



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Иран: локальный шок предложения и тест нефти на \$100 за баррель

Рынок торгует ожидание сделки по Ормузу, запасы тают, главный риск смещается в 3 кв 2026



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



Иран: локальный шок предложения и тест нефти на \$100 за баррель

Рынок торгует ожидание сделки по Ормузу, запасы тают, главный риск смещается в 3 кв 2026

Резюме

С середины апреля Израиль и США ведут кампанию против Ирана, и к началу июня она перешла из острой фазы в режим управляемой эскалации: интенсивность ударов снижается, а развязка определяется политическими сроками. Иран выбрал стратегию выносливости, ушел в оборонительную стойку и терпит удары в расчете на то, что политическое окно противника сузится быстрее, чем исчерпается его собственный запас прочности.

Ключевое смещение последних недель в том, что Иран установил фактический контроль над проливом Ормуз, привлек на свою сторону Оман, контролирующий южный берег и входной коридор движения, и заявил о намерении взимать плату за проход. Это переводит угрозу из плоскости полного закрытия в плоскость рентного обложения трафика и подтверждает базовую логику: физически перекрывать Ормуз Иран не станет, поскольку сам критически зависит от экспорта нефти в Китай, тогда как контроль над проходом и плата за него дают рычаг без потери собственных потоков.

Для рынков это шок предложения, и он уже транслировался в ценовые и инфляционные переменные. Нефть прошла пик и откатилась, тогда как вклад энергии в инфляцию остался выраженным: в апреле энергетические товары в США прибавили 29,2% г/г и добавили 0,9 п.п. к общему ИПЦ, который вышел на 3,8% г/г. ЕЦБ готовит цикл повышений ставки, Банк Англии подошел ближе к ужесточению, и валюты разошлись по линии энергетического баланса, что переносит шок предложения из товарного сегмента в процентный и валютный. При этом обвал китайского импорта стал главным демпфером самого нефтяного шока, и без него ценовая реакция была быкратно жестче.

Что уже отыграно. Рынок торгует ожиданием скорой сделки, которая вернет полноценные потоки через Ормуз, и это ожидание уже капитализировано в ценах: акции держатся у максимумов, золото откатилось от пика и ходит в узком диапазоне около \$4 500 за унцию, доллар в спот почти не сдвинулся. Консенсус исходит из того, что договоренность близка, а администрация США последовательно поддерживает эту веру риторически, тогда как наблюдаемых признаков прогресса в переговорах немного, что и формирует первый разрыв между ценой и фактом.

Что недооценено. Запасы. Накопленные перед войной резервы работали буфером, который абсорбировал премию за риск, но истощается с каждой неделей. Впереди сильный по спросу третий кв., когда потребление способно прибавить более 3 млн барр. в сутки квартал к кварталу, что накладывает сезонный дефицит поверх уже сокращающегося буфера. Если ожидаемая сделка сдвигается по времени, рынок становится уязвим к нелинейному движению цены вверх, поскольку компенсировать выпавшие потоки в пик спроса нечем. Отдельный сигнал поступает от нефтепродуктов: запасы авиакеросина в Европе на минимуме с 2020 г., и разрушение спроса способна запустить не только дорогая сырая нефть, но и дорогой нефтепродукт при уже узких запасах светлых.

В итоге. По нефти профиль риска асимметричен: в коротком горизонте перевес на стороне роста, пока снижение запасов и отложенная сделка лишают рынок буфера, тогда как в среднем горизонте, по мере восстановления поставок и при базовом прогнозе Brent около \$90 и ниже, баланс смещается вниз. Акции опираются на связку из бума ИИ и избыточной глобальной ликвидности, которая устойчива в фазе притока капитала, но хрупка к любому шоку, ужимающему ликвидность или переоценивающему лидеров гонки. Валюты сырьевых экспортеров остаются предпочтительной ставкой против доллара по линии условий торговли и реальных ставок.



