

Ставка без ориентира

Финансовый обзор недели · 17-24 августа 2026

Рыночные уровни на 24-08-2026, основная сессия. Данные по инфляции за июль - обзор Банка России от 17-08-2026 и оценки сезонно сглаженных индексов цен. Недельная инфляция - данные Росстата за 10-17 августа 2026. Оценка нейтральной ставки - аналитическая записка Банка России от 21-08-2026. Исполнение бюджета - предварительная оценка Минфина за январь-июль 2026.

БАЗОВЫЙ ИПЦ, С.К.Г. 7,0% июль 5,3%; топливо пробило в устойчивую часть	НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА 8,5% долгосрочная номинальная; краткосрочная выше	ПРИРОСТ ИПЦ, С.К.Г. 11,6% второй месяц подряд выше 11%
IMOEX 2 071 -9,7% н/н, валютный индекс -10,4%	USD/RUB 83,98 -1,22% н/н, внутри недели доходил до 86	ЗОЛОТО 4 652 +5,3% н/н, +15,3% за три недели

01. Резюме

Три месяца рынок мерил жёсткость политики простой арифметикой: 14% ставка при 6% инфляции - значит жёстко, значит снизят, вопрос только в темпе. На этой неделе линейка попала под сомнение. Исследовательская записка сотрудников Банка России ставит под вопрос само сравнение текущей ставки с долгосрочной нейтральной. Записка отражает позицию авторов, не является официальной позицией регулятора и не должна читаться как сигнал политики - но методологический вопрос она ставит, и ответа на него у рынка нет. Одновременно статистика показала ускорение базовых показателей цен.

- Базовый индекс потребительских цен с исключением сезонности вырос до 7,0% в пересчёте на год против 5,3% месяцем ранее. В данных появились вторичные эффекты топливного шока, затронувшие часть устойчивых компонентов.
- Общий прирост цен второй месяц подряд превышает 11% в пересчёте на год.
- Долгосрочная нейтральная ставка оценена в 8,5% номинально. Но краткосрочная нейтральная при стимулирующей бюджетной политике и высокой страновой премии находится выше, и текущий уровень 14% может не быть ограничительным в той степени, в какой предполагал рынок.
- Рынок акций отреагировал падением на 9,7% за неделю, индекс государственных облигаций опустился со 115,5 до 113,4.
- Рубль при этом укрепился на 1,22%, а котировка Urals снизилась на 3,22% при росте Brent на 1,61%: дисконт расширился более чем вдвое.

02. Что именно опубликовал регулятор

21-08-2026 опубликована аналитическая записка об оценке нейтральной процентной ставки. Медианная оценка долгосрочной реальной нейтральной ставки стабилизировалась вблизи 4,5%, что соответствует номинальному уровню 8,5%. Сама величина не новость - её обсуждают не первый год. Существеннее то, что записка прямо описывает, чего с этой величиной делать нельзя.

Статус документа необходимо зафиксировать до разбора содержания. Записка относится к исследовательской серии: она отражает позицию авторов, содержит предварительные результаты, не является официальной позицией Банка России и не должна трактоваться как сигнал будущей политики. Из неё не следует, что текущая политика нейтральна или мягка. Из неё следует более узкое и более практичное: прямое сравнение действующей ставки с долгосрочным нейтральным уровнем как способ измерить жёсткость методологически не обосновано.

ПОЛОЖЕНИЕ	ПРАКТИЧЕСКОЕ СЛЕДСТВИЕ
О направленности политики корректно судить относительно краткосрочной нейтральной ставки, а не долгосрочной	Сопоставление текущей ставки с уровнем 8,5% не даёт вывода о жёсткости
При инфляции вблизи цели и выпуске вблизи потенциала фактическая ставка может находиться выше долгосрочного нейтрального уровня, и это не означает жёсткой политики	Разрыв между 14% и 8,5% не является мерой ограничительности
В последние годы краткосрочная нейтральная ставка, вероятно, находилась выше долгосрочной из-за стимулирующей бюджетной политики и роста страновой риск-премии	Оба фактора сохраняются, то есть краткосрочная нейтральная остаётся повышенной

Оба названных фактора не гипотетические. Мерой бюджетного импульса служит структурный первичный дефицит: в базовом прогнозе регулятора он заложен на уровне 2% ВВП в 2026 году со снижением в последующие годы. Именно эта величина, а не кассовое исполнение за отдельный период, характеризует стимулирующий характер политики.

