

# Инфраструктурная премия

**Финансовый обзор недели · 24-31 августа 2026**

Рыночные уровни на 31-08-2026, основная сессия. Данные по инфляции за июль - обзор Банка России от 17-08-2026. Недельная инфляция - данные Росстата, публикация 26-08-2026. Исполнение бюджета - предварительная оценка Минфина за январь-июль 2026. Рыночные уровни приводятся как снимок информационного терминала; принадлежность котировок конкретной торговой площадке не утверждается.

**РАЗНОСТЬ КОТИРОВОК URALS И BRENT****11-12**

долл./барр., ориентир; три недели назад 3-4. Сопоставимость контрактов не подтверждена

**USD/RUB****85,62**

+1,96% н/н, внутри недели выше 87

**URALS, СПОТ****78,97**

-6,64% н/н при Brent -1,84%

**IMOEX****2 177**

+5,09% в рублях при +1,33% в долларах

**КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА****14,00%**

заседание 11-09-2026

**ЗОЛОТО****4 435**

-4,67% н/н, коррекция после трёх недель роста

## 01. Резюме

Обычно риск инфраструктуры обсуждают качественно: он либо есть, либо его нет. На этой неделе он получил цену. Наблюдаемая разность между котировками российского и эталонного сортов расширилась примерно с 3-4 до 11-12 долл./барр. за три недели. Величина приводится как ориентир: сопоставимость инструментов и сроков контрактов не подтверждена. Расширение произошло при снижении обеих котировок, то есть это не движение рынка, а изменение условий, на которых конкретную нефть готовы покупать.

- Urals потерял 6,64% за неделю при снижении Brent на 1,84%. Разнонаправленная динамика двух сортов сменилась однонаправленной, но с кратно разной амплитудой.
- Причина названа участниками рынка прямо: сокращение экспорта через черноморский порт на фоне атак на портовую и перерабатывающую инфраструктуру. Физический объём экспорта оценивается сократившимся на 10-15%.
- Ослабление курса до 85,62 руб. за доллар с внутринедельным максимумом выше 87 согласуется прежде всего с сокращением экспортного предложения валюты; процентный фактор за период существенно не менялся. Евро на внебиржевом рынке впервые с марта прошёл 100.
- Подписан указ, допускающий передачу объектов критической инфраструктуры во временное управление при недостаточной защите. Порядок внесудебный, определение объекта широкое.

- Рынок акций прибавил 5,09% в рублях при 1,33% в валютном выражении. Рост пришёлся на два дня и был связан с ожиданиями, которые к концу недели не подтвердились.

## 02. Дисконт как измеримая величина

Три недели назад разность между котировками составляла порядка 3-4 долл./барр., неделю назад - около 7-8, сейчас - 11-12. Величины приводятся как ориентиры: инструмент, срок контракта и базис, по которым рассчитаны исходные котировки, не подтверждены, поэтому точный сортовой спред из них не выводится. Информативно направление и порядок изменения - расширение в несколько раз за три недели.

| КОТИРОВКА                                            | 24-08            | 31-08              | ИЗМЕНЕНИЕ                          |
|------------------------------------------------------|------------------|--------------------|------------------------------------|
| Brent, спот                                          | <b>92,16</b>     | <b>90,46</b>       | <b>-1,84%</b>                      |
| Urals, спот, базис поставки в средиземноморский порт | <b>84,59</b>     | <b>78,97</b>       | <b>-6,64%</b>                      |
| Разность котировок, долл./барр., ориентир            | <b>около 7-8</b> | <b>около 11-12</b> | расширение примерно в полтора раза |

Важно, чем это расширение не является. Обе котировки на неделе снижались, то есть общий фон был одинаковым для двух сортов. Дисконт вырос не из-за движения рынка нефти в целом, а из-за изменения условий, на которых принимается конкретный поток.

Отдельно о том, какая именно цена наблюдается. Приводимая котировка относится к базису поставки в порт назначения и включает доставку. Цена, от которой считается экспортная выручка и налоговая база, относится к базису отгрузки и доставки не включает. Разница между ними и есть логистическая составляющая, поэтому переносить наблюдаемую величину в модель выручки напрямую нельзя - только после корректировки. Для июля официальная расчётная цена составляла 59,02 долл./барр. при наблюдаемых на рынке уровнях выше 80.

Столь же важно, чем расширение не объясняется целиком. Спред между сортами является композитной величиной: в него входят различие базисов поставки, качество сырья, фрахт и страхование, состав покупателей, санкционный периметр, условия расчётов, ликвидность и срок контракта. Приписывать весь размер спреда инфраструктурным ограничениям нельзя. Наблюдаемое утверждение уже: расширение совместимо с ростом инфраструктурно-логистической и санкционной составляющей, и по времени совпадает с фактическим сокращением отгрузки.

Отдельная оговорка к сопоставимости. Уровни взяты из информационного терминала; инструмент и срок контракта, по которым они рассчитаны, не подтверждены. Если котировки относятся к срочным контрактам с разными датами исполнения, часть разности объясняется формой кривых, а не спредом сортов. Поэтому уровень используется как ориентир, а содержательной считается динамика. Утверждать, что расширение в несколько раз формой кривых объяснено быть не может, без знания контрактов также нельзя; наблюдаемым остаётся сам факт кратного расширения, совпавший по времени с сокращением отгрузки.

Причина, называемая участниками рынка, конкретна и проверяема по последствиям: сокращение отгрузки через черноморский порт после атак на портовую инфраструктуру,

повреждение перерабатывающих мощностей в двух южных регионах в течение одной недели, остановка работы одного из заводов. Физическое сокращение экспорта оценивается в 10-15% при том, что сама котировка держалась в коридоре 80-86 долл./барр.

#### КАЗНАЧЕЙСКИЙ ВЫВОД

Дисконт между сортами - наблюдаемое рыночное приближение к инфраструктурно-логистической и санкционной премии, выраженное в долларах на баррель. Это не чистая цена инфраструктурного риска, но лучший из доступных еженедельных индикаторов его динамики. Для сценарного планирования это удобнее качественных оценок: расширение с 3-4 до 11-12 долл./барр. за три недели отражает не спрос на нефть, а условия приёма конкретного потока. Точная величина спреда до подтверждения сопоставимости контрактов не используется. Тот, кто моделирует валютную выручку от эталонной котировки, систематически завышает результат, и порядок завышения за месяц вырос в несколько раз.

### 03. Курс: движение со стороны предложения валюты

Курс вырос до 85,62 руб. за доллар против 83,98 недель ранее, внутри недели превышал 87. Внебиржевой курс евро впервые с марта прошёл отметку 100.

| ПОКАЗАТЕЛЬ                           | 24-08       | 31-08 | ИЗМЕНЕНИЕ |
|--------------------------------------|-------------|-------|-----------|
| USD/RUB                              | 83,98       | 85,62 | +1,96%    |
| CNY/RUB                              | 12,49       | 12,74 | +1,99%    |
| EUR/RUB                              | 97,96       | 99,47 | +1,54%    |
| Накопленное ослабление с начала июня | около 20,6% |       | -         |

Объяснение движения, которое давали участники рынка, относится к потокам: резкое сокращение экспорта нефти через черноморский порт. Ключевая ставка за период не менялась, то есть прямого импульса от текущего уровня ставки не было. Это не означает отсутствия процентного фактора вовсе: ожидания по будущему решению, форвардные ставки и состояние ликвидности за неделю могли меняться, и приведённые данные их влияния не исключают. Наблюдаемое согласуется с тезисом предыдущих выпусков - курс формируется предложением валюты, а не бюджетным допущением о среднем уровне. Разница в том, что раньше сокращение предложения объяснялось ценой и налоговым календарём, а на этой неделе - физическим объёмом отгрузки.

Бюджетный контекст усиливает значимость происходящего. Дефицит федерального бюджета за январь-июль составил 6,455 трлн руб., структурный первичный дефицит заложен в базовом прогнозе на уровне 2% ВВП. Сокращение валютной выручки по физическим причинам приходится на период, когда потребность в финансировании остаётся повышенной, а первичный рынок государственного долга не работает с 22-07-2026. Механизм передачи в бюджет при этом не мгновенный и не однозначный: налоговая база рассчитывается от среднемесячной цены по отдельной формуле, а недельный рыночный спред в неё напрямую не переносится. Условие звучит так: если расширение дисконта и снижение реализуемой цены удерживаются достаточно долго, эффект проходит в среднемесячную цену и далее в нефтегазовые доходы. Для июля официальная цена, используемая в расчётах, составляла 59,02 долл./барр.

К концу периода курс отошёл от максимума: закрытие 85,62 против внутринедельных 87 с лишним. Отдельные участники рынка считают, что основная часть ослабления реализована, поскольку причина носит разовый характер. Проверить это утверждение можно только по данным о восстановлении отгрузки, а не по динамике котировок.

#### ЧТО ЭТО МЕНЯЕТ В ХЕДЖИРОВАНИИ

Появился наблюдаемый опережающий индикатор, привязанный к физике: объёмы отгрузки через основные экспортные направления и дисконт к эталонному сорту. Речь не о скорости: валютный рынок торгуется непрерывно, а данные по физической отгрузке выходят с задержкой. Речь о независимой проверке. Дисконт и объёмы отгрузки объясняют устойчивость валютного шока, тогда как сам курс показывает только его наличие. Правило исполнения не меняется - ступенями по 20-25% от плановой экспозиции, - но при выборе размера очередного транша эти две величины отвечают на вопрос, разовым является движение или нет.

## 04. Новый параметр операционного риска

В конце августа подписан указ, допускающий передачу во временное управление объектов критической инфраструктуры, владельцы которых не обеспечили их защиту. Документ вступил в силу немедленно. Точные реквизиты и полный текст подлежат сверке с официальной публикацией до использования в договорной работе.

По имеющимся сообщениям, основанием для передачи служит непринятие мер защиты объекта или задержка с восстановлением его работы, управление финансируется за счёт доходов от использования имущества, а периметр охватывает широкий круг объектов - перерабатывающие мощности, порты, складские и информационные комплексы. Официальная позиция состоит в том, что речь не идёт о национализации.

Перечисленные положения приводятся по вторичным сообщениям и юридической силы в настоящем документе не имеют. Для договорной работы, оценки ковенант и кредитных решений требуется сверка с официальной публикацией: основания, порядок принятия решения, круг объектов и порядок финансирования должны браться из текста нормативного акта.

#### ДЛЯ ВЛАДЕЛЬЦА ФИЗИЧЕСКИХ АКТИВОВ

Возникает новый параметр, который до этой недели в операционных моделях не учитывался: расходы на защиту объекта и скорость восстановления после инцидента перестают быть вопросом внутренней экономики и становятся условием сохранения контроля над активом. Для оценки контрагентов с крупными физическими активами это меняет профиль риска: к кредитному и рыночному добавляется риск смены управляющего. Он не вызывается финансовым состоянием компании напрямую, но способен его ухудшить: смена управляющего затрагивает непрерывность операций и исполнение обязательств по цепочке. В кредитных лимитах на такие имена уместно отдельно оценивать состояние защиты объектов и наличие плана восстановления.

## 05. Рынок акций: рост на ожидании, которое не подтвердилось

Индекс Мосбиржи прибавил 5,09% за неделю и составил 2 177 пунктов, валютный индекс вырос на 1,33%, до 793,91. Разрыв в 3,8 процентного пункта означает, что три четверти рублёвого роста приходится на курсовую переоценку.

Хронология внутри недели показывает, чем этот рост был. 25-08 индекс вырос на 3,2% на сообщениях о визите руководителя американской разведывательной службы в Москву. 26-08 он потерял 1,7% после того, как визит завершился без объявленных результатов. Индикатор настроений участников за неделю прошёл путь 31 - страх, 44 - спокойствие, 32 - страх.

Отдельная деталь для оценки структуры спроса: в июле инвесторы из стран, не вводивших ограничительных мер, приобрели российских акций на 15,3 млрд руб. - максимум с 2020 года, тогда как месяцем ранее эта категория продавала на 12,1 млрд руб. Разворот значительный, но одномесячный.

#### КАК ЧИТАТЬ НЕДЕЛЬНЫЙ РЕЗУЛЬТАТ

Плюс 5,09% за неделю при нулевом фактическом результате событий, вызвавших рост, - это переоценка вероятности, а не потоков. Формально движение совместимо с изменением ожиданий по геополитическому треку; изолировать вклад отдельного события без внутридневного анализа нельзя. Практический вывод один: динамика индекса на такой неделе не является индикатором улучшения условий фондирования и в модель стоимости капитала не переносится.

## 06. Инфляция: разворот после трёх дефляционных периодов

По данным Росстата, опубликованным 26-08-2026, недельный прирост потребительских цен вернулся выше нуля после трёх периодов дефляции подряд. Точное значение на дату подготовки выпуска не приводится; наблюдаемым остаётся факт смены знака.

Сам по себе разворот недельного показателя основанием для пересмотра сценарной оценки не является, как и предшествовавшая ему дефляция. Осмысленной остаётся панель очищенных месячных оценок за июль.

| ОЧИЩЕННАЯ ОЦЕНКА, В ПЕРЕСЧЁТЕ НА ГОД                         | ЗНАЧЕНИЕ |
|--------------------------------------------------------------|----------|
| Прирост индекса потребительских цен с исключением сезонности | 11,6%    |
| Оценка трендовой инфляции                                    | 7,4-7,6% |
| Базовый индекс потребительских цен                           | 7,0%     |
| Медианный рост цен                                           | 4,5%     |

Годовая инфляция по итогам июля составила 5,98%. Разброс очищенных оценок от 4,5% до 11,6% сохраняется, и он допускает обе трактовки. Новых месячных данных за прошедшую неделю не публиковалось, поэтому сценарные веса не пересматриваются: смена знака недельного показателя требованиям к основанию для пересмотра не удовлетворяет.

Существеннее для сентябрьской картины другое обстоятельство, относящееся к предложению. Повреждение перерабатывающих мощностей накладывается на плановые сезонные ремонты, а поставки топлива из соседней страны в июле и августе фактически прекратились: квоты на экспорт не использовались, среди причин называются сложности с расчётами. Топливный контур входит в сентябрь с меньшим запасом мощности, чем предполагалось месяц назад.

## 07. Долговой и денежный рынок

Аукционы государственных облигаций остаются приостановленными с 22-07-2026. Заявление о возможном возобновлении в сентябре, прозвучавшее на прошлой неделе, новыми деталями не дополнено: дата не назначена, параметры выпусков не объявлены.

Доходности длинных выпусков с постоянным купоном на вторичном рынке остаются выше 16% годовых. Участники рынка отмечают сохранение высоких доходностей несмотря на снижение ключевой ставки, связывая это с опасениями относительно длительности периода высоких ставок и с ростом числа кредитных событий в корпоративном сегменте.

По денежному рынку отклонений от обычного операционного диапазона не наблюдалось. Показатель характеризует состояние ликвидности; в аргументы по сценариям денежный рынок не входит, основным входом остаётся имплицированная траектория по ROISfix и OIS.

## 08. Внешний контур

**Сырьё.** Котировка Brent снизилась на 1,84% за неделю. В течение периода обсуждалась возможность снятия ограничений в отношении одной из ближневосточных стран в обмен на открытие судоходного пролива; на этих сообщениях котировка теряла порядка трёх долларов за баррель. Достоверность сообщений участниками рынка оценивалась осторожно. Транзит грузов через пролив достиг трёхмесячного минимума.

**Драгоценные металлы.** Золото скорректировалось на 4,67% после трёх недель роста, серебро - на 3,65%. Коррекция следует за движением, в котором металл прибавил более 15% за три недели.

**Газ.** Котировка TTF выросла на 2,47%, до 842,63. Рост продолжается четвёртую неделю подряд перед началом отопительного сезона.

**Ставки за рубежом.** Доходность десятилетних выпусков в США выросла до 4,755%, продолжив движение вверх. Длинный конец кривой дорожает одновременно на нескольких рынках.

## 09. Что мы говорили ранее

| ВЫПУСК           | ЧТО ГОВОРИЛИ                                                                                             | ЧТО РЕАЛИЗОВАЛОСЬ                                                                                                                                   |
|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10-17.08 и далее | Не использовать котировку эталонного сорта как индикатор экспортной выручки                              | <b>Подтверждено третью неделю.</b> Brent -1,84% при Urals -6,64%; наблюдаемая разность котировок расширилась примерно с 7-8 до 11-12 долл./барр.    |
| 17-24.08.2026    | Курс формируется потоками, а не бюджетным допущением; бюджетный курс - параметр чувствительности доходов | <b>Подтверждено механизмом.</b> Движение курса объяснялось сокращением физического объёма экспорта через порт, а не изменением бюджетных параметров |
| 17-24.08.2026    | Прогноз курса из опроса профессиональных участников - 78,40 на конец года                                | Расхождение выросло: курс ушёл к 85,62 с внутринедельным максимумом выше 87                                                                         |

|               |                                                                                       |                                                                                             |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 17-24.08.2026 | Не переносить недельный показатель инфляции в основание для пересмотра весов          | Применено симметрично: разворот недельного показателя выше нуля основанием также не признан |
| Три выпуска   | Рост рублёвого индекса при отставании валютного - курсовая переоценка, а не улучшение | Подтверждено: +5,09% против +1,33%, разрыв 3,8 пп                                           |

## 10. 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%, и коридоры неопределённости. Относительно предыдущего выпуска веса не изменены: новых месячных данных по очищенным показателям за период не выходило, а порог пересмотра требует смещения не менее трёх показателей панели на двух публикациях подряд.

| СЦЕНАРИЙ                 | ВЕС                            | ЗА                                                                                                                                                   | ПРОТИВ                                                                                                                          |
|--------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Сохранение 14,00%        | <b>47,5%</b><br>коридор 45-50% | Базовый индекс 7,0% и трендовая оценка 7,4-7,6% с.к.г.; сокращение перерабатывающих мощностей перед сезоном; ослабление курса на 20,6% с начала июня | Медианный рост цен 4,5%; три дефляционных недельных периода подряд; слабость экономической активности                           |
| Снижение 25 бп до 13,75% | <b>42,5%</b><br>коридор 40-45% | Пространство названо сохраняющимся в резюме обсуждения; нижняя граница панели очищенных показателей; слабость рынка акций в валютном выражении       | Эффект переноса курса; топливный контур входит в сентябрь с меньшим запасом мощности; стимулирующий характер бюджетной политики |
| Повышение 25 бп          | <b>10,0%</b><br>коридор 5-15%  | Наложение курсового переноса на сокращение предложения топлива                                                                                       | Требуется закрепления инфляционных ожиданий выше 15% или нового ценового шока                                                   |

Ограничения сохраняются: имплицитированная траектория по форвардным инструментам в расчёт не входит, разброс очищенных оценок допускает обе трактовки.

