

Два года между целью и деньгами

Финансовый обзор недели · 31 августа - 7 сентября 2026

Рыночные уровни на 07-09-2026, основная сессия. Проект основных направлений денежно-кредитной политики на 2027-2029 годы - публикация Банка России. Макроэкономический опрос - публикация Банка России от 03-09-2026. Недельная инфляция - данные Росстата за неделю по 31-08-2026. Рыночные уровни приводятся как снимок информационного терминала; принадлежность котировок конкретной торговой площадке не утверждается.

ИНФЛЯЦИЯ ДОСТИГАЕТ ЦЕЛИ

2027

4,0% в базовом сценарии регулятора

СТАВКА ДОСТИГАЕТ НЕЙТРАЛЬНОГО УРОВНЯ

2029

возврат в диапазон 7,5-8,5%

РАЗМЕЩЕНО ОФЗ-ПК 29031

1 трлн

полностью; спрос 1,4247 трлн

ROISFIX 1 МЕСЯЦ

13,93%

при ключевой 14,00%; трёхмесячная точка 14,03%

USD/RUB

86,52

+1,04% н/н, +21,9% с начала июня

RUSFAR CNY

3,83%

локальная стоимость юаня; на неделю 4,20%

01. Резюме

Главное событие недели - не заседание 11-09-2026, а закрепление более высокой траектории стоимости денег. В базовом сценарии инфляция возвращается к 4% в 2027 году, а средняя ключевая ставка остаётся в диапазоне 10,5-12,5% и приходит к нейтральному уровню только в 2029. Между двумя датами два года, и это два разных календаря: календарь инфляции и календарь стоимости фондирования. Все знают, что ставка снизится. Ставка не знает. Она смотрит на инфляцию, инфляция смотрит на бюджет, бюджет смотрит на нас.

- Денежный рынок эту траекторию не оспаривает: ROISfix на месяц 13,93%, на три месяца 14,03%, RUONIA 14,06%, обеспеченная ставка овернайт 13,99%. Кривая плоская и стоит вплотную к ключевой.
- Минфин вернулся на первичный рынок и разместил выпуск с плавающим купоном на 1 трлн руб. полностью при спросе 1,4247 трлн.
- Прирост денежной массы 12,9% год к году - выше верхней границы прогнозного коридора 7-12%.
- Нефтегазовые доходы августа 424 млрд руб., на 16% ниже прошлых годов, при дорогой нефти на экране.
- Инфляция за август -0,08%, четыре недели подряд отрицательные - но в сезонном окне, где снижение цен является нормой.

02. Разрыв между целью и ставкой

Опубликованный проект основных направлений денежно-кредитной политики содержит траекторию, в которой инфляция и ставка приходят к своим ориентирам в разные годы.

ПОКАЗАТЕЛЬ	2026	2027	2029
Годовая инфляция	6,0-7,0%	4%	вблизи цели
Средняя ключевая ставка	14,5-14,6%	10,5-12,5%	7,5-8,5%
Рост валового внутреннего продукта	0,0-1,0%	1,5-2,5% в 2027-2029	
Структурный первичный дефицит бюджета	2% ВВП	снижение	нулевой уровень

Вторая строка относительно первой и есть содержание недели. Инфляция достигает цели в 2027 году, ставка приходит к нейтральному диапазону в 2029. Два года политика остаётся ограничительной при инфляции, уже стоящей у цели. Рынку эту историю рассказывают. Казначейству за неё выставляют счёт. История одна, впечатления разные.

Отдельная деталь для планирования текущего года: средняя ставка 2026 года заявлена в диапазоне 14,5-14,6% при действующем уровне 14,00%. Арифметика простая - чтобы средняя за год попала в этот диапазон, пространство для снижения в оставшиеся месяцы почти отсутствует. Устойчивая инфляция во втором полугодии при этом ожидается на уровне 4-5%, то есть устойчивая часть уже близка к цели, а ставка держится на 14,00%. С декабря 2025 года по июль 2026 ставка была снижена на 250 б.п. - весь этот цикл уместился в один процент с четвертью.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Планирование по правилу «инфляция придёт к цели - долг подешевеет» на этой траектории не работает. Средняя ставка 2027 года в 10,5-12,5% при целевой инфляции 4% - это разрыв в 6,5-8,5 процентного пункта между номинальной ставкой и целью. Величина приведена как разность, а не как реальная ставка: последняя считается от ожидаемой инфляции на горизонте инструмента по формуле приведения. Вывод от уточнения не меняется - политика остаётся ограничительной после того, как цель достигнута.

