

Пятьдесят и шестнадцать

Финансовый обзор недели · 21-28 сентября 2026

Рыночные уровни на 28-09-2026, основная сессия. Бюджетный пакет 2027-2029 - внесение в правительство 24-09-2026, одобрение правительством 24-09-2026. Прогноз социально-экономического развития - публикация Минэкономразвития от 24-09-2026. Резюме обсуждения ключевой ставки - публикация Банка России от 23-09-2026. Недельная инфляция - данные Росстата за 15-21 сентября 2026, публикация 23-09-2026. Инфляционные ожидания - опрос по заказу Банка России, публикация 22-09-2026. Аукционы ОФЗ - сообщения Минфина от 23-09-2026. RUONIA - данные Банка России за 21-25 сентября 2026; ROISfix - фиксинг от 28-09-2026. Рыночные уровни приводятся как снимок информационного терминала; принадлежность котировок конкретной торговой площадке не утверждается.

ЦЕНА ОТСЕЧЕНИЯ С 2027 50 долл. действующая 59; дефицит 2027 - 2,2% ВВП против 1,2% по закону	ОФЗ НА АУКЦИОНЕ 23-09 16,14 / 16,44 доходность 26249 / 26253; RGBI ниже 112 впервые с июля	ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ 14,2% август 13,7%; наблюдаемая инфляция 15,1%
НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ, 15-21.09 0,06% неделей ранее 0,02%; с начала года 4,81%	ДЕСЯТИЛЕТНИЕ США 5,254% +30 бп н/н; максимум с 2007 года	USD/RUB 84,51 +1,0% н/н; Brent 107,70, +6,7% н/н

01. Резюме

Два числа определили неделю. Пятьдесят - цена отсечения в бюджетном правиле с 2027 года: правило стало жёстче. Шестнадцать - доходность, по которой Минфин размещал долг 23-09: деньги стали дороже. Между ними - дефицит в 2,2% ВВП на три года, предложенная прогрессивная шкала для процентов по вкладам и индексация тарифов на 9,9% через три дня. Бюджет сверстан. Осталось найти, кто это купит по шестнадцать.

- Правительство одобрило проект бюджета 2027-2029: доходы 43,3 трлн, расходы 48,8 трлн, дефицит 2,2% ВВП в 2027 году и около 2% ежегодно далее. По действующему закону дефицит 2027 года составлял 1,2% ВВП. Оценка дефицита 2026 года повышена до около 3% ВВП против 1,6%. Цена отсечения с 2027 года - 50 долл. против 59.
- Аукционы 23-09: размещено 113,5 млрд ОФЗ 26249 под 16,14% при спросе 215,2 млрд и 15,3 млрд ОФЗ 26253 под 16,44%. К 28-09 индекс RGBI опустился ниже 112 впервые с 21-07, доходность длинных выпусков достигла 16,7%.
- Инфляционные ожидания населения выросли до 14,2% с 13,7%; наблюдаемая инфляция - до 15,1%. Регулятор в резюме обсуждения подтвердил: устойчивый рост цен переместился с 4-5% в 5-6%. Недельная инфляция ускорилась до 0,06%, годовая оценка - 6,22%.

- Денежный рынок снижения ставки не закладывает: RUONIA 14,08-14,17% всю неделю при ключевой 14,00%, ROISfix на три месяца 14,05%, на год 14,10%.
- Прогноз Минэкономразвития: инфляция 2026 года 6,8% против 5,2% в майской версии; индексация тарифов ЖКУ 9,9% с 01-10-2026, 11,0% с 01-07-2027; инвестиции в основной капитал -5,4% за год; среднегодовой курс 79,5 в 2026 году и 87,4 в 2027.
- Доходность десятилетних государственных облигаций США - 5,254%, плюс 30 бп за неделю, максимум с 2007 года. Германия - 3,59%, максимум с 2009; Япония - 3,08%, максимум с 1996. Brent вернулась к 107,70 после отказа США от иранского предложения по проливу; золото потеряло 5%.

02. Пятьдесят: бюджет на три года

24-09-2026 Минфин внёс в правительство бюджетный пакет, и в тот же день правительство его одобрило. Конструкция на 2027 год: доходы 43,3 трлн, расходы 48,8 трлн, дефицит 5,5 трлн, или 2,2% ВВП. На 2028-2029 годы дефицит около 2% ВВП ежегодно.

ПАРАМЕТР 2027 ГОДА	ДЕЙСТВУЮЩИЙ ЗАКОН	НОВЫЙ ПРОЕКТ	ИЗМЕНЕНИЕ
Дефицит к ВВП	1,2%	2,2%	почти вдвое
Расходы	46,1 трлн	48,8 трлн	+2,7 трлн
Доходы	42,9 трлн	43,3 трлн	+0,4 трлн
Цена отсечения	59 долл., снижение к 55 к 2030	50 долл. с 2027	правило жёстче на 9 долл.
Первичный структурный дефицит	-	1,5 трлн; 2028 - 0,5 трлн; 2029 - ноль	выход на правило перенесён на 2029
Обслуживание долга	3,76 трлн	не раскрыто в доступных материалах	при размещении под 16% - не ниже

Две вещи в этой таблице движутся в противоположные стороны, и обе - сознательно. Цена отсечения снижена с 59 до 50 долл.: правило стало консервативнее, больше нефтяных доходов пойдёт в фонд, меньше - в расходы. Одновременно дефицит на тот же год почти удвоен относительно действующего закона, а оценка дефицита текущего года поднята до около 3% ВВП против 1,6%. По конструкции бюджетного правила общий дефицит складывается из процентных расходов и первичного структурного дефицита за вычетом превышения нефтегазовых доходов над базовыми. 5,5 трлн минус 1,5 трлн - около 4,0 трлн. Прогноз Urals на 2027 год - 53 долл. против отсечки 50, превышение положительное, поэтому процентные расходы в этой оценке при прочих равных не ниже 4 трлн. Это согласуется с 3,76 трлн по действующему закону; параметр нового пакета в доступных материалах не раскрыт. Бюджет занимает в основном для того, чтобы платить по уже занятому. Правило ужесточили. Дефицит почти удвоили. Одно другому не мешает - они про разное.

Источники покрытия предложены в том же пакете; все налоговые меры - законопроекты, не действующие нормы. Порядка 500 млрд ежегодно - от мер по обелению. Унификация НДС: пассивные доходы - дивиденды, проценты по вкладам сверх необлагаемого порога, операции с

ценными бумагами - предлагается перевести на шкалу 13-22% вместо нынешних 13-15%; по оценке Минфина, это затронет около 4 млн граждан. Налог на прибыль ПИФ с пассивных доходов - 15%, с зачётом уплаченного фондом налога при налогообложении пайщика. Налог на дополнительный доход от роста мировых цен: 20% / 30% для золотодобычи и прочих добывающих отраслей, база - прибыль 2026 года к 2025. Трансграничная электронная торговля - 22% НДС. Проценты по вкладу и так были доходом. Теперь предлагают, чтобы доходом по шкале.

Прогноз Минэкономразвития, на котором построен бюджет, опубликован в тот же день. Рост ВВП 2026 года повышен до 0,6% с 0,4%; далее 1,4%, 1,9%, 2,4%. Инфляция 2026 года - 6,8% против 5,2% в мае; 2027 - 4%. Инвестиции в основной капитал - -5,4% в 2026 году и +0,2% в 2027 вместо прежних +2%. Добыча нефти - 494 млн т против 511. Среднегодовой курс - 79,5 руб. за доллар в 2026 году, 87,4 в 2027, далее 92 и 96: ослабление заложено как плановый параметр на три года вперёд. Тарифы ЖКУ: 9,9% с 01-10-2026, 11,0% с 01-07-2027 против 8,7% в майском прогнозе, 8,6% с 01-07-2028 против 7,1%. Индексацию перенесли с июля на октябрь. Стало не меньше. Стало позже.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Для модели фондирования из пакета следуют три параметра. Первый: предложение суверенного долга на 2027 год выше, чем закладывалось, при дефиците 2,2% ВВП и обслуживании не ниже 3,76 трлн - давление на кривую становится структурным, а не эпизодическим. Второй: при принятии прогрессивной шкалы для пассивных доходов экономика депозита и купона для физического лица ухудшается, и расчёт на восстановление розничного спроса на длинный долг ценой становится слабее. Третий: прогноз курса 79,5 → 87,4 → 92 → 96 - бюджетный сценарий, а не цена исполнения; хедж строится от чистых валютных потоков, их направления и сроков и исполнимой форвардной цены, а сценарий ослабления используется как одна из проверок.

03. Шестнадцать: долг и его цена

23-09-2026 Минфин провёл два аукциона. Выпуск 26249 с погашением в 2032 году: спрос 215,2 млрд, размещено 113,5 млрд, средневзвешенная доходность 16,14%. Выпуск 26253 с погашением в 2038 году: спрос 66,5 млрд, размещено 15,3 млрд, доходность 16,44%. Объёмы указаны по номиналу: выручка по 26249 - 97,5 млрд. Предложение по 26249 - доступный остаток выпуска, его объём в сообщении не указан, поэтому из соотношения спроса и размещения не следует, что размещение ограничено ценой, а не остатком.

СЕГМЕНТ	НАБЛЮДЕНИЕ НЕДЕЛИ	ПЕРИМЕТР
Суверенный, фиксированный купон, первичный	113,5 млрд по номиналу под 16,14% (2032, выручка 97,5 млрд) и 15,3 млрд под 16,44% (2038); спрос 215,2 и 66,5 млрд	два выпуска, один аукционный день
Суверенный, вторичный	RGBI 112,37 на 23-09; ниже 112 на 28-09, впервые с 21-07; длинные выпуски 16,7%	индекс и длинный конец кривой
Корпоративный, рейтинговая группа BBB	Средневзвешенная доходность бумаг с рейтингом BBB около 26%; расширение премии к ОФЗ в августе отмечено регулятором	рейтинговая группа BBB, вторичный рынок

Депозиты	Средняя максимальная ставка десяти крупнейших банков 13,0%; третий месяц роста после июльского снижения ключевой	розница, до года
Строительство	Дел о банкротстве застройщиков 1 454 против 1 089 в июне; семейная ипотека с 01-10 - от 10% при одном ребёнке	отраслевой сегмент, кредит

Суверенная кривая в 16,1-16,7% - это база, а не ориентир для корпоративного заёмщика. Корпоративная стоимость строится добавлением кредитного спреда и премии нового выпуска. Для рейтинговой группы BBB средневзвешенная доходность на вторичном рынке - около 26%, то есть надбавка к суверенной базе измеряется уже не сотнями базисных пунктов, а процентными пунктами. Это средняя по группе, а не цена размещения конкретного эмитента: состав выборки и сроки различаются, но порядок разрыва снижением ставки на 25 бп не закрывается. Движение RGBI ниже 112 совместимо с тремя факторами сразу - новым объёмом предложения из бюджетного пакета, ростом инфляционных ожиданий и мировой распродажей длинного долга; изолировать вклад каждого по одной неделе нельзя.

Депозиты движутся туда же, куда ОФЗ, только медленнее: средняя максимальная ставка 13,0% растёт третий месяц при ключевой 14,00%. Банки поднимают цену пассивов без сигнала регулятора - движение совместимо с оттоком в наличные и конкуренцией за срочные деньги. Межбанковская сторона показывает то же: RUONIA всю неделю держалась выше ключевой.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Первичный суверенный рынок работает: спрос по обоим выпускам выше размещения. Это не пауза июля - это дорогой, но действующий рынок. Для корпоративного эмитента первого эшелона окно открыто по цене «суверен плюс спред»; для группы BBB публичное размещение рационально только при подтверждённой экономике сделки - стоимость на порядок выше суверенной базы. Кредитные лимиты вне первого эшелона: по способности пережить квартал, не по купону.

04. Инфляция и ожидания

Недельная инфляция за 15-21 сентября - 0,06% против 0,02% недель ранее; с начала месяца 0,13%, с начала года 4,81%. Годовая оценка на 21-09 - 6,22%. Плодоовощная продукция подешевела на 1,6%, бензин прибавил 0,05%, дизель подешевел на 0,66%. Это ускорение с низкой базы, не разворот вверх: 0,06% за неделю в сентябре при сезонном удешевлении овощей - нормальный темп для года с инфляцией около 6%.

ПОКАЗАТЕЛЬ	АВГУСТ	СЕНТЯБРЬ	КОММЕНТАРИЙ
Ожидания населения на год	13,7%	14,2%	третий месяц выше 14% в среднем
Ожидания на пять лет	12,4%	10,7%	единственный показатель, который снизился
Наблюдаемая инфляция	14,3%	15,1%	-
Доля без сбережений	58%	64%	-

Устойчивый рост цен, с.к.г., оценка регулятора

4-5%

5-6%

резюме обсуждения, публикация 23-09

Ожидания на год выросли до 14,2%, наблюдаемая инфляция - до 15,1%, доля респондентов без сбережений - до 64%. Единственный показатель, который снизился, - ожидания на пять лет, 10,7% против 12,4%. Инфляция шесть. Ожидания четырнадцать. Люди не считают - они помнят.

Резюме обсуждения ключевой ставки, опубликованное 23-09, назвало главной темой сентябрьского заседания усиление инфляционного давления в июне-июле: устойчивый рост цен, по оценке участников, увеличился с 4-5% до 5-6% в пересчёте на год. Динамика инфляции далее, по тексту резюме, во многом зависит от топливного рынка, а значительный вклад в рост внутреннего спроса продолжала вносить бюджетная политика. Решение о сохранении принималось при широком консенсусе, без спора о ставке и о сигнале; направленного сигнала о дальнейших шагах регулятор не дал, сохранив гибкость. Вклад бюджетной политики в спрос в среднесрочной перспективе, по тексту резюме, может превысить прежние оценки, а осторожность связывалась с уточнением среднесрочных параметров бюджета. Это ключ к прочтению бюджетного пакета: регулятор назвал бюджет фактором спроса за день до того, как проект почти удвоил дефицит относительно действующего закона.

Прогноз Минэкономразвития по инфляции на год - 6,8% - лежит внутри диапазона регулятора 6-7%, но у верхней его половины. Индексация ЖКУ на 9,9% с 01-10 добавит, по оценке советника председателя Банка России, 0,7 п.п. к годовому показателю. Как условная иллюстрация при прочих равных: около 6,2% на 21-09 плюс 0,7 - около 6,9%, у верхней границы прогноза. Это не прогноз годового ИПЦ: до конца года меняется база сравнения и движутся остальные компоненты, а прогноз регулятора 6-7% индексацию уже учитывает. Значение для ставки имеет не сам вклад тарифов, а отклонение от заложенного масштаба и вторичные эффекты через ожидания. Сентябрьские очищенные индексы, которые выйдут в середине октября, будут последней публикацией до заседания 23-10 - и первой, где этого вклада ещё не будет.

05. Мировой цикл: длинный конец

Неделей ранее мировой цикл развернулся на коротком конце - ФРС повысила ставку до 3,75-4,00%. На этой неделе движение перешло на длинный. Доходность десятилетних государственных облигаций США - 5,254%, плюс 30 бп за неделю, максимум с 2007 года. Германия - 3,59%, максимум с 2009 года. Япония - 3,08%, максимум с 1996. Великобритания - 5,421%. Фьючерсы оценивают вероятность повышения ставки ФРС в октябре около 70% и закладывают более 90 бп ужесточения впереди - более жёсткую траекторию, чем описывает сам регулятор.

РЫНОК	УРОВЕНЬ НА 28-09	КОНТЕКСТ
США, 10 лет	5,254%	+30 бп н/н; максимум с 2007
Великобритания, 10 лет	5,421%	-
Германия, 10 лет	3,59%	максимум с 2009 (24-09)

Япония, 10 лет	3,08%	максимум с 1996 (24-09)
Золото, долл./унц.	4 123	-5,1% н/н; ниже 4 200 впервые с 05-08
Brent, долл./барр.	107,70	+6,7% н/н; 22-09 опускалась ниже 98
TTF, долл. за 1 000 м³	849,00	-3,1% н/н; около 75 евро за МВт·ч; хранилища ЕС около 71% при среднем 87%

Механизм недели - нефть. 22-09 Brent опускалась ниже 98 на сообщении о готовности Ирана открыть Ормузский пролив в течение семи дней; 24-09 - выше 108 на новых атаках на саудовскую инфраструктуру; к 28-09 - 107,70 после того, как США отвергли иранское предложение. Фрахт крупнотоннажных танкеров на маршруте из Персидского залива в Азию достиг рекорда - по отраслевым оценкам, более миллиона долларов в сутки. Рост доходностей на длинном конце совместим с двумя объяснениями - переоценкой инфляционной траектории из-за энергии и растущей премией за суверенный долг при дефицитах; на неделе работали оба, и разделить их по одной неделе нельзя. Золото при этом упало на 5% - на росте реальных доходностей, а не на снижении инфляционных рисков. Иран предложил открыть пролив за семь дней. Отказали. Нефть поняла быстрее дипломатов.

Для российского контура из этого следует одно: внешнего облегчения не будет. Длинный долг дорожает одновременно на четырёх крупнейших рынках, и российская кривая в 16% - не аномалия, а самый дорогой участник общего движения. Для короткого долларового фондирования ориентир - не десятилетняя доходность, а траектория ставки ФРС: фьючерсы закладывают повышение в октябре с вероятностью около 70%. Спред рублёвой ставки к долларовой сокращается второй месяц подряд, и снова за счёт роста второй.

06. Нефть, рубль, акции, внешний контур

Котировка Urals на терминале - 112,36 долл./барр. против Brent 107,70: превышение около 5 против около 12 недель ранее. Как и прежде, величина приводится как ориентир: базисы котировок различаются, инструменты и сроки контрактов не подтверждены, точный сортовой спред не выводится. Сжатие произошло за счёт роста Brent при неизменной котировке Urals - дифференциал, который двигается только одной ногой, говорит о ноге, а не о дифференциале.

Физика по-прежнему важнее экрана. Выпуск кокса и нефтепродуктов в августе - -17,8% к августу прошлого года после -19,3% в июле; промышленное производство в целом - -0,6%. Переработка падает двузначными темпами третий месяц. Прогноз добычи на год снижен Минэкономразвития до 494 млн т. Сырьё, которое не удаётся переработать, уходит на экспорт; по отраслевым оценкам, экспорт сырой нефти за четыре недели вырос, и выручка держится на высокой цене. Но налоговая цена за сентябрь, объёмы отгрузки и дисконт в реальных сделках - три величины, которых на экране нет, и без них премия в выручку не переносится.

ИНДИКАТОР	28-09	21-09	ИЗМЕНЕНИЕ
USD/RUB, основная сессия	84,51	83,67	+1,0%
CNY/RUB, основная сессия	12,59	12,50	+0,7%

IMOEX, основная сессия	2 254	2 258	-0,2%
Валютный индекс, основная сессия	841,29	845,82	-0,5%
Brent, долл./барр.	107,70	100,98	+6,7%
Urals, долл./барр., ориентир	112,36	112,90	-0,5%

Рубль ослаб на 1,0% за неделю при нефти на 6,7% дороже - связь курса с ценой нефти на недельном горизонте по-прежнему не работает. Прогноз Минэкономразвития закладывает среднегодовой курс 87,4 на 2027 год против 79,5 на 2026: ослабление - часть бюджетного сценария. Но прогноз - не цена исполнения. Для хеджирования значение имеют чистая позиция, направление и сроки потоков и исполнимая форвардная цена: импортёру и валютному должнику сценарий ослабления - аргумент за покрытие, экспортёру - против спешки с продажей валюты по текущему курсу.