Кассовые данные показывают другое и путать их не следует. Дефицит за январь-июль составил 6,455 трлн руб. при плановой величине на весь год 3,8 трлн. Это не означает превышения годового дефицита в 1,7 раза: значительная часть накопленного объёма объясняется опережающим финансированием расходов в начале года, впереди сезонно более сильные доходные месяцы. Показатель говорит о потребности в финансировании в моменте, а не о годовом итоге и не о силе бюджетного импульса.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Разность между 14,00% и 8,5% не равна пяти с половиной пунктам избыточной жёсткости. Она вообще ничему не равна: величины относятся к разным методологическим рядам, и вычитать одну из другой некорректно. Уровень 8,5% как ориентир для длинного конца кривой государственных облигаций не работает.

Что использовать вместо него. Краткосрочная нейтральная ставка ненаблюдаема, её численная оценка не публикуется, и расчётным бенчмарком она быть не может - только объяснением режима. Модель стоимости фондирования строится от рыночных величин: имплицитная траектория по ROISfix и OIS на горизонте обязательства, бескупонная кривая доходности государственных облигаций, срочная премия, кредитный спред и премия за ликвидность. Единственное, что снимает записка, - это допущение о возврате ставки к 8,5% как к якорю планирования. Замены этому якорю она не даёт, и в этом основная сложность для моделирования.

03. Вторичные эффекты топлива в очищенных показателях

Оценки сезонно сглаженных индексов цен за июль показали то, чего опасались на протяжении двух месяцев: удорожание топлива перестало быть изолированным фактором.

ПОКАЗАТЕЛЬ, В ПЕРЕСЧЁТЕ НА ГОД	ИЮНЬ	ИЮЛЬ	СМЕЩЕНИЕ
Индекс потребительских цен	11,4%	11,6%	+20 бп
Базовый индекс потребительских цен	5,3%	7,0%	+170 бп
Базовый индекс без туризма	5,7%	7,6%	+190 бп
Индекс без плодоовощной продукции, топлива и коммунальных тарифов	4,9%	6,9%	+200 бп

Читать эту таблицу нужно снизу вверх, и последняя строка - самая неприятная. Из индекса вычли топливо, плодоовощную продукцию и коммунальные тарифы, то есть всё, на что обычно списывают всплеск. Он всё равно прибавил 200 бп за месяц. Значит дело не в бензине как товаре, а в бензине как издержке: он входит в цену всего, что нужно везти. В бытовых и медицинских услугах прирост цен превысил 11% в пересчёте на год.

Годовой показатель при этом снизился: 5,98% в июле против 6,02% в июне при месячном приросте 0,54%. К середине августа годовая инфляция вернулась выше 6%. Недельные данные за 10-17 августа дали -0,02%, формальную дефляцию, и на общую картину это не повлияло.

Ни один из этих показателей по отдельности не описывает ценовое давление. Годовой зависит от выпадающей базы прошлого года, месячный содержит календарные и тарифные эффекты, недельный подвержен сезонности. Осмысленной является панель очищенных оценок, и разброс внутри неё сам по себе информативен.

ОЧИЩЕННАЯ ОЦЕНКА, В ПЕРЕСЧЁТЕ НА ГОД	ЗНАЧЕНИЕ
Прирост индекса потребительских цен с исключением сезонности	11,6%
Базовый индекс без туризма	7,6%

Оценка трендовой инфляции	7,4-7,6%
Базовый индекс	7,0%
Индекс без плодоовощной продукции, топлива и коммунальных тарифов	6,9%
Модифицированные базовые показатели	5,7%
Медианный рост цен	4,5%

Разброс от 4,5% до 11,6% означает, что ускорение идёт по хвостам распределения, а не по его центру: медианный товар дорожает существенно медленнее среднего. Формулировка о разгоне широким фронтом на этих данных не подтверждается. Подтверждается другое, и этого достаточно для решения: показатели, из которых волатильные компоненты исключены методически, за месяц сместились вверх, а нижняя граница диапазона остаётся выше цели. Регулятор при этом отдельно указывает, что общий прирост в значительной мере связан с разовыми факторами и что статистические методы не позволяют полностью устранить их влияние.