По своей природе это локальный энергетический шок, который не перерастает в системный кризис при одном условии: не реализуется ни массовая эскалация с попыткой физически закрыть Ормуз, ни закрепление инфляции в США за пределами сырьевого сегмента, способное вынудить ФРС ужесточать всерьез. Оба хвоста объединяет один передаточный механизм, сжатие ликвидности.

Хронология и фаза конфликта

Кампания стартовала с точечного удара по разведывательному окну: данные показали, что руководство соберется в конкретное время, и операция была привязана к этому моменту. Иран вошел в эпизод в состоянии исторической слабости, после внутренних беспорядков и жесткого подавления, что снизило цену силового сценария для внешних игроков и определило выбор момента. Для Вашингтона добавился мотив доверия: публично взятые обязательства делали отказ от действия репутационно дорогим, что сместило баланс в пользу удара.

К началу июня картина отличается от острых первых недель. Иран подготовился лучше, чем годом ранее, и сосредоточил военные возможности и систему принятия решений ради устойчивости. Параллельно он бьет по целям в Заливе, и ограниченность этой тактики объясняется расхождением между целью и средствами: задача состоит в том, чтобы запугать страны Залива и заставить их ограничить сотрудничество с США, тогда как точности и масштаба для такого эффекта недостаточно, при этом сами удары повышают риск обратной реакции и ускоряют консолидацию обороны соседей. Текущую интенсивность Иран способен удерживать порядка двух недель, после чего возможны лишь отдельные удары меньшего масштаба, что задает естественный временной предел острой фазы.

Ормуз держит всю конструкцию рисков, но не через сценарий физического закрытия. Иран изначально не трогал нефтяную инфраструктуру, поскольку его собственная экономика держится на экспорте нефти, а поставки в Китай жизненно важны, и тем же ограничением объясняются сообщения о проходах китайских и российских судов, включая теневой флот. Единственный надежный способ перекрыть пролив, минирование по образцу 1970-х, потребовал бы последующего разминирования силами самих США с союзниками, и ставки такого шага слишком высоки для всех сторон. Поэтому реальный риск смещен с юридического закрытия пролива в сторону стоимости страховки и готовности гражданских перевозчиков заходить в зону, что переводит угрозу из плоскости геополитики в плоскость фрахтовых и страховых ставок. Пока страховое покрытие фактически недоступно, ставки фрахта остаются высокими, и именно этот канал поднимает эффективную цену барреля, тогда как объявленная блокада остается маловероятной.

Военная и политическая логика сторон

Стратегически смена режима почти всегда требует наземной операции, и единственное исключение последних десятилетий, воздушная кампания на Балканах в 1990-х, лишь подтверждает правило. Пентагон заявляет, что сухопутных войск не будет, Трамп позже допустил такую возможность, но пока это скорее политический сигнал без подтвержденного плана. Рынки склонны игнорировать это ограничение, тогда как именно оно сужает пространство исходов: без наземного компонента конечные цели должны быть либо узкими и техническими, либо переложенными на внутреннюю динамику Ирана, что и определяет три сценария ниже.

Карта рисков сводится к трем сценариям, различающимся по горизонту и по рыночным последствиям.

Стратегия выносливости срабатывает. Иран терпит, США засчитывают достижение целей, устранение ключевой фигуры и существенное ухудшение баллистических возможностей после ударов по ядерной инфраструктуре, и через несколько недель открывается окно, чтобы объявить победу и выйти. Это самый короткий по времени путь и базовый для рынка сценарий, на который и опирается текущая компрессия премии за риск.