Индекс Мосбиржи прошёл неделю по расписанию Генеральной ассамблеи ООН: плюс 1,8% во вторник на ожиданиях переговоров, около 2 312 к среде-четвергу, минус 1,8% в пятницу, 2 254 к понедельнику. Итог недели -0,2% при амплитуде около 2,5%. Валютный индекс - 841,29 против 845,82. Переговорный контур дал за неделю встречу глав внешнеполитических ведомств, заявление украинской стороны о готовности к прекращению огня, российскую позицию о неприемлемости временного перемирия, приглашение на декабрьский саммит и визит спецпредставителя в США. Результата - ни одного, что рынок и зафиксировал ценой. Рынок вырос на надежде во вторник и вернулся к четвергу. Надежда тоже ходит на работу пять дней.

Политический контур за неделю стал плотнее, а не мягче. Закон о расширенных санкциях, подписанный 18-09, из события стал инструментом: по словам государственного секретаря, президент США применит его так, как посчитает нужным; по словам представителя Кремля, применят ли его вообще - неизвестно. Между этими двумя формулировками - вся ценовая неопределённость: полномочие введено, тариф не назначен, а индийские переработчики, по сообщениям, уже обсуждают сокращение закупок. Указ от 28-09 ограничил доступ к части информации в сфере топливно-энергетического комплекса; для казначейства это означает сокращение отраслевого раскрытия. По имеющимся сообщениям, срок продления санкционных списков ЕС увеличен до трёх лет вместо шести месяцев; официального подтверждения на дату обзора нет. Рынок акций эту плотность в цене держит: 2 254 - это уровень двухнедельной давности, и неделя переговоров не сдвинула его ни вверх, ни вниз.

07. Ликвидность и денежный рынок

Ставка денежного рынка всю неделю держалась выше ключевой. RUONIA за 21-25 сентября: 14,09%, 14,08%, 14,17%, 14,10%, 14,13% при ключевой 14,00% - премия 8-17 бп. Фиксинг ROISfix на 28-09: 1 месяц 14,01%, 3 месяца 14,05%, 6 месяцев 14,05%, 1 год 14,10%. Неделей ранее трёхмесячная точка была 14,01%. Структурный дефицит ликвидности - около 3,1 трлн, в пределах прогноза регулятора на конец года 4,0-5,2 трлн.

ИНДИКАТОР	ЗНАЧЕНИЕ	ПРОЧТЕНИЕ
RUONIA, 21-25.09	14,08-14,17%	премия к ключевой 8-17 бп каждый день недели

ROISfix 1 месяц, 28-09	14,01%	у ключевой; снижения на горизонте месяца кривая не закладывает
ROISfix 3 месяца, 28-09	14,05%	+4 бп за неделю; заседание 23-10 внутри срока, снижение не заложено
ROISfix 1 год / 2 года, 28-09	14,10% / 14,39%	кривая не наклонена вниз ни на одном сроке
Структурный дефицит	около 3,1 трлн	внутри прогноза 4,0-5,2 трлн на конец года

Три наблюдения складываются в одну картину. Овернайт выше ключевой - это цена резервов сегодня, контрольный вход, а не прогноз решения: премия в 8-17 бп совместима с неравномерным распределением ликвидности и с налоговым периодом конца месяца. Основной вход - срочная кривая, и она на неделе не сдвинулась в сторону снижения: одномесячная точка на ключевой, трёхмесячная на 5 бп выше, годовая и двухлетняя выше обеих. Изменение трёхмесячной точки за неделю - +4 бп, внутри порога пересмотра. Структурный дефицит высокий, но не у верхней границы прогноза: до неё больше триллиона. Острого стресса данные не показывают. Снижения ставки кривая не показывает тоже. Рынок денег ведёт себя так, будто ключевая останется 14,00% как минимум до зимы.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Короткое банковское фондирование оценивать от фактической цены ликвидности: RUONIA выше ключевой, депозитные ставки растут. Решения по фиксации ставки принимать от срочной кривой: 14,05% на три месяца и 14,10% на год означают, что рынок не платит за ожидание снижения, и фиксированная ставка на этих сроках не содержит встроенной скидки на смягчение. Контрольный срез перед заседанием - 22-10.

08. Юаневый контур и криптовалютный барометр

ИНДИКАТОР	ЗНАЧЕНИЕ НА 28-09	СТАТУС
CNY/RUB	12,59	наблюдается; +0,7% н/н
USD/CNH	6,708	наблюдается; на уровне предыдущих недель
Расхождение спот-кросса с офшорной котировкой	в пределах 0,1%	наблюдается; моменты наблюдения разные, точная величина не публикуется
Народный банк Китая, ставка	без изменений	-
Локальная стоимость юаня в репо, свопы	-	не проверено: данных за неделю нет
Биткоин	83,3 тыс.	-2,7% н/н; 21-09 - 85,6 тыс.
USDT/RUB	87,97	премия к споту около 4%; недель ранее около 4%

Плечо, потоки, фондирование

-

не проверено: данных за неделю нет

Китайский контур недели - политический, не денежный: государственный визит в США, взаимное снижение пошлин на 30 млрд долл. по сообщению китайской стороны, продление торгового перемирия до 10-01-2027, обсуждение стимулов для рынка жилья и внутреннего спроса при индексе континентальных акций на минимуме за год. Для российского юаневого контура ничего из этого пока не транслируется: спот-кросс на месте, офшорная котировка на месте, стоимость юаневого фондирования внутри контура не проверялась.