Отсюда следует практическое обстоятельство, которое обычно теряется. Июльское решение по ставке принималось 24-07, а данные, показавшие ускорение базового индекса до 7,0%, были опубликованы 17-08. Решение принималось по информации, которой на тот момент не существовало. Сентябрьское будет приниматься по ней же, но уже опубликованной. Это одно из наиболее значимых новых наблюдений между заседаниями, хотя и не единственное: за тот же период изменились курс, недельная динамика цен, данные по бюджету и финансовые условия.

ПОЧЕМУ ЭТО МЕНЯЕТ СЕНТЯБРЬСКИЙ РАСЧЁТ

Разовый ценовой шок регулятор может игнорировать: он выходит из расчёта через год механически. Ускорение базового индекса игнорировать нельзя - это именно тот показатель, на который реагирует ставка. За два месяца до сентябрьского заседания базовый индекс прибавил 170 бп, а его версия без топлива - 200 бп. При этом на сентябрь приходятся плановые ремонты перерабатывающих мощностей, накладывающиеся на сезонный рост спроса на топливо.

04. Реакция рынков

Неделя дала синхронное движение по всем сегментам. Отнести его к двум публикациям целиком нельзя: на той же неделе действовали геополитический фон, ожидания предложения государственного долга, глобальная кривая доходностей и позиционирование участников. Изолировать вклад отдельного события без внутридневного анализа невозможно, поэтому корректная формулировка - движение совместимо с переоценкой процентной траектории.

ПОКАЗАТЕЛЬ	17-08	24-08	ИЗМЕНЕНИЕ
Индекс Мосбиржи	2 293,71	2 071,42	-9,69%
Валютный индекс	874,72	783,47	-10,43%
USD/RUB	85,02	83,98	-1,22%

CNY/RUB	12,61	12,49	-0,95%
Brent, долл./барр.	90,70	92,16	+1,61%
Urals, долл./барр.	87,40	84,59	-3,22%
Золото, долл./унц.	4 416,72	4 652,18	+5,33%

Рынок акций снизился второй раз подряд, и второй раз оба индекса пошли вниз одновременно: механизм валютной переоценки, маскировавший падение в июле, не работает. Индекс государственных облигаций опустился со 115,5 до 113,4 пункта за неделю, снижение затронуло и корпоративный сегмент. Совпадение направлений в акциях и долге указывает на переоценку общего дисконтирующего фактора, но само по себе его источник не идентифицирует.

Отдельно стоит движение в защитных активах. Золото прибавило 5,33% за неделю и 15,3% за три недели. Одновременно распродают длинный долг за пределами внутреннего рынка: доходность тридцатилетних выпусков в США превысила 5,3%, максимум за десятилетия. Совпадение направлений допускает общую причину - переоценку срочной премии в государственном долге, - но единого объяснения из наблюдаемых данных не выводится: на цену металла влияют также ставки, курс доллара и спрос центральных банков. Практическое значение имеет сам факт: длинная дюрация дешевет одновременно на нескольких рынках, и внутренний контур в этом процессе не изолирован.

05. Валютный контур: недельное укрепление против месячного ослабления

Курс снизился до 83,98 руб. за доллар против 85,02 недель ранее. Внутри недели он доходил до 86, после чего откатился. Это первое укрепление за два месяца.

Соотношение масштабов определяет прочтение. Накопленное с начала июня движение составило около 19,7%, недельный откат - 1,22%, то есть 6,2% пройденного пути. Причины отката технические: уровень 85-86 выступил сопротивлением при отсутствии новых поводов для продолжения движения, часть участников зафиксировала позиции. Факторы, формирующие квартальное давление - расхождение фактического среднего курса с бюджетным, сокращение экспортного предложения валюты, потребность бюджета в финансировании, - за неделю не изменились.

