Грегори СМИТ,
аналитик по облигациям,
ИК «Ренессанс Капитал»[1]

Евробонды стран Африки: испытания 2018 года и перспективы 2019–го

Несмотря на сложные рыночные условия, 2018 год стал рекордным по объему новых заимствований для африканских стран, которые разместили облигаций на сумму $25.8 млрд. Общий объем африканских еврооблигаций в обращении достиг $92 млрд. Количество эмитентов выросло до 20 стран. Суверенные облигации размещены на глобальных рынках в твердой валюте (89% в долларах США и 11% в евро), более половины (53%) выпусков в обращении имеют доходность свыше 7%. Таким образом, можно говорить, что сформировался достаточно крупный региональный рынок еврооблигаций, который пользуется высоким интересом у институциональных инвесторов.

Крупнейшими эмитентами-тяжеловесами являются ведущие экономики континента — Южно-Африканская Республика и Египет, за ними следует Нигерия. В «средней» весовой категории выступают Кот-д'Ивуар, Гана, Ангола, Кения, Марокко, Сенегал, Замбия, Тунис, Габон и Намибия, все с несколькими выпусками евробондов. Совокупные объемы выпусков у некоторых из этих стран соответствуют значительной доле экономики. Для Сенегала, Кот-д'Ивуара, Габона и Замбии объем выпусков достигает 10% их прогнозируемого ВВП в 2019 году. Камерун, Мозамбик, Руанда, Республика Конго, Танзания и Сейшельские Острова пока разместили дебютные выпуски, осторожно пробуя свои силы на рынке евробондов и формируя кредитную историю на рынках капитала.

Необходимо также обратить внимание на то, что, хотя регион остается неоднородным с точки зрения уровня экономического развития, финансового состояния и политической стабильности, в последние годы наблюдалось улучшение фундаментальных показателей ряда африканских стран, которые демонстрируют хорошие темпы экономического роста, снижение темпов инфляции и умеренную долговую нагрузку (см. таблицу «Макроэкономические показатели стран Африки»).

[1] Перевод: Ольга Возьная, переводчик, ИК «Ренессанс Капитал»

	ВВП на душу населения ($)	Номинальный ВВП ($ млрд)	Рост ВВП (% г/г)	Сальдо счета текущих операций (% от ВВП)	Сальдо бюджета (% от ВВП)	Инфляция (среднее, г/г, %)	Отношение гос-долга к ВВП (%)	Кредитный рейтинг, в инвалюте		
								Moody's	S&P	Fitch
Ангола	3290	98.9	2.0%	–2.0%	1.3%	22,8%	85.0%	B3	B–	B
Камерун	1573	40.1	4.4%	–3.6%	–2.8%	1.1%	36.7%	B2	B	B
Египет	3005	298.2	5.5%	–2.4%	–7.9%	14.0%	87.0%	B3	B	B
Эфиопия	922	88.2	8.2%	–5.9%	–4.0%	9.8%	58.0%	B1	B	B
Габон	8556	17.8	2.4%	–0.5%	0.7%	2.5%	57.0%	Caa1	–	B
Гана	2269	67.4	6.2%	–1.8%	–4.2%	10.0%	55.0%	B3	B	B
Кот–д'Ивуар	1762	53.0	7.5%	–3.7%	–3.0%	2.5%	51.0%	Ba3	–	B+
Кения	2011	99.3	5.9%	–4.5%	–6.0%	4.5%	62.9%	B2	B+	B+
Марокко	3441	122.5	3.2%	–4.5%	–3.0%	1.4%	63.8%	Ba1	BBB–	BBB–
Мозамбик	501	15.6	4.0%	–44.8%	–7.6%	6.0%	118.7%	Caa3	SD	RD
Намибия	6140	14.8	2.0%	–7.6%	–9.8%	5.8%	54.0%	Ba1	–	BB+
Нигерия	1925	384.0	2.5%	4.2%	–3.6%	11.8%	26.9%	B2	B	B+
Республика Конго	2646	12.1	3.7%	12.4%	10.5%	2.0%	89.9%	Caa2	B–	CC
Руанда	845	10.5	7.8%	–9.4%	–2.1%	5.5%	43.4%	B2	B	B+
Сенегал	1549	26.0	6.9%	–7.1%	–3.0%	0.1%	61.9%	Ba3	B+	–
Сейшельские О–ва	17 080	1.6	3.3%	–18.0%	1.1%	3.7%	54.9%	–	–	BB–
ЮАР	6609	385.5	1.4%	–3.5%	–4.5%	5.3%	57.3%	Baa3	BB	BB+
Танзания	1119	58.3	5.6%	–6.2%	–4.1%	3.4%	38.6%	B1	–	–
Тунис	3588	42.3	2.9%	–8.5%	–3.7%	7.5%	70.2%	B2	–	B+
Замбия	1391	25.4	3.5%	–2.0%	–7.5%	8.1%	77.6%	Caa1	B–	B–

Источники: госорганы, МВФ, Ренессанс Капитал

Таблица 1
Макроэкономические показатели стран Африки

ЕВРОБОНДЫ АФРИКИ В 2018 ГОДУ

Как было отмечено, 2018 год стал рекордным по объему новых заимствований, которые достигли $25.8 млрд, при этом предпочтение сместилось в сторону номинированных в евро и долгосрочных выпусков евробондов. Ангола, Египет, Гана, Кот-д'Ивуар, Кения, Нигерия, Сенегал и Южно-Африканская Республика выпустили 30-летние бумаги. За исключением стран Средиземноморского побережья и ЮАР, до 2018 года такие бумаги были редкостью, но теперь тренд, начатый Нигерией, которая в ноябре 2017 года выпустила 30-летние еврооблигации, продолжается.

Данная тенденция говорит о повышении уверенности со стороны инвесторов к еврооблигациям африканских стран, которые демонстрируют устойчивые темпы роста и политическую стабильность. В 2018 году в группе африканских стран — эмитентов евробондов произошло несколько повышений кредитного рейтинга. В сентябре 2018 года S&P повысило рейтинг Ганы. Второе повышение рейтинга коснулось Республики Конго — также в сентябре и также со стороны S&P (с CCC+ до B-).

В то же время рейтинговое агентство Moody's в 2018 году понизило рейтинги пяти стран: Анголы, Кении, Габона, Туниса и Замбии. Кроме того, рейтинг Замбии понизили S&P и Fitch. Это еще раз подтверждает тезис о неоднородности африканского рынка облигаций и необходимости тщательного анализа кредитоспособности эмитентов.

Несмотря на позитивные изменения в фундаментальных показателях африканских стран, динамику бумаг в 2018 году определяли внешние рыночные факторы. По развивающимся рынкам ударили четыре негативных фактора, наложившихся друг на друга, а именно: укрепление доллара США, повышение процентной ставки ФРС, торговые войны и опасения относительно глобального экономического роста, а также роста экономики Китая. Позднее уверенность инвесторов была дополнительно подорвана потерями в Аргентине и Турции, а затем — еще раз — распродажей американских акций. Все эти факторы привели к тому, что инвесторы (как институциональные, так и розничные) стали забирать деньги из фондов облигаций развивающихся и пограничных рынков (которые инвестируют в африканские еврооблигации).

В результате наблюдалось повсеместное увеличение доходностей африканских суверенных бондов с заметным усилением дифференциации между странами-эмитентами. Новый выпуск в 2018 году бумаг с большим сроком обращения увеличил средний срок погашения в данном сегменте рынка с 9.4 до 10.6 года. С учетом увеличения сроков погашения можно ожидать и роста средней доходности, однако по факту ни у одного из эмитентов она не выросла более чем на 192 б.п.

Если же рассматривать только выпуски, размещенные до 2018 года, то здесь прирост доходности при росте сроков погашения больше. Средняя доходность африканских еврооблигаций выросла на 207 б.п. — с 5.3% до 7.4%. При этом наиболее устойчивыми оказались выпуски стран с более высоким кредитным качеством: ЮАР, Марокко и Намибии — у них средняя доходность выросла на 77 б.п. Средние мировые цены на нефть в 2018 году были выше, чем в 2017, а потому выпуски стран — экспортеров нефти чувствовали себя лучше

В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ НАБЛЮДАЛОСЬ УЛУЧШЕНИЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЯДА АФРИКАНСКИХ СТРАН, КОТОРЫЕ ДЕМОНСТРИРУЮТ ХОРОШИЕ ТЕМПЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

(средняя доходность выросла на 192 б.п.) по сравнению со странами импортерами (средняя доходность выросла на 241 б.п.).

Больше других пострадала Замбия. Это было связано с тем, что уверенность по поводу способности правительства страны обеспечить реализацию программы МВФ, которая могла бы помочь справиться с долговыми проблемами, испарилась, финансовая дисциплина по-прежнему была слабой, а валютные резервы остались на низком уровне. Существенные потери также понесли Тунис, Гана и Кения. Эти страны борются с экономическими дисбалансами и долговыми рисками. С ними в одной лодке оказались Габон и Камерун: здесь есть значительные политические риски. Ситуация с облигациями Анголы была лучше, чем в среднем, поскольку инвесторы оптимистично восприняли реформы при поддержке МВФ. Динамика единственного (и проблемного) выпуска еврооблигаций Мозамбика улучшилась, и крайне высокая доходность пошла вниз, поскольку появились сигналы, что инвесторы и правительство приблизились к согласованию условий реструктуризации.

МВФ ПРОГНОЗИРУЕТ, ЧТО В ЧИСЛЕ 15 САМЫХ БЫСТРО РАСТУЩИХ ЭКОНОМИК МИРА В 2019 ГОДУ БУДУТ ТАКИЕ АФРИКАНСКИЕ СТРАНЫ, КАК ЭФИОПИЯ, РУАНДА, ГАНА, КОТ-Д'ИВУАР И СЕНЕГАЛ

ПРОГНОЗ РЫНКА НА 2019 ГОД

Базовый сценарий ИК «Ренессанс Капитал» основан на том, что США удастся избежать рецессии в 2019 году, однако мы все же ожидаем определенного замедления, по мере того как эффект от мер стимулирования будет исчерпан, а также ввиду отложенных последствий более высокой стоимости заимствований, укрепления доллара, ослабления внешнего спроса (вкупе с усилением протекционизма) и частичного закрытия госучреждений в Штатах.

Хорошая новость для развивающихся рынков состоит в том, что они вступили в новый год на фоне более низкой доходности американских госбумаг, более гибкой позиции ФРС в вопросе повышения ставок (вероятно, в этом году Федрезерв возьмет паузу в цикле повышения), стимулирования Китаем своей экономики, с тем чтобы обеспечить необходимые 6.2% роста и выполнить задачу удвоения экономики за 2010–2020 года, некоторого ослабления факторов укрепления доллара по сравнению с 2018 годом, более низких цен на нефть, относительной дешевизны валют некоторых развивающихся стран и, наконец, потенциальной возможности заключения торгового соглашения между США и Китаем.

Можно полагать, что в 2019 году инвесторы будут с большей готовностью инвестировать активы развивающихся стран. При этом ввиду маловероятного взлета цен на нефть и другое сырье мы отдаем наши предпочтения странам — импортерам нефти, а не экспортерам.

КАКИЕ БУМАГИ РАССМОТРЕТЬ ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ

Мы видим несколько основных инвестиционных идей в еврооблигациях африканских стран: инвестирование в рост экономики; бумаги государств, которые активно реализуют реформы; и наконец, страны с относительно более высоким кредитным качеством.

РАСТУЩИЕ ЭКОНОМИКИ

МВФ прогнозирует, что в числе 15 самых быстро растущих экономик мира в 2019 году будут следующие африканские страны: Эфиопия, Руанда, Гана, Кот-д'Ивуар и Сенегал. Особое внимание в свете инвестиций в еврооблигации мы бы обратили на Сенегал и Кот-д'Ивуар.

Еврооблигации этих стран, вероятно, будут торговаться на близких уровнях по ряду причин. Обе экономики быстрорастущие, с идентичными кредитными рейтингами и на настоящий момент являются импортерами нефти. Кроме того, обе страны выигрывают от доступа к объединенным резервам валютной зоны африканского франка и его привязки к курсу евро. Также обе страны реализуют реформы в рамках программы МВФ и стремятся выполнить целевые показатели Западноафриканского экономического и валютного союза.

Обе эти страны достаточно регулярно размещают выпуски еврооблигаций, что дает инвесторам возможность выбора.

РЕФОРМАТОРЫ

В этой группе стран те, кто активно реализует реформы либо уже пожинает их плоды. Сюда относится прежде всего Египет, а также Кения, Гана и Тунис.

Происходящее в Египте определенно вызывает оптимизм. Уверенный рост ВВП (по прогнозам, 5.3% в 2018-м и 5.8% в 2019 году) вкупе с оздоровлением бюджета происходят на фоне впечатляющего комплекса реформ. Инфляция — после пиковых значений во второй половине 2018 года — снизилась в декабре до 12%.

Египет получает финансирование в рамках программы МВФ с ноября 2016 года. В ноябре 2019 года действие программы завершится. Определенные опасения

может вызывать размер госдолга, который в 2019 году, по оценкам, составит 87% ВВП. Шансы, что Египет не продлит свое участие в программе МВФ, высоки. Однако фундаментальные показатели экономики говорят, что страна движется в верном направлении.

ВЫСОКОЕ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО

Когда в прошлом году африканские еврооблигации постигла распродажа и цены на них падали, на всех уровнях дюрации лучше других себя чувствовали бумаги стран с более высоким (или близким к инвестиционному) кредитным рейтингом. Это справедливо для ЮАР, Марокко и Намибии.

На Намибии стоит остановиться подробнее. Это небольшая, но диверсифицированная экономика, которая в 2018 году снижалась уже второй год подряд. В этом году вероятно возобновление роста, а правительство явно намерено и дальше идти по пути оздоровления бюджета. Оптимизм внушает и наличие сильных институтов в стране.

