

### Еврооблигации Египт-49

В мире нулевых процентных ставок

Елизавета Наумова

Старший аналитик Альфа-Директ

(+7 495) 974-2515 (8806)

Тема

Успешно пройденная Египтом 3-летняя программа МВФ и потенциально тесное сотрудничество страны с фондом в будущем возрождает интерес инвесторов к еврооблигациям **Египта (B/B2/B+)**. Запущенные реформы поддерживают благоприятный прогноз по улучшению макроэкономических показателей в стране, что может привести к пересмотру рейтингов, и, учитывая текущие ожидания продолжения мягкой ДКП США, к дальнейшему росту котировок бумаг.

**Египет (B/B2/B+)** — четвёртая по величине и первая по численности населения экономика на Ближнем Востоке и в Северной Африке, чья географическое расположение делает страну важным торговым и транспортным хабом между Европой, Азией и Африкой. В 2019 г. (финансовый год закончился в июне) темпы роста ВВП составили 5,5%, первичный профицит бюджета (до выплаты процентов по долгу) составил 2% от ВВП, а безработица опустилась до 8%, что является 20-летним минимумом. Таким впечатляющим результатам, однако, предшествовало 10-летие «трансформационного» периода.

**Переход власти.** Волна протестов и восстаний, проходившая в арабском мире в начале 2011 г., завершилась для Египта отставкой правившего 30 лет президента Хосни Мубарака и длительным процессом перехода власти, что привело к накоплению значительных макроэкономических дисбалансов. Постреволюционный «хаос» закончился приходом к власти в 2014 г. бывшего министра обороны Абдул-Фаттах Халил Ас-Сиси. При его руководстве был разработан амбициозный план развития сельского хозяйства, рынка жилой недвижимости, образования, адресная программа поддержки обнищавших районов. Но экономические проблемы в стране усилились на фоне замедления мировой экономики, снижения цен на нефть<sup>1</sup> и обвала туристического сектора<sup>2</sup>. Резкое замедление притока иностранной валюты отразилось в истощении золотовалютных резервов, так как страна придерживалась режима фиксированного обменного курса. Из-за этого в Египте сформировался чёрный рынок валюты, где разница между официальным и неофициальными курсами достигала 50%. Недостаточные доходы бюджета и неэффективные субсидии, а также раздутый фонд заработной платы в государственном секторе привели к значительному фискальному дефициту и, как следствие, высокому уровню государственного долга.

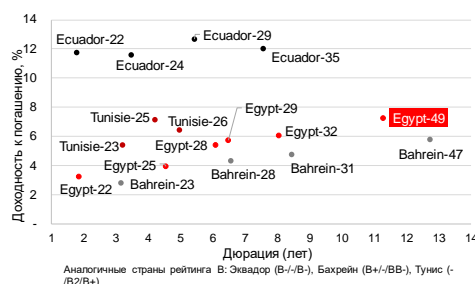
**3-летняя программа МВФ.** В 2016 г. МВФ предоставил Египту кредит в размере \$12 млрд. с условиями либерализации валютного курса и выполнения 3-летней программы реформ. Переход к свободно плавающему курсу привёл к 50%-ной девальвации египетского фунта, 30% инфляции в 2016-2017 гг. и подъёму ставки ЦБ Египта одновременно на 300 б.п. Тем не менее, согласованные с МВФ реформы, включающие увеличение доходов правительства посредством введения налога на добавленную стоимость (НДС), реструктуризацию неэффективной программы субсидий, а также новые инфраструктурные проекты (строительство новой административной столицы на сумму \$45 млрд., строительство третьей линии метро в Каире, расширение порта Сухна и др.) вновь вернули интерес иностранного капитала к стране. В ноябре 2019 г. реформы МВФ были успешно завершены, однако, для поддержания устойчивого экономического роста и снижения всё ещё высокого уровня государственного долга, стране необходимо продолжить двигаться в векторе, заданном программой фонда.