03. Денежный рынок: контрольный срез перед заседанием

За рабочий день до заседания состояние денежного рынка фиксируется отдельным срезом. Основной вход - имплицированная траектория по фиксингам процентных свопов, овернайт и обеспеченные ставки служат контрольными входами.

ИНДИКАТОР	ЗНАЧЕНИЕ	ДАТА И БАЗА	ЧТЕНИЕ
Ключевая ставка	14,00%	действующая	ориентир политики
RUONIA	14,06%	ставка за 04-09, публикация 07-09	овернайт выше ключевой
RUSFAR овернайт	13,99%	07-09	обеспеченная ставка у ключевой

RUSFAR на неделю	13,94%	07-09	короткая ликвидность без смягчения
ROISfix 1 месяц	13,93%	07-09	слабый уклон вниз
ROISfix 3 месяца	14,03%	07-09	кривая плоская, дальняя точка выше ближней

Читается это однозначно. Месячная точка ниже ключевой на 7 базисных пунктов, трёхмесячная - выше на 3. Рынок не закладывает быстрого смягчения: если бы закладывал, трёхмесячная точка стояла бы заметно ниже месячной, а она стоит выше. Рынок посмотрел на снижение, подумал и поставил дальнюю точку выше ближней. Он не против снижения. Он просто не хочет за него платить.

Отдельно стоит превышение необеспеченной ставки над ключевой. Овернайт выше ключевой - признак напряжения с ликвидностью, а не ожиданий смягчения. Показатель контрольный и самостоятельным сигналом на решение не является, но направление у него не голубиное.

04. Долговой рынок: Минфин вернулся с триллионом

02-09-2026 размещён новый выпуск с плавающим купоном 29031. Пауза, объявленная 22-07-2026, продлилась около шести недель.

ПАРАМЕТР АУКЦИОНА	ЗНАЧЕНИЕ
Спрос	1,4247 трлн руб.
Размещено по номиналу	1 трлн руб.
Выручка	938,872 млрд руб.
Средневзвешенная цена	92,5122%
Отношение спроса к размещению	1,42x

Размещение прошло полностью, спрос превысил объём в 1,42 раза. Это наблюдаемое событие первичного рынка с раскрытыми параметрами, и оно доказывает конкретную вещь: суверенный заёмщик способен привлечь триллион в формате плавающего купона. Шесть недель рынок обсуждал, есть ли деньги. Деньги были. Они ждали, когда им предложат то, что они хотят.

Столь же важно, чего оно не доказывает. Переносить отношение спроса к объёму по государственным бумагам на корпоративный сегмент нельзя: там другой круг покупателей, другая премия и другая альтернатива в виде банковского финансирования. Для корпоративного заёмщика вывод один - появился конкурент за тот же лимит риска на плавающую ставку, причёмкратно больше любой корпоративной сделки.

Кредитный контур

На неделе реализовались три события разной природы. Рейтинг крупного диверсифицированного холдинга понижен с прогнозом «негативный» на фоне долговой нагрузки. Эмитент из транспортного сегмента допустил полноценный дефолт по купонам по всем

биржевым выпускам. Открылась книга по секьюритизации потребительских микрозаймов - новый структурный формат, о состоянии которого до финального ценообразования судить рано. Одному на неделе дали триллион, другому не дали на купон. Рынок не стал несправедливым. Он стал внимательным.

КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Дисперсия кредитного качества растёт, и лимит на заёмщика вне первого эшелона определяется не купоном, а способностью пережить период: ликвидность, стена погашений, налоговая задолженность, запас по ковенантам, качество управления. Предварительный опрос инвесторов проводится до открытия книги, а не после того, как книга не собралась.

05. Инфляция и экономика: сигнал смешанный

ПОКАЗАТЕЛЬ	ЗНАЧЕНИЕ	СМЫСЛ
Инфляция за август	-0,08%	сезонное окно, не финальный месячный индекс
Накопленная с начала года	4,67%	-
Годовая, август	6,32%	выше цели
Денежная масса, год к году	12,9%	выше верхней границы коридора 7-12%
Индекс деловой активности, совокупный	50,6	услуги вытянули агрегат
Индекс деловой активности, обрабатывающие	48,8	промышленность в сжатии
Инфляционные ожидания населения	13,7%	остаются высокими
Прогноз аналитиков: инфляция и рост	6,6% / 0,5%	инфляция повышена с 6,2%, рост понижен

Четыре отрицательные недели подряд не образуют разворота инфляционного режима. Денежная масса при этом растёт на 12,9% при коридоре до 12. Деньги в экономике есть. Вопрос, куда они пойдут, когда картошка кончится. Одновременно топливо и тарифы дают риск вверх, промышленность слабее услуг, а ожидания населения держатся почти на четырнадцати процентах. Картошка подешевела. Она каждый август дешевеет. Совет директоров тоже ходит в магазин.

