Анастасия КУТЬИНА,
специалист отдела международных долговых рынков, Cbonds

Рынок еврооблигаций Ближнего Востока: уверенный рост

Объемы в обращении еврооблигаций Ближнего Востока по всем секторам неуклонно росли последние 5 лет. Совокупный объем еврооблигаций в обращении по региону возрос на 235.9% по отношению к началу 2014 года. Доля еврооблигаций Ближнего Востока в совокупном объеме еврооблигаций в обращении по всем развивающимся рынкам (EM — Emerging Markets) увеличилась с 9.6% в 2014 году до 15.6% к концу 2019 года. Объем рынка еврооблигаций EM целиком вырос на 45.3%.

При всех рисках, присущих Ближнему Востоку, страны региона продолжают наращивать объемы долгового рынка, предоставляют высокую доходность и работают над повышением своей стабильности, наращивая инвестиционную привлекательность. Всего в регион входят 11 стран, представленных в Таблице 1.

Ближний Восток настроен на уход от нефтяной зависимости и диверсификацию отраслей вложений в соответствии с программами Катара и Саудовской Аравии, которые совокупно составляют 43% от общего объема эмиссий всех еврооблигаций региона. Регион также открывает для себя возможность привлекать «зеленое» финансирование, что в ближайшем будущем, вероятно, значительно повысит объемы выпускаемых заимствований.

Таблица 1
Рынок еврооблигаций стран Ближнего Востока (данные на конец 2019 года)

Страна	Государственные и муниципальные еврооблигации ($ млрд)	Корпоративные еврооблигации ($ млрд)	Итого еврооблигаций ($ млрд)	Кредитный рейтинг (Moody's/ S&P/Fitch)	Ставка ЦБ, %	Инфляция, %	Долг к ВВП, %
Бахрейн	15.2	8.4	23.6	B2/B+/BB–	2.25	1.2	93.4
Иордания	5.8	0.5	6.3	B1/B+/–	4	0.6	94.23
Ирак	4.7		4.7	Caa1/B–/B–	4	–0.3	48.4
Иран			0	Withdrawn/–/withdrawn	18	26.3	44.2
Катар	40.4	36.7	77.1	Aa3/AA–/AA–	4.25	–0.33	48.4
Кувейт	8	10.6	18.6	Aa2/AA/AA	2.75	1.5	14.8
Ливан	30.9	1.2	32.1	Caa2/CCC/CC	10	6.96	151
Объединенные Арабские Эмираты	35	115.2	150.2	Aa2/–/–	2	–1.4	18.6
Оман	22.5	5.7	28.2	Ba1/BB/BB+	2.28	–0.1	47.5
Саудовская Аравия	70.3	45.1	115.4	A1/A–/A	2.25	0.2	19.1
Турция	75.4	45	120.4	B1/B+/BB–	12	12.15	30.4

Источник: Cbonds

ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

В 2019 году объем всех еврооблигаций Ближнего Востока в обращении превысил объем предыдущего года на 25%. Количество сделок на долговом рынке Ближнего Востока по сравнению с 2018 годом увеличилось в 1.7 раза: 312 против 182. Средний размер сделки в 2019 году составил $393.1 млн против $534.2 млн в 2018 году.

Наиболее активно в 2019 году размещались эмитенты корпоративного сектора — их новые обязательства составили 44.9% от общего объема размещений еврооблигаций, государственные займы — 41.5%, муниципальные еврооблигации — 13.7%. ОАЭ из-за своего государственного устройства является единственным государством Ближнего Востока, выпустившим в 2019 году муниципальные еврооблигации общим объемом $35 млрд, суверенных еврооблигаций у ОАЭ нет. Всего состоялось 6 выпусков муниципальных еврооблигаций общим объемом $11.8 млрд. Эмитентами стали Абу-Даби и Шаржа, выпустившие каждый по 3 выпуска.

Долговой рынок Ближнего Востока при наблюдаемом росте сохраняет страновое распределение объемов выпуска еврооблигаций: основная часть эмиссий региона состоит из займов ОАЭ, Саудовской Аравии, Турции и Катара. Совокупная часть Кувейта, Омана, Бахрейна и Ливана составляет лишь 9.6% от общего объема эмиссий, остальные четыре страны Ближнего Востока (Иордания, Ирак, Иран, Йемен) не выпустили ни одной еврооблигации за 2019 год.

