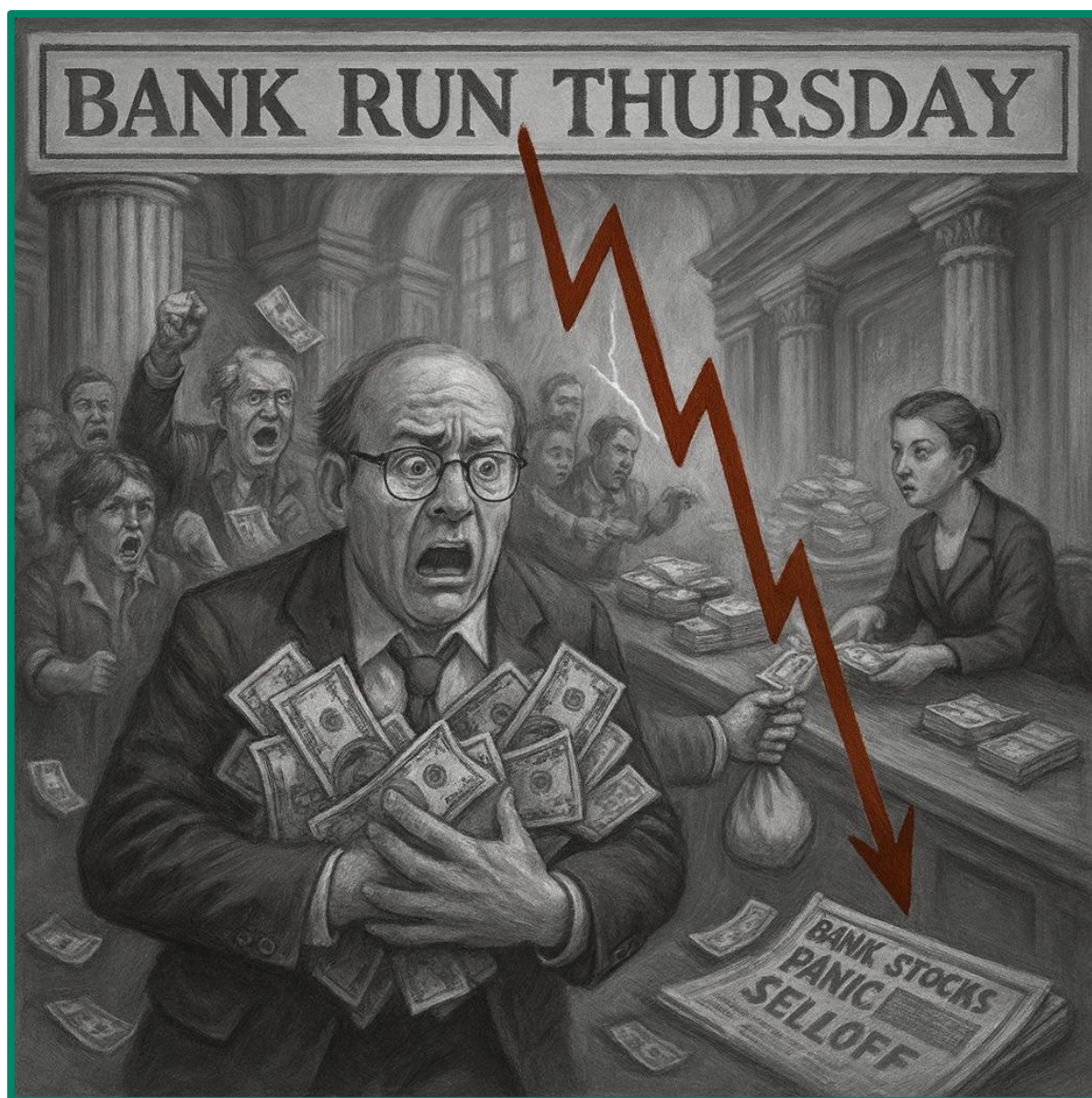


Записка для инвесторов:

