



The infographic illustrates the oil supply chain. It begins with an oil pumpjack (extraction) in the center. A dashed line leads to a storage tank (refining/storage) at the top right. From there, the line goes to a fuel tanker truck at the bottom right. The line then splits: one path goes to a gas station pump at the bottom left, and another goes to a fuel canister in the middle left. Finally, a dashed line connects the canister to a red car at the top left, representing consumption. The background features a world map with the colors of the Russian flag (white, blue, and red) and a wheat stalk icon on the right, symbolizing energy and food security.

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.

Топливный дефицит в России: риски для рынка пшеницы и дизельного баланса Казахстана

Российский дефицит нефтепродуктов совпал с возобновлением конфликта между США и Ираном. Для зернового рынка это создает два разных риска. Снижение переработки в России ограничивает физическую доступность дизеля во время уборочной. Нарушение судоходства через Ормуз повышает стоимость нефти, фрахта, страхования и удобрений.

Сильный урожай юга России и высокий июньский экспорт пока поддерживают предложение пшеницы. Поэтому ближайший риск связан не с общим объемом зерна, а с темпами уборки, качеством урожая и экспортными расходами. Более заметная ценовая премия может сформироваться во второй половине сезона.

Для Казахстана эффект неоднозначен. Более высокая нефть поддерживает экспортную выручку, бюджетные поступления и тенге. Дорогой дизель, ограниченный импорт из России и рост стоимости удобрений увеличивают расходы аграриев. Главным внутренним тестом станет ремонт Павлодарского НХЗ с 18 сентября по 17 октября, который приходится на активную фазу уборочной в северных регионах.

Топливный дефицит приобретает региональный характер. Узбекистан столкнулся с нехваткой отдельных видов топлива, ростом цен и резким увеличением импорта, тогда как Кыргызстан остается наиболее зависимым от российских поставок рынком Центральной Азии: более 90% бензина страна получает из РФ. При этом долговой рынок пока не оценивает перебои как значимый суверенный риск: дебютный евробонд Кыргызстана сохраняет доходность ниже уровня размещения и не показывает заметного расширения спреда.

Ключевые показатели

Переработка нефти в России в июне составляла около 4,1 млн барр. в сутки по предварительной оценке Kpler. В мае OilX оценивал показатель в 4,58 млн барр. в сутки, что соответствовало минимуму с октября 2009 года. Биржевая цена летнего дизеля 15 июня достигла ₽77,18 тыс. за тонну, после чего снизилась до ₽73,5 тыс. к концу месяца. Средняя розничная цена дизеля на 29 июня выросла до ₽84,84 за литр.

Прогнозы российского урожая пшеницы находятся в диапазоне 88-91,5 млн т. Экспорт основных зерновых культур в июне достиг 2,9 млн т, включая 2,5 млн т пшеницы. Индекс пшеницы FOB Черное море на 3 июля составлял \$240,5 за тонну.

После возобновления американских ударов по Ирану Brent поднимался более чем на 5%, выше \$78 за баррель. Несколько нефтяных и газовых танкеров отказались от прохода через Ормуз или были вынуждены развернуться. Угроза для судоходства была оценена как высокая.

Китай разрешил увеличить июльский экспорт бензина, дизеля и авиакеросина примерно до 3 млн т. Поставки дизеля могут составить 600-700 тыс. т против первоначального плана около 200 тыс. т.

Казахстан располагал 6,9 млн т пшеницы на 1 июня, включая 6,2 млн т продовольственного зерна. На весенние полевые работы аграриям было выделено 402 тыс. т дизеля.

Узбекистан за январь-май импортировал 642 млн литров бензина на \$373 млн, на 84% больше г/г. Внутреннее производство составило 502,2 тыс. т, или около 670-678 млн литров. Импорт обеспечил почти половину совокупного предложения бензина.