Для решения 11-09 два фактора работают в разные стороны. Дефляционный эпизод ослабляет краткосрочный аргумент за сохранение. Заявленная средняя ставка года и превышение по денежной массе работают в обратную.

ФАЛЬСИФИКАТОР ТЕЗИСА О СОХРАНЕНИИ ОГРАНИЧИТЕЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ

Смещение вниз не менее трёх очищенных ценовых показателей на двух публикациях подряд и снижение ROISfix 1-3 месяца ниже действующей ключевой ставки - без нового бюджетного или валютного шока. Одной картошкой этот тезис не опровергается.

06. Бюджет, сырьё и валюта

ПОКАЗАТЕЛЬ	31-08	07-09	ИЗМЕНЕНИЕ
USD/RUB	85,62	86,52	+1,04%
CNY/RUB	12,74	12,90	+1,21%
Brent, долл./барр.	90,46	97,31	+7,57%
Urals, терминальный снимок, базис поставки	78,97	86,78	+9,89%; точный сортовой спред не выводится
Разность котировок Brent и Urals, ориентир	около 11-12	около 10-11	базисы различаются, точная величина не выводится
Urals, средняя за август для целей налогообложения	67,11		сопоставимая база для бюджетных расчётов
Нефтегазовые доходы, август	424 млрд руб.		-16% г/г

Бюджетный фон задаёт масштаб. Дефицит федерального бюджета за январь-июль составил 6,455 трлн руб. при плановой величине на весь год 3,8 трлн. Нефтегазовые доходы августа оказались ниже плановых на 45 млрд руб., и с 07-09 ежедневная покупка валюты по бюджетному правилу снижена с 6,5 млрд до 2,5 млрд руб. Механизм здесь описан самим правилом: объём операций определяется фактическими поступлениями, а не котировкой сырья.

Здесь нужна аккуратность с причинностью, и она важнее самих цифр.

- **Наблюдение.** Нефтегазовые доходы августа низкие. Высокая котировка начала сентября относится уже к другому периоду и объяснением августовского результата служить не может.
- **Набор возможных механизмов.** Реализуемые объёмы, сортовой дисконт и базис поставки, курс, налоговая база, демпферные выплаты, лаги поступлений.
- **Вывод.** Публиковать «объёмы упали» без декомпозиции нельзя. Это один из механизмов, но не единственный, и разделить их вклад по имеющимся данным невозможно.

Разница между терминальной котировкой 86,78 и налоговой средней 67,11 иллюстрирует ровно это: экран и касса считают по разным правилам и за разные периоды. На экране нефть 97, в налоговой базе 67. Нефть одна и та же. На экране она себя показывает, в налоговой - платит.

По экспортным каналам вывод не переносится с одного на другой. По зерну инфраструктурные ограничения физически удерживают товар внутри страны. По нефти такой вывод автоматически не следует: в исходных сообщениях есть контраргумент о стабильности экспорта при снижении загрузки перерабатывающих мощностей. Каналы разбираются отдельно.

ВАЛЮТНОЕ РЕШЕНИЕ

Рубль уже прошёл большое движение - около 22% с начала июня. Коэффициент покрытия определяется экспозицией и графиком поступлений, а не испугом после отдельной свечи. Исполнение ступенями по 20-25%, транш не увеличивается вдогонку. Хедж после двадцати процентов движения - это ремень, пристёгнутый уже в больнице. Работает. Но уже не на вас.

07. Юаневый контур

ИНДИКАТОР	07-09-2026	ЧТО ИЗМЕРЯЕТ	СЛЕДСТВИЕ ДЛЯ КАЗНАЧЕЙСТВА
CNY/RUB	12,90	исполняемый уровень	валютная экспозиция, момент хеджа
USD/CNH	6,7096	офшорный юань к доллару	перекрёстная проверка, не замена прямой котировки
RUSFAR CNY овернайт	3,83%	локальная стоимость юаня в репо	цена короткого юаневого фондирования внутри страны
RUSFAR CNY на неделю	4,20%	недельная ликвидность	премия за пролонгацию, буфер ликвидности
Ставка семидневного репо регулятора Китая	1,40%	операция внутреннего рынка	не является ценой юаня для российского казначейства

Разница между ставкой китайского регулятора и локальной ставкой в юанях - не арбитражная возможность, а признак разных рынков: другой доступ, другое обеспечение, другой расчётный контур. Для экспозиции в паре юань-рубль прямой хедж предпочтительнее синтетического через доллар, если ликвидность и цена приемлемы. Юань под полтора процента есть. В Китае. У нас он 3,83. Тот же юань - просто приехал, и здесь ему дороже жить.

