



TENÍZ CAPITAL

Оман: географическая премия, которую не увидели рейтинги



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.

Оман: географическая премия, которую не увидели рейтинги

За время войны Оман стал единственной крупной юрисдикцией Персидского залива, чьи кредитные спреды не расширились. Нефть находится значительно выше бюджетной точки безубыточности, экспортный маршрут сохранился, госдолг снизился примерно до 36% ВВП против 68,8% в 2020 году, а МВФ ждет от страны самого высокого роста в блоке.

Нефтяной и кредитный шок

Последний довоенный уровень Brent составлял \$72,5 (27 февраля). В первую полную неделю марта сорт прибавил 35%, наибольший недельный рост с начала торгов фьючерсами в 1983 году. К 20 марта Brent достиг \$112 после объявления форс-мажора в Ираке и атак на нефтеперерабатывающие мощности Кувейта, спотовый Dated Brent в отдельные сессии превышал \$140. Апрельский пик пришелся на \$118 при внутрисдневном максимуме \$126. К 24 июня, после возобновления танкерного трафика, котировки вернулись к \$73,7, но срыв перемирия в июле вернул рынок в диапазон \$82-97. На 11 августа Brent торгуется около \$88,7.

Как реагировал кредитный рынок

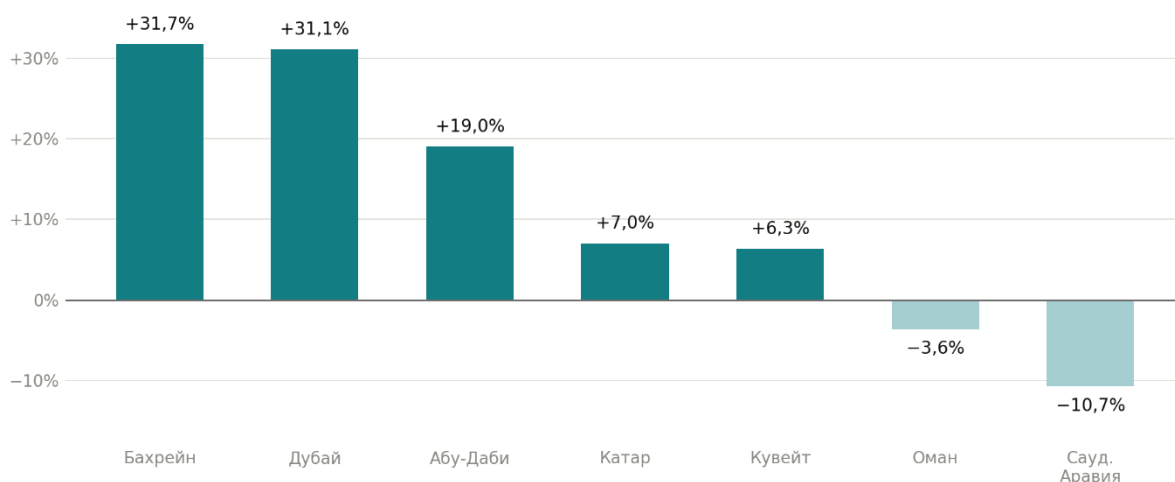
Спреды инвестиционного уровня прошли полный цикл, спред S&P GCC Bond к казначейским облигациям США расширился примерно со 100 б.п. в конце февраля до 126 б.п. к 23 марта и сузился до 89 б.п. к середине июня. Сукуки инвестиционного уровня двигались схожим образом: около 70 б.п. до войны, порядка 100 б.п. на пике в марте и примерно 67 б.п. к июню, чуть ниже стартового уровня. Спекулятивный сегмент восстановился хуже: около 251 б.п. против 209 б.п. до конфликта.

Внутри GCC выделились три группы. Саудовская Аравия, Кувейт, ОАЭ и Катар в первые недели войны почти не двигались, затем спреды умеренно расширились. Бахрейн сильнее остальных отразил военный риск. Оман стал исключением: его спред не расширился. По абсолютному уровню CDS Оман остается ближе к нижней части блока. Самые низкие уровни у Кувейта и Катара, затем ОАЭ; выше находятся Саудовская Аравия и Оман, отдельно стоит Бахрейн.