## 11. Факт, интерпретация, недоказанное, действие

| ФАКТ                                                                                         | ИНТЕРПРЕТАЦИЯ                                                        | ЧТО НЕ ДОКАЗАНО                                                                     | ДЕЙСТВИЕ                                                                                                                                          |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Наблюдаемая разность котировок расширилась примерно с 3-4 до 11-12 долл./барр. за три недели | Композитная премия за условия поставки получила наблюдаемую динамику | Устойчивость уровня; доля логистики, страхования и состава покупателей в расширении | Моделировать выручку от котировки на базисе отгрузки; наблюдаемую котировку на базисе поставки переносить только после корректировки на логистику |

|                                                                              |                                                                                                                 |                                                           |                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Курс 85,62 с максимумом выше 87 при объяснении через сокращение отгрузки     | Движение совместимо с сокращением физического объёма предложения валюты; процентный фактор за период не менялся | Разовость фактора; сроки восстановления отгрузки          | Точку решения по размеру транша привязать к объёмам отгрузки и дисконту                                |
| Указ о временном управлении объектами критической инфраструктуры             | Появился параметр риска, не вызываемый финансовым состоянием владельца, но способный его ухудшить               | Практика применения; критерии оценки достаточности защиты | В кредитных лимитах на контрагентов с крупными физическими активами оценивать защиту объектов отдельно |
| IMOEX +5,09% при валютном индексе +1,33%                                     | Три четверти роста - курсовая переоценка                                                                        | Направление рынка после исчерпания курсового эффекта      | Не переносить динамику индекса в модель стоимости капитала                                             |
| Недельный показатель цен вернулся выше нуля после трёх дефляционных периодов | Смена знака недельного индикатора                                                                               | Соответствие месячным очищенным оценкам за август         | Веса не пересматривать до выхода месячных данных                                                       |

## 12. Ключевые риски до 11-09-2026

| РИСК                                                                       | УРОВЕНЬ        | ПРОЯВЛЕНИЕ                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Дальнейшее расширение дисконта при сохранении инфраструктурных ограничений | Высокая        | Сокращение валютной выручки независимо от мировой цены; давление на курс со стороны предложения                 |
| Сокращение перерабатывающих мощностей перед сезонными ремонтами            | Высокая        | Топливный дефицит, вторичные эффекты в устойчивых компонентах цен, ограничение пространства для снижения ставки |
| Эффект переноса курса после ослабления на 20,6% с начала июня              | Высокая        | Ускорение очищенных показателей цен в сентябре-октябре                                                          |
| Применение механизма временного управления к объектам контрагентов         | Средне-высокая | Смена управляющего активом вне связи с финансовым состоянием; нарушение исполнения обязательств по цепочке      |
| Возврат суверенного предложения в сентябре в тот же сегмент спроса         | Средне-высокая | Рост премии нового выпуска, ухудшение качества книги вне первого эшелона                                        |
| Волатильность рынка акций на геополитическом треке                         | Средняя        | Движения в несколько процентов за день без изменения фундаментальных величин                                    |
| Расхождение спот-кросса CNY/RUB с офшорной котировкой                      | Низкая         | Отклонение менее 0,03%, шестая неделя подряд. Показатель фиксирует согласованность                              |

спота в моменте и не является cross-currency basis

### 13. Тактический взгляд

| ПАРАМЕТР                        | ЗНАЧЕНИЕ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Горизонт пересмотра             | Swing, до заседания 11-09-2026                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Горизонт последствий            | Position: решения по структуре хеджа и кредитным лимитам действуют дольше точки пересмотра                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Режим                           | Ограничение предложения по физическим причинам: инфраструктура определяет и валютную выручку, и топливный контур, и курс                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Тезис                           | Ключевая переменная квартала перешла из ценовой плоскости в физическую. Мировая цена на нефть перестала быть индикатором выручки; наблюдаемыми величинами стали дисконт к эталонному сорту и объёмы отгрузки                                                                                                                                                                                                                                     |
| Действие                        | Валютную выручку моделировать от котировки на базисе отгрузки, наблюдаемую delivered-котировку переводить в неё с корректировкой на логистику; размер очередного транша хеджа привязать к разности котировок и объёмам отгрузки, правило ступеней сохранить; в кредитных лимитах выделить контрагентов с крупными физическими активами; по размещениям продолжать предварительный опрос инвесторов, решение принимать по премии и качеству книги |
| Инвалидация по валютному тезису | Восстановление объёмов отгрузки до уровней первого полугодия либо сокращение наблюдаемой разности котировок к уровням начала августа на двух неделях подряд. Числовой порог по разности не задаётся до подтверждения сопоставимости контрактов                                                                                                                                                                                                   |
| Инвалидация по тезису о ставках | Смещение вниз не менее трёх очищенных показателей из панели на двух публикациях подряд                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Что не делаем                   | Не используем котировку эталонного сорта как индикатор выручки; не переносим недельный показатель цен в основание для пересмотра весов; не читаем рост индекса акций как улучшение условий фондирования                                                                                                                                                                                                                                          |