В прошедшем году страны региона выпустили 36 облигаций типа «сукук» и 3 «зеленые» облигации. Для сравнения: 5 лет назад за 2014 год было выпущено всего 9 сукуков, а всего за период с начала 2014 года по начало 2019 года — 96 сукуков. Все выпуски 2019 года номинированы в долларах США, как и большинство эмиссий региона: 91.7 % всех эмиссий 2019 года в долларах США, 5.09% — в евро и только 3.15% — в других валютах.

«ЗЕЛЕНЫЕ» ВЫПУСКИ

Объем «зеленого» долга, привлеченного на Ближнем Востоке за 2019 год, совсем невелик — всего $1.25 млрд. Однако идея выпускать green bonds постепенно набирает популярность в странах региона, поскольку они стремятся диверсифицировать базу инвесторов.

Как уже было замечено выше, за 2019 год эмитенты региона Ближнего Востока провели 3 «зеленых» размещения. В мае дубайский оператор торговых центров Majid Al Futtaim (MAF) выпустил 10-летние «зеленые» облигации «сукук» объемом $600 млн. Успех этой сделки привел к тому, что эмитент снова вышел на рынок в октябре с идентичным выпуском «зеленого» сукука. Кроме того, в 2019 году турецкий эмитент Turkiye Is Bankasi разместил одну эмиссию green bonds на $50 млн.

Привлекательность такого типа финансирования на Ближнем Востоке растет по мере того, как эмитенты узнают о базе международных инвесторов, приверженных «зеленым» инвестициям.

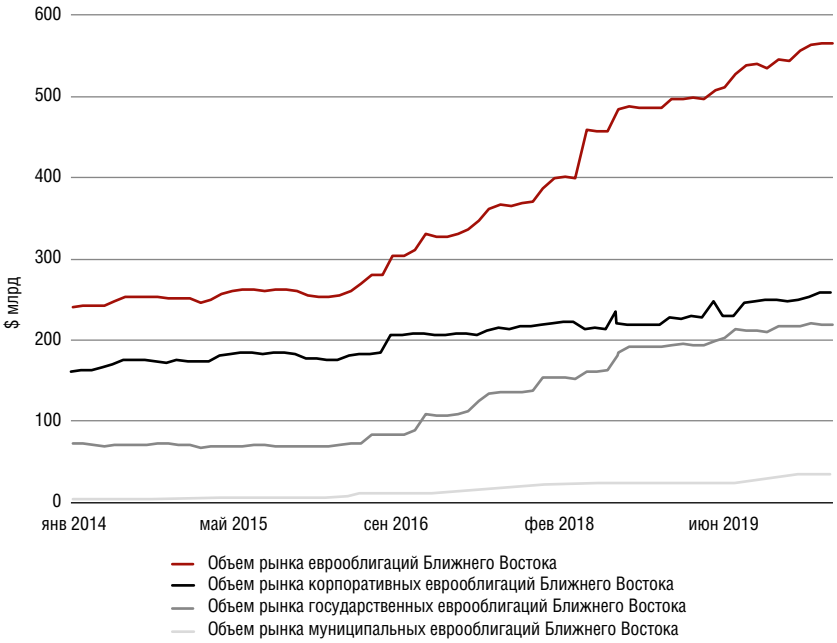


Рисунок 1
Динамика объемов в обращении еврооблигаций всех секторов Ближнего Востока 2014–2019 гг.,

ДОХОДНОСТЬ И РИСК

Номинальная доходность к погашению суверенных еврооблигаций Ближнего Востока на конец 2019 года составила 3.6%, в конце

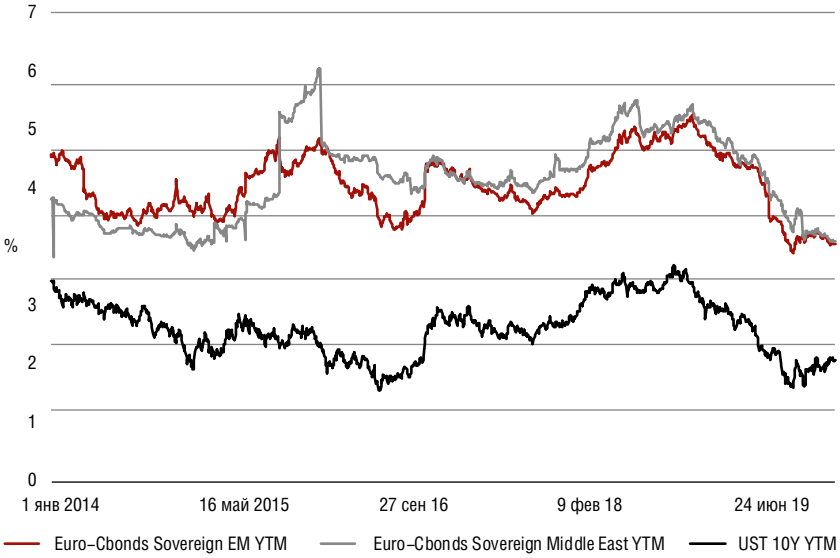


Рисунок 2
Динамика доходности к погашению: развивающиеся рынки, Ближний Восток, 10-летние US-Treasures

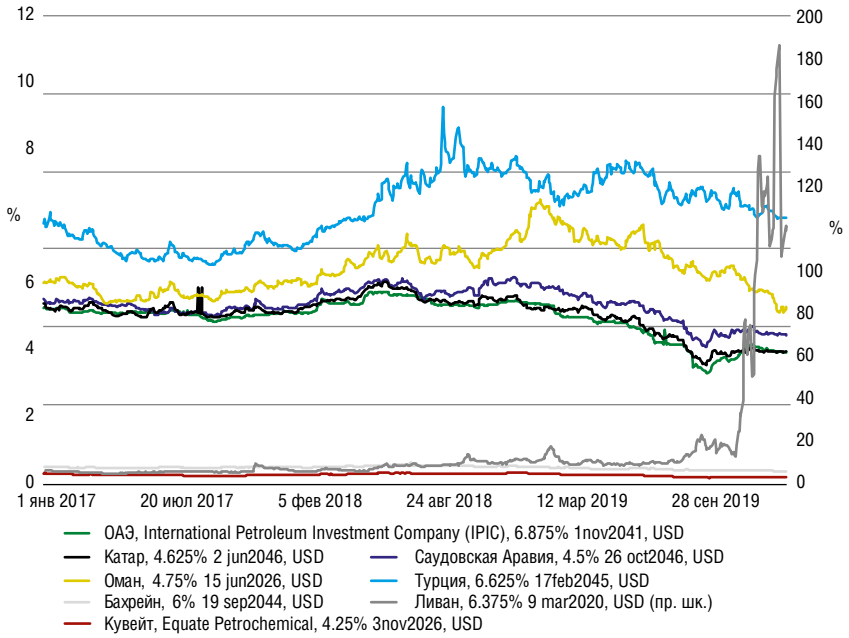


Рисунок 3
Динамика доходности к погашению: ОАЭ, Саудовская Аравия, Катар, Турция, Оман, Кувейт, Бахрейн, Ливан

2018 года тот же показатель был на уровне 5.4%. Номинальная доходность к погашению корпоративных еврооблигаций снизилась с 5.4% в конце 2018 года до 3.9% в конце 2019-го. Доходность в регионе Ближнего Востока снижается аналогично доходностям по всему миру по мере продолжения реализации программы количественного смягчения.

Динамика доходности в страновом разрезе представлена на Рисунке 3. В качестве примера мы взяли 8 наиболее ликвидных бумаг каждой из стран региона, выходивших на рынок еврооблигаций в 2019 году. Одной из них является ливанская долларовая семилетняя бумага, которая из-за протестов в стране демонстрировала запредельную, доходящую до 188.4% доходность.

Спреды CDS 5Y по многим странам Ближнего Востока с начала 2019 года резко сократились. Только у Ливана, страдающего от финансового кризиса, вызванного политической нестабильностью, стоимость пятилетнего CDS к концу 2019 года возросла с 774.46 б.п. до 3406.8 б.п. На 1 февраля 2020 года пятилетний CDS Ливана составлял уже 5324.33 б.п.

Согласно оценкам крупнейших рейтинговых агентств, самыми устойчивыми странами региона Ближнего Востока, имеющими «очень высокую степень надежности», являются ОАЭ, Кувейт и Катар. А самыми рискованными — Турция, Бахрейн и, конечно, упомянутый выше Ливан. У Ирана рейтинги были отозваны. Турция на данный момент находится на пути выхода из валютного кризиса, поэтому S&P и Fitch уже изменили свой прогноз на «стабильный».

2019 год стал непростым для Саудовской Аравии из-за атаки дронов на НПЗ компании Saudi Aramco. После атаки 14 сентября два рейтинговых агентства «большой тройки» — Fitch и Moody's — понизили рейтинги Саудовской Аравии. При этом агентство Standard & Poor's подтвердило свой рейтинг Саудовской Аравии и сохранило прогноз «стабильным».

КРУПНЕЙШИЕ СТРАНЫ-ЭМИТЕНТЫ

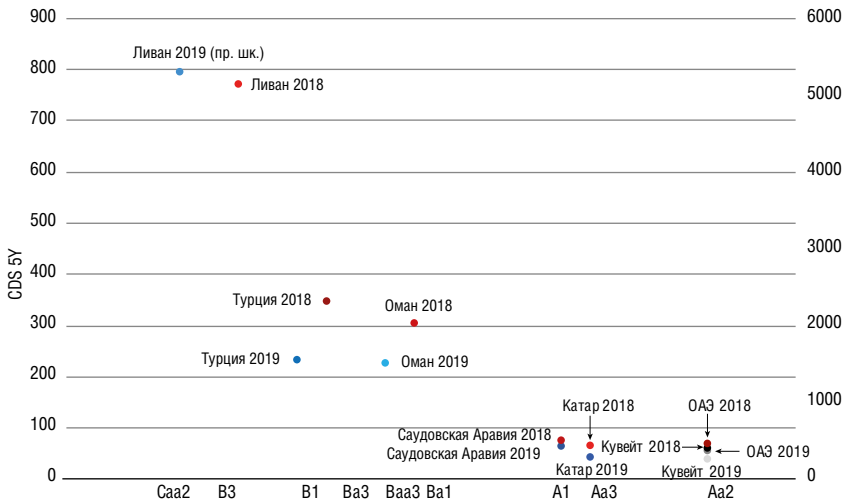
Рассмотрим по отдельности страны, обеспечивающие большую часть объема долгового рынка региона Ближнего Востока. Из четырех крупнейших эмитентов Ближнего Востока (ОАЭ, Саудовская Аравия, Катар и Турция) самую высокую вероятность дефолта, рассчитанную на основе CDS, имеет Турция: около 20%. Для трех других стран эта вероятность крайне низка — от 3 до 5%, что свидетельствует о высокой стабильности региона на пятилетнем горизонте. Из всего региона Ближнего Востока в целом самую низкую вероятность дефолта демонстрирует Кувейт — 2.44%, Оман находится на уровне 15%, а самую высокую вероятность дефолта, рассчитанную на основе CDS, ожидаемо демонстрирует Ливан с показателем 78%.

ОБЪЕДИНЕННЫЕ АРАБСКИЕ ЭМИРАТЫ

Объединенные Арабские Эмираты являются крупнейшим эмитентом среди стран региона Ближнего Востока, чей объем эмиссий составляет 35% от общего. ОАЭ наиболее равномерно размещают свои эмиссии в динамике четырех кварталов 2019 года.

ОАЭ в 2019-м заняли 3-е место в мире после Китая и Гонконга по объему новых размещений еврооблигаций против 7-го места в 2018 году.

Рисунок 4
Кредитные рейтинги и CDS стран Ближнего Востока за 2018–2019 годы



В феврале 2019 года свое дебютное размещение на $750 млн провел Emirates Development Bank, который специализируется на предоставлении кредитов на развитие недвижимости и финансировании малых и средних предприятий. Банк развития был запущен в 2015 году и на 100% принадлежит правительству ОАЭ. Его кредитный рейтинг от Fitch — AA.

В прошедшем году ОАЭ также доминировали в выпуске синдицированных кредитов, несмотря на общее снижение объемов кредитования развивающихся рынков по сравнению с предыдущим годом. Заемщики ОАЭ выдали кредитов на сумму $30.14 млрд из общего объема синдицированных кредитов на сумму $62.8 млрд, выданных на Ближнем Востоке.

САУДОВСКАЯ АРАВИЯ

В Саудовской Аравии планируется дальнейшее увеличение объемов заимствований в связи с программой «Видение 2030», которая предусматривает перераспределение ресурсов и уход от нефтяной зависимости в сторону развития здравоохранения, инфраструктуры, возобновляемой энергетики и туризма.

Объем эмиссий страны в 2019 году составил 28% от общего объема региона Ближнего Востока и с большим отрывом занимает второе место после ОАЭ. 40% от общего объема эмиссий занимают государственные, 60% — корпоративные.

Свою дебютную сделку на $500 млн в 2019 году провела Almari Company, которая занимается управлением молочными фермами и производством продуктов питания. Этот выпуск может служить подтверждением желания государства развивать продовольственную сферу внутри страны, чтобы снизить зависимость от импорта.

КАТАР

Экономическая блокада, объявленная странами региона, стала одной из главных проблем для экономики Катара в течение последних двух лет. Однако накопленный до сих пор опыт, а также показатели ЗВР и динамика ВВП свидетельствуют о том, что экономическая блокада не оказала существенного влияния на экономику страны.