Биткоин 21-09 поднимался выше 85 тыс. - плюс 30% с середины августа - и за неделю отдал 2,7%, синхронно с золотом (-5,1%) и с ростом доходностей длинного долга. Взлом одной из крупных бирж на сумму более 350 млн долл. - событие отраслевое, на общий режим не переносится. Вердикт: нейтрально с уклоном в снижение аппетита к риску; криптоактив двигался вместе с длинным долгом и золотом, а не против них, межрыночной дислокации нет. Биткоин упал вместе с золотом. Впервые за долгое время они согласны хоть в чём-то.

09. Что мы говорили ранее

ВЫПУСК	ЧТО ГОВОРИЛИ	ГОРИЗОНТ	СТАТУС НА 28-09
14-21.09.2026	Проект бюджета 2027-2029 с дефицитом выше ориентира - риск средний; проявление: рост заимствований, давление на кривую	проект бюджета	CONFIRMED по предпосылке. Дефицит 2,2% ВВП против 1,2% по закону. Давление на кривую наблюдается - RGBI ниже 112, длинные ОФЗ 16,7% - и согласуется с гипотезой; вклад бюджетного фактора отдельно не оценён. Уровень риска был занижен
14-21.09.2026	Индексация ЖКУ переводит годовую инфляцию к 7%; условие снижения - разворот, не замедление	конец года	OPEN. Параметр индексации опубликован - 9,9% с 01-10; это подтверждение предпосылки, не результата. Проверка - годовая инфляция за октябрь-декабрь
14-21.09.2026	Мировое ужесточение сужает спред рублёвой ставки к долларовой; длинный долг дорожает на нескольких рынках	до 23-10	OPEN, данные согласуются. Десятилетние США +30 бп до 5,254%; Германия и Япония - многолетние максимумы
14-21.09.2026	Превышение Urals над Brent около 12 - ориентир, в выручку не переносится	методическое	Превышение сжалось до около 5 за счёт роста Brent; вывод о выручке по-прежнему не следует
14-21.09.2026	Замедление августа - одна публикация, не разворот; веса не сдвигаются до второй	середина октября	OPEN. Второй публикации ещё нет; недельная инфляция ускорилась до 0,06%, ожидания выросли

07-14.09.2026 Ключевая ставка перестала быть достаточным ориентиром для стоимости короткого банковского фондирования до 23-10

OPEN, данные согласуются. RUONIA выше ключевой на 8-17 бп всю неделю; депозитные ставки растут третий месяц

10. Внутренняя сценарная оценка к 23-10-2026

Веса являются внутренней экспертной оценкой, не выведены из рыночных котировок и не являются market-implied вероятностями. Приводятся центральные значения, нормированные к 100%. Относительно предыдущего выпуска без изменений: основной вход - срочная кривая - сдвига не показал.

СЦЕНАРИЙ	ВЕС	ЗА	ПРОТИВ
Сохранение 14,00%	55,0%	ROISfix 1М 14,01%, 3М 14,05% - снижение не заложено; резюме: устойчивый рост цен 5-6%, вклад бюджета в спрос может превысить оценки; ожидания 14,2%; индексация ЖКУ 9,9% с 01-10	Замедление с.к.г. за август; ожидания на пять лет снизились до 10,7%; инвестиции -5,4% за год
Снижение 25 бп до 13,75%	30,0%	Базовый индекс 6,0% с.к.г. за август; спад переработки третий месяц; промышленность -0,6% г/г; регулятор сохранил гибкость и не дал направленного сигнала	Срочная кривая снижения не закладывает; недельная 0,06%; ожидания 14,2%; условие регулятора - разворот - не выполнено
Повышение 25 бп	15,0%	Ожидания 14,2% и наблюдаемая 15,1%; дефицит 2027 почти вдвое выше действующего закона; вероятный положительный разрыв выпуска по оценке регулятора; ФРС - вероятное второе повышение	ROISfix 3М лишь на 5 бп выше ключевой - повышение кривая тоже не закладывает; прогноз регулятора 6-7% на год сохранён

Данные недели по инфляции, ожиданиям и бюджету легли на сторону сохранения и повышения, но ни одно из них - не очищенный месячный индекс. Основной вход, срочная кривая, изменился на 4 бп на трёхмесячном сроке при пороге пересмотра 15 бп: он подтверждает сохранение как базовый сценарий и не даёт оснований для сдвига в любую сторону. Следующая проверка - сентябрьские очищенные индексы в середине октября и срез 22-10. Если индексы подтвердят ускорение устойчивой части, а трёхмесячная точка поднимется выше 14,15%, вес повышения растёт; если покажут замедление не менее чем по трём показателям при кривой ниже ключевой - растёт вес снижения.

