Алексей БУЛГАКОВ,
кредитный аналитик, ИК «Тройка Диалог»

Сохраняющиеся с начала 2011 года высокие цены на нефть обеспечили в Казахстане, как и в России, рост макроэкономики в 2010–2012 годах. Сейчас ее состояние существенно лучше, чем до кризиса, когда страна чересчур быстро наращивала внешний долг. Экономика уверенно растет, но ее динамика сильно зависит от общемировой конъюнктуры: если ситуация в мире ухудшится, рост замедлится, и по казахстанской экономике это ударит гораздо сильнее, чем по российской, поскольку монетарные власти Казахстана придерживаются политики жесткого регулирования валютного курса. Впрочем, за последние два года Казахстан также почти удвоил международные резервы (по состоянию на конец 2011 года они составляли $84 млрд).

Сага о казахах

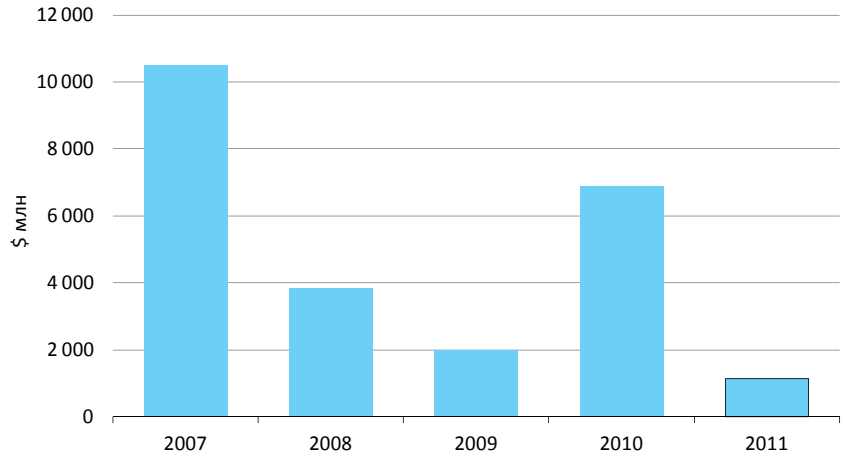
Значимых событий на рынке казахстанских еврооблигаций за последние полтора года не было (естественно, за исключением дефолта БТА Банка и «мирного», для кредиторов, урегулирования конфликта вокруг «Казах Голда»). Интересно, что общий объем новых размещений еврооблигаций за этот период едва превысил $2 млрд по сравнению с $7 млрд в 2010 году. Низкая активность казахских эмитентов на первичном рынке еврооблигаций вызвана несколькими причинами.

• В 2011 году, после четырехлетней стагнации, **активы банковской системы начали расти,** но рост депозитной базы существенно превышает рост ссудных портфелей. Большинство банков значительно увеличили объем ликвидности и ценных бумаг в структуре активов и в течение года боролись с синдромом «избыточной ликвидности», сокращая ставки по всем категориям депозитов и выкупая с рынка собственные долговые бумаги. Рост ликвидности в банковской системе происходит как за счет естественного увеличения денежной базы в процессе экономического роста, так и за счет специфической курсообразующей политики стерилизации притока долларов Национальным банком.

• **Крупнейший казахстанский заемщик, НК «КазМунайГаз»,** существенно сократил объем своих средств на счетах в локальных банках. В течение 2011 года компания обходилась собственными ресурсами и не прибегала к заимствованиям на рынке облигаций. Существенным фактором, поддерживающим ликвидность холдинга, явилось значительное увеличение дивидендных выплат от самого крупного и самого ценного инвестиционного актива компании — 20% в СП «ТенгизШеврОйл». Это СП, эксплуатирующее второе по величине месторождение нефти в СНГ, в 2011 году сгенерировало около $10 млрд свободных денежных потоков (то есть столько же, сколько «ЛУКОЙЛ» и «Роснефть» вместе взятые). Все денежные потоки были распределены между участниками консорциума в виде дивидендов. Доля дивидендов, выплачиваемых НК «КазМунайГаз», увеличилась с $700 млн