Внутренняя трансформация элит. Сценарий отдаленный и теоретически позитивный: появление более прагматичной фигуры, способной открыть окно для переговоров. Тридцать лет действующий лидер воспринимался как абсолютная преграда для диалога с США, и его устранение снимает этот блок, тогда как уровень жертв и накопленной взаимной жесткости делает быстрый разворот маловероятным. Ключевая точка наблюдения, Ассамблея экспертов, утверждающая преемника: в коротком списке называют Моджтабу Хаменеи, сына верховного лидера, которого относят к жесткой линии, и его утверждение почти исключит смену курса. Значима и сама процедура, поскольку она работает индикатором глубины кризиса: быстрое консолидированное решение свидетельствует о стремлении к стабилизации, тогда как затяжной процесс с признаками раскола откроет окно для дипломатии и одновременно станет сигналом более глубокого внутреннего напряжения.

Внутренний взрыв. Ставка на внутреннее восстание. Сейчас сценарий оценивается как маловероятный, поскольку организованного сопротивления не наблюдается, но он остается открытым хвостом, не поддающимся надежной оценке вероятности: революции до того, как они произошли, кажутся невозможными, а после, неизбежными.

Политическое окно Вашингтона узкое, и из разрозненных высказываний Трампа складывается горизонт от недели до месяца, который задает рамку текущего принятия решений и которого рынку достаточно для калибровки хвостовых рисков. Внутренняя поддержка операции изначально была невысокой, от четверти до половины по разным опросам, у республиканцев чуть выше, что превращает время в переменную против администрации: чем дольше длится кампания, тем сильнее эрозия поддержки и тем выше политическая цена продолжения.

За чем следить. Первое, нарратив администрации: смещение риторики в сторону смены режима означает длинную кампанию, тогда как фокус на практических целях (ядерная программа, ракеты, дроны, морские активы) укорачивает горизонт и снижает нефтяную премию. Второе, реальное движение против режима внутри Ирана усилит запрос на продолжение и удлинит кампанию. Третье, голосование по War Powers Resolution: вето вероятно и преодолено не будет, но как индикатор внутреннего раскола оно значимо для оценки устойчивости курса. В среднесрочной перспективе рынки прогнозов дают

Цена прошла пик и откатилась, что формирует ключевой парадокс эпизода: геополитический риск сохраняется, тогда как нефть снижается. Это расхождение объясняется тем, что рынок капитализирует ожидание сделки и одновременно дисконтирует текущий физический дефицит, который уходит на второй план. Пока консенсус верит в скорое возобновление потоков через Ормуз, премия за риск сжимается, и само это сжатие повышает уязвимость к любому сдвигу сроков развязки.

В основе этой веры лежит запас прочности в виде накопленных до войны резервов, и именно скорость истощения буфера определяет, как долго рынок может игнорировать дефицит. Европейские запасы нефтепродуктов в регионе АРА снизились на 17 тыс. т за неделю до 4,4 млн т, сильнее всего просели бензин и авиакеросин, а запасы керосина опустились до сезонного фактора смещает баланс в сторону дефицита: впереди сильный по спросу третий кв., потребление способно прибавить более 3 млн барр. в сутки квартал к кварталу, тогда как снижение запасов в июле–сентябре только ускорится. Чтобы сбалансировать рынок через разрушение спроса, потребуются заметно более высокие цены. Критически важно, что разрушение спроса не замыкается на дорогой сырой нефти: дорогой нефтепродукт работает тем же каналом, при этом запасы керосина и бензина уже узкие, что повышает чувствительность светлых к любому сбою поставок.

С другой стороны баланса работает фактор, который рынок недооценил, обвал китайского импорта. Морские поставки нефти в Китай за последние 30 дней опустились до 7,5 млн барр. в сутки против около 13 млн годом ранее, по оценке Morgan Stanley.

S&P Global оценивает апрельский импорт в 9,4 млн барр. в сутки, более чем на 2 млн ниже среднего уровня 2025 г., а в мае показатель мог уйти к 8 млн. Vitol считает, что падение китайского импортного спроса на 4–5 млн барр. в сутки компенсировало выпадение около 12 млн барр. поставок из Персидского залива, и именно слабый китайский импорт удержал мировой рынок от куда более тяжелого энергетического кризиса. Снижение идет широким фронтом по поставщикам: импорт из России к маю упал на 45% от февральского уровня, иранские объемы сократились примерно вдвое, поставки из ОАЭ и Ирака просели почти до нуля.