ПАРАМЕТР ВАЛЮТНОГО КОНТУРА	ЗНАЧЕНИЕ
Средний курс, заложенный в бюджет на 2026 год	92,2
Фактический средний курс за первые 7,5 месяцев	76,9
Недополученные бюджетом доходы из-за расхождения	около 1,5 трлн руб.
Расчётная цена Urals в рублях за баррель	около 7 100
Базовый уровень цены отсечения, руб./барр.	4 810

Оценка недополученных доходов является расчётной и зависит от допущений. Её порядок получается из разницы курсов, умноженной на объём валютной выручки, попадающей в

налоговую базу, за истекший период; конкретное значение меняется при изменении объёмов, цены и структуры налоговых платежей, а лаги поступлений сдвигают его во времени. Приводим как ориентир порядка величины, не как расчёт бюджета.

Расхождение фактического курса с бюджетным влияет на доходы, но само по себе рыночного механизма ослабления рубля не создаёт: курс формируется потоками, а не бюджетным допущением. Производство текущей котировки на текущий курс также не доказывает комфортности бюджета - для этого требуются налоговая цена, фактические объёмы и график поступлений. Наблюдаемое сводится к следующему: накопленный средний курс существенно ниже планового, и арифметически компенсировать это отставание оставшимися месяцами года при уровне около 84 невозможно.

ЧТО ЭТО ЗНАЧИТ ДЛЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Недельный откат не отменяет факторы, действующие на горизонте квартала, и относятся они к потокам, а не к бюджетному допущению: сокращение чистых продаж валюты экспортёрами, динамика импорта и операции по бюджетному правилу. Расхождение фактического среднего курса с бюджетным более чем на 15 руб. описывает чувствительность доходов к курсу и рыночного механизма ослабления само по себе не создаёт. Правило исполнения не меняется: ступенями по 20-25% от плановой экспозиции, транш не увеличивается при движении курса в любую сторону. Откат на 1,22% - это возможность исполнить очередной транш, а не сигнал к пересмотру плана.

06. Долговой рынок: заявление о намерении

22-08-2026 прозвучало заявление о том, что аукционы государственных облигаций будут возобновляться по мере стабилизации рынка и что это не исключено в сентябре. 24-08 формулировка была подтверждена.

Существеннее то, чем это заявление не является. Аукционы не возобновлены, дата не назначена, параметры выпусков не объявлены. «По мере стабилизации» сохраняет за эмитентом право не выходить вовсе, «не исключено» описывает возможность, а не план. Это не календарь размещений, это заявка на место в очереди.

Но место в очереди названо, и очередь одна. Окно, о котором мы писали три недели назад, получило верхнюю границу: раньше вопрос был, когда оно закроется, теперь - успеешь ли до сентября.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Возобновление суверенных аукционов действует в две стороны, и заранее известно только то, что оно действует. Оно добавляет предложение в тот же сегмент спроса, но одновременно способно подтвердить наличие спроса, стабилизировать эталонную кривую и улучшить ликвидность вторичного рынка - то есть снизить требуемую премию, а не поднять её. Какой эффект окажется сильнее, определяется результатами первых аукционов, а не фактом их объявления.

Отсюда решение по срокам не автоматическое. Выход на рынок привязывается к предварительному опросу инвесторов, наблюдаемой премии нового выпуска, качеству книги, вторичным спредам собственных выпусков и наличию подтверждённой банковской альтернативы. Объявление календаря аукционов является поводом пересчитать эти величины, а не сигналом закрывать книгу.

07. Экспортный контур

Котировка Brent выросла на 1,61%, до 92,16 долл./барр., на фоне истечения перемирия на Ближнем Востоке и возвращения геополитической премии. Urals при этом снизился на 3,22%, до 84,59.

