

АНАЛИТИКА · МАКРООБЗОР РЫНКА

# Фискальный разворот: бюджет меняет логику ставки

Бюджет, ключевая ставка, рубль, долговой рынок и CNY-контур: ключевые сдвиги периода 01-06 – 09-06-2026.

Опубликовано 09-06-2026

**ГЛАВНОЕ В ОДНОЙ СТРОКЕ**

Событие периода — **фискальный разворот**: Минфин признал, что выход на нулевой первичный баланс сдвигается с 2026 на 2029 год — фактический отход от жёсткого бюджетного правила. Это переворачивает логику ставки: расширение дефицита тормозит смягчение даже на фоне дезинфляции. Зампред ЦБ прямо заявил, что «пространство для снижения не увеличилось». Рубль развернулся (71,4 → пик 74 → откат к 72), но без обвала; мировые рынки получили снижение аппетита к риску после переоценки ожиданий по AI-сектору.

## 1. Бюджет: отход от жёсткого правила — главный сдвиг

Ключевое изменение недели: Минфин признал, что выход на нулевой первичный баланс сдвигается с 2026 на 2029 год, дефицит «несколько возрастёт» сверх плановых 1,6% ВВП. Поскольку нулевой баланс был заложен в бюджет уже на 2026 год, это означает, что дефицит окажется выше плана и в 2026-м, и в 2027–2028-м. Содержательно это отказ от строгого бюджетного правила — принципа «тратить столько, сколько собрали, не используя сверхдоходы от дорогой нефти».

### Декомпозиция давления на бюджет

Источник давления	Причина	Оценка
<b>Недобор доходов — слабый рост</b>	Прогноз ВВП 2026 снижен до 0,4% (против 1,3% в бюджете)	~0,9 трлн ₽
<b>Недобор доходов — крепкий рубль</b>	USD/RUB 81,5 в прогнозе против 92,2 в бюджете	~1,1 трлн ₽
<b>Рост расходов сверх плана</b>	Военные расходы не сокращаются, как закладывалось	~1,8 трлн ₽
<b>Итого неучтённый дефицит</b>	Оценка по совокупности факторов	~3,8 трлн ₽ (1,7% ВВП)

**ИМПЛИКАЦИЯ**

Расширение дефицита меняет режим: бюджет из дезинфляционного фактора превращается в нейтральный или умеренно проинфляционный фактор спроса (дополнительный спрос государства ~1–1,5% ВВП). Это снижает риск рецессии, но структурно ограничивает скорость смягчения ДКП и повышает риск роста налоговой нагрузки — **прямой негатив для длинных ОФЗ**. Главный аргумент периода в пользу осторожной дюрации.

## 2. Ставка и инфляция: разворот логики смягчения

Заседание ЦБ — 19 июня. Сигналы расходятся, отражая возросшую неопределённость:

Сигнал	Позиция	Интерпретация
<b>Зампред ЦБ (ПМЭФ)</b>	«Пространство для снижения не увеличилось»	Не исключил шаг 0,25 п.п.; вес крепкого рубля и низкой инфляции снижен из-за бюджета
<b>Крупный банк – лидер сектора</b>	Возможно снижение более чем на 0,5 п.п.	Опора на дезинфляцию мая
<b>Рыночный консенсус</b>	<b>-50 б.п. → 14,0% вероятно</b>	Но дальнейший путь медленный: 13% к концу года вместо 12%

**Первый сбой дезинфляции подтвердился:** недельная инфляция ускорилась до +0,15% – впервые почти за два месяца «недельки» вышли из сотых в десятые (семь недель подряд были только сотые). Майская инфляция оценочно около 0,25%. Перегретый рынок труда работает в ту же сторону: номинальные зарплаты растут двузначно, безработица около 2,2%; на ПМЭФ прозвучал тезис, что рост зарплат «может превышать рост производительности» – проинфляционный сигнал.

**ВЫВОД ПО СТАВКЕ**

Снижение 19 июня вероятно (0,25–0,5 п.п.), но траектория замедляется: расширение дефицита, ускорение недельной инфляции и перегретые зарплаты ограничивают цикл. Главная интрига – обновлённый прогноз ЦБ в июле с риском пересмотра ставки вверх. **Стратегия ограничения процентного риска через сар сохраняет приоритет;** длинную дюрацию набирать дозированно.

### 3. Рубль: разворот без обвала

Рубль развернулся, как и ожидалось: 71,4 (01-06) → 73,0 (02-06) → пик выше 74 (03-06) → откат к 72,0 (09-06). EUR/RUB прошёл 86 и вернулся к 83; CNY/RUB ходил в коридоре 10,6–10,9. Ослабление умеренное и управляемое, а не обвальное.

- **Минфин нарастил покупки валюты и золота** почти вдвое – до 9,9 млрд ₽/день (208,2 млрд ₽ за период 05-06 – 06-07). Уходит фактор отложенных продаж за март–апрель.
- **ЦБ демпфирует зеркальными операциями** (продажа валюты из резервов, до ~5,3 млрд ₽/день). Чистый эффект – сглаживание, а не «домкрат»: объёмы малы относительно продаж экспортёров (~100 млрд ₽/день).
- **Обязательная продажа выручки** крупнейшими экспортёрами остаётся главным щитом для рубля.

**ИМПЛИКАЦИЯ**

Конфигурация подтверждает сценарий управляемого ослабления к 80–85 ₽/\$ к концу года (сдвиг консенсуса вверх по мере геоконфликта). Откат к 72 после пика 74 – окно для довершения хеджа подтверждённых потоков CNY/USD. Бюджету структурно нужен более слабый рубль – это попутный ветер для валютной части портфеля и CNY-инструментов как удержание до погашения.

### 4. Долговой рынок: бюджетный навес давит на длинный участок кривой

Аукционы ОФЗ 03 июня показали дефицит коротких бумаг и осторожность в длине:

Выпуск	Погашение	Размещено	Доходность / цена
<b>ОФЗ 26237</b>	03.2029 (дюр. 2,5 г)	>30,7 млрд ₽	<b>13,52% · цена 85,48</b>
<b>ОФЗ 26238</b>	2041	20,2 млрд ₽	<b>14,55% · цена 56,98</b>

Показательно: короткая 26237 ушла на ~1 п.п. ниже ключевой ставки (13,52% против 14,5%) — следствие дефицита предложения коротких бумаг и спроса на carry при неопределённости по бюджету. Длинный конец (26238, 14,55%) размещается с дисконтом по цене. План валовых внутренних заимствований — 5,5 трлн ₽; Минфин расширяет линейку дюраций.

### Почему ОФЗ не растут на дезинфляции

Парадокс прошлого периода (RGBI стоит при низкой инфляции) получил объяснение: **бюджетный навес** — рынок опережающе закладывал расширение дефицита и риск более медленного смягчения. После признания Минфина это уже не аномалия, а рациональная переоценка длинного участка.

### Корпоративный сегмент

Активная первичка с высоким купоном: пример — выпуск эмитента сектора ломбардов (купон до 26%, YTM до 29,34%, рейтинг BB-). Доходности корпоратов выше ОФЗ, но это принципиально иной уровень риска; растёт число дефолтов и банкротств в сегменте МСП. Качество эмитента важнее купонной ставки.

#### ИМПЛИКАЦИЯ

Длинную дюрацию набирать дозированно — бюджетный навес может удерживать длинные ОФЗ даже при снижении КС. Тактически предпочтительна короткая–средняя дюрация (2–4 года) с высоким carry; качественные IG-корпораты с реальной двузначной доходностью — да, HY-сегмент с купонами 26%+ — нет без отдельного кредитного анализа. **Снижение КС больше не гарантирует автоматического роста RGBI**: длинный участок теперь определяется и фискальной премией за срок.

## 5. Юаневый контур: спрос на CNY сохраняется

Преимущество с прошлым периодом: размещённые Минфином суверенные юаневые ОФЗ под 7,65% остаются рыночным якорем для рублёвого CNY-периметра. CNY/RUB держится в коридоре 10,6–10,9. Бизнес продолжает страховаться: импортёры и корпорации скупают юаневые (и рупийные) депозиты ради ставок и фиксации курса — структурный спрос на валютную диверсификацию баланса.

#### ИМПЛИКАЦИЯ

Бюджетная потребность в более слабом рубле и сохраняющийся структурный спрос на CNY-инструменты укрепляют конструкцию CNY-слоя. Целевая корпоративная доходность 8–9% YTM сохраняет премию ~50–135 б.п. к суверенному бенчмарку 7,65%. CNY-сегмент получает не только валютное, но и процентное обоснование: доходность 8–9% в CNY теперь сравнивается с локальным суверенным ориентиром, а не с абстрактной валютной ставкой.

## 6. Сырьё и экспортёры: нефть не дошла до \$200

Несмотря на блокаду Ормуза 4+ месяца, Brent держится в районе \$91–93 — ралли к \$200, которого ждали, не случилось. Причины: Китай сократил импорт почти на 40% в мае, рекордный экспорт США (+2 млн б/с к прошлому году), скоординированное высвобождение ~400 млн барр. стратегических резервов, перенаправление поставок Залива в обход. Urals в мае \$86,52 (–8,8% м/м).

— **Нефтегазовые доходы РФ**: май 679 млрд ₽ (+32% г/г), но за 5М26 –30% г/г — рост цен не компенсирует физические ограничения экспорта (атаки на инфраструктуру, переработка на 16-летнем минимуме, дизель –10% м/м).

#### ИМПЛИКАЦИЯ

Слабеющий рубль и высокие цены сырьевых товаров – среднесрочный позитив для валютной выручки экспортёров, но рублёвая маржа остаётся под давлением издержек и ставки. CNY-слой как естественный FX-хедж сохраняет силу; directional-ставки на сырьевые имена – только тактически, учитывая волатильность нефти и слабый Китай.

## 7. Рынок акций: исторический антирекорд

ИМОEX – 13 недель падения подряд (исторический антирекорд); за весну -8,34%, за май -2,81%. Главный драйвер – геополитика: тупик в переговорах, отказ от встречи лидеров без предварительных договорённостей, новые санкционные инициативы Конгресса США. Даже высокие цены на нефть и низкая инфляция не разворачивают индекс.

Фундаментальная причина слабости – конкуренция за капитал: при ставке 14,5% деньги идут в облигации, фонды денежного рынка и депозиты, а не в акции. Корпоративный фон добавляет давления: КАМАЗ – допэмиссия 24,9% (размытие миноритариев), ВТБ – новая допэмиссия, Аэрофлот Q1 – EBITDA -39,7% и убыток 11,9 млрд ₽ при росте пассажиропотока (давление издержек и крепкого рубля).

### ИМПЛИКАЦИЯ

Российские акции – защитно-выборочно. На фоне 13 недель падения и геориска широкий индекс не привлекателен; точно – экспортёры на слабеющем рубле и качественные имена с отрицательным чистым долгом (бенефициары высокой ставки). Дивидендные истории без публикуемой отчётности – высокий риск, избегать.

## 8. Глобальный контур: снижение аппетита к риску после переоценки AI-сектора

Триггер коррекции: прогноз крупного производителя AI-чипов по продажам на III квартал (\$16 млрд против ожидаемых \$17,2 млрд) и отказ повышать годовой ориентир запустили переоценку «перегрева AI-сектора». В пятницу 05–06 июня падали синхронно все классы – акции, облигации, золото, серебро, крипто.

- **Драгметаллы и крипто в коррекции:** золото с пика ушло к \$4 300–4 350/унц (пробой 200-дневной средней), биткойн – ниже \$60 тыс. с пика 126 тыс. Снижение аппетита к риску – внешний канал давления на риск-премию.
- **Ставки высокие, доллар под структурным вопросом:** сильный рынок труда США (NFP май +172K против ожидаемых 85K) и устойчивый PCE лишают ФРС оснований для быстрого смягчения; параллельно крупнейшие инвесторы продолжают сокращать долю доллара (дедолларизация).

### ИМПЛИКАЦИЯ

Глобальный длительный период высоких ставок и снижение аппетита к риску ограничивают потенциал роста дюрации развивающихся рынков и риск-активов. Для портфеля это аргумент в пользу качества, короткой–средней дюрации и валютной диверсификации; CNY-слой получает структурный попутный ветер от дедолларизации.

## 9. Что изменилось с обзора 22 мая – 01 июня

Тезис	Было (01-06)	Стало (09-06)	Интерпретация
<b>Бюджет</b>	Дефицит управляем	Нулевой баланс 2026→2029; ~3,8 трлн навес	<b>Осторожная дюрация – главный вывод</b>

Тезис	Было (01-06)	Стало (09-06)	Интерпретация
<b>Логика ставки</b>	Дезинфляция открывает путь вниз	Дефицит тормозит смягчение; ЦБ ужесточил тон	<b>Сар-стратегия; цикл медленный</b>
<b>Курс RUB</b>	<71 пик, ждём разворот	71→74→откат 72; управляемое ослабление	<b>Довершить хедж на откате</b>
<b>Инфляция</b>	7 недель в сотых	Сбой: недельная +0,15%	<b>Подтверждает медленный цикл</b>
<b>Долговой рынок</b>	RGBI стоит — загадка ликвидности	Объяснено: бюджетный навес	<b>Короткая–средняя дюрация, carry</b>
<b>Акции</b>	IMOEX <2600, устал	13 недель падения — антирекорд	<b>Защитно-выборочно, экспортёры</b>

## 10. Риск-карта (горизонт 2–4 недели)

Риск	Вероятность	Импликация
ЦБ ограничится -25 или жёстким сигналом 19-06	<b>Средняя</b>	Длинные ОФЗ под давлением; сар выигрывает
Пересмотр прогноза ЦБ вверх в июле	<b>Средняя</b>	Переоценка всей кривой; защита короткой дюрацией
Геоэскалация / новые санкции Конгресса США	<b>Высокая</b>	Давление на IMOEX и риск-премию
Эскалация Ирана → нефть вверх, рубль крепнет	<b>Средняя</b>	Откладывает разворот FX; хедж дороже
Рост налоговой нагрузки из-за дефицита	<b>Средняя</b>	Негатив для акций и корпоративной маржи
Снижение аппетита к риску (переоценка AI-сектора)	<b>Средняя</b>	Внешний канал давления на риск-активы и EM

## 11. Итог

**Период подтвердил смену режима.** Фискальный разворот Минфина (нулевой баланс 2026→2029) — структурный сдвиг, который переворачивает логику смягчения: дезинфляция больше не главный аргумент, расширение дефицита тормозит цикл, а ЦБ это прямо подтверждает. Тактический вывод недели — сместить дюрацию в короткую–среднюю с высоким carry, длинный участок кривой добирать дозированно, довершить FX-хедж на откате рубля к 72. Снижение 19 июня вероятно (0,25–0,5 п.п.), но дальнейшая траектория медленная; главная интрига — июльский прогноз ЦБ. Стратегически CNY-слой и качество остаются приоритетом на фоне бюджетной потребности в слабом рубле и снижения аппетита к риску.

**Источники:** официальные данные (Банк России, Минфин России, Росстат, ФРС США, BLS США), опрос Reuters, рыночный консенсус и макроэкономический мониторинг. Десятичные — через запятую; даты — в формате дд-мм-гггг.

Аналитический материал информационного характера. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой или предложением финансовых инструментов. © 2026 ООО «УК «Прогресс Менеджмент».