Причина не только в спросе. Весь прошлый год Китай наращивал запасы при относительно низких ценах, и сейчас процесс развернулся: по оценке S&P, в третьем кв. коммерческие запасы будут сокращаться примерно на 700–800 тыс. барр. в сутки. Власти параллельно ограничивают загрузку НПЗ под видом плановых ремонтов, что автоматически снижает потребность в импортной нефти и одновременно сокращает экспорт дизеля и авиатоплива. Часть падения структурна: по оценке Rystad, фактический спрос во втором кв. снизился примерно на 1,5 млн барр. в сутки г/г, тогда как импорт упал значительно сильнее, и разрыв объясняется распродажей запасов и переходом на электротранспорт. Ключевая оговорка в том, что Китай остается черной дырой для рынка из-за скудной статистики по запасам, и большинство выводов строится на косвенных признаках. Пекин действует в логике собственной энергетической безопасности, и стабилизация мировых цен оказывается для него побочным эффектом, лишенным признаков целенаправленной нефтяной дипломатии.

Китай, импорт нефти	млн барр. в сутки
Морской импорт, последние 30 дней (MS)	7,5
Год назад (MS)	~13
Импорт, апрель (S&P Global)	9,4
Импорт, май, оценка	~8,0
Падение спроса на импорт (Vitol)	4–5
Запасы, 3 кв., сокращение (S&P)	0,7–0,8
Фактический спрос, 2 кв., г/г (Rystad)	минус 1,5

Источники: Morgan Stanley, S&P Global, Vitol, Rystad; импорт по партнерам по Kpler (FT)

Институциональная оценка подтверждает напряженность баланса. МВФ оценивает выпадение мировых поставок из-за войны примерно в 14 млн барр. в сутки и ждет, что мировые коммерческие запасы нефти в июле опустятся до 7,5 млрд барр., минимума за пять лет, против 8 млрд до начала конфликта. Текущие цены примерно на 3% выше уровней, заложенных в апрельский прогноз глобального роста фонда в 3,1%, и дальнейшая траектория, по оценке МВФ, во многом зависит от сроков возобновления судоходства через Ормуз.

Из этого следует асимметрия исходов. Если сделка приходит в ожидаемом окне, премия уходит и цена откатывает к фундаментальному коридору, тогда как при сдвиге сроков тающие запасы и сезонный пик спроса создают почву для нелинейного скачка вверх. Базовые прогнозы инвестдомов закладывают возврат Brent к \$90 и ниже к концу года (BoFA: около \$95 в третьем кв., \$94 в четвертом, с дальнейшим снижением в 2027 г.), но эта траектория предполагает нормализацию Ормуза и не закладывает сценарий затяжной кампании. Тест на \$100 за баррель проходит ровно по линии того, успеет ли политическая развязка за календарем истощения запасов, и в конкуренции этих двух графиков и заключается главная переменная эпизода.

Ориентир	Значение
Brent, текущий спот	~\$95
Brent, прогноз 3 кв. 2026	\$95
Brent, прогноз 4 кв. 2026	\$94
Brent, прогноз 4 кв. 2027	\$67
Золото, спот	~\$4 500 за унцию
ИПЦ США, апрель, г/г	3,8%
Энергетические товары США, апрель, г/г	+29,2%

Источники: прогнозы Brent, золота и ставки ФРС по BofA; данные по запасам нефтепродуктов и спросу по ING.

Финансовые рынки: почему не случилось общего ухода от риска

Война продолжается, тогда как акции держатся у максимумов, и устойчивость рынка к этому шоку коренится в структуре глобальной ликвидности. Наиболее полно эта динамика собрана у BofA через связку трех взаимоусиливающихся сюжетов: бум ИИ, конфликт в Иране и К-образное потребление в США, общим основанием которых служит избыточная глобальная ликвидность.

Производительность от ИИ дает компаниям экономию на труде, которая оседает в прибылях, текущих и ожидаемых, и перетекает к верхним доходным группам с высокой склонностью к сбережению, тогда как сами сбережения поднимают цены активов, в первую очередь лидеров гонки ИИ, и тем самым валидируют их оценки. Высокие оценки, в свою очередь, повышают ожидаемую отдачу от вложений в ИИ, и круг замыкается в самоподдерживающуюся петлю. Капитальная гонка уже масштабнее пика доткомов: вложения в ИТ-оборудование и ПО достигли 4,91% номинального ВВП США в первом кв. против 4,46% в конце 2000 г., что отражает масштаб реального капитального цикла, выходящего за рамки спекулятивной аналогии с доткомом.

К-образность потребления работает здесь как амортизатор шока. Совокупное потребление в США удерживают верхние и средние доходные группы, располагающие подушкой, достаточной, чтобы абсорбировать рост цен на энергию без сжатия расходов. Неравенство, которое создает бум ИИ, в моменте оказывается функциональным, поскольку позволяет экономике впитать военный шок без рецессионного импульса. Цена этой устойчивости в том, что схема требует постоянной подпитки ростом активов и производительности, тогда как ужесточение миграционной политики упирается в потолок трудовых доходов и сужает базу нижних групп.

Базовая движущая переменная всей схемы, глобальная ликвидность. Корея и Тайвань выигрывают от бума ИИ через цепочку поставок и накапливают профициты счета текущих операций, тогда как их валюты в реальном выражении слабеют к доллару, поскольку внутреннего предложения активов под эти сбережения не хватает и капитал рециклируется обратно в США. Избыток ликвидности конкурирует за ограниченный пул активов, что проявляется в росте маржинального позиционирования, особенно в США, и именно этот канал связывает азиатские профициты с оценками американских лидеров ИИ.

Слабое место схемы лежит в процентной политике. До войны рынок закладывал два снижения ставки ФРС, и регулятор это допускал, тогда как сейчас консенсус развернулся к удержанию ставки и даже к возможному повышению из-за связанной с Ираном инфляции. Разовый шок предложения регулятор способен перетерпеть, и реальная проблема лежит глубже: инфляция держится выше цели слишком долго, чтобы списывать ее на череду внешних шоков.



Беспокоить ФРС должна базовая инфляция, тогда как энергетический эпизод вторичен и обратим. Любой шок, ужимающий ликвидность или переоценивающий активы ИИ, бьет по экономике через ту же К-образную петлю, развернутую в обратную сторону, что превращает главную опору рынка в его же канал риска.

FX и глобальные потоки

Война развела валюты по линии энергетического баланса, и это расхождение проявляется в моделях долгосрочной справедливой стоимости. Конфликт улучшил условия торговли и внешние балансы экспортеров энергии и ухудшил их у импортеров, поднял ожидания по ставкам и реальные доходности большинства валют G10 против доллара, а также поддержал их относительную производительность, действуя одновременно по трем каналам оценки валюты: торговому, процентному и производственному.

В модели Credit Agricole долгосрочная справедливая стоимость доллара в первом кв. снизилась против AUD, CAD, NOK, NZD, CHF и GBP и осталась стабильной или чуть крепче против EUR, JPY и SEK. Доллар проиграл по относительным реальным ставкам и доходностям и по относительной производительности, но получил частичную поддержку от улучшения условий торговли США против валют импортеров энергии, тогда как против сырьевых AUD, CAD и NOK тот же фактор сыграл в минус. Итог квартала очерчивает ключевое расхождение: модельная справедливая стоимость доллара снизилась примерно на 1%, тогда как в спот он прибавил около 0,3%, и этот разрыв между фундаментом и ценой сам по себе формирует среднесрочный риск коррекции. По модели доллар выглядит дорогим против JPY, NOK, AUD, CAD и SEK и дешевым против CHF, GBP, NZD и EUR.