1. Новый виток конфликта меняет исходные условия

7-8 июля США нанесли новые удары по Ирану после атак на коммерческие суда в районе Ормуза. Американское командование сообщило об ударах более чем по 80 объектам, включая береговые радары, противокорабельные комплексы и военные катера. Иран ответил атаками на американские объекты в Бахрейне и Кувейте.

Президент США Дональд Трамп заявил, что промежуточная договоренность с Ираном завершена, хотя возможность продолжения переговоров формально сохраняется. США также вернули ограничения на продажу иранской нефти.

Это отменяет прежний тезис о последовательной нормализации фрахта и страховых расходов. Даже без полного закрытия пролива судовладельцы будут учитывать риск повреждений, задержек и повторной остановки движения.

При этом нефть и нефтепродукты необходимо разделять. Ормуз прежде всего создает риск для поставок сырой нефти, СПГ и удобрений. Российский кризис сильнее влияет на бензин, дизель и авиакеросин. При резком росте Brent дизельный крэк может сократиться, даже если абсолютная цена дизеля продолжит расти.

Поэтому лонг газойлевого крэка не является чистой ставкой на конфликт с Ираном. Российский дефицит нефтепродуктов и риск Ормуза лучше выражать разными инструментами.

2. Топливный дефицит в России

Кризис, начавшийся после атак на НПЗ в августе 2025 года, к лету 2026 года перешел в фазу устойчивого дефицита нефтепродуктов. Переработка составляла 4,58 млн барр. в сутки в мае и около 4,1 млн барр. в сутки в июне. В отдельные дни показатель опускался ниже 4 млн барр. в сутки.

Kpler ожидает восстановления переработки на 7-22% в течение трех месяцев. Однако отраслевые источники допускают, что июльский показатель останется около 4 млн барр. в сутки.

Производство бензина в июне оценивалось в 85-90 тыс. т в сутки, примерно на 25% ниже г/г, при летнем спросе не менее 110 тыс. т. Биржевые продажи бензина и дизеля сократились, а задержки отгрузок в мелком опте достигали одного-двух месяцев.

Россия начала морской импорт бензина из Индии. Было отправлено не менее 60 тыс. т, еще два танкера перевозили партии по 30-40 тыс. т. Даже импорт до 400 тыс. т в месяц способен покрыть лишь небольшую часть летнего потребления и не заменяет восстановление собственных НПЗ.

Белорусские поставки также не решают проблему. Беларусь производит около 3-3,5 млн т бензина в год, что соответствует 8-9% внутреннего потребления России. Импортная цена существенно превышает внутренние биржевые котировки, поэтому масштабное замещение потребует субсидий, налоговых льгот или повышения розничных цен.

Полный запрет экспорта бензина действует до 31 июля. Экспорт авиакеросина запрещен до 30 ноября. Поставки по межправительственным соглашениям выведены из-под ограничений. Экспорт дизеля разрешен производителям, однако власти рассматривают полный запрет.

Ослабление части требований к качеству топлива увеличивает физическое предложение, но может повысить расходы на обслуживание современной сельхозтехники и коммерческого транспорта.



3. Как дефицит дизеля влияет на российскую пшеницу

Сельское хозяйство наиболее чувствительно к топливному балансу во время посевной и уборочной. Пик спроса на дизель приходится на июль-сентябрь. Весеннюю кампанию осложнили холодная погода и дожди, а главным риском для уборочной становится наличие топлива в мелком опте.

К 1 июня яровыми зерновыми и зернобобовыми культурами без учета новых регионов было засеяно 20,5 млн га, на 11,3% меньше г/г. Площадь под подсолнечником увеличилась на 4,8%, до 8,9 млн га. Это указывает на более высокую привлекательность масличных культур в текущем сезоне, но одного года недостаточно, чтобы говорить об устойчивом структурном сдвиге.

Высокие цены на независимых АЗС и задержки поставок способны замедлить уборку. Более поздний сбор повышает риск осадков, ухудшения природы и роста доли фуражного зерна. Даже при сохранении общего урожая стоимость продовольственной пшеницы может вырасти из-за снижения ее доли.