Когда один региональный банк падает — другие начинают дрожать



Наше мнение

- **Банковский сектор чувствует себя хорошо.** Мы рассматриваем текущее падение региональных банков как локальное явление — вызванное серией единичных событий, а не системным ухудшением качества активов. Тем не менее, распродажа ясно подчеркнула отношение инвесторов к риску структурной уязвимости сектора к «неожиданностям» в кредитном портфеле — будь то лизинг, слабые ипотечные фонды или коммерческая недвижимость с повышенным риском. При текущей высокой стоимости фондирования и сохраняющемся давлении на уровень доступных депозитов даже ограниченные списания мгновенно вызывают рыночные распродажи, поскольку инвесторы предпочитают «продавать на слухах» и возвращаться лишь после анализа масштабов проблемы.
- **На что обращать внимание.** На наш взгляд, ближайшие недели определяют баланс восприятия риска: сезон отчётности может сопровождаться более высокими уровнями резервов относительно проблемных кредитов, более консервативными прогнозами по чистой процентной марже и свободному денежному потоку, а также усилением комментариев о внутреннем контроле и борьбе с мошенничеством. Если инвесторы будут убеждены, что проблемы носят локальный характер, распродажи может быстро исчерпаться и смениться восстановительным ралли. В данных обстоятельствах мы считаем привлекательными банки с устойчивыми фундаментальными характеристиками: высокой долей «core» (стабильных) депозитов и низкой чувствительностью к ставкам. Контрольные метрики: динамика чистых списаний и «критичных кредитов», комментарии по капиталу CET1 и планам по обратному выкупу акций.

Причина падения акций банковского сектора

Рынок вновь содрогнулся от сообщений о новых проблемных кредитах. Акции региональных банков и инвестиционного банка Jefferies обвалились в четверг, запустив цепную реакцию продаж по всему финансовому сектору. Индекс SPDR S&P Regional Banking ETF (KRE) упал более чем на 6%, почти все его компоненты закрылись в минусе. Бумаги Zions Bancorporation рухнули более чем на 13% после заявления о списании \$50 млн по двум займам, в связи с судебными исками против заемщиков. Бумаги Western Alliance ушли в крутое пике и потеряли свыше 10% и на 18% с недавних пиков, сообщив, что подала иск против клиента, обвинённого в мошенничестве. Эти новости стали спусковым крючком для широкого бегства из банковских бумаг, особенно среди тех инвесторов, кто помнит весенние кризисы 2023 года и коллапс Silicon Valley Bank.

Ситуацию усугубил обвал акций Jefferies на 11% после дня инвестора. Поводом послужило расследование участия банка в кредитовании автокомпонентного производителя First Brands Group, недавно объявившего банкротство. У банка оказалась экспозиция на \$715 млн, а UBS подтвердила собственный риск на \$500 млн. Это стало сигналом к поиску новых «слабых звеньев» — в особенности на рынке private credit, где кредитные связи остаются крайне непрозрачными. Генеральный директор JPMorgan Джейми Даймон образно охарактеризовал атмосферу: «Когда видишь одного таракана, будь уверен, где-то рядом есть и другие». Аналитики Wells Fargo добавили, что «инвесторы сейчас именно ищут тараканов» - даже единичные списания вызывают лавину распродаж.

Несмотря на то что JPMorgan не имел прямой экспозиции к First Brands, банк ранее списал \$170 млн по Tricolor Holdings - другому проблемному автокредитору. Совпадение этих событий усилило страх перед тем, что «единичные случаи» могут оказаться первыми признаками более широкой волны дефолтов. Тем не менее большинство аналитиков, включая Wells Fargo и Pave Finance, считают, что фундаментальное качество активов остаётся крепким, а происходящее отражает скорее ограниченный запас прочности банков в условиях высокой стоимости фондирования и усиливающейся конкуренции за депозиты.

