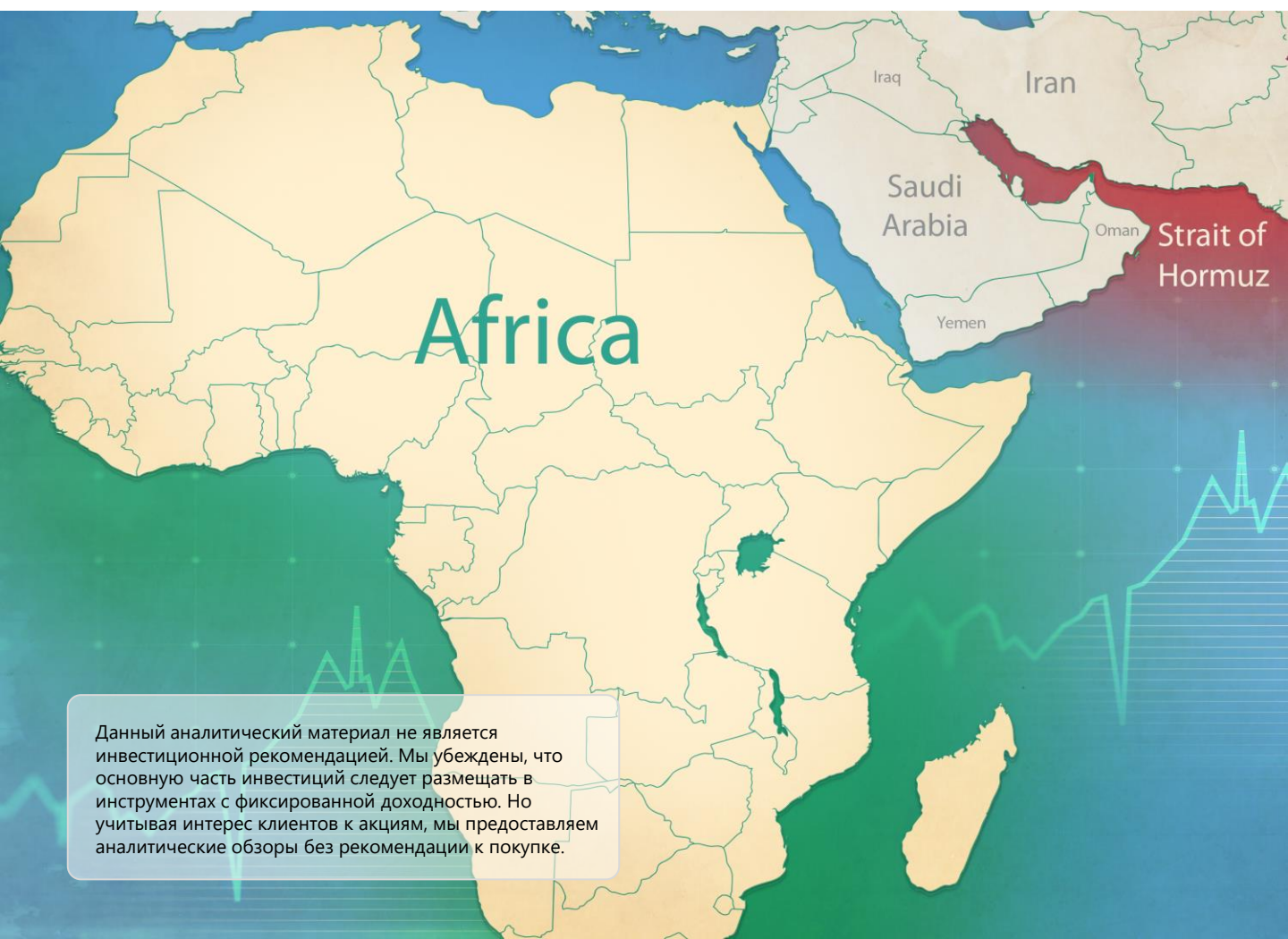




TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Африканские еврооблигации на фоне кризиса Ормуза: кто выигрывает от перенаправления морских маршрутов



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.



Африканские еврооблигации на фоне кризиса Ормуза: кто выигрывает от перенаправления морских маршрутов

Кризис в Ормузском проливе, закрытом с 28 февраля 2026, перенаправил значительную часть глобального морского трафика на маршрут вокруг мыса Доброй Надежды. Это создает точечную возможность в африканских суверенных еврооблигациях: несколько стран, расположенных на альтернативном маршруте, получают прямую или косвенную выгоду от роста транзита, бункеровки и портовых доходов, а экспортеры нефти дополнительно выигрывают от цен выше \$100 за баррель.

Африку в данном случае нельзя рассматривать как единый кредитный блок. Эффект от перенаправления торговых потоков распределяется по континенту крайне неравномерно. Египет, крупнейший африканский эмитент еврооблигаций, выглядит одним из основных проигравших, поскольку выпадение доходов Суэцкого канала ухудшает внешнюю ликвидность и ослабляет кредитный профиль. Ангола и ЮАР, напротив, выглядят устойчивее, как в абсолютном выражении, так и относительно сопоставимых ЕМ эмитентов. Именно эта внутренняя дисперсия, а не широкая ставка на Африку как класс активов, и формирует инвестиционную логику.

Масштаб перенаправления: что происходит с глобальными морскими маршрутами

Ормузский пролив до кризиса пропускал ~20 млн баррелей нефти и нефтепродуктов в сутки, что составляет примерно 25% мировой морской нефтяной торговли и ~20% глобального потребления жидких углеводородов (EIA, IEA). Через пролив также шло ~20% мировой торговли сжиженным газом (~112 млрд куб. м в 2025 году, преимущественно из Катар). Альтернативные трубопроводные мощности в обход Ормуза (саудовский Petroline и ADCOP ОАЭ) позволяют перенаправить лишь 3,5-5,5 млн барр./сут., то есть менее четверти нормального потока.

С 28 февраля 2026 танкерный трафик через пролив обрушился практически до нуля. Крупнейшие контейнерные перевозчики (Maersk, CMA CGM, Hapag-Lloyd, MSC) приостановили все рейсы через Ормуз и Красное море, переведя суда на маршрут через мыс Доброй Надежды. Нефть Brent достигала \$141 за баррель на спотовом рынке 2 апреля, что стало максимумом с 2008 года. После объявления двухнедельного перемирия 8 апреля фьючерсы откатились к ~\$97, однако перемирие обе стороны характеризуют как хрупкое (Иран уже 9 апреля обвинил США в нарушении условий).

Это не первый эпизод перенаправления. Предыдущая фаза (атаки хуситов в Красном море, 2024 год) уже продемонстрировала масштаб эффекта. По данным UNCTAD и Всемирного банка, к февралю 2024 года контейнерный тоннаж через Суэц упал на 82%, а тоннаж через мыс Доброй Надежды вырос на 60%; к середине 2024 тоннаж через Суэц оставался на 70% ниже нормы, при этом заходы судов у мыса увеличились на 89%, а заходы контейнеровозов в порты ЮАР выросли на 328%. Средняя дистанция для грузовых судов, ранее следовавших через Красное море, увеличилась на 48%, для танкеров на 38%, время в пути выросло на 45% и 28% соответственно. Текущий кризис Ормуза наслаивается на эту и без того стрессовую среду, в которой Суэцкий канал так и не восстановил нормальные объемы (тоннаж оставался на 70% ниже уровня 2023 года к маю 2025 по оценке UNCTAD).

Африканские порты: кто может абсорбировать дополнительный трафик

Маршрут через мыс проходит вдоль восточного побережья Африки (Кения, Танзания, Мозамбик), огибает южную оконечность (ЮАР) и поднимается по западному побережью (Намибия, Ангола). Суда, следующие этим маршрутом, нуждаются в бункеровке (заправке топливом), пополнении запасов, мелком ремонте и перевалочных услугах. Однако выигрывают не побережья как таковые, а конкретные порты с достаточной мощностью и инфраструктурой.