Прогнозы урожая остаются сильными. USDA оценивает сбор пшеницы в 88 млн т без Крыма и новых территорий, СовЭкон в 88,9 млн т, ИКАР в 91,5 млн т. Урожай южных экспортных регионов может достичь 37,4-38 млн т против 31-31,9 млн т годом ранее.

На юг приходится 70-75% российского экспорта пшеницы. Поэтому сильный сбор в Краснодарском и Ставропольском краях, Ростовской области и других южных регионах ограничивает риск физического дефицита в начале сезона.

СовЭкон оценивает экспорт пшеницы в 2025/26 МГ в 46,8 млн т и прогнозирует 46,3 млн т в 2026/27 МГ. ИКАР ожидает экспорт нового сезона на уровне 47,5 млн т.

Основной риск состоит не в резком выпадении поставок, а в более медленной реализации зерна, росте минимально приемлемой цены для аграриев и ухудшении качества урожая.

4. Ормуз добавляет риск через удобрения

Через Ормуз проходит значительная часть мировой торговли карбамидом и серой, необходимой для производства фосфатных удобрений. Новый виток конфликта повышает вероятность перебоев с поставками карбамида, аммиака, серы и фосфатов.

Для урожая пшеницы 2026 года основной канал остается топливным, поскольку значительная часть затрат на сев и внесение удобрений понесена ранее. Для озимого сева и урожая 2027 года роль удобрений будет выше.

Текущий шок имеет разный временной профиль. Дизель влияет на уборочную 2026 года. Дорогие и менее доступные удобрения ухудшают экономику следующего сезона.

Российские производители удобрений могут частично компенсировать сокращение поставок из стран Залива, но возможности быстро увеличить экспорт ограничены загрузкой предприятий, логистикой и внутренним спросом.

5. Мировой и черноморский рынок пшеницы

На 7 июля внебиржевой индекс пшеницы FOB глубоководных портов Черного моря снизился на 4,12%, до \$230,6 за тонну, после \$240,5 днем ранее. Индекс опустился ниже июньского минимума \$231,4, а также на 1,3% ниже среднего уровня июня \$233,7 и на 3,0% ниже июньского максимума \$237,7 за тонну.

Сильный урожай юга России и высокий темп отгрузок поддерживают предложение. Россия экспортировала в июне 2,9 млн т основных зерновых культур, вдвое больше г/г, включая 2,5 млн т пшеницы. Это ограничивает рост котировок в июле и первой половине августа.

Риск смещен во вторую половину сезона. Если нехватка дизеля замедлит уборку, ухудшит качество зерна или снизит готовность аграриев продавать по текущим ценам, котировки могут перейти в диапазон \$250-260 за тонну к декабрю 2026 года или началу 2027 года.

Дополнительным риском остается Украина. Атаки на порты и суда способны сократить месячный экспорт зерна примерно с 6 млн до 4 млн т. Переходящие запасы пшеницы и кукурузы оцениваются в 9-9,5 млн т против 7 млн т годом ранее, но их вывоз зависит от работы портов.

Обострение вокруг Ормуза увеличивает расходы импортеров MENA. Страны региона одновременно сталкиваются с более дорогими закупками зерна, топливом, страхованием и ограничениями валютной ликвидности. Это может уменьшить объем отдельных тендеров, но повысить премию за гарантированную и быструю поставку.

6. Китай частично смягчает дефицит нефтепродуктов

Китай снял ограничения на экспорт нефтепродуктов до конца июля и разрешил частному НПЗ Zhejiang Petrochemical возобновить поставки после четырехмесячной паузы.

Совокупный экспорт бензина, дизеля и авиакеросина в июле может составить около 3 млн т. Поставки бензина могут превысить 400 тыс. т, дизеля составить 600-700 тыс. т, авиакеросина около 1,9 млн т.

Это важный противовес российскому дефициту. Китайские объемы способны снизить региональные цены в Восточной и Юго-Восточной Азии и высвободить часть поставок других производителей для альтернативных направлений.

Для Центральной Азии эффект будет ограничен стоимостью железнодорожной и морской логистики. Кроме того, решение принято только на июль. Продление послаблений на август не гарантировано.

7. Казахстан: зерновой канал

Казахстан входит в сезон с крупными переходящими запасами после урожая 2025 года. Было собрано 27,1 млн т зерновых, включая 20,3 млн т пшеницы.

Зерновой союз повысил прогноз совокупного экспорта пшеницы, пшеничной и кормовой муки в 2025/26 МГ до 13,4 млн т в зерновом эквиваленте. За сентябрь-май экспорт достиг 12,2 млн т, увеличившись на 13% г/г.

На 1 июня запасы пшеницы составляли 6,9 млн т, включая 6,2 млн т продовольственного зерна. Значительная часть запасов будет использована или экспортирована до поступления нового урожая.

Прогнозы сезона 2026/27 расходятся. Офис USDA FAS в Астане ожидает урожай пшеницы в 14 млн т и экспорт в 7,5 млн т. Международный совет по зерну оценивает сбор в 15,3 млн т, экспорт в 9,1 млн т.

Рост мировых цен до \$250-256 за тонну означает прибавку \$9,5-15,5 к уровню 3 июля. Для 8 млн т экспорта пшеницы это соответствует \$76-124 млн дополнительной валовой выручки. Для 13,4 млн т зернового эквивалента теоретическая верхняя оценка составляет \$127-208 млн, однако муку и зерно нельзя рассчитывать по одной FOB-котировке.

Основной эффект придется на новый урожай. Часть старых запасов продана или законтрактована по прежним ценам.

Рост расходов российских производителей сокращает их ценовое преимущество в Узбекистане, Таджикистане и Афганистане. Это улучшает относительную позицию казахстанской пшеницы, но выгода может быть ограничена дорогим топливом, железнодорожными тарифами и пропускной способностью маршрутов.

8. Казахстан: топливный канал

Средняя розничная цена дизеля в России приблизилась к ₸85 за литр. В Казахстане дизель стоит около ₸330–345 за литр. Разница увеличивает стимул для незаконного вывоза топлива.

С 21 мая по 21 ноября Казахстан запретил автомобильный вывоз бензина и дизеля, включая поставки в страны ЕАЭС. Минэнерго также предлагает продлить ограничения еще на шесть месяцев.

Россия ведет переговоры с Казахстаном о поставке примерно 50 тыс. т бензина АИ-92. Минэнерго Казахстана заявляло, что окончательного решения нет, а поставки возможны только на коммерческой основе после официального обращения.

Объем 50 тыс. т составляет менее 1% годового производства бензина в Казахстане и примерно три дня внутреннего потребления. Сам по себе он не нарушает баланс, но поставка во время ремонтов НПЗ и регионального дефицита повысит требования к запасам.

На весенние полевые работы было выделено 402 тыс. т дизеля по цене не выше ₸281 за литр, примерно на 15% ниже рынка. Этот объем был рассчитан на период с февраля по июнь и не покрывает осеннюю уборочную.

Плановые работы на Атырауском НПЗ проходят с 26 июня по 15 июля. Капитальный ремонт Павлодарского НХЗ назначен на 18 сентября - 17 октября. Частичная остановка ПНХЗ совпадает с активной уборкой в Северо-Казахстанской, Костанайской и Акмолинской областях.

Устойчивость баланса будет зависеть от трех параметров: объема накопленного дизеля к середине сентября, осенней разнарядки для аграриев и фактических поставок из России.

В рамках индикативного баланса на 2026 год предусмотрен импорт из России до 450 тыс. т дизеля и 300 тыс. т авиакеросина. Формальных ограничений для межправительственных поставок нет, однако фактические объемы будут зависеть от загрузки российских НПЗ и внутреннего спроса в РФ.

Импорт из Китая или других стран технически возможен, но потребует более длинной логистики. Китайское увеличение экспорта улучшает доступность альтернативных объемов, но не гарантирует их поступление в Казахстан к уборочной.

9. Узбекистан: импорт покрывает почти половину рынка

Узбекистан располагает собственной переработкой, включая Бухарский и Ферганский НПЗ, Алтыарыкское подразделение и комплекс Uzbekistan GTL. Однако рост спроса и изменение структуры потребления усиливают зависимость от импорта.

За январь-май 2026 года страна импортировала 642 млн литров бензина на \$373 млн. Физический объем вырос на 84% г/г, стоимость на 85%. Внутреннее производство составило 502,2 тыс. т, или около 670-678 млн литров. Импорт обеспечил почти половину совокупного предложения бензина.

Зависимость усиливается не только из-за роста общего спроса. Узбекистан сокращает использование АИ-80 по экологическим причинам. Потребление быстро переходит на АИ-92 и АИ-95, тогда как структура внутреннего производства меняется медленнее.

В конце июня биржевая цена АИ-92 достигла исторического максимума в 13,919 млн сумов за тонну. С начала месяца бензин подорожал на 11-12%. Биржевое предложение снизилось с уровня до 7,7 тыс. т в первой половине июня до 1,6-2,4 тыс. т во второй половине.

Власти планируют создать резерв из 120 тыс. т бензина для предотвращения дефицита и резких скачков цен зимой.

Дефицит распространился на авиакеросин. С 12 июня Uzbekistan Airways сократила частоту части рейсов между Узбекистаном и Россией из-за нехватки топлива и роста его стоимости. Изменения затронули некоторые рейсы в Москву и Санкт-Петербург.

По оценке властей, совокупных запасов нефтепродуктов достаточно на два-три месяца. Однако общий запас не показывает распределение по отдельным видам топлива и не исключает локального дефицита АИ-92, авиакеросина или дизеля.

Для Казахстана узбекский дефицит создает дополнительный внешний спрос. Узбекистан может увеличить закупки бензина, дизеля, авиакеросина, нефти и сырья для НПЗ у России, Казахстана и Туркменистана. Это повышает стоимость казахстанских запасов, но уменьшает пространство для экспорта во время собственной уборочной и ремонта ПНХЗ.

10. Кыргызстан: топливная зависимость и суверенный кредит

Кыргызстан остается наиболее зависимым от российского топлива крупным импортером Центральной Азии. Более 90% бензина страна получает из России. Поэтому снижение российской переработки, ограничения экспорта и задержки поставок быстрее переходят во внутренний дефицит, чем в Казахстане или Узбекистане.

Кыргызстан обратился к Казахстану, Беларуси, Азербайджану, Узбекистану, Туркменистану и России с просьбой помочь обеспечить стабильные поставки. Перебои затронули прежде всего АИ-95. Запасов более массового АИ-92, по данным отраслевой ассоциации, хватало на 30-45 дней. Дизель оставался доступным.

Возможности заместить российские поставки ограничены. Альтернативное топливо требует более длинной логистики, а часть маршрутов проходит через Казахстан и Узбекистан, где внутренний баланс также становится более напряженным.

Основные макроэкономические последствия связаны с инфляцией, бюджетными расходами и платежным балансом. Более дорогое топливо повышает стоимость перевозок, продовольствия и коммунальных услуг. Если власти будут ограничивать розничные цены, часть энергетического шока перейдет на бюджет.

Пока долговой рынок не показывает существенного ухудшения оценки суверенного риска. Дебютный евробонд Кыргызстана на \$700 млн был размещен в мае 2025 года сроком на пять лет. Погашение назначено на 3 июня 2030 года, купон составляет 7,75%. Выпуск стал первой частью программы GMTN объемом \$1,7 млрд.