Расхождение прямой котировки с офшорной остаётся в пределах сотых долей процента седьмую неделю подряд. Показатель фиксирует согласованность спота в моменте и не является cross-currency basis, который измеряется по свопам в базисных пунктах на сроке.

08. Акции и внешний контур

Индекс Мосбиржи прибавил 4,23% за неделю и составил 2 269 пунктов, валютный индекс вырос на 4,46%, до 829,31. Сопоставимость движений означает, что расхождение между рублёвым и валютным индексами курсовой переоценкой не объясняется, в отличие от предыдущих недель. Причины самого роста из этого не следуют: динамика совместима одновременно с подорожавшим сырьём, геополитической опциональностью и ожиданиями по ставке.

Доходности длинного государственного долга в США и Европе остаются высокими. Уровень около 4,78% по десятилетним американским бумагам следует читать как ориентир предыдущей сессии: 07-09 наличный рынок в США был закрыт по случаю выходного дня.

Золото около 4 404 долл./унц. с дневной коррекцией, промышленные металлы разнонаправленно: алюминий и медь растут, никель слабее аналогов.

РЕШЕНИЕ ПО АКЦИЯМ

Недельный рост индекса не переносится в стоимость капитала и в долгосрочную ожидаемую доходность. Тактическое ралли - рыночная окраска, а не новая стоимость капитала.

09. Криптовалютный барометр

ПАРАМЕТР	НАБЛЮДЕНИЕ	ВЕРДИКТ
Ценовой режим	Биткоин выше 82 тыс. 03-09, снимок 07-09 около 79,3 тыс. Эфир около 2,50 тыс.	нейтрально, слабое снижение риска
Плечо	верифицированного недельного ряда по финансированию, открытому интересу и ликвидациям на дату среза нет	вывод не делается
Потоки	подтверждённого недельного ряда по биржевым фондам и предложению стейблкоинов нет	вывод не делается
Межрыночная связь	03-09 рост вместе с акциями и снижением доходностей; к 07-09 импульс выдохся	принятие риска не подтверждено

Это ценный нулевой результат. Криптовалюты не обязаны каждую неделю что-то пророчить. Если цена дёрнулась, а подтверждения через плечо, потоки и межрыночную динамику нет, правильный вывод - не рисовать режим по одной свече. Биткоин в среду вырос, к понедельнику вернулся. Что-то хотел сказать. Передумал.

10. Тактический взгляд и фальсификаторы

БЛОК	ТЕЗИС	ДЕЙСТВИЕ	ФАЛЬСИФИКАТОР
Ставки в рублях	Более высокий уровень надолго подтверждён траекторией и денежным рынком	Бюджет фондирования считать от нового диапазона плюс спред эмитента, а не от «скорого снижения»	Устойчивое снижение базовой инфляции, уход ROISfix 1-3 месяца ниже ключевой и пересмотр траектории вниз
Дюрация	Длинная дюрация не бесплатна	Добавлять ступенями, не одним блоком	Устойчивое смягчение с подтверждением на кривой
Первичный долг	Окно для плавающего купона открыто, но суверенное предложение конкурирует	Предварительный опрос инвесторов и дисциплина по премии нового выпуска	Две сильные корпоративные книги подряд без расширения спреда
Валюта	Ослабление уже большое	Хедж ступенями, движение не догонять	Восстановление экспортных поступлений и устойчивое укрепление при стабильном режиме ставок
Юань	Устойчивый актив только при совпадении с реальными потоками	Следить за локальной ставкой, стоимостью пролонгации и базисом	Устойчивый дефицит юаневой ликвидности или отрицательный перенос после хеджа
Кредит	Дисперсия растёт		

Жёстче лимиты вне первого эшелона, приоритет ликвидности

Стабилизация рейтинговых действий и сужение спредов при доступном рефинансировании

ПАРАМЕТР	ЗНАЧЕНИЕ
Горизонт пересмотра	Swing, до заседания 11-09-2026
Горизонт последствий	Position: решения по формату долга, структуре хеджа и кредитным лимитам действуют дольше точки пересмотра
Режим	Более высокий уровень ставок надолго при ограниченном экспортном предложении валюты и растущей кредитной дисперсии

Реестр проверяемых утверждений

УТВЕРЖДЕНИЕ	ГОРИЗОНТ	НАЧАЛЬНОЕ УСЛОВИЕ	ФАЛЬСИФИКАТОР	СТАТУС
Регулятор скорее сохранит 14,00%, чем снизит	11-09-2026	ROISfix 1-3 месяца около 14%, смешанная инфляция, повышенная траектория	Решение о снижении или повышении	открыто
Окно для корпоративного плавающего фондирования работает, но премия нового выпуска повышена	2-4 недели	Размещение суверенного выпуска на 1 трлн	Две книги подряд с низкой премией и узкими вторичными спредами	открыто
Локальная юаневая ликвидность остаётся нормальной, но с премией к ставке китайского регулятора	1 месяц	Локальная ставка 3,83%, недельная 4,20%	Устойчивый всплеск или стресс при пролонгации	открыто

11. Лист решений

НАПРАВЛЕНИЕ	РЕШЕНИЕ	КОНТРОЛЬ
Фондирование 2027	Не использовать цель по инфляции в 4% как ориентир стоимости долга. Строить полную стоимость через траекторию ставки, референс, спред эмитента и хедж	Обновление после 11-09 и бюджетных проектировок
Фиксированная и плавающая ставка	Коридор 40-70% по плавающей части как правило диверсификации, а не направленной ставка	Калибровка комитета по фактической структуре долга
Валютный хедж		

	Исполнение траншами по 20-25%, целевое покрытие не ниже 60% на 6 месяцев для высоковероятной экспозиции	Объёмы отгрузки, контрактные поступления, ликвидность
Юаневая ликвидность	Не финансировать юаневые обязательства «под платёж» без буфера	Карта пролонгаций, ежедневный контроль локальной ставки
Кредит	Не покупать спред без проверки на выживание. Лимиты вне первого эшелона пересмотреть по рейтинговым, налоговым и ликвидностным триггерам	Список наблюдения, стена погашений, налоговая задолженность
Первичный рынок	Запуск книги только после предварительного опроса и оценки банковской альтернативы	Премия нового выпуска, качество книги, вторичная кривая
Криптовалюты	Не использовать как самостоятельный торговый сигнал	Потоки, плечо, межрыночное подтверждение

12. Внутренняя сценарная оценка к 11-09-2026

Веса являются внутренней экспертной оценкой, не выведены из рыночных котировок и не являются market-implied вероятностями. Приводятся центральные значения, нормированные к 100%.

СЦЕНАРИЙ	ВЕС	ЗА	ПРОТИВ
Сохранение 14,00%	60,0%	Кривая ROISfix плоская у текущего уровня, трёхмесячная точка выше месячной; овернайт выше ключевой; прирост денежной массы выше коридора; ожидания 13,7%; средняя ставка года заявлена в 14,5-14,6%	Четыре отрицательные недели подряд; промышленность в сжатии; понижение прогноза роста
Снижение 25 бп до 13,75%	35,0%	Сезонная дефляция; слабость обрабатывающих отраслей; охлаждение спроса	Сезонная природа снижения; устойчивая часть не снижается; денежный рынок не подтверждает
Повышение 25 бп	5,0%	Реализуется только при новом ценовом, бюджетном или валютном шоке	Требуется закрепления ожиданий выше текущего уровня

Основание сдвига относительно предыдущего выпуска - контрольный срез денежного рынка, проведённый по регламенту. Данные о недельной инфляции в основание не входят.

13. Итог

ИТОГ НЕДЕЛИ

Главный риск - не то, что 11 сентября ставка останется 14,00%. Главный риск - продолжать планировать 2027 год так, будто десять процентов уже почти здесь.

Новая траектория делает быстрое удешевление денег ненадёжной базовой гипотезой, и денежный рынок её не опровергает: фиксинги стоят у ключевой, трёхмесячная точка выше месячной. Суверенный выпуск на триллион показал, что спрос существует, но структура капитала важнее лозунга «рынок открыт». Рубль остаётся чувствительным к реальным экспортным поступлениям, а не к цене на экране. Юань сохраняет ценность как отдельный контур казначейства - но только при контроле локальной ликвидности, базиса и совпадения с естественными потоками.

Решение: осторожная позиция по ставкам; дюрацию не наращивать одним блоком; на первичный рынок - через предварительный опрос; валютный хедж - ступенями; юань - только под совпадающие потоки; кредит - избирательно, ликвидность в приоритете.

«Это временно» - говорят все, и все правы. Временным оказывается всё. Кроме счёта.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент». Подготовлен на основе публично доступных данных по состоянию на 07-09-2026. 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.