Марокко можно считать африканским образцом экономического развития. Это одна из самых политически и экономически стабильных стран Северной Африки. Высокий уровень грамотности, электрификации и капитальных инвестиций сулит стране успехи на пути индустриализации при условии, что ей удастся привлечь больше прямых иностранных инвестиций в производство. Этому будет способствовать и ежегодный прирост трудоспособного населения на 1.4%. Если произойдет устойчивый рост женской занятости, то общий текущий уровень присутствия на рынке труда 46% может приблизиться к показателям европейских стран — около 70%. А рост занятости, в свою очередь, поддержит развитие внутреннего спроса. И хотя это ограничит рост заработной платы для отдельных работников, совокупная сумма оплаты труда в экономике вырастет. По прогнозам ИК «Ренессанс Капитал», рост экономики Марокко в 2020-х годах может составить в среднем 5.5–6%. Уверенность в хороших перспективах страны подкрепляет и тот факт, что в декабре 2018 года состоялось подписание с МВФ соглашения о линии превентивной поддержки и ликвидности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Инвестиционный ландшафт Африки остается крайне разнородным. Здесь есть и оазисы роста, и пока еще пустынные, не освоенные территории, которые ждут прихода инвесторов — в свое время, когда для этого сложится благоприятная конъюнктура. Одной из таких возможностей для инвестиций в Африку уже сейчас могут стать еврооблигации африканских государств.

Мы считаем, что африканские рынки долгового капитала продолжат активное развитие не только в части объемов заимствований, но также в увеличении количества эмитентов, роста сроков и валют заимствований. Улучшение фундаментальных показателей стран обеспечит дальнейшее повышение доверия и риск-аппетита инвесторов к этому рынку.

ПЯТЬ ФАКТОРОВ, ЗА КОТОРЫМИ НУЖНО СЛЕДИТЬ В 2019 ГОДУ

1. Турбулентность на рынке. Хорошей новостью для еврооблигаций стран Африки в 2019 году может стать улучшение рыночных факторов. Доллар США может ослабеть, политика ФРС — стать более гибкой (с менее резкими повышениями ставки в 2019 году или вообще без них), и мы вновь сможем наблюдать приток средств в фонды облигаций развивающихся рынков. В январе 2019 года рыночные условия были благоприятными (пока, во всяком случае), и африканские еврооблигации отыграли часть потерь 2018 года. Если рыночные факторы в 2019 году останутся неблагоприятными (напряженность в отношениях США и Китая и замедление глобального роста), это станет плохой новостью. В любом случае, 2019 год выглядит турбулентным.

2. Прогресс в проведении реформ. Экономический рост — важнейший фактор для обеспечения приемлемого уровня задолженности. Смягчить потрясения поможет снижение дефицита и адекватные валютные резервы. В период жестких рынков реформы экономик стран Африки принесут наибольшие результаты. В настоящее время десять африканских стран — эмитентов еврооблигаций реализуют программы МВФ. Ангола и Марокко подписали соответствующие соглашения совсем недавно. Кения и Руанда завершили реализацию программ в 2018 году. Программа кредитования Ганы завершается в апреле, Египта — в ноябре, а программа инструментов поддержки экономической политики Сенегала — в июне. Замбия и Республика Конго продолжают переговоры с МВФ, но пока без каких-либо конкретных результатов.

3. Улучшения в области управления долгом. Крупные погашения еврооблигаций стран Африки начнутся в 2022 году (и останутся на высоком уровне до 2025 года). Если в указанный период рынки будут жесткими, это усложнит пролонгацию существующих бумаг (путем выпуска новых). Ряд африканских эмитентов еврооблигаций упорно работают над тем, чтобы сгладить структуру долга и снизить риски непогашения (зачастую — выпуская новые долговые обязательства и затем сокращая объем существующих еврооблигаций). Некоторые страны-эмитенты управляют долгом слишком пассивно и слабо. Риск ниже там, где управление долгом сильнее (то есть существуют скоординированная экономическая политика, понимание долговых рисков, долговая стратегия, эффективное управление данными, регулярная публичная отчетность, эффективная коммуникация с инвесторами, квалифицированная команда, которая может договариваться о выгодных условиях с потенциальными глобальными кредиторами).

4. Выборы. В семи странах Африки — эмитентах еврооблигаций в 2019 году пройдут выборы: в Нигерии и Сенегале — в феврале, в Южно-Африканской Республике — в мае (ожидаются), в Мозамбике и Тунисе — в октябре (парламентские), в Намибии в ноябре и в Тунисе в декабре (президентские).

5. Новые выпуски. Маловероятно, что в 2019 году мы увидим количество новых выпусков еврооблигаций, достаточное для повторения прошлогоднего рекорда. В 2019 году будут погашены лишь два выпуска (бумаги Южно-Африканской Республики на $1.75 млрд и Кении на $750 млн). Наиболее вероятно, что в 2019 году выпуски осуществят Египет, Ангола, Гана и Кения.