Цена размещения составила 98,986% номинала, доходность около 8%. Спрос превысил \$2,1 млрд и втрое превысил предложение. Годовой купонный платеж равен \$54,25 млн.

По индикативной котировке, использованной в записке, доходность к погашению составляла около 7,3%, Z-спред 327-335 б.п., дюрация около 3,3 года. Бумага подорожала с размещения, поэтому запас по доходности стал меньше.



Fitch в апреле 2026 года подтвердило рейтинг Кыргызстана на уровне В со стабильным прогнозом. Агентство отмечало умеренный бюджетный дефицит, невысокую долговую нагрузку и сильные темпы роста, но также зависимость от денежных переводов, России и внешнего финансирования.

Евробонд сохраняет привлекательность внутри рейтинговой категории В. Инвестор получает долларовый купон 7,75% при умеренном сроке до погашения и ограниченном предложении кыргызского суверенного долга.

Топливный дефицит сам по себе пока недостаточен для существенного расширения спреда. Для держателей бумаги важнее состояние бюджета, валютные резервы, денежные переводы, торговые связи с Россией и доступ к внешнему финансированию.

Продолжительный дефицит может постепенно ухудшить кредитную историю. Рост стоимости импорта увеличит потребность в валюте, ускорит инфляцию и расширит бюджетные расходы. Дополнительные размещения в рамках GMTN также могут временно расширить спред действующего выпуска.

Евробонд Кыргызстана остается керри-идеей для инвесторов, принимающих frontier-риск. Позицию стоит рассматривать как сателлитную, а не базовую. Основные условия сохранения тезиса: стабильные валютные резервы, отсутствие резкого расширения бюджетного дефицита, устойчивые денежные переводы и ограниченный объем новых заимствований.

11. Региональный баланс

Центральная Азия входит во вторую половину 2026 года с разной степенью уязвимости.

Казахстан и Узбекистан располагают собственной переработкой, но зависят от импорта отдельных нефтепродуктов и сезонных поставок. Кыргызстан и Таджикистан сильнее зависят от готового топлива из России. Туркменистан обладает собственной сырьевой базой, однако его способность быстро увеличить региональный экспорт ограничена логистикой и контрактными обязательствами.

Российский запрет или сокращение межправительственных поставок приведут не только к росту цен. Страны региона начнут конкурировать за одни и те же объемы из Китая, Азербайджана, Беларуси и Туркменистана.

Казахстан одновременно выступает потенциальным поставщиком и участником дефицитного рынка. Экспорт способен принести дополнительную выручку, но повысит риск внутренней нехватки топлива перед ремонтом ПНХЗ и во время уборочной.

Кыргызстан представляет наиболее чувствительный региональный кейс. Страна почти полностью зависит от российского топлива, но располагает меньшими бюджетными и валютными возможностями для компенсации роста импортной цены.

Узбекистан находится в промежуточном положении. Страна имеет собственную переработку, но импорт обеспечивает почти половину рынка бензина, а нехватка авиакеросина затронула работу национального перевозчика.

12. Макроэкономический эффект для Казахстана

Энергетический шок не является однозначно негативным для Казахстана. Рост Brent повышает долларовую стоимость нефтяного экспорта, поступления в Национальный фонд и предложение валюты. Это может частично компенсировать импортируемую инфляцию и поддержать тенге.

Однако более высокая нефть не гарантирует дешевое топливо внутри страны. После отмены регулирования внутренние цены постепенно сближаются с региональными. Дополнительные ограничения предложения могут ускорить этот процесс.

В мае цены производителей на бензин были на 15,6% выше г/г, на дизель на 11,3%, несмотря на снижение стоимости нефти на 2,2%. Это показывает, что внутренний рынок определяется не только Brent, но и переработкой, ремонтами НПЗ, запасами и региональным арбитражем.

НБК 5 июня снизил базовую ставку на 100 б.п., до 17%. Годовая инфляция в июне составляла 10,3%, продовольственная 10,4%. Повышение стоимости топлива, перевозок и удобрений может ухудшить динамику продовольственных цен в четвертом квартале 2026 года и первом квартале 2027 года.

Нефтяной канал поддерживает валютный рынок, но не устраняет инфляционный риск. Новый конфликт скорее ограничивает возможность быстрого снижения ставки, чем требует немедленного изменения денежно-кредитной политики.

13. Логистика

Рост экспорта зерна увеличивает загрузку железнодорожной сети. Главными ограничениями остаются направления в Китай, Узбекистан и Афганистан в месяцы пиковых отгрузок.

Перевозка зерна остается убыточной для КТЖ. В 2024 году убыток по этому направлению составил ₸44 млрд, себестоимость примерно вдвое превышала тариф.

С 27 июня КТЖ применяет скидку 70% на внутренние перевозки социально значимых продовольственных товаров и пшеницы в адрес мукомольных и хлебопекарных предприятий. Это поддерживает внутреннюю переработку, но не устраняет дефицит вагонов и локомотивной тяги в экспортный сезон.

Более дорогой дизель также повышает стоимость автомобильной доставки зерна от хозяйств до элеваторов. Для небольших производителей этот канал может быть важнее изменения мировой FOB-цены.

14. Катализаторы и календарь

В июле рынок будет следить за решением России о продлении запрета на экспорт бензина после 31 июля и возможным введением ограничений на экспорт дизеля.

10 июля USDA опубликует июльский WASDE. Документ может изменить оценки мирового производства, запасов и торговли пшеницей до появления полных данных по российской уборке.

24 июля состоится заседание НБК по базовой ставке. Рост нефти поддерживает тенге, но риск более дорогого топлива и продовольствия уменьшает пространство для быстрого смягчения.

В августе-сентябре основными показателями станут темпы уборки на юге России, доля продовольственной пшеницы, экспортные котировки и фактическая переработка нефти.

До 18 сентября Казахстану необходимо сформировать запас дизеля перед остановкой Павлодарского НХЗ. Ключевыми параметрами станут объем осенней разнарядки, цена для аграриев и распределение топлива между регионами.

В октябре-ноябре тендеры крупнейших импортеров MENA покажут, готовы ли покупатели платить повышенную цену за черноморскую пшеницу.



Для регионального рынка необходимо следить за импортом топлива Узбекистаном, размером его зимнего резерва, запросами Кыргызстана к соседним странам и экспортной политикой Китая после июля.

15. Что в цене и как позиционироваться

Пшеница в ближней части сезона остается под влиянием сильного урожая юга России и высокого экспорта. Основной риск смещен в декабрьские поставки: дефицит дизеля может замедлить уборку и снизить долю продовольственного зерна. Этот тезис лучше выражать через лонг MATIF Dec-26 против шорта Sep-26. Физический ориентир - российская пшеница 12,5% FOB, цель при подтверждении дефицита \$250-260 за тонну, отмена тезиса при устойчивом снижении ниже \$220.

По дизелю предпочтительнее временной спред ICE Low Sulphur Gasoil, а не крэк против Brent. Эскалация вокруг Ормуза может сильнее поднять нефть и ухудшить результат позиции по крэку. Для аграриев практический вариант - заранее законтрактовать часть дизеля на сентябрь-октябрь до ремонта ПНХЗ.

Главная кредитная идея - евробонд Кыргызстана 7,75% с погашением в июне 2030 года. При доходности около 7,3% в долларах и Z-спреде 327-335 б.п. бумага остается привлекательной внутри рейтинговой категории В. Топливный дефицит пока не привел к заметному расширению спреда, а высокий купон и дюрация около 3,3 года поддерживают carry.

Основные риски - рост стоимости импорта топлива, бюджетные субсидии, зависимость от России, вторичные санкции и новые размещения в рамках GMTN. Бумагу стоит рассматривать как сателлитную позицию для инвесторов, готовых принимать frontier-риск. Минимальный лот - \$200 тыс.



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

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

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

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

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz