Сергей Зобов,
специалист отдела мировых рынков, Cbonds

СТОП, машина!

ЧУТЬ БОЛЬШЕ ГОДА НАЗАД В ОБЗОРЕ СИНДИЦИРОВАННОГО КРЕДИТОВАНИЯ В СНГ МЫ ГОВОРИЛИ О ТОМ, ЧТО ЭТО КРУПНЕЙШИЙ И ОДИН ИЗ САМЫХ ПЕРСПЕКТИВНЫХ СЕГМЕНТОВ ДОЛГОВОГО РЫНКА. МЫ ПРОГНОЗИРОВАЛИ ДАЛЬНЕЙШИЙ РОСТ ОБЪЕМОВ ПРИВЛЕЧЕНИЙ ВПЛОТЬ ДО $100 МЛРД В 2008 ГОДУ. СЕЙЧАС НУЖНО ПРИЗНАТЬ, ЧТО ВСЕМ ЭТИМ ПРОГНОЗАМ ДАЖЕ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ НЕ СУЖДЕНО СБЫТЬСЯ. ИНТЕРЕСНО, ДО КОНЦА ГОДА НАБЕРЕТСЯ СДЕЛОК ЕЩЕ НА $500 МЛН, НУ ХОТЯ БЫ КЛУБНЫХ?..

КТО СТАРОЕ ПОМЯНЕТ...

По результатам трех кварталов формальные результаты не так уж и плохи — более $55 млрд привлеченных синдикаций по всему СНГ. Но если посмотреть разбивку по месяцам… на момент написания статьи за ноябрь в России был привлечен только ОДИН синдицированный кредит, это при цифре в 88 подписанных кредитов за три квартала.

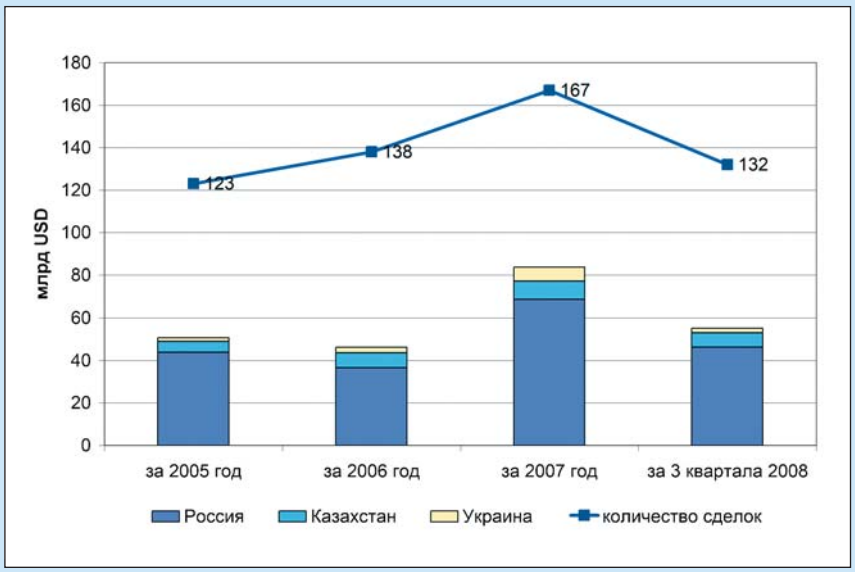
По российскому сегменту номинальный объем синдицированных кредитов и вовсе не сократился по сравнению с прошлым годом с учетом закрытия в 2007 году крупнейшего промежуточного jumbo-кредита «Роснефти» на $22 млрд. Вычтя его объем из общих $68 млрд, получаем аккурат $46 млрд — ровно столько, сколько было привлечено за три квартала текущего года. Такие с виду позитивные цифры объясняются крайне неравномерным распределением объемов привлечения синдикаций по месяцам — если в первом полугодии они росли, то с лета начали стремительно падать, сойдя почти на нет к текущему моменту. Среднемесячный объем привлеченных синдицированных кредитов в первом полугодии в России составлял около $5.5 млрд, в августе-сентябре эта цифра снизилась до $1.5 млрд. В октябре снова был небольшой рост, связанный с закрытием большого числа сделок, стартовавших еще летом, а в ноябре рынок, можно сказать, прекратил свое существование, очень близко подойдя к нулевым показателям.

Количество сделок в СНГ также сократилось несущественно благодаря активному первому полугодию, в котором рынок синдицированных займов выступил спасительной альтернативой для многих потенциальных эмитентов еврооблигаций. За 10 месяцев текущего года в России было привлечено 100 синдицированных кредитов при цифре в 108 синдикаций в прошлом году. Всего в этом году в СНГ было привлечено 145 кредитов: 10 — в Казахстане, 24 — в Украине, 6 — в Азербайджане, 5 — в Беларуси. Количество синдикаций в Казахстане по сравнению с прошлым годом сократилось более чем в полтора раза из-за того, что страна раньше других попала под влияние кредитного кризиса. В других странах по результатам 10 месяцев нельзя говорить о сколько-нибудь существенном сокращении количества синдикаций. Но опять же, это сейчас — с наступлением нового года замедление рынка станет очевидно уже по всем доступным количественным показателям.

В Азербайджане за прошедшие 10 месяцев было привлечено около $900 млн синдицированных кредитов, из них $600 млн пришлось на сделку Государственной нефтяной компании Азербайджана (ГНКАР), еще $170 млн — на крупнейшую в истории азербайджанского рынка банковскую синдикацию для Международного Банка Азербайджана (МБА). Все остальные кредиты были привлечены крупнейшими частными банками Азербайджана. Напомним, что в прошлом году азербайджанскими компаниями с рынка синдицированных кредитов было привлечено около $850 млн, а крупнейшими заемщиками выступили также ГНКАР и МБА.

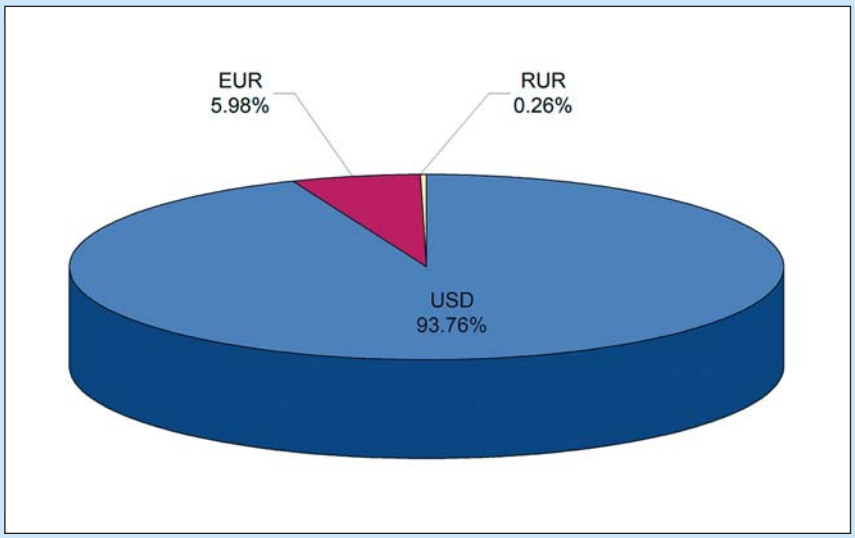
Аналогичный показатель по Беларуси за прошедшую часть текущего года составил $253 млн. Все пять синдицированных кредитов были привлечены системообразующими банками, больше всех занял Белагропромбанк — две его годовые синдикации в феврале и сентябре в сумме составили $95 млн. В прошлом году белорусскими банками также было привлечено пять синдицированных кредитов, но на большую сумму — $404 млн.

Рис. 1. Динамика крупнейших в СНГ рынков синдицированных кредитов



Источник: loans.cbonds.info

Рис. 2. Распределение валют привлеченных синдицированных кредитов по результатам 10 месяцев 2008, Россия



Источник: loans.cbonds.info

Казахстанский сегмент, полтора года назад являвшийся одним из самых перспективных на территории СНГ, раньше других потерял интерес к себе со стороны западных инвесторов. Однако за счет реализации сделок для государственных компаний рынок синдикаций также показывает неплохие номинальные показатели — $6.7 млрд синдицированных кредитов, привлеченных за 10 месяцев. Почти 70% от этого объема приходится на две крупнейшие синдикации — для компаний «КазМунайГаз» и «Казахмыс». Как отдельное достижение стоит отметить, что за этот год в Казахстане были закрыты две банковские сделки — кредит для Народного Банка Казахстана (Халык Банка) на $300 млн и для Евразийского банка развития, межгосударственного банка России и Казахстана, также на $300 млн.

В Украине за 2008 год было привлечено около $2.2 млрд синдицированных кредитов, причем в основном занимали банки, за последние пару лет существенно нарастившие объем внешнего долга. Из корпораций на рынке отметились только «Богдан», ИСД, ЗАЗ и ДТЭК. В прошлом году в Украине было привлечено более $6.6 млрд синдицированных кредитов в 31 сделке.

USD → EUR

Проводить анализ динамики валют привлечений интереснее всего по результатам 10 месяцев, так как в октябре было закрыто рекордное количество сделок для российских заемщиков в европейской валюте. Все они изначально планировались в долларах, но по причине большей доступности ресурсов в евро изменили валюту, уже находясь на рынке. Из-за этого по результатам 10 месяцев доля кредитов в традиционной для рынка валюте значительно сократилась по сравнению с прошлым годом.

Сделки в долларах на российском рынке составили 93.7% от общего объема привлечений, доли евро и российского рубля составили 6% и 0.2% соответственно. В прошлом году на евро и рубли приходилось примерно по 2%, то есть при росте доли синдикаций в евро рублевый сегмент почти перестал существовать. Назовем важнейшие сделки, повлиявшие на рост сегмента в евро — кредит «Вымпелкома» на 600 млн евро, кредит «Камаза» на 135 млн евро и транш кредита банка «ЗЕНИТ» на 92.75 млн евро.

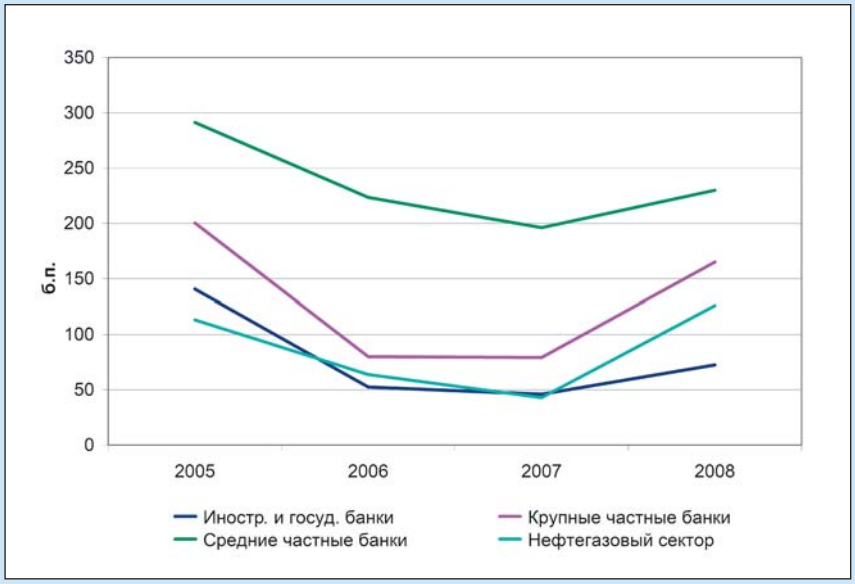
«Альфа-Банк Украина» также привлек мультивалютный синдицированный кредит, изначально планировавшийся в долларах, транш в евро составил $26.935 млн. Вообще же в других странах СНГ доминирующее положение занимает доллар — все синдикации в Азербайджане и Беларуси в этом году были номинированы именно в этой валюте. В Казахстане была закрыта всего одна сделка в евро (транш мультивалютного кредита для Казахстанской компании по управлению электрическими сетями (KEGOC), а в Украине — две (упомянутая выше синдикация украинского Альфа-Банка и кредит для корпорации «Богдан» («Луцкий автомобильный завод») на сумму 62.5 млн евро).