11. Факт, интерпретация, недоказанное, действие

ФАКТ	ИНТЕРПРЕТАЦИЯ	ЧТО НЕ ДОКАЗАНО	ДЕЙСТВИЕ
Дефицит 2027 - 2,2% ВВП против 1,2% по закону; 2026 - около 3%; цена отсечения 50 долл.	Правило жёстче, дефицит выше; предложение суверенного долга на 2027 год выше плана	Программа заимствований 2027; процентные расходы в новом пакете; исполнение по расходам	Кривую ОФЗ моделировать с учётом структурного давления предложения; выход первого эшелона - до внесения программы заимствований в Госдуму
Аукционы 23-09: 16,14% и 16,44%; RGBI ниже 112	Суверенный первичный рынок работает при спросе выше размещения; вторичный переоценивается	Остаток по 26249; вклад предложения, ожиданий и мирового долга в движение кривой	Суверенная доходность - база; корпоративная цена - спред плюс премия нового выпуска
RUONIA 14,08-14,17%; ROISfix 3M 14,05%, 1Y 14,10%	Ликвидность дороже ключевой; кривая не закладывает снижения	Устойчивость премии после налогового периода	Веса не сдвигать до среза 22-10; фиксированную ставку оценивать без скидки на смягчение
Ожидания 14,2%; резюме: устойчивый рост цен 5-6%; недельная 0,06%	Аргументы за снижение ставки не появились	Сентябрьские очищенные индексы; вклад индексации в устойчивую часть	Рабочее допущение модели фондирования - сохранение 14,00% до конца года
Предложена шкала НДФЛ 13-22% на пассивные доходы; ПИФ 15% с зачётом у пайщика	При принятии экономика депозита и купона для розницы ухудшается	Итоговая редакция; дата вступления в силу; реакция розничного спроса на ОФЗ	Розничный спрос на длинный долг не закладывать как растущий источник размещения
Десятилетние США 5,254%; фьючерсы: повышение ФРС в октябре около 70%	Мировой цикл перешёл с короткого конца на длинный	Доля энергетической переоценки против фискальной премии	Долларовое фондирование бюджетировать от траектории ставки ФРС и фактических условий доступа
Прогноз курса: 79,5 → 87,4 → 92 → 96	Ослабление заложено в бюджетный сценарий	Квартальная траектория; исполнимые форвардные цены	Хедж - от чистых подтверждённых потоков, направления и сроков; прогноз - один из сценариев проверки
Urals выше Brent около 5; выпуск нефтепродуктов -17,8% за август	Премия сжалась одной ногой; физика не восстановлена	Налоговая цена за сентябрь; объёмы; дисконт в сделках	Выручку моделировать от объёмов и налоговой цены; премию не переносить

12. Ключевые риски до 23-10-2026

РИСК	УРОВЕНЬ	ПРОЯВЛЕНИЕ
Предложение суверенного долга по бюджетному пакету переоценивает кривую до внесения программы заимствований	Высокая	RGBI ниже 112 закрепляется; аукционы под 16,5% и выше; корпоративные книги первого эшелона сдвигаются по цене
Индексация ЖКУ 9,9% и ожидания 14,2% закрывают снижение ставки до конца года	Высокая	Сентябрьские индексы без замедления; сдвиг весов в сторону повышения на срезе 22-10
Мировой длинный конец продолжает расти: США выше 5,25%, второе повышение ФРС	Высокая	Удорожание валютного фондирования; давление на рублёвый длинный конец через общий канал
Структурный дефицит ликвидности движется к верхней границе прогноза 4,0-5,2 трлн	Средне-высокая	Премия RUONIA к ключевой сохраняется после налогового периода; депозитные ставки растут дальше
Кредитный разрыв между первым эшелоном и группой BBB: около 26% по группе	Средне-высокая	Рефинансирование через реструктуризации; банкротства в строительстве
Политический контур: применение подписанного закона о санкциях, ограничение информации по ТЭК, срок продления списков ЕС	Средне-высокая	Первое исполнительное решение по вторичным пошлинам; сокращение закупок крупными покупателями; удорожание расчётов и контрагентов
Курс отклоняется от прогнозного сценария в любую сторону при нефти выше 100	Средняя	Ускорение ослабления - импортная инфляция; укрепление - давление на рублёвую выручку экспортёров
Расхождение спот-кросса CNY/RUB	Низкая	В пределах 0,1%, десятая неделя

13. Тактический взгляд

ПАРАМЕТР	ЗНАЧЕНИЕ
Горизонт пересмотра	Swing, до заседания 23-10-2026
Горизонт последствий	Position: бюджетная конструкция и налоговые предложения действуют на три года вперёд
Режим	Фискальное расширение при жёсткой ставке, ликвидности дороже ключевой и растущем мировом длинном конце

