

WEEKLY REVIEW · МАКРООБЗОР

Финансовый обзор недели

Стагфляционный стресс, отмена аукциона Минфина и казначейское позиционирование: неделя 22–29 июня 2026 и горизонт следующей недели.

Дата: 29-06-2026 · Внешний макромониторинг и рыночные данные

14,25% КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА без изменений, заседание 24-07	~2350 ИМОЕХ минимум недели ~2200, отскок 29-06	~\$73 BRENT Urals ~\$59, минимумы с февраля	~15,9% ОФЗ 10Y RГБИ -4,1% н/н	77,31 USD / RUB рубль -3,7% н/н, пик ~79	11,37 CNY / RUB рубль -3,4% н/н
--	---	--	--	--	--

ГЛАВНОЕ В ОДНОЙ СТРОКЕ

Пост-решенческий стресс переоценил рынок по всем активам. Длинные ОФЗ ушли к **15,85-16%**, RГБИ -4,1% за неделю до уровней октября (когда ставка была 17%); **Минфин впервые за два года отменил аукцион** (24-06), показав нежелание занимать по текущим рыночным ставкам. ИМОЕХ в моменте к ~2200 (минимум с 2023, волна маржин-коллов), к 29-06 отскок к ~2350 - технический, на крепнущем долларе. Рубль скакнул к ~79 (26-06) и откатил к 77,3. Нефть вернулась к предвоенным уровням (Brent ~\$73). Ось недели - **стагфляция**: сжатие ВВП плюс топливная инфляция закрывают ЦБ пространство для смягчения; снижение в июле маловероятно, базой становится пауза. Контрнота - инфляционные ожидания упали до 12,4% (минимум за 1,5 года).

1. Макроэкономика: стагфляционный профиль

Инфляция и ДКП: смешанный сигнал, но пространство сужено

- **Цены - топливный разгон против дезинфляционной крошки.** Недельный ИПЦ 16-22 июня - 0,25%, июнь - около 0,63%, годовая - 5,9%; рыночные оценки июня - 0,8-1,0% м/м (saar 11-13%) на топливном шоке и вторичных эффектах. При этом инфляционные ожидания населения снизились до 12,4% - минимум за 1,5 года, но слабо заякорены.
- **Тон ЦБ - снижение в июле маловероятно.** Пространство для смягчения сужено, баланс рисков смещён в проинфляционную сторону; базой становится пауза, хвостовой риск - возврат к ужесточению. Заседание 24-07; к нему ЦБ актуализирует прогноз.

ТОПЛИВНЫЙ КРИЗИС - КЛЮЧЕВОЕ

Топливный рынок стал главным проинфляционным каналом. Загрузка НПЗ - на 20-летнем минимуме, производство бензина в июне около -15% г/г, ограничения продаж в двух третях регионов (лимиты до 30 л/авто); за неделю бензин подорожал около 3%. Парадокс: внешняя нефть дешёвая (Brent ~\$73), но узкое горло - внутренняя переработка. Канал бьёт по инфляции и логистике напрямую, минуя бюджет, - прямой аргумент против быстрого смягчения и фактор для инфляционных ожиданий.

Реальный сектор и финансовый стресс

- **Экономика в минусе.** ВВП 1кв26 снизился на 0,63% кв/кв с сезонной коррекцией - сильнейшее падение со 2кв22; промпроизводство в мае около -0,7% при ожиданиях роста. Кредит экономике растёт 1,3% м/м / 10% г/г, развернулось вверх потребкредитование - спрос остаётся перегретым при ограниченном предложении. Сочетание сжатия выпуска и топливной инфляции - стагфляционный профиль.
- **Финансовый стресс у порога.** Индекс финансового стресса достиг около 2,47 при кризисном пороге 2,5 - впервые с октября 2022; отзыв депозитарной лицензии у крупного брокера - сигнал инфраструктурной напряжённости. Это повышает премию за риск во всех рублёвых активах.

Глобальный фон - встречный

- **«Higher for longer» в США.** Ставка ФРС 3,50-3,75%, PCE за май около 4,1% (базовый ~3,4%), прогноз по базовому PCE на 2026 повышен; риторика жёсткая. Индекс доллара выше 101 (годовой максимум), доходность UST 10Y около 4,4%. Коррекция в технологическом секторе - риск глобального risk-off; крепкий доллар давит на сырьё и EM-активы, ограничивает внешний аппетит к рублёвой дюрации.

2. Долговой рынок: стресс и сигнал от эмитента

МИНФИН ОТМЕНИЛ АУКЦИОН - КЛЮЧЕВОЕ

Минфин впервые за два года отменил запланированный аукцион ОФЗ (24-06) «в целях стабилизации». Прямой сигнал: эмитент не готов занимать по текущим рыночным ставкам. Краткосрочно - снимает часть навеса и поддерживает цены; среднесрочно - откладывает, но не отменяет потребность в размещениях и повышает риск навеса позже. Для длинного конца это двойственный сигнал: тактическая передышка против структурного риска предложения.