Сторону проигравших наглядно представляют импортеры энергии. Индия здесь наиболее показательный случай: рупия обновила минимум около 95,7 за доллар, страна подняла пошлину на импорт золота с 6% до 15%, а правительство призывает граждан экономить топливо и валюту, тогда как прогноз дефицита счета текущих операций растет к 1,8% ВВП уже при нефти около \$90. Пакистан уязвимее структурно: резервы около \$28 млрд против индийских \$690 млрд, нефтяной импортный счет вырос на \$1 млрд за апрель, инфляция ушла к 10,9% г/г, а центральный банк поднял ставку на 100 б.п. до 11,5%. Для таких экономик возврат Brent к \$100 транслируется напрямую в ухудшение внешнего баланса и валютного курса через топливный импорт и оттоки капитала.

Ключевая развилка: что рынок может переоценивать

Основной вопрос, который сегодня беспокоит инвесторов, не переоценивает ли рынок собственное спокойствие вокруг Ормуза. Базовая посылка о том, что полное закрытие пролива невыгодно самому Ирану, обоснована, и в этой части спокойствие оправдано фундаментом. Но рынок переносит этот вывод в цену так, будто риск уже снят, тогда как сделка пока существует исключительно в форме ожидания, что и формирует ключевое расхождение между ценой и фактом. Запас прочности в запасах конечен, и его исчерпание по времени совпадает с сезонным пиком спроса, что накладывает два негативных фактора друг на друга.

Сценарий \$100 и выше реалистичен через рост стоимости риска, страховку, фрахт и готовность перевозчиков заходить в зону, и юридическое закрытие пролива для его реализации не требуется. Если переговоры буксуют, что уже проявляется в отказе Хезболлы от перемирия между Израилем и Ливаном, окно для нелинейного движения открывается само, без формальной эскалации. По имеющимся оценкам, при текущем статусе Ормуза рынок способен пройти еще несколько месяцев без срыва в нелинейность, но именно эта оценка торгуется как данность, что и делает позиционирование уязвимым к ее пересмотру.

Верхнюю границу хвоста задает Morgan Stanley через распределение реальных цен Brent с 2007 г.: рынок исторически распадается на два режима, разрушение предложения с центром около \$75–90 и разрушение спроса с центром около \$150–160.



Полноценный сбой судоходства через Ормуз потребовал бы ухода цены в зону разрушения спроса, исторически выше \$130 в долларах 2026 г., тогда как сам банк оценивает порог гашения спроса около \$120. Это смещает интерпретацию теста на \$100: текущая премия за риск держит цену внутри режима разрушения предложения, и до режима разрушения спроса остается значительный, но конечный буфер. Отметка \$100 проверяет вероятность затажного сбоя, тогда как реальный потолок ценового стресса лежит заметно выше, в зоне \$120–130.

Второй риск, инфляционный импульс. Прямой эффект через энергию уже отражен в данных, тогда как переноса в базовую инфляцию пока почти нет, и именно скорость этого переноса определяет реакцию ФРС. Опережающие индикаторы предупреждают, что перенос близок: индекс нагрузки на цепочки поставок подскочил с 0,55 в феврале до 1,82 в апреле, что стало максимумом с 2022 г. Но нынешняя ситуация структурно отличается от 2022 г.: запасы лучше сбалансированы, спрос на товары охлажден, рынок труда сбалансирован (около 1 вакансии на безработного против 2 на пике 2022 г.), а бюджетный импульс кратно меньше, что снижает вероятность повторения скачка инфляции к 9%. Сохраняется, однако, риск более высокой и более липкой инфляции, чем закладывает консенсус, и именно он, в отличие от разового энергетического всплеска, представляет угрозу для траектории ставок. МВФ ужесточил оценку: возврат инфляции США к цели 2% теперь ожидается лишь к концу 2027 г. против прежней середины 2027 г., повышенные тарифы уже отражаются в потребительских ценах, и рынки начинают закладывать дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики. Секретарь казначейства США Скотт Бессент заявил, что конфликт с Ираном остановлен, и сообщил, что Белый дом попросил Конгресс продвинуть инициативу по налогу на бензин.

