

WEEKLY REVIEW · МАКРООБЗОР

Финансовый обзор недели

Нефтяной коллапс, провал аукциона ОФЗ и парадокс рубля: неделя 30 июня - 07 июля 2026 и горизонт следующей недели.

Дата: 07-07-2026 · Внешний макромониторинг и рыночные данные

14,25% КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА без изменений, заседание 24-07	~2194 IMOEX минимум с 27-02-2023, -2,2% день	~\$52 URALS обвал к ~\$42 в начале июля, Brent ~\$73	>16% ОФЗ 10Y аукцион 26251 провален	76,05 USD / RUB рубль +1,7% н/н, парадокс крепости	11,19 CNY / RUB рубль +1,6% н/н, разворот кэрри
--	---	---	--	---	---

ГЛАВНОЕ В ОДНОЙ СТРОКЕ

У нефти вынесло пол. Urals в начале июля обваливалась до ~\$42 (менее половины апрельского пика, июньский средний \$63,5), к 07-07 отскок к ~\$52 - профицит предложения на фоне наращивания добычи ОПЕК+ и разблокировки Ормуза; дисконт к Brent расширился к ~\$20. По цепочке: **аукцион ОФЗ 26251 фактически провален** (спрос 25,6 млрд при предложении 110 млрд), длина >16%; IMOEX ниже 2200 впервые с февраля 2023 (маржин-каскад 6 июля, крупный банк к историческому минимуму). Парадокс: рубль на этом фоне укреплялся (76,05 - техника, carry, срез госзакупок валюты), хотя фундаментально коллапс нефти рушит приток валюты. Внутри - топливная инфляция горячая (годовая 6,01%, июнь ~0,85% м/м, максимум за 14 лет). Глобально - слабый рынок труда США (NFP +57K), ФРС к паузе, growth-scare.

1. Макроэкономика: стагнация при горячей инфляции

Инфляция и ДКП: разрыв между сигналом и траекторией

- Инфляция ускоряется.** Недельный ИПЦ около 0,22%, годовая на 29 июня - 6,01% (с 5,82% недель ранее); оценки июня - около 0,85% м/м, максимум за ~14 лет, драйвер топливный (бензин +6% с конца мая, +11% с начала года). Разрыв: пространство для снижения формально признаётся, но траектория ставки смещается вверх, и рынок это уже переоценивает.
- Тон ЦБ жёсткий.** Снижение в июле маловероятно; в июле прогноз по ставке пересматривается, расширение бюджетного импульса ограничивает смягчение. Заседание 24-07 - ключевое событие горизонта; базой становится пауза либо смещение траектории вверх.

ТОПЛИВНЫЙ КРИЗИС - УСИЛИЛСЯ

Немонетарный проинфляционный шок нарастает. Субсидии переработке в июне выросли более чем в 6 раз (210,6 млрд), рекордный импорт бензина из Белоруссии и авиакеросина; удары беспилотников по НПЗ (Омск, Ярославль) - прямой удар по переработке и предложению топлива. Дешёвая внешняя нефть не доходит до внутреннего рынка: канал бьёт по инфляции, логистике и инфляционным ожиданиям напрямую, минуя бюджет, - прямой аргумент против быстрого смягчения.

Реальный сектор: близко к стагнации

- **Рост почти остановился.** ВВП в мае +0,3% г/г, 5М26 +0,2% г/г; прогноз ЦБ на 2026 - 0,5-1,5%, профильного ведомства - 0,4%. Композитный PMI 48,9 (услуги 48,2 - спад), обрабатывающая промышленность впервые с мая 2025 в плюсе (50,3). Инвестиционная активность - на 10-летнем минимуме.
- **Разнонаправленность - перегрев спроса при слабом выпуске.** Потребительский спрос разгоняется (реальные расходы 2кв26 +3,4% кв/кв, авто +21,3% г/г) на фоне слабого предложения - классический стагфляционный профиль: спрос тянет цены, выпуск не отвечает.