## 14. Операционные лимиты

### ЛИМИТЫ НА ПЕРИОД ДО 11-09-2026 · НОРМАТИВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ ЦЕЛЕВОЙ МОДЕЛИ

- Моделирование валютной выручки: от котировки на базисе отгрузки. Наблюдаемая котировка относится к базису поставки в порт назначения и в модель переносится только после корректировки на фрахт, страхование и условия поставки. Использование эталонной котировки как прокси не допускается.
- Валютное хеджирование: исполнение ступенями по 20-25% от плановой экспозиции. Размер очередного транша определяется по динамике дисконта и объёмов отгрузки, а не по уровню курса. Целевое покрытие - не ниже 60% на горизонте 6 месяцев.
- Кредитные лимиты: контрагенты с крупными физическими активами выделяются в отдельную категорию с оценкой состояния защиты объектов и наличия плана восстановления после инцидента.
- Модель стоимости фондирования: сценарий сохранения ключевой ставки принимается базовым до смещения вниз не менее трёх очищенных показателей из панели на двух публикациях подряд. Критерий совпадает с условием пересмотра сценарных весов.
- Решение о выходе на рынок принимается по результатам предварительного опроса инвесторов, наблюдаемой премии нового выпуска, качеству книги, вторичным спредам собственных выпусков и наличию подтверждённой банковской альтернативы.
- Формат планируемого размещения: базовая конструкция для market sounding - плавающий купон с офертой 24-30 месяцев. Финальный выбор - по all-in break-even между фиксированной и плавающей ставкой.
- Доля обязательств по плавающей ставке в портфеле долга: коридор 40-70%. Лимит ограничивает концентрацию по типу ставки и не является направленной ставкой на траекторию.
- Покрытие платежей по долгу инструментами денежного рынка: не менее 6 месяцев планового графика.
- Бюджетирование индексируемых расходов на 4 квартал: по верхней границе прогнозного диапазона, с отдельным учётом эффекта переноса курса по импортной составляющей.
- Контрольный срез за один рабочий день до заседания: имплицированная траектория ROISfix и OIS 1-3 месяца как основной вход, овернайт против ключевой ставки, банковская ликвидность, коммуникация регулятора, ожидания и консенсус как контрольные входы.

Числовые параметры заданы как нормативные значения 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

Мировая цена на нефть за неделю снизилась на 1,84%. Российская - на 6,64%. Разность между котировками расширилась примерно с 7-8 до 11-12 долл./барр., а за три недели - в несколько раз. Это не движение рынка: рынок для обеих котировок был один.

Расширение дисконта - наблюдаемая мера того, во что обходится доставка этого потока покупателю. Приписывать весь спред инфраструктуре нельзя: в нём сидят базис, фрахт, страхование, состав покупателей и санкционный периметр. Но динамика измеряется в долларах на баррель, наблюдается еженедельно и на этой неделе объяснила больше, чем любой макроэкономический показатель: и движение курса до 87, и то, почему рост мировых котировок в предыдущие недели не дошёл до выручки.

Практический вывод для казначейства не про прогноз цены. Ключевая переменная квартала перешла из ценовой плоскости в физическую, и наблюдать её нужно там же: в дисконте к эталонному сорту и объёмах отгрузки, а не в котировке Brent и не в консенсус-прогнозе курса.

Аналитический материал ООО «УК «Прогресс Менеджмент». Подготовлен на основе публично доступных данных по состоянию на 31-08-2026. 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.