Отметим, что до начала в сентябре новой волны кризиса на доллар приходилось более 96.2% привлеченных в России кредитов, доля кредитов в евро составляла около 3.5%, еще около 0.3% приходилось на российские рубли.

Рис. 3. Отраслевое распределение привлеченных синдицированных кредитов по результатам 10 месяцев 2008, Россия

Источник: loans.cbonds.info

Рис. 4. Динамика средней маржи по некоторым группам российских заемщиков по результатам 10 месяцев 2008



Источник: loans.cbonds.info

В отличие от прошлого года, в котором мы отмечали развитие синдицированного кредитования в локальной валюте, в этом году в данном сегменте наблюдался существенный спад. По информации, имеющейся в распоряжении Cbonds, были закрыты всего три рублевые сделки — кредит Татфондбанка на 380 млн руб., кредит для «Московской областной инвестиционной трастовой компании» на 1.2 млрд руб. и рублевый транш синдикации для «Ренессанс Капитала» на 1.1 млрд руб. Таким образом, общий объем привлеченных рублевых кредитов составил около 2.7 млрд руб. В прошлом году было привлечено рублевых кредитов на 37 млрд руб., то есть сегмент сократился в 13 раз, а без учета закрытой в 2007 году синдикации для компании «Фольксваген Групп Рус» на 26 млрд руб. — в четыре раза, но и такое сокращение крайне существенно, особенно учитывая количество сделок в этом году.

ОТРАСЛЕВЫЕ ДОЛГИ

В этом году в России появился новый лидер среди отраслей по объему привлеченных синдицированных кредитов. Если в прошлом на первом месте была нефтегазовая отрасль, то по результатам прошедшей части этого года она уступила место компаниям металлургической отрасли, на которые приходится около 30% от объема всех кредитов. На втором месте уступившие первенство нефтегазовые компании с 23%, банки и финансовые институты занимают третью позицию с 17%. Напомним, что в 2007 году на нефтегазовую отрасль пришлось около 59% всех привлеченных в России синдицированных кредитов по объему, тогда как на банковский сектор — лишь 14%. Доля металлургической отрасли также была существенно ниже 20%. Объем привлеченного иностранного долга на отрасль в последнее время все сильнее коррелирует с количеством обращений ее представителей за государственной помощью при рефинансировании.

По количеству привлеченных кредитов лидерство в этом году удержали российские банки, на них пришлось около 40% всех сделок, на втором месте металлургия, за ней нефтегазовая отрасль. Напомним, что в прошлом году на российский банковский сектор пришлось около 70% всех организованных синдикаций. Таким образом, можно сделать вывод о сокращении количественной доли банковских синдикаций,

то есть о значительном до последнего момента росте отраслевой диверсификации заемщиков. Однако и эта тенденция в прошлом.

СТРУКТУРА СДЕЛОК

Как уже отмечалось выше, в связи с переходом многих сделок в евро в последнее время стал популярен инструмент мультивалютного синдицированного кредита, при котором один из траншей предоставляется в долларах США, а другой — с евро. Однако ждать в дальнейшем таких сделок не стоит. Новые сделки будут номинированы в одной валюте, так как популярность мультивалютных схем в первую очередь связана именно с изменением планов по валюте привлечения в текущей ситуации.

В связи с повсеместным уходом инвесторов в качество растет популярность обеспеченных кредитов, в том числе в виде предэкспортного финансирования, скорее всего, данный инструмент сохранит свою популярность и в будущем, а по объемам будет в разы превосходить остальные типы синдикаций.

Большие надежды возлагаются в текущей ситуации и на кредиты от Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) и Международной финансовой корпорации (IFC), структурированные как A/B. Надежды эти связаны с тем, что кроме собственных немалых инвестиционных ресурсов эти международные институты могут предложить свое имя в деле привлечения банков в синдикат, что сейчас является определяющим фактором успеха сделки.

СТОИМОСТЬ КРЕДИТОВ

Говорить про ставки в ситуации остановки рынка, конечно, некорректно. Большим успехом можно считать уже сам факт привлечения синдицированного кредита практически вне зависимости от его стоимости. Однако провести анализ недавней динамики все же стоит для того, чтобы понимать, чего ждать от рынка в следующем году в случае реализации позитивных прогнозов.