Суверен	CDS 5Y, изм. За 2 кв. к марту	Изм. с начала года к дек. 2025	Рейтинги (S&P / Moody's / Fitch)
Саудовская Аравия	-29,9%	-10,7%	A+ / Aa3 / A+
Оман	-29,2%	-3,6%	BBB- / Baa3 / BBB-
Кувейт	-23,1%	+6,3%	A+ / A1 / AA-
Катар	-45,7%	+7,0%	AA / Aa2 / AA
Абу-Даби	-37,2%	+19,0%	AA / Aa2 / AA
Дубай	-32,1%	+31,1%	рейтингуется не всеми
Бахрейн	-21,3%	+31,7%	B+ / B2 / B+

Источник: Markaz, обзор рынка облигаций и сукук GCC за 1 полугодие 2026 года.

Изменение 5-летних суверенных CDS к концу 1 полугодия 2026 года, база: декабрь 2025



Почему Оман оказался исключением

S&P в своем мартовском отчете назвал Оман единственным государством Залива, чей углеводородный экспорт не зависит от Ормуза. Дукм, Мина-эль-Фахаль и Салала имеют прямой выход в Аравийское море. Удары беспилотников в начале марта ненадолго приостановили работу Салалы, но нарушения удалось локализовать, а экспорт нефти и газа с 28 февраля не прерывался. При фактическом закрытии пролива оманская нефть торговалась примерно с премией \$50 к Brent и к концу марта достигала около \$158 за баррель. Премия наглядно показывает ценность маршрута: баррель с гарантированным выходом на мировой рынок стоил заметно дороже барреля, запертого внутри Залива.

Катар проводит через Ормуз около 93% экспорта СПГ, трубопроводной альтернативы нет, сухопутный обход ограничен. QatarEnergy остановил добычу СПГ 2 марта и через два дня объявил форс-мажор. Ирак также вводил форс-мажор, часть судов простаивала в ожидании страхового покрытия. Саудовская Аравия нарастила использование Ямбу и выхода к Красному морю, но часть ее энергетической инфраструктуры пострадала от ударов.

Оман получил военную премию в цене при сохранении экспортного маршрута. Для GCC такое сочетание оказалось уникальным.

Война повысила политический вес Омана. Маскат граничит с Ормузом и сохраняет рабочие отношения с Тегераном, что усилило его посредническую роль. Исламабадский меморандум от 17 июня, 14 пунктов с шестидесятидневным окном на полноценное соглашение, стал первым механизмом прекращения войны. К началу августа Иран и Оман согласовали схему движения судов: входящий трафик через иранские воды, исходящий через оманские, с совместным координационным центром. Для Омана это дополнительное преимущество, которое рейтинговая шкала почти не отражает.

Фискальная сторона

Бюджет Омана на 2026 года сверстан при нефти по \$60 за баррель с дефицитом RO 530 млн, или 1,3% ВВП; точка безубыточности находится около \$65,5. При \$70 бюджет выходит в профицит примерно на 1% ВВП. С начала конфликта цены на нефть значительно превышали этот уровень.

S&P ожидает сохранения профицита бюджета и внешнего счета в 2026 году. На углеводороды приходится около 60% товарного экспорта и 70% бюджетных доходов. Ликвидные государственные активы превышают 40% ВВП, валютные резервы близки к 20% ВВП, чистая позиция государства остается положительной, а госдолг, по оценке агентства, снизится с нынешних 36% ВВП до 31% к 2029 году против 68,8% в 2020-м.

Показатель	Оман	Ориентир по блоку
Изменение CDS 5Y за войну	не расширился	ядро GCC слегка шире, Бахрейн заметно шире
Точка безубыточности бюджета	~\$65,5	Кувейт ~\$55, ОАЭ ~\$65, Сауд. Аравия ~\$80, Бахрейн ~\$110
Госдолг к ВВП, оценка 2026	~36%	ниже 40% у всех, кроме Бахрейна (133%)
Прогноз роста ВВП на 2026, МВФ	+3,5%	Сауд. Аравия +3,1%, ОАЭ +3,1%, Бахрейн, Кувейт и Катар в минусе
Доля в первичке GCC, 1П26	1,8% (\$1,8 млрд)	Сауд. Аравия 48,0%, ОАЭ 24,8%
Экспорт относительно Ормуза	вне пролива	через пролив у всех, обход у ОАЭ частичный
Рейтинги	BBB- / Baa3 / BBB-	Абу-Даби и Катар AA, Бахрейн B+

Источники: S&P Global Ratings, МВФ (апрель 2026, через Middle East Council on Global Affairs), Markaz, Минфин Омана.