**Прогнозы.** По прогнозам МВФ, темпы роста ВВП Египта увеличатся на 5,9% 2019/2020 г/г и на 6,0% в 2020/2021 г/г в случае, если макроэкономическая политика останется «разумной», и продолжится проведение структурных реформ. Инфляция снизится до 5-6% с 14% в 2018/19 году, в то время как устойчивый первичный профицит бюджета в 2% от ВВП поможет сократить государственный долг до 70% от ВВП к 2024 году.

**Будущее страны – частный сектор.** Египет — развивающееся государство с индустриально-аграрной экономикой. Страна сильно зависит от туризма, доходов от Суэцкого канала, частных трансфертов и выручки от экспорта нефти и газа. Потребительская корзина сосредоточена на товарах с невысокой добавленной стоимостью, что характерно для стран с низким уровнем ВВП на душу населения (\$2'900 на человека, ~90 место в мире по данным МВФ). Более 50% населения находятся в возрасте до 24 лет, что делает Египет страной с самым молодым населением на планете. Прогнозируется, что около 3,5 млн. граждан выйдут на рынок труда в ближайшие пять лет, что потенциально является огромной возможностью и вызовом для египетской экономики. По мнению МВФ, эффективная абсорбция рабочей силы станет возможной только при наличии сильного частного сектора, доля кредитов которому пока находится на довольно скромных уровнях ~20% к общему объёму кредитования. Тем не менее, проводимые реформы по распределению промышленных земель (на основе более рыночных механизмов), принятию нового законопроект о малых и средних предприятиях (включающий упрощённую налоговую систему) вселяют определённый оптимизм в среднесрочной перспективе. На текущий момент, доступный индикатор состояния частного сектора – «PMI ненефтяного частного сектора Египта» в январе снизился до 46 пунктов, фиксируя шестой месяц снижения деловой активности.

Эмитент	Arab Republic of Egypt
ISIN	XS1953057491
Доходн. к погашению	7,40%
Купон	8,70%
Погашение	01/03/2049
Валюта	USD
Композитный рейтинг	B
Ранг долга	Старший необеспеченный
Мин. лот	\$ 200'000
Квал. инвестор	да

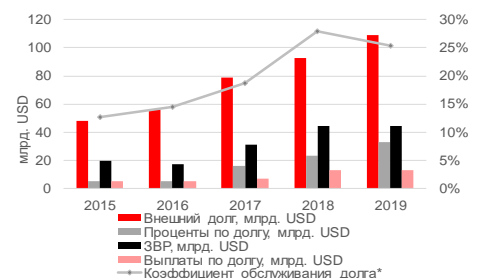
Карта доходностей бумаг Египта в сравнении с аналогичными странами рейтинга В



Источники: Bloomberg

Анализ

Ключевые показатели внешней долговой нагрузки Египта



\* - отношение процентов и основной суммы долга и экспорта за год

Источники: ЦБ Египта

Структура внешнего долга по кредиторам



Источники: ЦБ Египта

**Инфляция и ДКП.** Проводимая ЦБ мягкая монетарная политика способствует возвращению интереса к бизнесу. После достижения рекордного значения в 18,75% в 2017 г. ставка была снижена до 12,25% (последний раз в январе сразу на 100 б.п.). Инфляция в декабре 2019 г. составила 7,1%, что соответствует целевому диапазону 6-12%. Общая тенденция в отношении процентных ставок, вероятно, будет понижательной на фоне сдержанной инфляции, что должно поддержать экономический рост. Необходимо отметить, что в связи с низким проникновением банковского кредитования в частный сектор, эффективность трансмиссионного канала процентных ставок остаётся низкой. В связи с чем инфляция в стране подвержена влиянию неконтролируемых ЦБ экзогенных факторов, таких как обесценение фунта или импортная инфляция. Значимость этих факторов трудно недооценить, учитывая, что страна ввозит более 40% своих потребностей в продовольствии.