Глобальный фон: growth-scare

- **Рынок труда США трещит.** NFP за июнь +57K (против ожидаемых 114K), май пересмотрен вниз к 129K, безработица 4,2%. Ставка ФРС 3,50-3,75%, рынок склоняется к паузе (вероятность повышения в конце июля упала). Слабый труд поддерживает risk-off и низкую нефть. Иена на 40-летнем минимуме (~162); еврозона - НИСР 2,8%, ЕЦБ сохраняет возможность повышения.

2. Долговой рынок: провал аукциона и слабый спрос на длину**АУКЦИОН ОФЗ ПРОВАЛЕН - КЛЮЧЕВОЕ**

Аукцион выпуска 26251 фактически провалился: при предложении около 110 млрд спрос составил лишь 25,6 млрд, доходность отсечения 14,96% - рынок не готов брать длину по текущим уровням. Минфин на 3 квартал срезал долю бумаг свыше 10 лет (600 против 900 млрд во 2 квартале), нарастив сегмент до 10 лет. Читают двояко: либо эмитент «видит ставку ниже», либо не может продать длину. Risk-first: не переоценивать срез дюраций как голубиный сигнал - вероятнее вынужденная реакция на слабый спрос.

2.1. ОФЗ-кривая

- **Длина выше 16%.** Длинные ОФЗ дают более 16% годовых; отдельные длинные выпуски в июне теряли около 9%. RGBI под давлением, спред 2-10 лет около 240 б.п. Институциональный спрос на дюрацию слаб - провал аукциона это подтвердил.

2.2. Первичка и кредит

- **Стоимость капитала высокая.** Новые размещения: качественный корпоративный сегмент с премией к КБД около +2,35% (срок ~3 года), лизинговые имена с купоном до 20%. Премия первички к ключу не сжимается.
- **Трещины в ВДО ширятся.** Очередной технический дефолт по купону у одного из эмитентов; рост налоговых претензий к эмитентам - маркер дефолтных рисков в сегменте высокодоходных облигаций. Кредитный отбор становится критичным.

ТАКТИЧЕСКИЙ ВЫВОД ПО ДОЛГОВОМУ РЫНКУ

Штанга держит: короткий carry и флоутеры под удар не попадали, агрессивная длинная дюрация кровила бы. Провал аукциона и срез дюрации Минфином - навес не разрешён, спрос на длину слабый. Добор длины **траншами на спайках выше 16%** остаётся, но провал аукциона - флаг осторожности, не разгона. Приоритет короткого и среднего carry и ликвидности над длиной как ядром сохраняется.

3. Рынок акций

- **ИМОЕХ к многолетним минимумам.** Индекс ушёл ниже 2200 впервые с 27-02-2023 (~2194, -2,2% за день), за месяц около -15%. 6 июля - каскад маржин-коллов: принудительное закрытие плечей, аномальные обороты - слом преимущественно технический, не фундаментальный, но уровень реальный. Отдельные бумаги под слухами об отмене дивидендов (не подтверждено).
- **Корпоративные риски усилились.** Крупный банк -10% к историческому минимуму: дивиденды лишь около 25% прибыли, размытие капитала через допэмиссию, менеджмент называет 2027 год «сложным» по дивидендам. Крупный холдинг заложил пакет в акциях вместо ожидавшейся продажи - реакция негативная. Точечный позитив - программы обратного выкупа отдельных имён.
- **Структурный потолок переоценки.** Доходность длинных ОФЗ выше 16% и эффективная ставка дисконтирования к 20% давят на переоценку акций; дивидендные доходности выросли (крупный банк ~12%, телеком-имена свыше 15%), но катализатора разворота - смягчение ЦБ или геополитическая деэскалация - пока нет.

4. Сырьё и валюта

- **Нефть - вынесло пол.** Urals в начале июля обваливалась до ~\$42 (менее половины апрельского пика; июньский средний \$63,5), к 07-07 отскок к ~\$52; Brent ~\$73, дисконт Urals расширился к ~\$20. Профицит предложения (наращивание добычи ОПЕК+ на 2,34 млн б/с, разблокировка Ормуза) - внешние прогнозы по Brent к \$60, профицит на ~1,5 года. Нефтегазовые доходы: июнь 684 млрд (+38% г/г на разовых факторах), но за 1 полугодие -23% г/г.
- **Топливный парадокс усилился.** Дешёвая внешняя нефть и внутренний дефицит топлива (удары по НПЗ, шестикратный рост субсидий) развели контуры ещё сильнее: коллапс экспортной выручки против внутренней топливной инфляции.
- **Золото восстановилось.** Около \$4125 (с ~\$4020 недель ранее) - отскок на growth-scare и слабом рынке труда США. Направленной ставки не открывать.
- **Рубль - парадокс крепости.** USD/RUB 76,05, CNY/RUB 11,19 - рубль укрепился за неделю (техника, жёсткий ЦБ, срез госзакупок валюты, надежды на деэскалацию), хотя 6 июля доллар на внебиржевом рынке пробивал 80. Разворот кэрри в юане (июнь +10,7%). Фьючерсы близко к споту (76,1-76,9) - агрессивной девальвации форвард пока не закладывает. Фундаментально рубль уязвим: коллапс нефти рушит приток валюты, обсуждается сдвиг курсового коридора к 75-85.

5. CNY / FX / swaps: казначейский слой

- **Крепость рубля - окно, а не разворот.** Текущее укрепление техническое (carry, срез госзакупок валюты, деэскалационные надежды); фундамент противоположный - коллапс нефти, нефтегазовые доходы 1П -23%, обсуждаемый сдвиг курсового коридора вверх. Это окно довершать FX-хедж на силе рубля, а не сигнал, что структурное ослабление отменилось.
- **Госзакупки валюты снижены** (около 4,8 млрд руб./день на месяц вперёд против 5,3 в июне) - но это операции в рамках бюджетного правила; на фоне коллапса нефтегазовых доходов чистый среднесрочный эффект для рубля - негативный.
- **Юаневый слой.** Разворот кэрри в юане и волатильность юаневой ликвидности - требование к инфраструктуре: резерв под роллы, диверсификация контрагентов, мониторинг базиса. Свop-приоритет - траншированная структура, сверка котировок 2+ банков по spot, forward points, swap points и условиям обеспечения.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

CNY/FX исполняется как **ALM-решение**, не направленная ставка. Крепость рубля к 76 - именно то окно, в котором мы планировали довершать хедж подтверждённых CNY/USD-потоков: **на силе рубля, а не дожидаясь ослабления**. Коллапс нефти делает структурный кейс хеджа сильнее, а не слабее - приток валюты падает. Периодический стресс юаневой ликвидности - аргумент держать эту работу как ежедневную функцию.

6. Ключевые риски следующей недели

Риск	Вероятность	Импликация
Нефтяной профицит и низкие цены	Высокая	Давление на бюджет, рубль, прибыль экспортёров
Топливная инфляция и удары по НПЗ	Высокая	Немонетарный шок, держит ставку выше
Жёсткость ЦБ 24-07 (пауза / траектория вверх)	Высокая	Длинный конец под премией
Навес ОФЗ и слабый спрос на длину	Средняя-высокая	Провалы аукционов, рост стоимости обслуживания
Маржинальные каскады в тонком рынке	Средняя-высокая	Повторные принудительные проливы
Кредитные события в ВДО (техдефолты, ФНС)	Средняя	Расширение спредов, дефолтные риски
Геополитика - двусторонний риск	Средняя	Резкие движения риска и рубля в обе стороны

7. Тактический взгляд

7.1. Дюрация RUB

Тезис: длина выше 16% при заявленном пространстве для снижения, но провал аукциона и жёсткий тон ЦБ держат кривую под давлением. Спайк - окно для добора, не для ядра. **Горизонт:** position, 3-12 мес.

Действие: ядро - короткий и средний carry, флоутеры; длину добирать траншами (лесенка по купонным месяцам) на всплесках доходности; мониторить аукционы как индикатор спроса.

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

7.2. RUB / FX-хедж

Тезис: рубль технически крепок (76), фундаментально уязвим (коллапс нефти, доходы 1П -23%, сдвиг коридора вверх). Крепость - окно хеджа. **Горизонт:** position, 1-3 мес.

Действие: довершать хедж подтверждённых CNY/USD-потоков на текущей силе рубля, не дожидаясь ослабления; траншами, в пределах лимита экспозиции.

Инвалидация: устойчивое укрепление рубля ниже ~74 на фундаментальных факторах, возврат нефти к \$70+ по Urals, возврат госзакупок валюты к прежним объёмам.

7.3. Корпоративный IG и кредит

Тезис: качественные эмитенты сохраняют доступ и премию; в ВДО дефолтные риски растут.

Горизонт: 1-6 мес.

Действие: верхний эшелон и качественные флоутеры; недовес высокодоходного сегмента, контроль оферт, отслеживание налоговых претензий и техдефолтов.

Инвалидация: расширение спредов IG к ОФЗ, волна дефолтов, ухудшение первичного спроса.

7.4. Ликвидность и кэш

Тезис: тонкий рынок и маржин-каскады = живой риск принудительных проливов; кэш даёт опциональность. **Горизонт:** тактический буфер.

Действие: держать резерв в фондах ликвидности и коротких бумагах; быть терпеливым покупателем качества на проливах, не продавать в дни маржин-коллов.

Инвалидация: устойчивая стабилизация рынка и снятие событийного риска по ставке и геополитике.

8. Что делать на следующей неделе

- **По ставке:** готовиться к паузе или смещению траектории вверх, не торговать снижением; ключевое событие - заседание 24-07.
- **По ОФЗ:** штанга - короткая дюрация и флоутеры как ядро; длину траншами на спайках выше 16%; следить за аукционами (провал 26251 - сигнал слабого спроса).
- **По рублю:** довершать FX-хедж на текущей крепости рубля - техническое окно против фундаментально уязвимого рубля.
- **По кредиту:** качественный IG с адекватной премией; недовес высокодоходного сегмента, отслеживать техдефолты и налоговые претензии.
- **По ликвидности:** держать кэш, фонды ликвидности и короткие бумаги; терпеливый подбор качества на проливах, без эмоциональных продаж.

- **По акциям:** точно и без плеча - недооценённые дивидендные истории; избегать имён с размытием капитала и корпоративными рисками.

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 и под подбор на проливах.

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 вынесла у нефти пол. **Сырьевая нога:** Urals к ~\$42 в моменте, профицит на годы - удар по бюджету и экспортной выручке (нефтегазовые доходы 1П -23%). **Долговая нога:** аукцион провален, длина выше 16%, эмитент режет дюрацию. **Рыночная нога:** IMOEX ниже 2200, каскад маржин-коллов. **Валютная нога - парадокс:** рубль укрепился на технике и carry, хотя фундамент противоположный.

Стагфляционный парадокс углубился: дешёво вовне (нефть), дорого внутри (топливо, годовая инфляция 6,01%), экспортная выручка валится. Глобально - слабый рынок труда США (NFP +57K) добавляет risk-off и держит нефть внизу.

Позиционирование: приоритет - сохранность капитала и ликвидность до ясности по ставке (24-07) и геополитике. Штанга: короткий и средний carry плюс флоутеры как ядро, длина - траншами на спайках. FX-хедж довершать на текущей крепости рубля - окно, которое закрывается по мере проявления фундамента нефти в курсе. Качественный IG, недовес ВДО, акции точно и без плеча.

Хедж-инфраструктура - ежедневная функция, не разовая реакция. Неделя показала, как коллапс сырья, провал аукциона и маржин-каскад бьют именно по тем, у кого нет стоящих лимитов, буфера ликвидности и хеджа потоков.

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.