Тезис	Бюджет зафиксировал два параметра на три года: цену отсечения 50 долл. и дефицит около 2% ВВП. Первое - за правило, второе - за ставку и кривую. Кривая ответила: 16% на первичном рынке, RGBI ниже 112. Денежный рынок снижения не закладывает. На 23-10 базовый сценарий - сохранение; для модели фондирования рабочее допущение - сохранение 14,00% до конца года
Действие	Выход первого эшелона на первичный рынок - до внесения программы заимствований в Госдуму, по цене «суверен плюс спред»; для группы BBB - банковское финансирование при подтверждённых лимитах, публичный рынок только при подтверждённой экономике сделки; долларовое фондирование бюджетировать от траектории ставки ФРС; валютный хедж - ступенями от чистых подтверждённых потоков; отраслевые лимиты на строительство и топливную розницу - вниз
Инвалидация по тезису о ставках	Сентябрьские очищенные индексы показывают замедление не менее чем по трём показателям и срез 22-10 даёт ROISfix 3М ниже ключевой
Инвалидация по тезису о кривой	Программа заимствований 2027 в Госдуме ниже действующей; RGBI возвращается выше 113
Что не делаем	Не читаем 0,06% как разворот вверх и 6,0% за август - как разворот вниз; не переносим суверенные 16% на корпоративный купон без спреда; не используем прогноз курса как цену исполнения; не считаем переговорный перепад результатом; не переносим премию Urals в выручку

14. Операционные лимиты

ОРИЕНТИРЫ НА ПЕРИОД ДО 23-10-2026 · ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДЛЯ КАЛИБРОВКИ

- Модель стоимости фондирования: рабочее допущение - сохранение 14,00% до конца 2026 года; сценарий повышения - стресс-тест; пересмотр после сглаженных индексов за сентябрь и среза 22-10. Долларовая составляющая - от траектории ставки ФРС и фактических условий доступа.
- Первичный рынок: суверенная доходность 16,14-16,44% - база; корпоративная цена - спред плюс премия нового выпуска по предварительному опросу инвесторов; окно первого эшелона - до внесения программы заимствований 2027 в Госдуму. Для группы BBB - только при подтверждённой экономике сделки.
- Кредитные лимиты: вне первого эшелона - по способности пережить квартал; строительство и топливная розница - сокращение.
- Валютное хеджирование: от чистой подтверждённой и высоковероятной экспозиции, ступенями по 20-25%; долю покрытия определять от направления потока - для импорта и валютного долга выше, для экспортной выручки ниже. Прогноз курса - сценарий проверки, не ориентир исполнения.
- Моделирование валютной выручки: от объёмов отгрузки и налоговой цены за месяц. Терминальная премия Urals к Brent в модель не переносится.
- Стоимость короткого банковского фондирования: от фактической цены ликвидности - RUONIA выше ключевой; депозитные ставки 13,0% и растущие - нижняя граница для оценки конкурирующих пассивов.
- Фиксация ставки: от срочной кривой - ROISfix 14,05% на три месяца и 14,10% на год не содержат скидки на смягчение.
- Налоговый контур: экономику депозитов, купонов и ПИФ для розничных программ пересчитать под предложенную шкалу 13-22% и налог на прибыль ПИФ 15% в случае принятия.
- Доля обязательств по плавающей ставке: коридор 40-70% - ориентир для калибровки.
- Покрытие платежей по долгу инструментами денежного рынка: не менее 6 месяцев.
- Контрольный срез 22-10: ROISfix и OIS 1-3 месяца как основной вход; сглаженные индексы за сентябрь и ожидания за октябрь - обязательная проверка перед постановкой весов.

Числовые параметры являются предложениями для калибровки 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

Пятьдесят - это правило: цена отсечения снижена, нефтяные доходы сверх неё пойдут в фонд, бюджет стал консервативнее по конструкции. Шестнадцать - это цена: столько стоит суверенный долг на первичном рынке, и ниже пока не берут. Между этими двумя числами - дефицит 2,2% ВВП против 1,2% по закону, предложенная шкала для процентов по вкладам, ожидания 14,2% и тарифы через три дня.

Для казначейства рабочих выводов три. Кривая переоценивается под давлением предложения - окно первого эшелона открыто до внесения программы заимствований, для группы BBB публичный рынок доступен только по цене на порядок выше суверенной базы. Денежный рынок снижения ставки не закладывает: RUONIA выше ключевой, ROISfix 14,05% на три месяца. На 23-10 базовый сценарий - сохранение, для модели фондирования рабочее допущение - сохранение 14,00% до конца года. Курс в прогнозе ослабевает, но прогноз - не цена: хедж строится от своих потоков, а не от чужого бюджета.

Бюджет на три года сверстан. Цена отсечения ниже, дефицит выше, шкала для вкладов предложена новая, ставка прежняя. Всё изменилось, чтобы ничего не менять - кроме как для тех, кто платит.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент». Подготовлен на основе публично доступных данных по состоянию на 28-09-2026. 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.