Что мы видим и ждем:

По своей природе это локальный энергетический шок, не переходящий в системный кризис, и рынки переварили его именно в этой логике: через ожидание сделки и через подушку запасов, тогда как признания физического дефицита в ценах пока нет. Пока выполняются два условия, открытый Ормуз и устойчивый спрос на активы под избыточной ликвидностью, эпизод остается управляемым и локализованным.

Но переварен он авансом, и в этом суть текущего позиционирования. Рынок торгует развязку, которой еще нет, и опирается на буфер запасов, который истощается каждую неделю. Если политическое окно Вашингтона закроется раньше, чем будет достигнута сделка, а календарь запасов и сезонный пик спроса сложатся против рынка, локальный шок развернется в полноценный нефтяной эпизод с тестом на \$100 и вторичным инфляционным импульсом.

Главный риск сводится к одной переменной, подходящей с двух сторон: сжатие ликвидности. Со стороны нефти его запускает нелинейный скачок цены, который закрепляет уже липкую инфляцию и связывает руки ФРС. Со стороны рынков его запускает любая переоценка активов ИИ. В обоих случаях срабатывает та же К-образная петля, что удерживала систему на плаву, развернутая в обратную сторону, и именно ее симметричность делает риск недооцененным: рынок заложил в цену продолжение притока ликвидности, тогда как структурно та же конструкция способна с равной силой работать на отток. Три переменные в фокусе: запасы нефти, базовая инфляция и ликвидность:

- **Нефть.** В коротком горизонте перевес рисков смещен вверх, пока запасы снижаются, сезонный спрос усиливается, а сделка откладывается. В среднем горизонте, по мере нормализации Ормуза и восстановления поставок, баланс смещается вниз, к коридору \$90 и ниже. Сама асимметрия, ограниченный потенциал снижения при открытом хвосте вверх, важнее точечного прогноза для построения позиции.
- **Акции.** Поддержка от связки ИИ и ликвидности сохраняется, но рынок находится на поздней стадии цикла с дорогими оценками и растущим маржинальным плечом. Взгляд остается конструктивным при двух условиях: Ормуз не срывается в нелинейность и ФРС не вынуждена ужесточать всерьез. Основная уязвимость концентрируется в точке, где приток ликвидности сменяется ее сжатием, поскольку текущие оценки держатся именно на притоке ликвидности, и его разворот бьет по ним напрямую.



- **Облигации.** Ключевой риск лежит в базовой инфляции, тогда как энергетический эпизод обратим и абсорбируем. Если базовая инфляция вынуждает ФРС держать ставку выше и дольше или повышать ее, реальные ставки растут и подрывают именно ту переоценку активов, на которой держится бум ИИ, что замыкает связь между процентным и фондовым каналами риска. Премия за срок и спрос на защиту от инфляции при таком профиле выглядят недооцененными.
- **Валюты.** Перевес в сторону сырьевых экспортеров (AUD, CAD, NOK) против доллара по линии условий торговли и реальных ставок. Импортёры энергии (рупия, валюты с двойным дефицитом) остаются под нагрузкой, которая усиливается при движении нефти к \$100 через одновременное ухудшение торгового баланса и оттоки капитала. Доллар в спот держится крепче своей модельной стоимости, и этот разрыв между ценой и фундаментом сам по себе образует фактор риска для длинных долларовых позиций.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

Республика Казахстан,
г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment