёл бюджетный фактор в контур реакции по ставке - бюджетный стимул и первичный структурный дефицит до 2029 названы фактором более высокой траектории ставки.

Монетарная нога: ЦБ дал минимальные -25 при жёстком сигнале **вопреки** публичному нажиму на снижение - линию независимости удержал, а не прогнулся, и обозначил себя балансиром бюджетных действий.

Внешний контур: запуск юаневого репо-механизма НБК структурно поддерживает CNY как резервную и фондовую валюту, но периодический стресс юаневой ликвидности напоминает, что качество этой ликвидности неоднородно; продление санкций и 21-й пакет ЕС остаются хвостом, бьющим по каналам фондирования и банковскому якорю спроса на ОФЗ.

Позиционирование: не агрессивный лонг всей дюрации, а управляемая структура - short-mid carry, качественный IG, дозированный длинный фикс, CNY-слой как ALM-диверсификация от структурно давящего рубля, довершение FX-хеджа потоков на откатах (отскок был кратким, рубль уже слабеет). Главный ориентир до 24-07 - устойчивость дезинфляции против фискального и топливного давления.

Хедж-инфраструктура - ежедневная функция, не разовая реакция. Она системно контролирует курсовую и процентную волатильность, но работает только при постоянном ведении: мониторинг позиций и исполнение сделок - каждый день. Неделя дала этому прямую иллюстрацию - всплеск юаневой ставки и репрайсинг длинного конца ударяют именно по тем, у кого нет стоящих лимитов, линий и резерва под роллы.

Источники: рыночный мониторинг, макроэкономический мониторинг, внешние рыночные данные и отраслевые консалтинговые оценки. Числовые блоки первичного рынка и индексов подлежат финальной сверке по первичной биржевой статистике.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент». Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Уровни и идеи подлежат подтверждению по первичным источникам перед принятием решений.