Дисконт между сортами расширился с 3,3 до 7,57 долл./барр. за неделю, то есть более чем вдвое. Две котировки одного рынка за одну неделю разошлись в противоположные стороны. Тот, кто считал экспортную выручку по эталонному сорту, ошибся дважды - в знаке и в масштабе.

Физическая сторона ухудшается независимо от цены. Морской экспорт нефти снижается пятую неделю подряд - самая длительная серия за последние годы. Обсуждается запрет экспорта ароматических углеводородов, используемых как компонент при производстве бензина, при том что фактически этот экспорт уже практически остановлен из-за ограничения поставок сырья на фоне ремонтов перерабатывающих мощностей.

08. Денежный рынок

Однодневная ставка межбанковского рынка составила 13,93% 18-08 и 13,86% 19-08 при объёмах сделок 707 и 659 млрд руб. Отклонение от ключевой ставки на 7-14 бп находится внутри обычного операционного диапазона денежного рынка и сигналом не является ни в одну сторону. Приводим как характеристику состояния ликвидности; в аргументы по сценариям не входит.

Прирост денежной массы с начала года составил 4,7%, годовой прирост около 13%. Траектория выше прошлогодней, но ниже уровней 2022-2024 годов.

09. Что мы говорили ранее

ВЫПУСК	ЧТО ГОВОРИЛИ	ЧТО РЕАЛИЗОВАЛОСЬ
10-17.08.2026	Давление на рубль носит структурный характер, а не конъюнктурный. Заявлено на квартальном горизонте	Не проверялось. Недельный откат на 1,22% составляет 6,2% накопленного движения и находится в пределах нормальной коррекции после роста на 19,7% за два с половиной месяца. Тезис заявлен на квартальном горизонте и на недельном не тестируется
10-17.08.2026	Не используем котировку Brent как индикатор экспортной выручки	Подтверждено за неделю. Brent +1,61% при Urals -3,22%, дисконт расширился более чем вдвое
10-17.08.2026	Инвалидация тезиса включает возобновление аукционов государственных облигаций	Сработало частично: прозвучало заявление о возможном возобновлении в сентябре, фактического возобновления нет
10-17.08.2026	Вторичные эффекты удорожания топлива переводят фактор из разовых в устойчивые	Подтверждено данными. Базовый индекс 5,3% -> 7,0%, версия без топлива 4,9% -> 6,9% в пересчёте на год

Уточнение по первой строке. Структурный характер давления описывает квартальную конструкцию: расхождение фактического среднего курса с бюджетным, сокращение экспортного

предложения валюты, потребность бюджета в финансировании. Ни один из этих факторов за неделю не изменился. Откат курса определяется техническими уровнями и фиксацией позиций после накопленного движения и квартальную оценку не меняет.

10. Внутренняя сценарная оценка к 11-09-2026

Весы 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 5 пп, вес сохранения повышен на 2,5 пп. Порог пересмотра симметричен: смещение весов в любую сторону требует подтверждения на двух публикациях подряд не менее чем по трём очищенным показателям. Текущий сдвиг сделан на одном месячном наблюдении и потому ограничен 5 пп.

СЦЕНАРИЙ	ВЕС	ЗА	ПРОТИВ
Сохранение 14,00%	47,5% коридор 45-50%	Базовый индекс 7,0% против 5,3% с.к.г.; трендовая оценка 7,4-7,6%; вторая волна топливного удорожания впереди	Слабость рынка акций; накопленное ослабление курса частично отыграно; разброс очищенных показателей с нижней границей 4,5%
Снижение 25 бп до 13,75%	42,5% коридор 40-45%	Пространство названо сохраняющимся в резюме обсуждения; недельная дефляция; слабость экономической активности	Смещение вверх очищенных показателей; сентябрьские ремонты перерабатывающих мощностей; стимулирующий характер бюджетной политики
Повышение 25 бп	10,0% коридор 5-15%	Совокупность проинфляционных факторов при продолжении роста базового индекса	Требует закрепления инфляционных ожиданий выше 15% или нового ценового шока

Основание для сдвига - месячные оценки очищенных показателей. Исследовательская записка в основание не входит: она ставит методологический вопрос, но официальным сигналом не является. Ограничения сохраняются: имплицитованная траектория по форвардным инструментам в расчёт не входит, разброс очищенных оценок от 4,5% до 11,6% допускает обе трактовки.

