Досталось больше всех

Константин Васильев

С начала года объем рынка еврооблигаций Казахстана вырос на 64% и на конец сентября превысил $25.3 млрд. Подобного темпа роста не показали ни российский, ни украинский рынки евробондов. Впрочем, эти уникальные цифры фактически являются итогом только первого полугодия. В третьем квартале поток денег в Казахстан через данный «трубопровод» прекратился, и было проведено всего две сделки на общую сумму в $1 млрд. Крайне пессимистические прогнозы участники замершего в развитии рынка дают и на конец года, ожидая восстановления рынка лишь к середине будущего года.

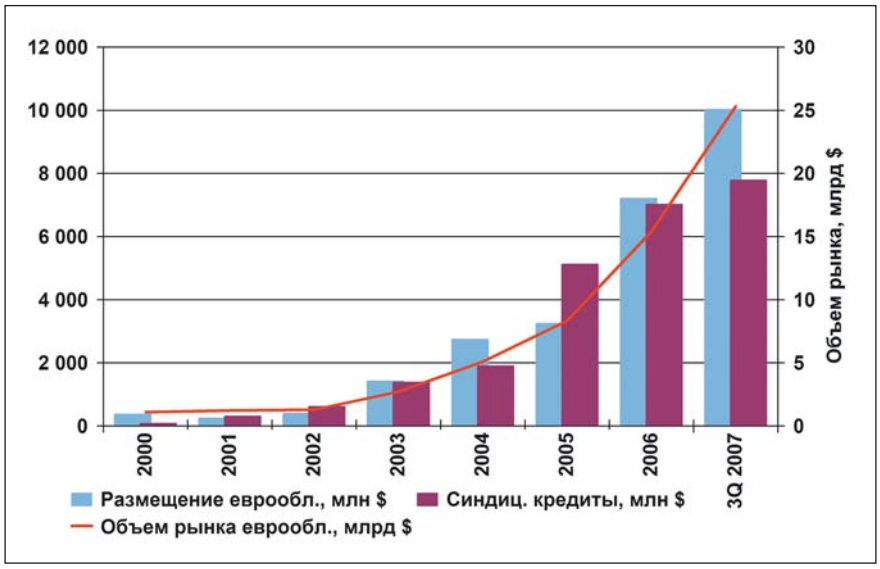
СТРАДАНИЯ ОТ ПЕРЕЕДАНИЯ

Агрессивный темп заимствований казахстанских банков в совокупности с кризисом денежной ликвидности на мировом рынке напугали инвесторов чуть ли не до обморока. Доходность по казахстанским еврооблигациям начала расти, а новые сделки просто перестали заключаться. Частично казахстанские заемщики ушли на рынок синдицированного кредитования: за третий квартал ими было привлечено $3 млрд, тогда как за предыдущие два — $4.8 млрд. Но и этот рынок может вскоре для них закрыться, и тогда у казахстанских банков возникнут серьезные проблемы с рефинансированием долгов.

Долговой рынок Казахстана показывает экспоненциальный рост, но в дальнейшем ожидается, что данная тенденция остановится — и мы это уже видим на рынке синдицированного кредитования. Темп роста этого рынка по итогам 2007 г. составит около 15% вместо 37% по итогам 2006 г. Согласно самому оптимистическому прогнозу, в четвертом квартале казахстанские заемщики привлекут по $1 млрд на рынке еврооблигаций и синдикаций, хотя планы были заявлены на гораздо более внушительные суммы: около $3 млрд с рынка синдикаций и около $5 млрд с рынка еврооблигаций (из них $1.3 млрд в виде сделок по секьюритизации).

На рынке казахстанских евробондов нет суверенного бенчмарка. В качестве некоторого ориентира могут служить бумаги Банка Развития Казахстана, но они выпущены очень незначительным объемом — три транша на $350 млн, — и на рынке нет активного вторичного оборота данных бумаг.

Динамика размещения еврооблигаций и привлечения кредитов в Казахстане

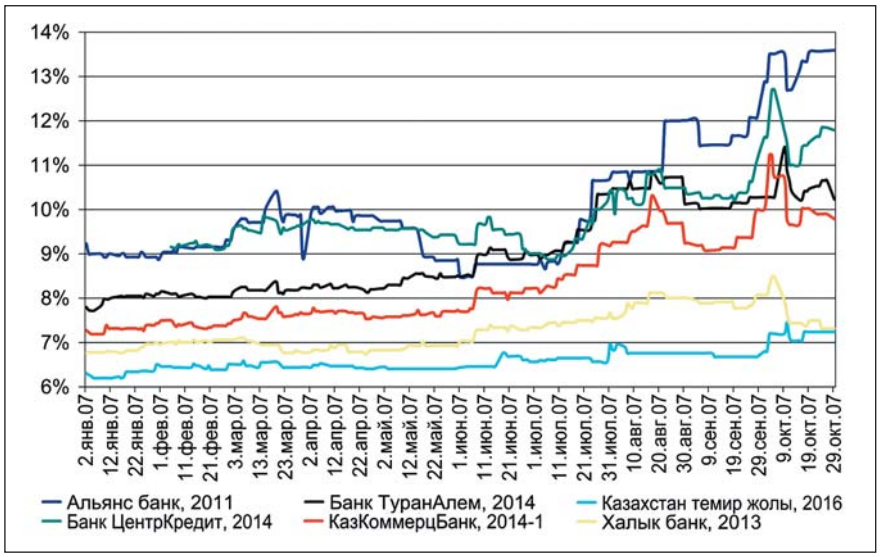


Традиционно основным ориентиром на рынке являлись индикативные десятилетние бонды основных заемщиков рынка — КазКоммерцБанка и банка «ТуранАлем». Но судя по динамике доходности данных бумаг с начала 2007 г., можно четко отметить, что основным фактором, повлиявшим на снижение интереса инвесторов к данному рынку, стал агрессивный рост заимствований казахстанских банков. Так, уровень доходности по корпоративным бумагам «Казахстан Темир Жолы-2016» или «Тенгизшевройл-2014» практически не изменился, как не изменился или вернулся уже к докризисным уровням и уровень доходности по бумагам Банка Развития Казахстана или бумагам относительно неактивного заемщика — Халык Банка.

Что касается динамики доходности по основным заемщикам рынка, то мы наблюдаем резкий рост ставок с июля этого года. Причиной стал кризис на мировом рынке капитала на фоне негативных новостей по самому Казахстану от рейтинговых агентств — агентство Moody's понизило рейтинги КазКоммерцБанка, а Fitch отметило рост кредитных рисков в стране.

С июля мы видим два всплеска роста доходности по бондам — в конце августа на очередной волне дефицита ликвидности и в начале октября, когда Standard & Poor's понизило на одну ступень страновой рейтинг Казахстана с BBB до BBB-, а Fitch пересмотрело прогноз по рейтингам с позитивного на стабильный.

Динамика доходности наиболее индикативных казахстанских еврооблигаций, 2007 г.



На данный момент доходность по бумагам относительно стабилизировалась, но новые уровни значительно отстают от докризисных. Переоценка рисков отразилась в премии порядка 2–3%, а по вызывающему наибольшие опасения участников рынка Альянс Банку доходность выросла на 4–5%.

ДЕНЬГИ ИНОГДА ПРИХОДИТСЯ И ОТДАВАТЬ

Основными заемщиками на долговом рынке Казахстана являются банки — 88% рынка еврооблигаций и 65% рынка синдикаций. При этом более половины рынка еврооблигаций и треть рынка синдицированных кредитов приходится на два крупнейших и системообразующих банка страны — КазКоммерцБанк и Банк «ТуранАлем». Но несмотря на огромные займы этих двух банков, наибольшие опасения у участников рынка вызывает Альянс Банк. Рейтинги данного банка на одну-две ступени отличаются от лидеров рынка, и банк уступает им по активам, но по темпам заимствований их опережает. С начала 2006 г. Альянс Банк увеличил объем эмиссий почти в 10 раз, кредитов привлечено на $1.25 млрд.

Большинство банков на рынке считается аффилированными с государством и может рассчитывать на серьезную финансовую поддержку со стороны государства. Но это касается не всех банков, и помощь, видимо, не является неограниченной. Финансовые государственные службы Казахстана пытались провести превентивные меры по ограничению роста внешних займов, но банки продолжали занимать, диверсифицируя инструменты, валюты и рынки заимствований. Так, за 2006 г. и три квартала 2007 г. было привлечено $17 млрд с рынка еврооблигаций и более $15 млрд с кредитного рынка.