Рисунок 1

Объем первичных размещений казахстанских корпоративных еврооблигаций



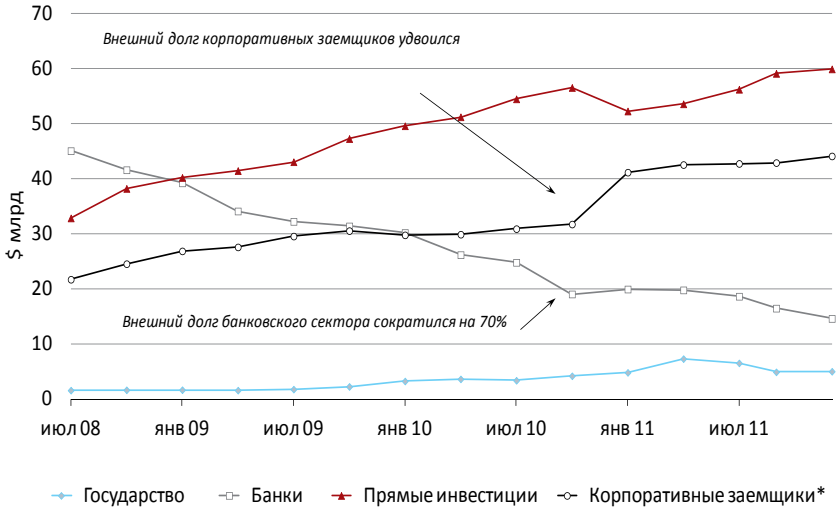
Источник: «Тройка Диалог»

в 2009 году до около $2 млрд в 2011 году. Другие крупные государственные заемщики, такие как Казахстанские железные дороги, напротив, предпочитали брать долгосрочные кредиты в коммерческих банках.

• Поскольку объем зарубежных заимствований, привлекаемых избыточным числом банков, сократился, структура внешнего долга страны заметно улучшилась.

• **Избыточные запасы ликвидности у местных институциональных инвесторов.** Казахстанские пенсионные фонды, как и банки, вносят важный вклад в обеспечение ценовой стабильности еврооблигаций на вторичном локальном рынке, но зачастую этот фактор остается незамеченным. В 2008–2009 годах регуляторы, опасаясь влияния глобальной рыночной нестабильности на финансовую систему страны, существенно ужесточили порядок размещения активов и условия работы с контрагентами для банков, страховых компаний и пенсионных фондов. В результате локальный рынок корпоративного долга (на котором до 2007 года, честно говоря, преобладали «мусорные» облигации) окончательно пересох. Сейчас казахстанские пенсионные фонды держат более половины средств в активах с отрицательной реальной доходностью, таких как суверенные облигации и банковские депозиты. В реальности перечень активов, разрешенных к покупке пенсионными фондами, невелик, и приоритет отдается казахстанским эмитентам. Ежегодный приток средств в пенсионные фонды Казахстана составляет порядка $2.5 млрд. Таким образом, данная категория инвесторов (как, впрочем, и коммерческие банки) обеспечивает естественную поддержку облигациям квазисуверенных заемщиков в периоды рыночной коррекции. Локальный спрос является основной причиной такого феномена, как кривая доходностей НК «КазМунайГаз», находящаяся под кривой доходностей «Газпрома».

• **Возобновление активности на локальном первичном рынке.** Отрицательные в реальном выражении процентные ставки и избыток ликвидности у локальных долгосрочных инвесторов привели к оживлению на локальном рынке облигаций Казахстана, который находился в анабиозе с середины 2007 года. Рынок в состоянии предложить эмитентам достаточно длинные деньги (до семидесяти лет), но, естественно, его глубина существенно меньше, чем на рынках еврооблигаций (или на российском локальном рынке). Дополнительную сложность для эмитентов представляет отсутствие возможности использовать валютный арбитраж при выпусках ло-



* Без учета прямых инвестиций.

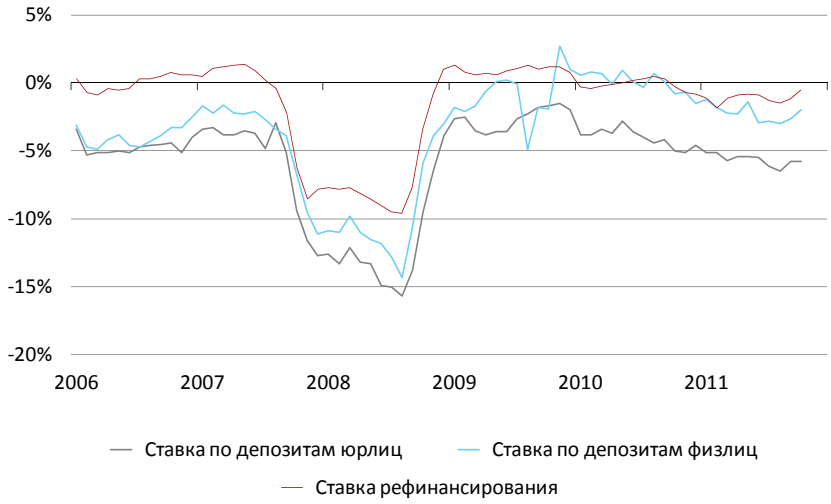
Источники: Нацбанк Казахстана, «Тройка Диалог»

Рисунок 2

Внешний долг Казахстана

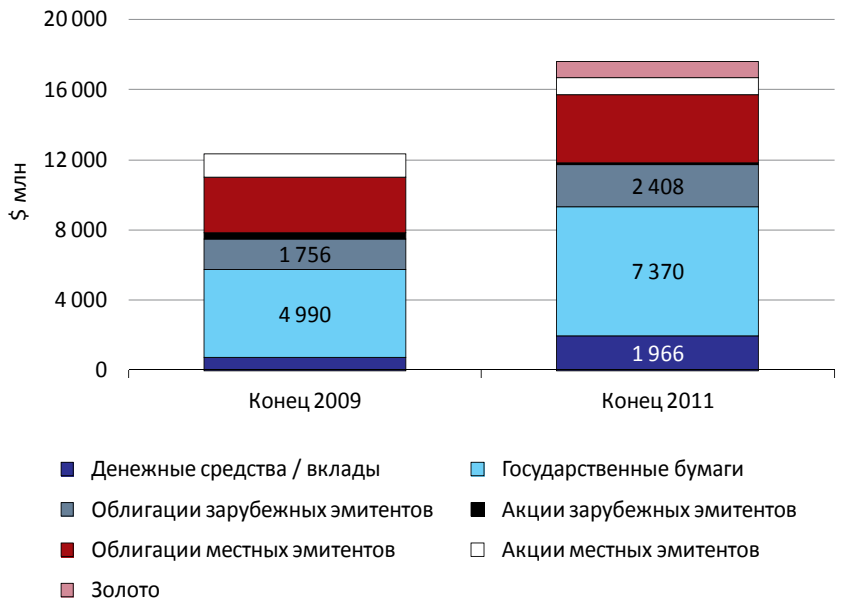
Рисунок 3

Реальные процентные ставки стабильно отрицательные



Источник: Нацбанк Казахстана

«МАЛАЯ ДОСТУПНОСТЬ СИНДИЦИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ — ОДНОГО ИЗ САМЫХ ВАЖНЫХ ДЛЯ КАЗАХСКИХ КРУПНЫХ ЗАЕМЩИКОВ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛИННОГО ФОНДИРОВАНИЯ, МОЖЕТ ПРИВЕСТИ К АКТИВИЗАЦИИ ПРЕДЛОЖЕНИЯ НОВОГО РЫНОЧНОГО ДОЛГА»



Источник: Нацбанк Казахстана

Рисунок 4

Структура активов пенсионных фондов Казахстана

кального долга по примеру российских эмитентов на локальном рынке (то есть выпускать локальные еврооблигации с параллельным валютным свопом, создавая дешевый синтетический долларовый долг) в силу отсутствия ликвидного форвардного рынка на тенге. Тем не менее, локальные выпуски облигаций начали использоваться, например, дочерними организациями зарубежных компаний, работающих в Казахстане (Сбербанк (Казахстан)).

• **Возможная вторая реструктуризация БТА Банка.** Вторая реструктуризация БТА пока оценивается западными инвесторами как относительно локальный инцидент (в том смысле, что она практически не влияет на котировки выпусков нефинансового сектора), но стала причиной практически полной потери интереса многих долгосрочных инвесторов к выпускам долгов казахских банков. При определенном стечении обстоятельств (эскалация конфликта между кредиторами и «Самрук Казыной») история может повлиять и на возможность выпуска нового долга квазисуверенными заемщиками страны.

«ВТОРАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ БТА СТАЛА ПРИЧИНОЙ ПРАКТИЧЕСКИ ПОЛНОЙ ПОТЕРИ ИНТЕРЕСА МНОГИХ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ К ВЫПУСКАМ ДОЛГОВ КАЗАХСКИХ БАНКОВ»

ОСНОВНЫЕ ИСТОРИИ 2012 ГОДА

Дальнейшее сокращение внешнего долга банковского сектора и возможное продолжение выкупа с рынка собственных облигаций рядом эмитентов.

Второй этап реструктуризации БТА Банка. Сага о второй реструктуризацией БТА достаточно сложная и заслуживает отдельного описания. История окончательно перешла в категорию «специальных ситуаций».

Новые размещения. На наш взгляд, объем новых размещений на рынке казахстанского долга может быть небольшим, учитывая негативный фон, сформировавшийся вокруг БТА Банка, и, собственно говоря, отсутствие потребности в заемных средствах с открытого рынка у большинства компаний страны, способных занимать за рубежом. Тем не менее, стоит отметить, что с лета 2011 года все европейские банки начали активно сокращать долю рисковых активов на балансе, что привело к практическому пересыханию рынка синдицированных кредитов. Малая доступность одного из важных для казахских крупных заемщиков инструментов длинного фондирования может привести к активизации предложения нового рыночного долга.

Неясный статус иностранных банков. Прошлый год оказался проблемным для западноевропейских банков: все они так или иначе пытаются избавиться от рискованных активов на развивающихся рынках, а многим национальные регуляторы предписали ликвидировать дефицит капитала. Контролирующий акционер АТФ Банка, итальянская UniCredit Group, имеет все основания быть недовольной своей казахстанской инвестицией и открыто прорабатывает стратегию ухода с рынка Казахстана. Данное событие, если оно произойдет, будет иметь большое значение для держателей еврооблигаций АТФ Банка.

Судьба других реструктурированных банков. Истории Темир Банка и Альянс Банка, очевидно, существенно отличаются от развития ситуации с БТА. Альянс Банк очень активно использовал время, прошедшее с момента собственной реструктуризации, возобновив нормальную деятельность, показывая некоторый положительный результат в процессе восстановления проблемных активов (держатели «компенсационных нот» банка регулярно получают платежи) и провел различные манипуляции с бухгалтерской отчетностью, доведя капитал по МСФО до нулевого уровня. За прогрессом банка в дальнейшем выходе из стрессового состояния будут наблюдать многие инвесторы, специализирующиеся на стрессовых активах. В последнее время на рынке активно обсуждается высказанная кем-то из казахских официальных лиц мысль о возможном слиянии этих двух банков. По нашему мнению, такое слияние не будет иметь практического смысла.