Порт	Пропускная способность (2025)	Ключевые характеристики	Источник
Дурбан (ЮАР)	Почти половина контейнерного объема ЮАР	Якорный контейнерный узел. Реформа Pier 2 (концессия ICTSI с Transnet) повышает эффективность	Transnet
Кейптаун (ЮАР)	—	Прямо на маршруте. Бункеровка, ремонт, смена экипажей	Transnet
Момбаса (Кения)	45,45 млн тонн, 2,11 млн TEU (рекорд)	Ворота для Уганды, Руанды, ДРК. Расширение причалов добавит 1,4 млн TEU	KPA
Мапуту (Мозамбик)	32 млн тонн (рекорд) ¹	Часть грузов уже перенаправлена из ЮАР	portmaputo.com
Уолфиш-Бей (Намибия)	~750 тыс. TEU, ~10 млн тонн наливных ¹	Хорошее расположение на Южно-Атлантическом участке	NamPort
Дар-эс-Салам (Танзания)	~14,1 млн тонн сухих + ~6 млн тонн наливных ¹	Обслуживает ~95% внешней торговли Танзании	TPA
Лобиту (Ангола)	Порт + ж/д коридор 1 300 км	Кредит DFC \$553 млн + DBSA \$200 млн. Целевая мощность 4,6 млн тонн/год	DFC, декабрь 2025

¹ Данные с сайтов операторов портов.

Reuters (март 2026) подтвердил всплеск спроса на бункеровку вдоль африканского побережья. При этом Transnet (ЮАР) отметил, что на начало марта рост судозаходов пока не перешел в устойчивый всплеск, что указывает на задержку между перенаправлением маршрутов и фактическим ростом портовых доходов.

Как перенаправление влияет на кредитоспособность суверенов

Для инвестора в еврооблигации важно не то, растут ли портовые обороты, а то, транслируется ли это в улучшение платежного баланса, фискальных показателей и способности обслуживать долг. Эффект неоднороден:

Экспортеры нефти (Ангола, Республика Конго): двойной позитив. Рост цен на нефть напрямую улучшает фискальные доходы и текущий счет. Портовая и коридорная инфраструктура дополнительно привлекает стратегические инвестиции. Ангола при Brent выше \$100 генерирует профицит текущего счета и наращивает резервы.

Нетто-импортеры с крупными портами (ЮАР, Кения): смешанный эффект. Рост счета за импорт нефти ухудшает текущий счет и подстегивает инфляцию, но инкрементальные портовые доходы и перевалка частично компенсируют. ЦБ Кении 8 апреля 2026 прямо пересмотрел прогноз дефицита текущего счета на 2026 год с 2,2% до 3,0% ВВП из-за роста цен на нефть, одновременно поставив на паузу цикл снижения ставок.

Египет: однозначный проигравший. Суэцкий канал, один из главных источников валютной выручки, потерял кумулятивно ~\$10 млрд с 2020 года (по заявлению президента Сиси, март 2026). Доходы канала рухнули с \$10,2 млрд (2023) до ~\$4 млрд (2024), начали восстанавливаться в начале 2026, затем вновь пострадали. Портфельные инвесторы вывели ~\$6 млрд с начала кризиса (Chatham House). Проценты по долгу поглощают ~83% налоговых доходов. Бюджет 2026 заморожен.

Макроэкономические якоря ключевых эмитентов (МВФ, апрель 2026):

Страна	Рейтинг	Текущий счет / ВВП	Резервы (мес. импорта)	Долг / ВВП	Позиция по нефти
Ангола	B-	+0,9% (2025)	7,1	~60%	Экспортер
ЮАР	BB-	-1,0 to -1,3% (2024) ²	~5-6	77%	Импортер, бенефициар портов
Кения	B	пересмотр до -3,0% (2026)	5,7 (\$13,4 млрд)	~70%	Импортер, порт Момбаса
Египет	B	-4,2%	под давлением	~92%	Импортер, теряет Суэц

² МВФ 2025 Article IV, февраль 2026. Дефицит в I-III кв. 2024 составлял ~1,0%, за полный 2024 год оценен в -1,3%.

Какие облигации могут вызвать интерес инвесторов

Ниже представлены выпуски еврооблигаций для стратегии покупки и удержания с горизонтом 3-6 месяцев. Доходности указаны на последнюю доступную дату из публичных источников (до начала кризиса); текущие рыночные уровни требуют уточнений

Ангола: наиболее интересная история

Ангола является наиболее привлекательной историей в данном сценарии. Нефтеэкспортер с фискальным порогом безубыточности ~\$60-65 за баррель. При текущих ценах (\$97-100+) текущий счет в профиците, резервы растут, долговая нагрузка стабилизируется. Коридор Лобиту (кредит \$753 млн от DFC и DBSA, целевая мощность 4,6 млн тонн, снижение транспортных издержек на 30%) привлекает стратегический интерес США и усиливает инвестиционный нарратив.

Выпуск	Купон	Погашение	Доходность (докризисная)	Объем	Рекомендация
ANGOLA 8.25% 2028	8,25%	май 2028	~10-11% ³	\$1,75 млрд	Короткий участок кривой. Приближение к погашению при стабильной нефти поддерживает цену.
ANGOLA 8.75% 2032	8,75%	апр 2032	~9,86% (окт '25) ³	\$1,0 млрд	Основной выпуск для покупки. Бенчмарк кривой. До кризиса торговался на минимумах доходности с февраля 2023. Текущие уровни, вероятно, выше на 150-250 б.п. из-за общего расширения спредов, что создает точку входа.
ANGOLA 10.95% 2030	10,95%	дек 2030	~11-12% ³	\$1,2 млрд	Высокий купон, привлекательный текущий доход. Размещен в декабре 2024 через структуру с JPMorgan.
ANGOLA 9.125% 2049	9,125%	ноя 2049	~11,35% (янв '25) ³	—	Длинный конец кривой. Максимальная чувствительность к улучшению кредитного восприятия, но и максимальный риск при развороте нефти.

³ Доходности до начала кризиса (28 февраля 2026). Текущие рыночные уровни требуют уточнения через Bloomberg/Refinitiv

Что может пойти не так: Ангола зависит от нефти на ~90% экспорта. При быстром разрешении кризиса и падении Brent ниже \$75 тезис разворачивается. Облигации Анголы являются высокодоходными инструментами с повышенной волатильностью, корреляция с глобальным аппетитом к риску высокая.

ЮАР: ликвидная защитная позиция

ЮАР предлагает наиболее ликвидную кривую еврооблигаций в Африке и относительную защищенность в сегменте BB-. Порты Дурбана, Кейптауна и Ричардс-Бей напрямую расположены на маршруте через мыс. Реформа терминала Pier 2 в Дурбане (концессия ICTSI) повышает шансы на реальную монетизацию дополнительного трафика. Макроэкономическая основа лучше большинства африканских аналогов: дефицит текущего счета умеренный, резервы адекватны (99% показателя АРА МВФ на конец 2025), инфляционное таргетирование с новой целью 3% работает.

Основное ограничение: ЮАР является нетто-импортером нефти (~\$15-18 млрд в год). Более высокие цены Brent расширяют торговый дефицит, ослабляют ранд и ограничивают пространство для снижения ставок SARB (центральный банк удержал ставку в марте, сигнализируя о возможности повышения).

Выпуск	Купон	Погашение	Спред (оценка)	Рекомендация
SOAF 5.875% 2032	5,875%	апр 2032	~300-350 б.п. над UST³	Основной выпуск. Наиболее ликвидная точка кривой. Спред предлагает премию за страновой риск при относительно устойчивом макро.
SOAF 7.3% 2052	7,30%	апр 2052	~350-400 б.п. над UST ³	Высокий купон. Привлекателен для портфелей с аппетитом к дюрации.
SOAF 5.75% 2049	5,75%	сен 2049	~350-400 б.п. над UST ³	Альтернатива длинному концу с меньшим купоном.

Ценность ЮАР в данном сценарии состоит не в абсолютном сужении спредов, а в относительной устойчивости на фоне более уязвимых эмитентов. Еврооблигации ЮАР с рейтингом BB- являются естественным местом парковки капитала для управляющих, выходящих из ближневосточного и азиатского сегментов развивающихся рынков.

Кения: точечный интерес

Момбаса обработала рекордные 45,45 млн тонн и 2,11 млн TEU в 2025 году, обслуживая не имеющие выхода к морю Уганду, Руанду, Бурунди и восточную часть ДРК. Расширение причалов 19В, 23 и 24 добавит 1,4 млн TEU мощности. Кения агрессивно управляет долговым профилем: в феврале 2026 разместила \$2,25 млрд двумя траншами (7 лет по 7,875% и 12 лет по 8,7%), одновременно выкупив \$415 млн старых выпусков 2028 и 2032 годов. Это четвертая операция обратного выкупа за два года. Moody's повысило рейтинг до В3/стабильный.

Ограничение: нетто-импортер нефти. ЦБ Кении 8 апреля 2026 поставил на паузу снижение ставок (удержав 8,75% после 10 последовательных снижений), пересмотрел прогноз дефицита текущего счета до 3,0% ВВП и снизил прогноз роста до 5,3%. Портовые доходы Момбасы сами по себе не компенсируют рост счета за импорт нефти.

Выпуск	Купон	Погашение	Доходность	Рекомендация
KENINT 7.875% 2034 (новый)	7,875%	2032-34 (аморт.)	7,875% при размещении (фев '26)	Предпочтительный выпуск. \$900 млн, свежее размещение, хорошая ликвидность. Амортизирующая структура снижает риск рефинансирования.
KENINT 8.7% 2039 (новый)	8,70%	2037-39 (аморт.)	8,70% при размещении	\$1,35 млрд. Более длинный, более высокий купон. Для инвесторов с длинным горизонтом.
KENINT 8.25% 2048	8,25%	фев 2048	~10,1-10,3% (фев '25) ³	Максимальная дюрация. Наиболее чувствителен к изменениям ставок.

Кения подходит не как ставка на маршрут через мыс, а как кредит с улучшающимся долговым управлением, который может повести себя лучше более слабых импортеров энергии (Тунис, Пакистан) в текущих условиях.

Чего избегать

Египет: негативная кредитная динамика

Египет является крупнейшим африканским эмитентом еврооблигаций (22 активных выпуска, ~\$29 млрд в обращении), но в текущем сценарии он наиболее уязвим. Все каналы передачи шока работают против него:

- Суэцкий канал теряет трафик при перенаправлении на юг (кумулятивные потери ~\$10 млрд с 2020)
- Нетто-импортер нефти; расходы на энергию растут
- Поставки катарского СПГ нарушены, израильский газ приостановлен
- Портфельные инвесторы вывели ~\$6 млрд с начала кризиса (Chatham House)
- Импорт упал на ~70%, таможенные и налоговые доходы сократились с ~\$450 млн до ~\$125 млн в месяц
- Правительство заморозило исполнение бюджета 2026
- Проценты по долгу поглощают ~83% налоговых доходов, долг/ВВП ~92%, потребность в валютном финансировании ~\$25-30 млрд в год

Программа МВФ (\$8 млрд) создает нижнюю границу, но не решает структурных проблем. Трубопровод SUMED и рост цен на удобрения/алюминий дают частичные компенсации, однако общий эффект решительно негативен. Ожидаемое расширение спредов: 150-300 б.п. при сохранении кризиса до третьего квартала.

Также избегать:

- Сенегал (спреды ~1 300 б.п., единственный distressed кредит в SSA, Qantara AM)
- Эфиопия (реструктуризация еврооблигаций отклонена официальными кредиторами в январе 2026)
- Мозамбик (порт Мапуту выигрывает, но долг/ВВП ~91%, дефицит текущего счета ~13%, суверенный баланс слишком слаб для покупки облигаций)

Основные риски

- Быстрое разрешение конфликта.** Если перемирие удержится и Ормуз откроется, Brent возвращается к \$70-80, и нефтяной тезис Анголы разворачивается. Naraq-Lloyd оценивает срок нормализации судоходного трафика в ~2 месяца даже после прекращения огня. Перемирие от 8 апреля обе стороны характеризуют как хрупкое.
- Общее бегство от риска.** При масштабной распродаже на развивающихся рынках (по образцу 2008 или 2022 года) все африканские облигации дешевеют вне зависимости от фундаментальных показателей. Корреляция приближается к 1 в период кризиса.
- Разрушение спроса на нефть.** МЭА предупредило, что кризис может оказаться тяжелее нефтяных шоков 1970-х. Глобальная рецессия, вызванная ценами выше \$120, уничтожит спрос и в итоге обрушит нефть, убрав основу кредитного улучшения Анголы.
- Ограничения портовых мощностей.** Transnet (ЮАР) признает хронические проблемы с эффективностью. TNPA отметила, что к началу марта перенаправление еще не транслировалось в устойчивый рост судозаходов. Инвестиционный нарратив может опережать реальный экономический эффект.
- Инфляционный шок.** Даже для бенефициаров рост цен на нефть означает удорожание топлива, ослабление валют (ранд, кенийский шиллинг) и ужесточение денежной политики. ЦБ Кении уже на паузе, SARB сигнализирует готовность к повышению ставок.

Сводная оценка

Оценка	Страна	Выпуск	Купон	Погашение	Обоснование
Наиболее интересно	Ангола	ANGOLA 8.75% 2032	8,75%	апр 2032	Базовый выпуск кривой. Нефтеэкспортер при Brent >\$100. Инфраструктурная поддержка через коридор Лобиту. Текущие доходности, вероятно, в области 11-12%, что предполагает привлекательную текущую доходность и потенциал сужения спредов.
Наиболее интересно	Ангола	ANGOLA 10.95% 2030	10,95%	дек 2030	Высокий купон, среднесрочное погашение. Привлекательная текущая доходность при умеренной дюрации.
Заслуживает внимания	ЮАР	SOAF 5.875% 2032	5,875%	апр 2032	Наиболее ликвидная точка кривой. Относительная устойчивость в сегменте BB-. Привлекателен для диверсификации портфеля на фоне ухудшения кредитного качества у более слабых эмитентов.
Точечный интерес	Кения	KENINT 7.875% 2034	7,875%	2032-34	Свежее размещение, хорошая ликвидность. Активное управление долговым профилем снижает риск рефинансирования.
Повышенные риски	Египет	Все выпуски	—	—	Фундаментальное ухудшение по всем каналам. Вероятно дальнейшее расширение спредов.



Горизонт: 3-6 месяцев. Тезис обусловлен продолжительностью кризиса Ормуза. Быстрое разрешение (открытие пролива во втором квартале) сворачивает нефтяную составляющую. Затяжное нарушение (6-12 месяцев) усиливает позиции бенефициаров. Ключевые индикаторы для мониторинга: статус перемирия, кривая Brent, данные по пропускной способности портов ЮАР и Момбасы, решения ЦБ Кении и SARB по ставкам.

Инвестиционная записка. Не является индивидуальной рекомендацией. Данные на 9 апреля 2026. Докризисные доходности указаны по публичным источникам; текущие рыночные уровни требуют уточнения через торговую платформу. Источники: МЭА, EIA, UNCTAD, Всемирный банк, МВФ, Bloomberg, Reuters, JPMorgan, Goldman Sachs, Qantara AM, КРА, DFC, ЦБ Кении, Chatham House, Cbonds.



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

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

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

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment