

# Ożywienie na rynku *sukuk* szansą na dywersyfikację gospodarczą państw regionu Zatoki Perskiej

KATARZYNA CZUPA

## SUMMARY

### **SUKUK MARKET RECOVERY AS AN OPPORTUNITY TO FACILITATE ECONOMIC DIVERSIFICATION OF THE GULF COUNTRIES**

*The paper addresses the problem of development of sukuk market. As it is explained, the negative correlation between the prices of crude oil and the global value of issued sukuk has been negated during the latest crisis on the commodity market. In spite of the recent slump in the Islamic bond market, the recovery of oil prices bodes well for the growth of the sukuk issuance in the next few years, including 2017, and may facilitate diversification programmes implemented by the Gulf economies.*

Wbrew oczekiwaniom załamanie na rynku ropy naftowej nie tylko nie pociągnęło za sobą rozwoju rynku sukuk, lecz także doprowadziło do spadku liczby i wartości emisji. Jednak z końcem 2016 r. sytuacja na rynku surowców uległa stabilizacji – w minionym roku cena ropy naftowej wzrosła dwukrotnie. Obserwowane odbicie może oznaczać koniec stagnacji na rynku obligacji muzułmańskich oraz wspomóc realizację procesu dywersyfikacji gospodarczej państw regionu Zatoki Perskiej.

### Rynek sukuk stanął w miejscu

Dwa lata temu analitycy finansowi wskazywali, że w związku z załamaniem cen ropy naftowej rynek *sukuk* (muzułmańska odmiana obligacji) powinien doświadczyć dynamicznego rozwoju. W lutym 2016 r. cena ropy naftowej spadła do 26 dolarów za baryłkę. Był to najniższy poziom od ponad 15 lat. Kryzys cen surowca oznaczał drastyczne zmniejszenie przychodów z sektorów wydobywczego i rafineryjnego państw eksporterów, w tym przede wszystkim krajów członkowskich Rady Współpracy Zatoki (RWZ), która zrzesza Arabię Saudyjską, Bahrajn, Katar, Kuwejt, Oman i Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA); Iranu i w pewnym stopniu Malezji. To właśnie te kraje stanowią główne centra finansów muzułmańskich, w tym rynku *sukuk*.

W ocenie ekspertów [1] spadek przychodów z eksploatacji złóż ropy naftowej, które są jednym z najbardziej istotnych źródeł przychodów budżetowych, miał skłonić kraje eksportujące surowiec, w tym przede wszystkim kraje RWZ, do poszukiwania innych źródeł finansowania wydatków. Wśród nich miały znaleźć się muzułmańskie obligacje. W ostatnich dwóch latach zaobserwowano jednak odwrotny trend – całkowita globalna wartość emisji *sukuk* spadła. W 2015 r. wyniosła ponad 60 mld USD, a w pierwszej połowie 2016 r. niespełna 40 mld USD. Dla porównania, w latach 2010-2014 rocznie emitowano *sukuk* o wartości znacznie przekraczającej 100 mld USD [2].

Teza o negatywnej korelacji cen ropy i wielkości oraz emisji *sukuk* była błędna. Wbrew oczekiwaniom, poszukując alternatywy dla pozyskania finansowania wydatków budżetowych, państwa RWZ nie zwróciły się ku *sukuk*, lecz ku konwencjonalnym instrumentom (obligacjom i kredytom). Jeśli chodzi o te pierwsze, w maju 2016 r. Abu Zabi, jeden z sześciu emiratów ZEA, po raz pierwszy od siedmiu lat zdecydowało się pozyskać środki na konwencjonalnym rynku długu (wartość emisji wyniosła 5 mld USD) [3]. Niespełna

pół roku później Arabia Saudyjska przeprowadziła rekordową emisję rządowych obligacji, której wartość wyniosła 17,5 mld USD (tym samym to państwo po raz pierwszy sprzedało konwencjonalne obligacje na rynku międzynarodowym) [4].

Okazało się, że *sukuk* nie jest najlepszą receptą na szybki spadek środków budżetowych. W czasie gdy sytuacja finansów publicznych drastycznie się pogarsza, najlepiej korzystać z prostych rozwiązań, a *sukuk* do nich nie należy. Proces przygotowania dokumentacji niezbędnej do emisji jest niezwykle pracochłonny, bowiem konieczne jest określenie aktywa, które stanowi podstawę *sukuk*, oraz relacji między wszystkimi zaangażowanymi stronami. Jest to tym trudniejsze, że finanse muzułmańskie borykają się z problemem braku standaryzacji stosowanych instrumentów. Także samo uplasowanie emisji (znalezienie nabywców na wyemitowane papiery wartościowe) nie jest łatwe – *sukuk* jest postrzegany jako instrument egzotyczny i trudniej znaleźć na niego nabywców niż na tradycyjną obligację.

Czynnikiem, który mimo tego, że nie jest związany z rynkiem surowców, również zaciążył na rynku muzułmańskich obligacji, jest zakończenie procesu luzowania ilościowego (działalność banku centralnego polegająca na zwiększeniu płynności na rynku międzybankowym) w Malezji. Ten kraj ma największy udział w rynku *sukuk* – w 2015 r. Malezja była odpowiedzialna za ponad 50% wartości emisji [5]. Dwa lata temu Bank Negara Malaysia (malezyjski bank centralny) podjął decyzję o zaprzestaniu emisji krótkoterminowego *sukuk*, którego celem było zwiększenie płynności na rynku oraz stymulacja gospodarki. W

*Wbrew oczekiwaniom, poszukując alternatywy dla pozyskania finansowania wydatków budżetowych, państwa RWZ nie zwróciły się ku sukuk, lecz ku konwencjonalnym instrumentom (obligacjom i kredytom).*

2014 r. wartość malezyjskich obligacji muzułmańskich wyniosła 10 mld USD, z czego większość stanowiły papiery trzymiesięczne, sprzedawane w ramach wspomnianego programu [6]. Mając na względzie wielkość globalnego rynku, jasne jest, że udział malezyjskich papierów krótkoterminowych w rocznej wartości emitowanych *sukuk* był więcej niż znaczny.

### Wzrost cen ropy to wentyl bezpieczeństwa

Miniony rok przyniósł stopniową poprawę sytuacji na rynku ropy naftowej. Normalizacja cen ropy powinna pociągnąć za sobą ożywienie na rynku *sukuk*, bowiem, jak pokazały ostatnie dwa lata, to nie presja cięcia wydatków, lecz swoboda kształtowania budżetu państwa i planowania inwestycji sprzyja emisjom.

Co istotne, wzrost cen ropy nie rozwiązał podstawowego problemu państw RWZ – dywersyfikacji

*Sytuacja panująca na rynku muzułmańskich obligacji jest w znacznym stopniu uzależniona od koniunktury na rynku ropy naftowej. Wbrew temu, co wcześniej przewidywano, ta korelacja ma charakter negatywny, bowiem spadek cen ropy naftowej istotnie zahamował proces emisji sukuk.*

gospodarki. W kwietniu 2016 r. Arabia Saudyjska opublikowała dokument „Vision 2030”. Jest to kolejny plan uniezależnienia gospodarki od dochodów z ropy naftowej, jednak od poprzednich różni go to, że jest naprawdę szeroko zakrojony. Zakłada m.in. rozwój energii odnawialnej, infrastruktury cyfrowej i tradycyjnej

oraz przedsiębiorstw wytwarzających sprzęt przemysłowy. Arabia Saudyjska ma również stać się centrum logistycznym w regionie [7]. Podobne plany mają pozostałe państwa RWZ. Muzułmańskie obligacje bez wątplenia mogą wspomóc próby uniezależniania się od przychodów z sektora wydobywczego – ważne, by proces ten dobrze zaplanować. Normalizacja sytuacji na rynku surowców dała państwom RWZ czas potrzebny na przygotowanie emisji.

*Sukuk* może pomóc także Iranowi. Nieco ponad rok temu USA oraz Unia Europejska zniósł sankcje gospodarcze nałożone na to państwo w związku z niekontrolowanym rozwojem programu nuklearnego [8]. Na skutek wieloletniej izolacji sytuacja gospodarki irańskiej jest bardzo trudna, w związku z czym od zeszłego roku rząd dość aktywnie stara się odbudować nadwątlone relacje handlowe. Konieczna jest też realizacja inwestycji rozwijających m.in. krajową infrastrukturę. Oczywiście dochody czerpane z wydobycia ropy naftowej

stanowią najważniejsze źródło finansowania wydatków, ale w związku z ogromnym rozmiarem potrzeb tego kraju mogą okazać się niewystarczające. Konieczne będzie pozyskanie środków z rynku. W związku z tym, że irański system finansowy podlega w całości prawu szariatu, ewentualne finansowanie planowanych inicjatyw za pomocą obligacji będzie musiało przybrać formę *sukuk*.

### Pozytywne prognozy

Chociaż proces plasowania muzułmańskich obligacji nie przebiega aż tak sprawnie i szybko jak ich tradycyjnych odpowiedników, nabywców na te niekonwencjonalne instrumenty jest wiele. Dla przykładu w marcu ubiegłego roku Indonezja wyemitowała muzułmańskie obligacje warte 2,5 mld USD. Jak podano, zgłoszony popyt ponad trzykrotnie przekroczył wartość oferty [9]. Jeśli chodzi o debiut Wielkiej Brytanii na rynku *sukuk* rządowego, zainteresowanie inwestorów było jeszcze większe – popyt przekroczył podaż ponad 10-krotnie [10]. Te dwa przykłady pokazują, że popyt na te instrumenty jest ogromny, a ograniczona w ostatnich latach podaż tylko go spotęgowała.

Pozytywnie do kwestii ożywienia na rynku *sukuk* odnosi się także agencja ratingowa Moody's, która we wrześniu ub.r. wskazywała, że w 2017 r. powinniśmy spodziewać się zwiększenia liczby i wartości emisji *sukuk* przez podmioty rządowe i korporacyjne, w tym banki [11]. Na korzyść sektora działa przedłużenie programu luzowania ilościowego w strefie euro, które ma potrwać aż do jesieni br. Niskie stopy zwrotu aktywów europejskich skłaniają inwestorów do poszukiwania bardziej atrakcyjnych inwestycji. Wyzwanie może natomiast stanowić zacieśnianie polityki przez amerykański bank centralny, które negatywnie odbije się na wszystkich rynkach wschodzących, a to odnosi się również do instrumentów niekonwencjonalnych.

### Konkluzje

Sytuacja panująca na rynku muzułmańskich obligacji jest w znacznym stopniu uzależniona od koniunktury na rynku ropy naftowej. Wbrew temu, co wcześniej przewidywano, ta korelacja ma charakter negatywny, bowiem spadek cen ropy naftowej istotnie zahamował proces emisji *sukuk*. Stabilizacja na rynku surowców obserwowana od końca 2016 r. może pociągnąć za sobą wzrost zainteresowania muzułmańskimi obligacjami, zwłaszcza w państwach leżących w regionie Zatoki Perskiej (w tym przede wszystkim krajom RWZ oraz Iranowi). Pozytywnym prognozom sprzyjają również

niezaspokojony popyt na muzułmańskie instrumenty dłużne oraz kontynuacja programu luzowania ilościowego przez EBC. Rozwój rynku muzułmańskich obligacji może pomóc państwom regionu Zatoki Perskiej w realizacji planów dywersyfikacji gospodarczej, ponieważ umożliwia pozyskanie niezbędnych środków finansowych z wykorzystaniem narzędzi zgodnych z prawem szariatu.

---

[1] Daria Solovieva, *Get Ready for Corporate Sukuk Boom After Sovereign Rush*, Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-05/get-ready-for-company-boom-after-sovereign-rush-islamic-finance>, data dostępu: 12.01.2017.

[2] S&P Global Ratings, *Islamic Finance Outlook. 2017 Edition*.

[3] <http://gulfnews.com/business/sectors/markets/abu-dhabi-s-5b-bond-issue-oversubscribed-indicating-confidence-1.1824118>, data dostępu: 12.01.2017.

[4] Arif Sharif, *Saudi Arabia issues record £17.5bn of government debt to raise money after oil price slump*, The Independent, <http://www.independent.co.uk/news/business/news/saudi-arabia-raises-175-billion-in-record-sovereign-bond-sale-damaged-public-finances-a7370896.html>, data dostępu: 12.01.2017.

[5] Islamic Financial Services Board, *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016*, [http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20\(final\).pdf](http://www.ifsb.org/docs/IFSI%20Stability%20Report%202016%20(final).pdf), data dostępu: 12.01.2017.

[6] Adam Bouyamourn, *Sukuk issuance falls as Malaysia central bank stops offering short-term Islamic bonds*, <http://www.thenational.ae/business/banking/sukuk-issuance-falls-as-malaysia-central-bank-stops-offering-short-term-islamic-bonds>, data dostępu: 12.01.2017.

[7] *Vision 2030*, Saudi Gazette, <https://english.alarabiya.net/en/perspective/features/2016/04/26/Full-text-of-Saudi-Arabia-s-Vision-2030.html>, data dostępu: 12.01.2017.

[8] *Iran sanctions lifted*, <https://www.ft.com/content/7ca5b856-bc62-11e5-9fdb-87b8d15baec2>, data dostępu: 12.01.2017.

[9] Simon Harvey, Elfie Chew, *Indonesia \$2.5 Billion Dollar Sukuk 3.1 Times Oversubscribed*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-21/indonesia-5-10-year-dollar-sukuk-said-to-price-around-3-7-4-8>, data dostępu: 12.01.2017.

[10] *UK sukuk bond sale attracts £2bn in orders*, <https://www.ft.com/content/7c89467e-fc4e-11e3-98b8-00144feab7de>, data dostępu: 12.01.2017.

[11] Moody's, *Prospects remain robust for Islamic finance despite subdued sukuk issuance*, [https://www.moody.com/research/Moodys-Prospects-remain-robust-for-Islamic-finance-despite-subdued-sukuk--PR\\_355360](https://www.moody.com/research/Moodys-Prospects-remain-robust-for-Islamic-finance-despite-subdued-sukuk--PR_355360), data dostępu: 12.01.2017.



### **Katarzyna CZUPA**

*Pracuje jako młodszy analityk w Analizach Online, gdzie zajmuje się analizą rynku funduszy inwestycyjnych. W okresie od kwietnia do listopada 2016 r. pracowała na stanowisku młodszego analityka w Domu Maklerskim Banku Zachodniego WBK, gdzie była odpowiedzialna za analizy rynkowe oraz wycenę spółek (specjalizacja: banki). Jest również ekspertem CIM ds. Bliskiego Wschodu oraz koordynatorem projektu „Let’s talk about Islamic finance”. W okresie od stycznia 2014 r. do kwietnia 2016 r. pracowała w CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych na stanowisku koordynatora ds. projektów oraz asystenta naukowego. Absolwentka stosunków międzynarodowych Uniwersytetu Warszawskiego. W 2013 roku otrzymała stypendium Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego za wybitne osiągnięcia naukowe.*



**CENTRUM  
INICJATYW  
MIĘDZYNARODOWYCH**

Centrum Inicjatyw Międzynarodowych  
Al. Jerzego Waszyngtona 120/12  
04-074 Warszawa  
[kontakt@centruminicjatyw.org](mailto:kontakt@centruminicjatyw.org)