**Внешнее финансирование.** Реформы МВФ помогли Египту сократить дефицит счёта текущих операций до 2,6% от ВВП, тем не менее страна испытывает сильную потребность во внешнем финансировании, чем и обусловлен объём внешнего долга, составляющий \$109 млрд. или 36% от ВВП. Этот уровень не является критическим и сопоставим с уровнем стран Латинской Америки (48% от ВВП) и Ближнего Востока и Центральной Азии (47,5% от ВВП). **Ключевым фактором является структура внешнего долга Египта.** Более 60% его объёма приходится на международные организации (такие как МВФ и Всемирный банк), союзные страны Персидского Залива (Саудовская Аравия, ОАЭ, Кувейт), а также страны Парижского клуба (Германия, Япония и т.д.) по «субсидированным ценам», составляющим, в среднем, менее четверти от того, что платит Египет сегодня по своим еврооблигациям. Таким образом, несмотря на долговую нагрузку, лишь 20% — еврооблигации усреднённо обслуживающиеся под 6,8%. **Внешний долг остаётся управляемым** и продолжает иметь благоприятную структуру погашения, поскольку 90% долга является средне- и долгосрочным.

**Банковская система Египта** остаётся «ликвидной, прибыльной и хорошо капитализированной, а ЦБ поддерживает очень высокие стандарты регулирования и надзора», говорится в обзоре МВФ. Необслуживаемые кредиты находятся на низких уровнях и почти полностью обеспечены резервами.

**Бюджетная дисциплина.** Ростки макроэкономической стабильности, тем не менее, пока очень уязвимы. Государственный долг Египта составляет ~90% от ВВП, а на обслуживание долга тратится более 10% от ВВП или 56% бюджетных поступлений. Такой уровень процентных расходов был устойчив, пока значительная часть долга в местной валюте обесценивалась темпами, превышающими ставку ЦБ. В случае, когда инфляция снижается опережающими темпами (как сейчас), устойчивость долга может быть поставлена под сомнение. Вместе с тем, по прогнозам МВФ, обслуживание долга может сократиться до 6% от ВВП – такая ситуация возможна при поддержании роста теми же темпами ~5,5%, первичного профицита и выполнении реформ.

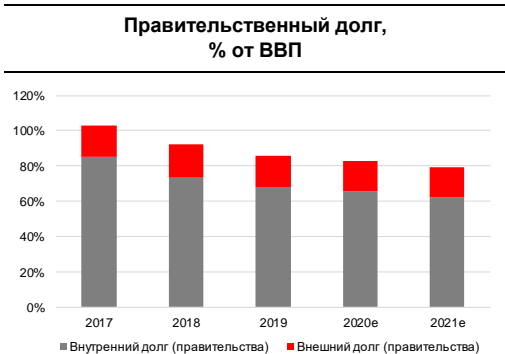
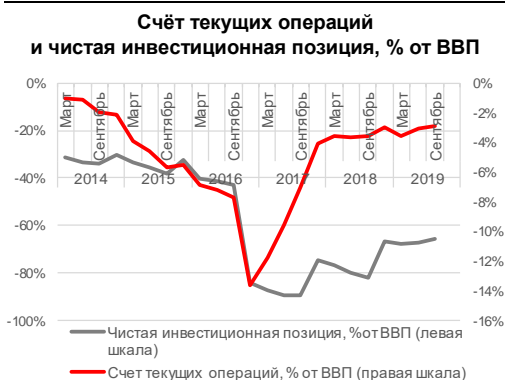
**Международные инвесторы.** Многие инвесторы (Goldman Sachs, Morgan Stanley) в своих прогнозах на 2020 г. отмечают предпочтение иметь в облигационных портфелях «перевес» в HY EM, считая, что соотношение риск/доходность на рынках EM находится на привлекательном уровне. Ожидается, что горячие потоки капитала, поддержанные мягкой ДКП ФРС и дефицитом приемлемых доходностей на долговых рынках США и Европы, будут течь на развивающиеся рынки. В особенности — на те, которые показывают снижение долговой нагрузки и строгую бюджетную дисциплину. Одна из самых высоких в мире реальных процентных ставок также будет одним из факторов, привлекающих инвесторов.

**Риски.** Политическая напряжённость и экономическая неустойчивость тесно связаны с вопросами, касающимися внутренней безопасности и границ, и поэтому любой негативный сигнал на этот счёт неизбежно подорвёт экономическое восстановление. Стоит понимать, что недавнее сокращение дефицита бюджета было осуществлено за счёт сокращения системы субсидирования (в особенности на энергию), а девальвация египетского фунта привела к растущему уровню недовольства среди самых бедных слоёв населения по отношению к властям. Высокая безработица (в особенности – среди молодёжи), рост цен на энергоносители и транспорт, низкий уровень частного предпринимательства, коррупция и отсутствие прозрачности в бюрократии могут стать катализаторами социальных волнений.

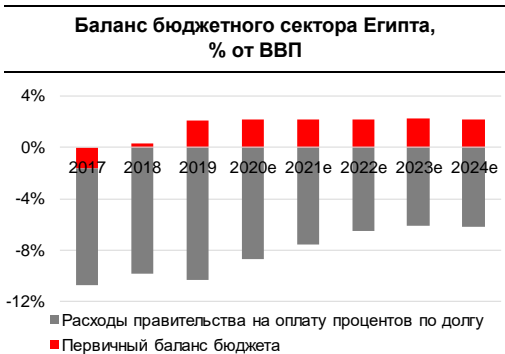
<sup>1</sup> - Снижение цен на нефть и падение экономического роста в Персидском заливе также косвенно оказали негативное влияние на египетскую экономику, поскольку многие компании увольняли работников, среди которых было много египтян. Это привело к снижению общего объёма денежных переводов в Египет

<sup>2</sup> - Катастрофа А321 над Синайским полуостровом. Полеты российских самолетов в Египет, а также турпоток из РФ после катастрофы были приостановлены

<sup>3</sup> - Чистая международная инвестиционная позиция представляет собой разницу между активами и обязательствами страны



Источник: МВФ



Источник: МВФ

**Основные макропоказатели Египта**

ВВП, млрд. USD	\$290
Население, млн	99
ВВП на душу населения, USD	2 923
Внешний долг, млрд. USD	\$109
Государственный долг, млрд. USD	\$255
Золотовалютные резервы, млрд. USD	\$45
ЗВР/Внешний долг	42%
S&P/Moody's/Fitch	B/B2/B+
Прогноз	стабильный у всех

Источник: МВФ, ЦБ Египта, S&P

Бумаги эмитента будут показывать повышенную волатильность в период неопределенности и ухода от риска. Способность Египта расплачиваться по своим обязательствам может быть подорвана в случае длительного «неприятного» риска инвесторами и неудачи правительства в части осуществления среднесрочных целей.

На валютные облигации может повлиять политика ФРС США.

<b>Аналитический отдел</b>	<b>+7 (495) 795-3676</b>	<b>Потребительский</b>	
<b>Начальник отдела</b>		Евгений Кипнис	<a href="mailto:ekipnis@alfabank.ru">ekipnis@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	<a href="mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru">bkrasnozhenov@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	<a href="mailto:oovorobyeva@alfabank.ru">oovorobyeva@alfabank.ru</a> +7 (499) 681-3075
<b>Макроэкономика</b>		<b>Финансы</b>	
Наталья Орлова, Ph.D.	<a href="mailto:norlova@alfabank.ru">norlova@alfabank.ru</a> + 7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	<a href="mailto:ekipnis@alfabank.ru">ekipnis@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3713
<b>Стратегия</b>		<b>TMT, Сельское хоз-во</b>	
Джон Волш	<a href="mailto:jwalsh@alfabank.ru">jwalsh@alfabank.ru</a> +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	<a href="mailto:akurbatova@alfabank.ru">akurbatova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3740
<b>Металлы и горная добыча</b>		Олеся Воробьева	<a href="mailto:oovorobyeva@alfabank.ru">oovorobyeva@alfabank.ru</a> +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	<a href="mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru">bkrasnozhenov@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3612	<b>Перевод</b>	
Юля Толстых	<a href="mailto:yatolstyh@alfabank.ru">yatolstyh@alfabank.ru</a> +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	<a href="mailto:amartynova@alfabank.ru">amartynova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3676
<b>Нефть и газ</b>		<b>Спец. по данным/Аналитик</b>	
Антон Корыцко	<a href="mailto:akorytsko@alfabank.ru">akorytsko@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3612	Денис Дорощев	<a href="mailto:didorofeev@alfabank.ru">didorofeev@alfabank.ru</a> +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
<b>Торговые операции и продажи</b>	<b>+7 (495) 974-25-15</b>	<b>Альфа Директ</b>	<b>+7 (495) 795-36-80</b>
<b>Облигации</b>		<b>Директор</b>	
Владислав Корзан	<a href="mailto:vkorzan@alfabank.ru">vkorzan@alfabank.ru</a> +7 (495) 785-7403	Сергей Рыбаков	<a href="mailto:srybakov@alfabank.ru">srybakov@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3680
Егор Романченко	<a href="mailto:eromanchenko@alfabank.ru">eromanchenko@alfabank.ru</a> +7 (495) 786-4897	<b>Аналитический отдел</b>	
Дмитрий Матвиевский	<a href="mailto:dmatvievskiy@alfabank.ru">dmatvievskiy@alfabank.ru</a> +7 (495) 783-5103	Алан Казиев	<a href="mailto:akaziev@alfabank.ru">akaziev@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Мария Вазанова	<a href="mailto:mvazanova@alfabank.ru">mvazanova@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 4914)	Елизавета Наумова	<a href="mailto:enaumova@alfabank.ru">enaumova@alfabank.ru</a> +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
<b>Акции</b>		<b>Продажи</b>	
Александр Зоров	<a href="mailto:azorov@alfabank.ru">azorov@alfabank.ru</a> +7 (495) 745-5621	Ирина Фадеева	<a href="mailto:ikfadeeva@alfabank.ru">ikfadeeva@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
Светлана Голодинкина	<a href="mailto:sgolodinkina@alfabank.ru">sgolodinkina@alfabank.ru</a> +7 (495) 785-7416	Валерий Кремнев	<a href="mailto:vkremnev@alfabank.ru">vkremnev@alfabank.ru</a> +7 (499) 215-9009
Артём Белобров	<a href="mailto:abelobrov@alfabank.ru">abelobrov@alfabank.ru</a> +7 (495) 785-7414	Ольга Бабина	<a href="mailto:obabina@alfabank.ru">obabina@alfabank.ru</a> +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
<b>РЕПО</b>			
Вячеслав Савицкий	<a href="mailto:vsavitskiy@alfabank.ru">vsavitskiy@alfabank.ru</a>		
Олег Морозов	<a href="mailto:omorozov@alfabank.ru">omorozov@alfabank.ru</a> +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2020 г. Все права защищены. Генеральная лицензия №1326, выдана Центральным Банком РФ 16.01.2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено. Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны осудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.

Настоящий материал адресован исключительно квалифицированным инвесторам, как это определено в соответствии с законодательством Российской Федерации (п.2 ст.51.2 Федерального закона от 22.04.1996 №39 ФЗ "О рынке ценных бумаг"). Обращаем внимание получателя данного материала, что законодательством Российской Федерации предусмотрены ограничения в части рекламы ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, установленные пунктом 1 ст. 29 Закона о рекламе ("Не допускается реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации") и п. 4 ст. 30.2. Закона об рынке ценных бумаг ("Ценные бумаги и производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, а также лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами"). АО "Альфа-Банк" не несет ответственности за то, что данный материал по какой-либо причине доставлено получателю, не являющемуся квалифицированным инвестором.