На долговом рынке Катара 67% от всего объема выпущенных в 2019 году еврооблигаций занимает непосредственно государство, 20% — Qatar National Bank и только 13% — другие эмитенты. Из общего числа эмиссий 6 выпусков представлены еврооблигациями «сукук» общим объемом $2.2 млрд, что составляет 12% от общего объема выпусков Катара ($17.2 млрд).

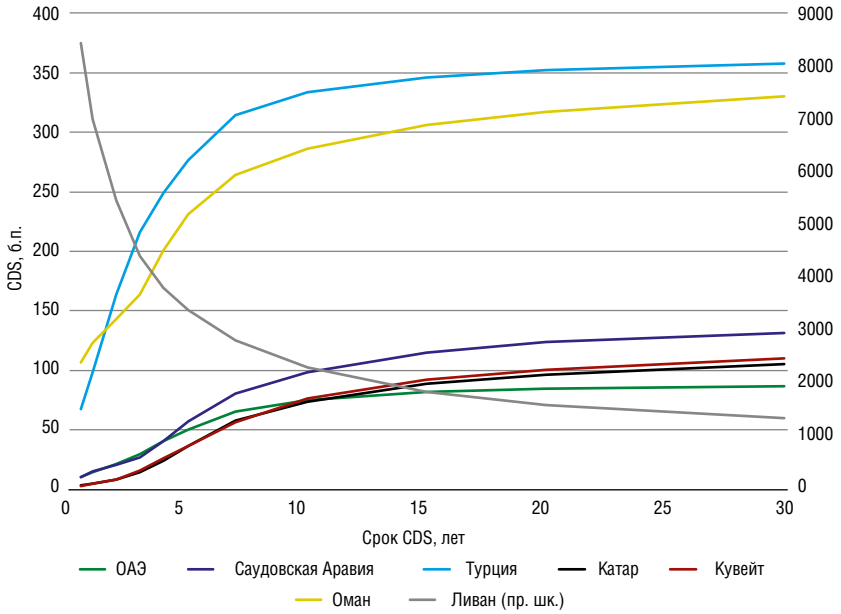


Рисунок 5
Стоимость CDS стран Ближнего Востока на 31 декабря 2019 года

ТУРЦИЯ

Для страны, недавно вышедшей из валютного кризиса и все еще страдающей от угрозы американских санкций, Турция провела неплохой год на рынке выпуска еврооблигаций. За 2019 год прирост объема еврооблигаций Турции в обращении составил 3.2%. Большинство экспертов из стран региона Ближнего Востока выделяют Турцию как наиболее привлекательный рынок для осуществления инвестиций на ближайшем горизонте, считая, что рейтинг страны занижен в большей мере из-за политических причин. Рейтинговое агентство Fitch 1 ноября 2019 года изменило свой прогноз относительно Турции с «негативного» на «стабильный».

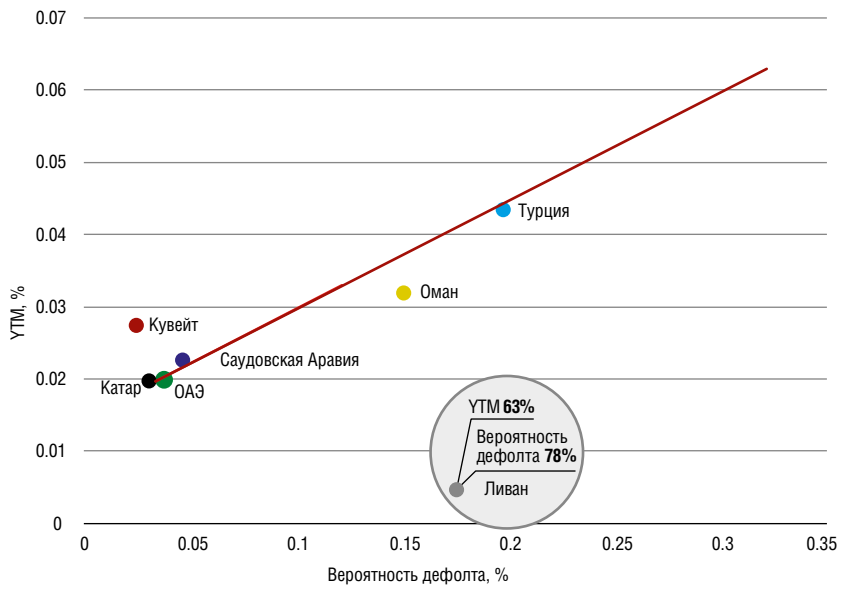



Рисунок 6
Вероятность дефолта стран Ближнего Востока, 2019 год