По апрельским оценкам МВФ Оман показывает лучший результат в блоке (+3,5%), тогда как Бахрейн, Кувейт и Катар уходят в сокращение. Собственная оценка S&P консервативнее (1,4% в 2026 году со средним 2,3% в 2027-2029), поскольку агентство закладывает торможение нефтефтяных отраслей.

Где ошиблась большая тройка рейтинговых агентств

Агентства недооценили продолжительность конфликта. В марте базовые сценарии предполагали короткую войну; к августу она идет шестой месяц, апрельское перемирие распалось, июньский меморандум не выполнен, удары США возобновлялись в июле. Это меняет оценки бюджета, экспорта и потребности GCC в заимствованиях.

При том, что 27 марта S&P само перечислило преимущества Омана, рейтинговое решение осталось прежним. Агентство отметило экспорт вне Ормуза, непрерывные поставки, нефтяную премию, профицит бюджета и внешнего счета, снижение долга. Но рейтинг сохранился, BBB- со стабильным прогнозом, на пять-шесть ступеней ниже Абу-Даби и Катара с AA.

Рынок оценил изменения иначе, у Омана соотношение спреда к волатильности ниже, чем у ОАЭ и Саудовской Аравии, несмотря на более низкий рейтинг. Часть спроса на долг GCC поддерживают азиатские институциональные инвесторы, сильнее ориентированные на рейтинговую шкалу. Рейтинги Омана менялись с заметным лагом и раньше. После двух понижений Fitch в 2020 году возврат к инвестиционному уровню занял годы: S&P вернуло BBB- в 2024 году, Moody's Baa3 в 2025-м, Fitch BBB- только в декабре 2025 года.

Конечно, кредитный рейтинг не прогнозирует CDS. Но как инструмент сравнения риска внутри GCC во время войны шкала сработала плохо: несколько ступеней рейтинговой разницы не описали поведение спредов после закрытия пролива.

Как инвесторы пересматривали взгляд на Оман

VanEck, крупная американская управляющая компания с активами порядка \$199 млрд и отдельной командой по долговым бумагам развивающихся стран, показали, как западный инвестор переоценивал риск GCC по ходу войны. До 28 февраля фонд держал пониженную экспозицию по региону. 11 марта VanEck дополнительно сократил позиции по Заливу, а к 10 апреля вышел из региона и перераспределил средства в сырьевых экспортерах Латинской Америки и Африки южнее Сахары.

В апреле позиция по Оману изменилась. В публикации от 13 мая VanEck сообщил об увеличении вложений в оманский суверенный долг в твердой валюте и назвал страну наименее подверженной геополитическому риску в регионе. При этом к августу фонд сохранял пониженную экспозицию по GCC в целом. На переоценку Омана ушло около шести недель. VanEck сохранил осторожный взгляд на Залив, но выделил Маскат из общей группы после того, как его преимущества проявились в экспортных потоках и ценах активов. Старое восприятие страны с долгом около 70% ВВП и рейтингом глубоко ниже инвестиционного уровня менялось медленнее фундаментальных показателей.

Рынок выдержал военный шок

Долговой рынок GCC составляет около \$1,2 трлн, из них примерно \$750 млрд приходится на бумаги в твердой валюте и около \$450 млрд на локальный долг. Суверенные и квазисуверенные выпуски GCC занимают 14-16% JPMorgan EMBI Global Diversified, крупнейшего индекса долга развивающихся стран. По размеру этот блок сопоставим со всеми суверенными заемщиками инвестиционного уровня Латинской Америки вместе взятыми.

Первичный рынок продолжал работать всю войну. За I полугодие объем размещений достиг \$102,7 млрд против \$96,4 млрд годом ранее. Число сделок сократилось примерно на треть, но средний размер выпуска вырос с \$406,8 млн до \$637,8 млн. Даже Бахрейн разместил \$1 млрд под ставку около 7,5%, причем спрос превысил объем предложения.

Внутри этого крупного и ликвидного рынка Оман по-прежнему выглядит недооцененным. Инвесторы постепенно учитывают устойчивость его экспортных маршрутов, улучшение государственных финансов и возросший политический вес, но переоценка еще не завершена. Оманский долг сохраняет потенциал для дальнейшего сужения спредов относительно более высокорейтинговых заемщиков Залива.



TENÍZ CAPITAL

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

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Костанай, пр. Абая, 101,
ЖК Жана Кала

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