В России за прошедшие 10 месяцев стоимость синдицированных кредитов существенно возросла во всех сегментах заемщиков. Так, если в прошлом году средняя маржа к LIBOR по кредиту для государственного банка или дочки западного банка составляла 46 б.п., снизившись почти на 100 б.п. с 2005 года, то в этом году она снова увеличилась, дойдя до 72 б.п. Маржа по кредитам для крупных частных банков выросла за 2008 год существенней, почти достигнув уровней 2005 года — 165 б.п. против 79 б.п. в прошлом году и 200 б.п. в 2005 году.

Сделки средних по размеру частных банков также пострадали, но менее других, за последние 10 месяцев средняя маржа по ним выросла всего на 40 б.п. до 230 б.п. Сильнее других пострадал нефтегазовый сектор — в прошлом году маржа по сделкам для данных заемщиков снизилась до исторических минимумов на уровне в 40 б.п. В этом году сделки сильно подорожали — более чем на 80 б.п., даже превысив уровень цен трехлетней давности, видимо, в связи с рекордным падением цен на энергоресурсы.

Динамика основного индикатора рынка долларовых синдицированных кредитов — межбанковская ставка 3m LIBOR — в описываемый период была крайне нестабильна. С конца прошлого года до марта 2008 года она снизилась с 5% до менее чем 3%. До осени она сохранялась на достигнутом уровне, после чего последовал резкий скачок почти до 5% в октябре, потом ставка начала опять резко снижаться и на настоящий момент составляет около 2.2%.

Кроме повышения публичной составляющей цены синдицированного кредита, участники рынка в один голос указывают на резкое повышение скрытых комиссий, которые составляют все большую долю в полной стоимости кредитных ресурсов (all-in cost).

В других странах СНГ ставки также выросли, однако оценивать средние показатели здесь из-за небольшого количества транзакций некорректно. Отметим лишь, что маржа выросла, причем сильнее она выросла для тех заемщиков, которые за последнюю пару лет сумели достигнуть существенного снижения стоимости своих синдицированных кредитов.

ПРОГНОЗЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Любое прогнозирование в ситуации полной неопределенности — крайне неблагодарное занятие. Кто-то говорит о восстановлении рынка по результатам первого квартала будущего года, кто-то прогнозирует его отсутствие в течение всего 2009 года. Наша оценка близка к нейтральной — скорее всего, мы увидим возвращение рынка синдикаций ближе к лету следующего года. Но былого размаха, конечно, не будет, многим банкам — бывшим активным участникам рынка сейчас не до синдикаций. Все большей будет доля клубных сделок, определяемых прямыми связями заемщиков с финансовыми институтами. Ставки будут высокими, но на этом не будет акцентироваться внимание, так как сам факт привлечения зарубежных денег будет все отчетливее восприниматься как самостоятельное достижение.

До начала новой волны кризиса на российском рынке было запланировано около 40 синдицированных кредитов на общую сумму в $15 млрд. В других странах СНГ объем 20 планируемых сделок находился на уровне $7 млрд. Сейчас почти все они отложены до лучших времен. Вообще показатель общего объема планируемых сделок сокращается значительно медленнее рынка, так как не все заемщики, собиравшиеся еще недавно привлекать синдицированные кредиты, объявляют об изменении своих планов. Сделки просто исчезают с рынка.

В ближайшее время мы ожидаем появление на рынке крайне небольшого количества сделок, реализуемых при помощи ЕБРР, и клубных сделок. В прошлом году мы писали, что прогнозируем дальнейшее увеличение сроков кредитования и качественного развития рынка. В текущей ситуации мы считаем, что после открытия рынка ковенанты будут крайне жесткими, сроки опять сократятся, а разнообразие сделок будет невысоким. Тем не менее, если оценивать перспективы рынка синдикаций в сравнении с другими сегментами долгового рынка, то они куда более оптимистичные. Рынок, скорее всего, как закрылся последним, так и откроется первым. Осталось только дождаться!