11. Факт, интерпретация, недоказанное, действие

ФАКТ	ИНТЕРПРЕТАЦИЯ	ЧТО НЕ ДОКАЗАНО	ДЕЙСТВИЕ
Базовый индекс цен 7,0% против 5,3% с.к.г. за месяц	Вторичные эффекты топливного шока затронули часть устойчивых компонентов	Устойчивость: один месяц не формирует тренд. Отделимость от эффекта переноса курса	Сценарий сохранения ставки принять базовым при планировании стоимости фондирования
Долгосрочная нейтральная ставка	Разрыв между текущей ставкой и нейтральной не	Численная оценка краткосрочной	Не строить модель стоимости фондирования

8,5%, краткосрочная выше	является мерой жёсткости политики	нейтральной ставки не публикуется	на возврате ставки к 8,5% в обозримом горизонте
Заявление о возможном возобновлении аукционов в сентябре	Окно для корпоративного размещения получило верхнюю временную границу	Дата, объём и формат выпусков; готовность спроса	Начать предварительный опрос инвесторов; решение по премии нового выпуска и качеству книги
Brent +1,61% при Urals -3,22%, дисконт вырос вдвое	Динамика эталонного сорта не отражает выручку экспортёра	Причина расширения дисконта: логистика, страхование или структура покупателей	Оценивать валютное предложение по объёмам отгрузки и цене на базисе отгрузки
Курс укрепился на 1,22% при месячном ослаблении около 9%	Недельное движение техническое, квартальный фактор сохраняется	Устойчивость отката; наличие уровня равновесия	Исполнить очередной транш хеджа, план не пересматривать

12. Ключевые риски до 11-09-2026

РИСК	УРОВЕНЬ	ПРОЯВЛЕНИЕ
Закрепление устойчивой инфляции выше 7% в пересчёте на год	Высокая	Остановка цикла снижения ставки, пересмотр стоимости фондирования на 2027 год вверх
Вторая волна топливного удорожания при наложении ремонтов и сезонного спроса	Высокая	Продолжение роста базового индекса, ограничение пространства для смягчения
Переоценка длинного конца кривой вслед за изменением ожидаемой траектории ставки, срочной премии и объёма предложения государственного долга	Высокая	Дальнейшее снижение индекса государственных облигаций, удорожание длинного фондирования для всех эшелонов
Возврат суверенного предложения в сентябре в тот же сегмент спроса	Средне-высокая	Рост премии нового выпуска, ухудшение качества книги вне первого эшелона
Сокращение экспортного предложения валюты при сохраняющемся импортном спросе	Средне-высокая	Давление на курс со стороны потоков. Расхождение фактического среднего курса с бюджетным более 15 руб. определяет чувствительность бюджетных доходов, но самостоятельным механизмом ослабления не является
Глобальная переоценка фискального риска в	Средняя	Рост страновой риск-премии, давление на длинный конец через общий канал

государственном долге развитых стран

Расхождение спот-кросса CNY/
RUB с офшорной котировкой

Низкая

Расхождение спот-кросса с офшорной котировкой менее 0,01%, пятая неделя подряд. Показатель фиксирует согласованность спота в моменте и не является cross-currency basis: последний измеряется по свопам в базисных пунктах на сроке и в выпуске не отслеживается