При этом рисковая составляющая этого рынка в основном заключена в синдицированных кредитах. Объем погашения еврооблигаций, приходящихся на 2008 г., достаточно невелик — меньше $1.4 млрд, причем на одного эмитента приходится не более чем по $200 млн, и с такими объемами банки, без сомнения, справятся. Но рынок синдицированного кредитования более короткий. Так, из $15 млрд, привлеченных с 2006 г., $7 млрд привлечены на срок до двух лет. По многим кредитам предусмотрены опционы на пролонгацию, но условия кредитов могут изменяться. И далеко не очевидно, что инвесторы будут готовы идти на продолжение сотрудничества в новых условиях.

Данная ситуация, в частности, может привести к росту количества сделок по покупке казахстанских банков крупными зарубежными игроками. И если системообразующим банкам государство, скорее всего, окажет финансовую поддержку, то небольшим банкам, чтобы избежать дефолта, в котором не заинтересован весь банковский рынок, видимо, будет предложено активно привлекать иностранный капитал.

Основные заемщики на рынке Казахстана

Заемщик	Рейтинги заемщика (M/S&P/F)	Объем эмиссий в обращении 3Q07, млн USD	Количество эмиссий 3Q07	Объем эмиссий в обращении 2005, млн USD	Объем эмиссий к погашению '07–'08, млн USD	Объем привлеченных синдицированных кредитов '06–'07, млн USD	Доля кредитов на срок до двух лет
КазКоммерцБанк	Ba1/BB+/BB+	6 711	19	2 470	270	3 550	1 700
Банк «ТуранАлем»	Ba1/BB/BB+	5 532	13	1 650	200	2 220	835
Альянс Банк	Ba2/B+/BB-	2 976	11	350	196	1 250	585
АТФБанк	Ba1/B+/BB-	1 600	7	700		877	670
Народный Банк Казахстана (Халык Банк)	Ba1/B+/BB-	1 300	4	300	100	300	
Банк «ЦентрКредит»	Ba1/-/BB-	1 298	5	200	200	338	138
Темірбанк	Ba1/B+/BB-	950	3			50	50
Астана-Финанс	Ba1/-/BB+	726	3			50	50
Др. банки		1 166	10	600	400	1 191	726
Корпорации		3 050	7	2 075		5 377	2 270
Итого		25 309	82	8 345	1 366	15 203	7 024

Мнение

Евгений Попов,
директор департамента кредитного анализа по развивающимся рынкам, Dresdner Kleinwort

Как вы можете прокомментировать кризисную ситуацию, сложившуюся на долговом рынке Казахстана?

Я бы не стал называть ситуацию на долговом рынке Казахстана кризисом на данный момент, несмотря на значительный рост стоимости внешних заимствований для местных банков и всплески волатильности на вторичном рынке долговых обязательств банковского сектора. Думаю, термин «коррекция» лучше характеризует сложившуюся сейчас ситуацию.

Первые признаки ослабевания интереса западных инвесторов к банковскому сектору страны появились уже во втором квартале прошлого года, когда бурный рост предложения новых еврободов начал проявляться в ухудшении динамики вторичного рынка. Так, спреды BTAS14/15 и KKB14/15, которые мы считаем индикативными для рынка в целом, расширились в среднем на 65 б.п. в марте-декабре 2006 г. Dresdner Kleinwort рекомендовал инвесторам не увеличивать позиции в банковском секторе Казахстана с начала мая прошлого года по причине избыточного предложения.

В первой половине 2007 г. продолжающиеся размещения еврооблигаций (в том числе в «экзотических» валютах), а также двусторонних и синдицированных кредитов зарубежных банков привели к расширению спредов крупнейших банков в среднем на 30 б.п. Однако самая масштабная коррекция произошла в третьем квартале 2007 г., когда спреды подскочили еще на 250 б.п., а доходность пятилетних CDS BTA достигала 800 б.п. в начале октября.

В результате резкого сокращения ликвидности на мировых рынках казахстанские банки оказались практически полностью отрезанными от новых публичных заимствований за рубежом, в результате чего рост активов сектора в третьем квартале 2007 г. составил всего 2.6% (по данным Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций) по сравнению с 25.9% в первой половине текущего года.

Особое опасение зарубежных инвесторов продолжает вызывать способность казахстанских банков погашать и рефинансировать существующие долги. Мы считаем, что до конца 2008 г. банки не должны столкнуться с существенными трудностями при погашении внешних кредитов, включая еврободы, синдицированные и двусторонние кредиты, торговое финансирование и так далее. По нашим оценкам, объем данных погашений по пяти крупнейшим банкам, на которые приходится порядка 80% общих активов сектора, составит $1.9 млрд до конца текущего года и $4.3 млрд до конца 2008 г., что соответствует менее 9% от их совокупного кредитного портфеля на 1 октября 2007 г.

Какова ситуация на вторичном рынке казахстанского долга?

Ситуация на вторичном рынке продолжает оставаться волатильной, а ликвидность по отдельным выпускам крайне низкой, когда ценовые спреды покупки-предложения достигают 2 п.п. Вместе с тем, мы считаем, что коррекция создает интересные возможности для инвестиций и выделяем «длинные» еврободы BTA (в частности, BTAS13) как одни из наиболее недооцененных и привлекательных. Инвесторы, способные принимать на себя риски выше среднего уровня, могут быть также заинтересованы в выпусках ALLIBK11£, TEMIR11 (акционер подтвердил проведение переговоров о продаже иностранному банку, ожидающейся во второй половине 2008 г.).

Есть ли фундаментальные причины положительного выхода казахстанских банков из кризиса?

Мы не считаем, что с фундаментальной точки зрения казахстанские банки переживают кризис. Качество активов и капитализация крупнейших игроков остаются на вполне приемлемом уровне, массового оттока депозитов в третьем квартале 2007 г. не наблюдалось, прибыльность в первом полугодии увеличилась по сравнению с первым полугодием 2006 г. Данная позиция в целом разделяется рейтинговыми агентствами, которые не понизили рейтинги ни одному банку из первой десятки в июле-октябре 2007 г. Снижение рейтингов Moody's КазКоммерцБанка, «ТуранАлема», ХалыкБанка и Темирбанка 1 ноября лишь приблизило их к уровням, присвоенным S&P и Fitch, хотя негативные прогнозы присвоенные ХалыкБанку, банку «ЦентрКредит», АльянсБанку указывают на возможность дальнейшего снижения в ближайшем будущем.

Ввиду значительного удорожания стоимости заимствований как на внешних, так и на внутренних рынках в третьем квартале 2007 г. большинство банков ужесточило требования к выдаваемым кредитам, а также подняло ставки кредитования. Данные меры должны положительно сказаться на прибыльности операций, но вместе с тем привести к дальнейшему замедлению темпов роста или даже сокращению кредитных портфелей.

Главное опасение не сегодняшний момент вызывает высокая доля кредитов, выданных строительному сектору и на приобретение недвижимости, а также недостаточно быстрые темпы роста внутреннего долгового рынка, что не позволяет банкам снизить зависимость от внешних заимствований.

Какова роль господдержки в банковской сфере Казахстана?

Роль господдержки значительна, особенно в сложившейся ситуации. Хотелось бы отметить меры, направленные на поддержку строительного сектора и ипотечного кредитования, в частности — планируемые покупки ипотечных портфелей местных банков государственной ипотечной компанией (КИК), а также решение о выделении $4 млрд на создание стабилизационного фонда поддержки банков. Перенос повышения минимальных резервных требований с октября на начало следующего года также должен улучшить ситуацию с краткосрочной ликвидностью в банковском секторе.

Каков ваш прогноз развития ситуации?

- Темпы роста активов банковского сектора в 2008 г., скорее всего, значительно снизятся — до 20–30% по сравнению с 40–50%, ожидающимися в этом году (97% в 2006 г.). В связи с этим качество активов ухудшится, особенно в сфере необеспеченного розничного кредитования.
- Снижение темпов роста может негативно сказаться на привлекательности казахстанских банков в качестве объекта приобретения иностранными банками.
- Банки продолжат применять более жесткую и выборочную кредитную политику, что является положительным фактором для стабильности сектора.
- Стоимость внешних заимствований для казахстанских банков в следующем году, вероятнее всего, останется существенно выше докризисного уровня. Мы не ожидаем значительного улучшения ситуации на рынках, включая публичные сделки по секъюритизации, до второй половины 2008 г.
- Недостаток ликвидности и усиливающаяся конкуренция между банками приведут к дальнейшему подорожанию депозитов, в том числе розничных. Вероятен также отток корпоративных клиентов в крупнейшие банки первого уровня.