2.1. ОФЗ-кривая: длина у 16%

- **Аномальная для госдолга волатильность.** Длинные ОФЗ доходили до 15,85-16,2%, RGBI за неделю -4,1% до уровней октября (когда ставка была 17%). Внутри недели длинные ходили 14,45 → 15,85 → 15,41 → 15,85%. Кривая отражает либо ожидание ужесточения, либо премию за бюджетный риск и навес размещений.
- **Взгляды разошлись.** Часть рыночных источников видит окно для фиксации высокой доходности в длине (смягчение впереди); другая допускает рост доходности длины даже при снижении ставки (аналогия с динамикой UST при снижении ставки ФРС), с ориентиром 16-18%; третья читает доходность под 16% как аргумент за повышение ставки до 15,5%+.

2.2. Первичка и прогнозы ставки

- **Купоны как индикатор требуемой доходности.** Новые размещения идут с купонами 19,5-20% и YTM выше 21% у имён второго эшелона; качественные флуотеры - КС+235 б.п. (~15,4%). Стоимость капитала остаётся высокой; премия первички к ключу не сжимается.
- **Прогнозы ставки сместились вверх.** Оценки конца 2026 пересмотрены к 13,5% (с 12%); базовый сценарий - три снижения по 25 б.п. плюс пауза; альтернативный риск - новый цикл

повышения. Фиксация длинной дюрации сейчас - ставка против сценария дальнейшего роста доходности.

ТАКТИЧЕСКИЙ ВЫВОД ПО ДОЛГОВОМУ РЫНКУ

Штанга подтвердилась: короткие флоутеры и денежный рынок держали удар, агрессивная длинная дюрация просела бы по MtM. Спайк к 16% - это и есть тот всплеск доходности, на котором мы планировали добирать длину, но добор - **малыми траншами, не ядром**: навес Минфина и риск ужесточения сохраняются. Приоритет короткого и среднего carry над длиной как ядром остаётся; аукционы Минфина - индикатор стресса (отмены = сигнал).

3. Рынок акций

- **ИМОЕХ к многолетним минимумам.** Индекс в моменте уходил к ~2200 (минимум с 2023), около -19% с начала года и -24% от мартовского пика; «чёрный понедельник» с волной маржин-коллов, второй и третий эшелон били сильнее. Отскок 29-06 (+2,8%) - технический (крепнущий доллар, разовый инфраструктурный фактор), фундаментально не подтверждён.
- **Структурный потолок переоценки.** Доходность длинных ОФЗ около 16% и эффективная ставка дисконтирования к 20% ограничивают переоценку акций вверх - дорогой безрисковый актив прямо конкурирует с акциями за капитал. «Переток со вкладов в акции» при таком фоне остаётся ограниченным.
- **Дивиденды - выборочные опоры.** Газпром отказался от дивидендов за 2025 (4-й год подряд); из заметных отсечек - Аэрофлот (доходность около 13,5%, отсечка 16-07) и Газпром нефть (~6%, 06-07). Экспортёры просели на крепком рубле в момент решения, но становятся бенефициарами при возобновлении ослабления.

4. Сырьё и валюта

- **Нефть - предвоенные уровни.** Brent ~\$73, Urals ~\$59 - минимумы с конца февраля; дисконт Urals около \$14. Нормализация трафика через Ормуз и хрупкое перемирие сняли премию риска; внешние прогнозы по Brent понижаются, китайский импорт нефти - вблизи многолетних минимумов.
- **Топливный парадокс.** Дешёвая внешняя нефть не доходит до внутреннего рынка - узкое горло в переработке; внутренние топливные цены растут на фоне дефицита бензина. Это разводит контуры: слабая экспортная выручка против внутренней топливной инфляции.
- **Золото - вниз.** Около \$4020 (с ~\$4185 недель ранее) - крепкий доллар и жёсткие сигналы ФРС перебивают эффект дешёвой нефти. Направленная идея не подтверждена.
- **Рубль - ускорение ослабления с откатом.** USD/RUB: пик ~79 (26-06) → 77,3 (29-06); за месяц около +11%; CNY/RUB к 11,6 и откат к 11,37. Драйверы: распродажа ОФЗ и отток, падение нефти, резкое сокращение продаж валюты ЦБ со 2 полугодия (около 0,58 против 4,62 млрд руб./день), восстановление импорта. Фьючерсы закладывают дальнейшее ослабление (USD/RUB форвард к ~79). Консенсус на конец года смещён к ослаблению (78-90, отдельные оценки выше).

5. CNY / FX / swaps: казначейский слой

- **Срез интервенций - структурный негатив для рубля.** Сокращение продаж валюты ЦБ со 2 полугодия (около 0,58 против 4,62 млрд руб./день) убирает значимую опору спроса на рубль. На фоне распродажи ОФЗ и слабой нефти это смещает баланс к дальнейшему ослаблению - сопутный фактор для рублёвой концентрации казначейства.
- **Юаневая ликвидность - инфраструктурное требование.** Периодический стресс юаневого фондирования сохраняется, качество ликвидности неоднородно. Это не отменяет CNY-слой, 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. Откат рубля к 77,3 после пика ~79 - окно довершать хедж на откатах USD/RUB, не дожидаясь возврата к более крепким уровням. Резкое сокращение интервенций ЦБ усиливает рамку «**CNY-слой - стратегия, а не тактика**»; периодический стресс юаневой ликвидности - аргумент держать эту работу как ежедневную.

6. Ключевые риски следующей недели

Риск	Вероятность	Импликация
Ужесточение / пауза ЦБ 24-07	Высокая	Площе цикл, длинный конец под премией
Топливная инфляция и разгон инфляционных ожиданий	Высокая	Держит ставку выше, откладывает смягчение
Навес ОФЗ / новые отмены аукционов Минфина	Высокая	Давление на длину, рост стоимости обслуживания
Финансовый стресс (индекс у порога, инфра-сигналы)	Средняя-высокая	Risk-off, бегство в качество
Дальнейшее ослабление рубля	Средняя-высокая	Рост стоимости хеджа, импортная инфляция
Глобальный risk-off (жёсткая ФРС, коррекция в техах)	Средняя	Давление на сырьё и EM-активы

7. Тактический взгляд

7.1. Дюрация RUB

Тезис: цикл смягчения под вопросом, тон жёсткий, возможна пауза или повышение; топливная и фискальная премия давят на длину. Спайк к 16% - окно для старта добора, но не для ядра. **Горизонт:** 1-3 мес.

Действие: ядро - short-mid carry и флоутеры; длину добирать малыми траншами на всплесках доходности; мониторить аукционы Минфина (отмены - сигнал стресса).

Инвалидация: явный сигнал ужесточения ЦБ, устойчивый рост доходности длины к 17-18%, серия отмен аукционов.

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 и девелопмента без прозрачного покрытия денежным потоком.

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

7.3. CNY-слой

Тезис: срез интервенций ЦБ и структурный дрейф рубля усиливают обоснование; стресс юаневой ликвидности управляем при стоящей инфраструктуре. **Горизонт:** 3-12 мес.

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

Инвалидация: устойчивое укрепление рубля, возврат интервенций ЦБ к прежним объёмам, устойчивый клиринговый стресс по юаню.

7.4. RUB / FX-хедж

Тезис: рубль откатил к 77,3 после пика ~79; среднесрочно - дальнейшее ослабление (срез интервенций, слабая нефть, отток капитала). **Горизонт:** 1-3 мес.

Действие: довершать хедж подтверждённых CNY/USD-потоков на откатах USD/RUB, не дожидаясь возврата к более крепким уровням.

Инвалидация: устойчивое укрепление рубля ниже ~74, возврат продаж валюты ЦБ к прежним объёмам, резкий разворот нефти вверх.

8. Что делать на следующей неделе

- **По ставке:** пауза или приостановленный цикл как база; не торговать снижение - тон жёсткий, риск ужесточения реален.
- **По ОФЗ:** штанга - флоутеры / короткая дюрация как ядро; длину добирать малыми траншами на спайках; мониторить аукционы Минфина.
- **По первичке:** качественный IG с адекватной премией к ОФЗ; НУ - выборочно, с контролем оферт; девелопмент - недовес.
- **По CNY:** обновить котировки CNY/RUB forward / swap на 1-3 месяца; держать резерв ликвидности под роллы.
- **По рублю:** довершать FX-хедж потоков на откатах, не ждать возврата к крепкому рублю.
- **По акциям:** только качество и частями (защитные дивидендные истории, экспортёры под ослабление); не закладываться на отскок 29-06.

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 превратила прогнозный риск в факт. **Фискальная и топливная нога:** бюджетный навес и топливная инфляция дожали длину к 16% и заставили Минфин впервые за два года отменить аукцион - тактическая пауза в размещениях. **Монетарная нога:** пространство для смягчения сужено, снижение в июле стало маловероятным, базой становится пауза, хвостовой риск - повышение. **Рыночная нога:** IMOEX к многолетним минимумам, рубль к ~79 и откат, нефть к предвоенным уровням.

Контрнота и парадокс: инфляционные ожидания упали до 12,4% (минимум за 1,5 года) - голубиная крошка. Нефть двойственна: дешёвый Brent снижает внешний инфляционный импульс, но для РФ ухудшает экспортную выручку и бюджетный нефтегазовый контур, при этом не доходя до внутреннего топливного рынка из-за узкого горла в переработке. Это и есть стагфляционный парадокс недели.

Позиционирование: приоритет - сохранность капитала и кэш-доходность. Штанга: короткий и средний carry плюс флуотеры как ядро, длина - малыми траншами на спайках, а не лонгом на ядро. CNY-слой как ALM-диверсификация от структурно слабеющего рубля; качественный IG; выборочные дивидендные истории в акциях. Главный ориентир до 24-07 - топливная инфляция против дезинфляционных крошек.

Хедж-инфраструктура - ежедневная функция, не разовая реакция. Неделя дала прямую иллюстрацию: обвал длинного конца, отмена аукциона и скачок рубля бьют 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 уровни первичного рынка и индексов используются как рыночные ориентиры и подлежат подтверждению по первичным источникам перед принятием решений.

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