13. Тактический взгляд

ПАРАМЕТР	ЗНАЧЕНИЕ
Горизонт пересмотра	Swing, до заседания 11-09-2026
Горизонт последствий	Position: решения по формату долга и структуре хеджа действуют дольше точки пересмотра
Режим	Переоценка равновесного уровня ставок при ускорении устойчивой инфляции и стимулирующей бюджетной политике
Тезис	Привычный ориентир для оценки жёсткости политики потерял основание, а замены ему нет. Сценарий возврата ставки к долгосрочному нейтральному уровню в горизонте планирования опоры не имеет; модель строится от рыночной кривой, а не от нейтральной ставки любого вида
Действие	Модель стоимости фондирования строить от рыночной кривой - ROISfix и OIS на горизонте обязательства, бескупонная кривая, срочная премия, кредитный спред; допущение о возврате к 8,5% снять. По размещениям начать предварительный опрос инвесторов, решение принимать по наблюдаемой премии и качеству книги, а не по календарю аукционов. Валютный хедж продолжать ступенями, откат использовать для исполнения очередного транша
Инвалидация по тезису о ставках	Смещение вниз не менее трёх очищенных показателей из панели на двух публикациях подряд
Инвалидация по тезису о ёмкости долгового рынка	Два аукциона подряд с bid-to-cover не ниже 2,0x и премией нового выпуска не выше 50 бп при отсутствии расширения вторичных спредов
Инвалидация по тезису о бюджете	Официальная корректировка бюджетной траектории или пересмотр структурного первичного дефицита вниз
Инвалидация по валютному тезису	Восстановление чистых продаж валюты крупнейшими экспортёрами до уровней первого полугодия либо закрепление курса ниже 80 в течение месяца
Что не делаем	Не используем нейтральную ставку любого вида как расчётный бенчмарк; не читаем отдельный показатель инфляции без остальной панели; не оцениваем валютное предложение по котировке эталонного сорта; не приписываем недельное движение рынка конкретной публикации

14. Операционные лимиты

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

- Модель стоимости фондирования: сценарий сохранения ключевой ставки принимается базовым до смещения вниз не менее трёх очищенных показателей из панели на двух публикациях подряд. Критерий совпадает с условием пересмотра сценарных весов. Возврат к долгосрочному нейтральному уровню в горизонте планирования не закладывается.
- Решение о выходе на рынок принимается по результатам предварительного опроса инвесторов, наблюдаемой премии нового выпуска, качеству книги, вторичным спредам собственных выпусков и наличию подтверждённой банковской альтернативы. Объявление календаря суверенных аукционов является поводом пересчитать эти величины, а не самостоятельным сигналом.
- 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.
- Доля обязательств по плавающей ставке в портфеле долга: коридор 40-70%. Лимит ограничивает концентрацию по типу ставки и не является направленной ставкой на траекторию.
- Валютное хеджирование: исполнение ступенями по 20-25% от плановой экспозиции. Транш не увеличивается при движении курса и не пропускается при откате. Целевое покрытие валютной экспозиции - не ниже 60% на горизонте 6 месяцев.
- Оценка валютного предложения: по объёмам отгрузки и цене на базисе отгрузки, не по котировке эталонного сорта.
- 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, с отдельным учётом эффекта переноса курса по импортной составляющей.
- 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

Исследовательская записка сотрудников регулятора поставила под вопрос способ, которым рынок измерял жёсткость политики. Статистика показала, что очищенные показатели цен сместились вверх, хотя разброс между ними остаётся широким. Ни то, ни другое не является сигналом политики. Вместе они снимают удобное допущение: что текущий уровень ставки заведомо избыточен и потому обязан снижаться.

Рынок сместился в ту же сторону: минус 9,7% по индексу акций, снижение индекса государственных облигаций, распродажа в длинном конце. Приписывать это движение двум публикациям целиком нельзя, но оно совместимо с переоценкой равновесного уровня, от которого считается всё остальное - дисконтирование денежных потоков, стоимость привлечения, доходность альтернатив.

Практический вывод для казначейства не про сентябрьское решение. Модель, в которой ставка возвращается к 8,5% на горизонте планирования, потеряла опору - и не получила замены: краткосрочная нейтральная ставка ненаблюдаема и расчётным ориентиром служить не может. Остаётся то, что наблюдаемо: рыночная кривая, срочная премия, кредитный спред. Заседание 11-09 даст ответ на один вопрос. Эта неделя показала, что якорь, вокруг которого строилась вся конструкция, держался на допущении.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент». Подготовлен на основе публично доступных данных по состоянию на 24-08-2026. 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.