Эффект распространился далеко за пределы банковского сектора. Инвесторы массово распродавали акции управляющих активами: Blue Owl Capital потеряла более 7%, Ares Management — около 6%, Apollo Global — 5%, Blackstone и Carlyle Group — 3–4%. Крупнейшие банки удержались лучше: JPMorgan снизился на 2%, Bank of America — на 3.5%. Падение финансовых бумаг стало одним из ключевых факторов снижения индекса S&P 500.

На фоне этих событий аналитики предупреждают, что «уникальные случаи» могут перерасти в *систематические*, если отчётность ближайших недель выявит рост проблемных кредитов (criticized loans) или ослабление депозитной базы. По словам Тимоти Коффи из Janney Montgomery Scott, «для традиционных депозитных банков риск носит точечный характер, но для игроков private credit риск потенциально системный».

В то же время ряд экспертов видит в текущей турбулентности окно возможностей. Если потери окажутся ограниченными и отчетность за 4 квартал 2025 года подтвердит локальный характер инцидентов, рынок может быстро отыграть падение. Исторически, периоды паники в банковском секторе часто предшествовали росту акций институтов с сильной депозитной базой, минимальной экспозицией в офисной коммерческой недвижимости и жёсткой дисциплиной риск-менеджмента.

Если же отчётность покажет ухудшение показателей по резервам и рост проблемных кредитов, снижение котировок может затянуться, усилив давление на банки с высокой долей офисной коммерческой недвижимости (CRE) и слабым контролем рисков. В ближайшие недели инвестору стоит уделить внимание качеству активов, депозитным бетам и комментариям менеджмента относительно будущих байбэков — именно эти сигналы определяют, останется ли текущая паника коротким эпизодом или перерастёт в новый виток турбулентности на банковском рынке США.

Мнение инвест банков

По данным Goldman Sachs, текущие случаи связаны преимущественно с мошенническими схемами, а не с классическим кредитным риском. Однако рынок воспринял эти инциденты как сигнал, что система оценки и мониторинга залогов (collateral management) в секторе небанковских финансовых организаций может быть уязвима. После коллапса First Brands крупные и региональные банки начали пересматривать портфели на предмет аналогичных рисков, что вызвало волну панических продаж.

JPMorgan считает: “Распродажа была вызвана плохим раскрытием информации, а не плохим качеством кредитов”. Что подкрепляет мнение Goldman Sachs о том, что события вокруг First Brands, Tricolor и Cantor Group связаны скорее с мошенничеством и недобросовестной отчётностью, чем с реальными кредитными потерями. То есть речь идёт не о фундаментальной слабости банков, а о “провале в управлении риском” и плохом контроле залогов в цепочке поставщиков. JPM считает, что распродажа банков переоценена: фундаментальные показатели сильные, коэффициенты капитала высокие (CET1 > 11 %), а исторически убытки по портфелям с небанковскими финансовыми организациями не превышали 5–10 %.

Выборочная покупка на просадке

Предпочтение следует отдавать банкам с устойчивыми фундаментальными характеристиками — высоким уровнем капитала CET1 выше 11 %, низкой долей кредитов, выданных небанковским финансовым институтам (NDFI), диверсифицированными залогом и прозрачной отчётностью по формам Y-9C¹ и FFIEC². В США такие банки, как JPMorgan, Bank of America и Wells Fargo, отличаются высоким качеством активов, сильным профилем свободного денежного потока и контролируемыми рисками, что делает их относительно устойчивыми даже в условиях волатильности. В Европе же, напротив, оценка банков остаётся ниже. Инвесторы оценивают их с дисконтом из-за меньшей прозрачности отчётности и более сложной структуры раскрытий: средний мультипликатор P/E составляет около 8.5× против 10.7× у американских банков. Это отражает более сдержанное доверие рынка и одновременно указывает на потенциал переоценки если европейские банки улучшат качество раскрытия и подтвердят устойчивость капитала.

Мы считаем привлекательными банки с устойчивыми фундаментальными характеристиками: высокой долей «core» (стабильных) депозитов, низкой чувствительностью к ставкам. Контрольные метрики: динамика чистых списаний и «критичных кредитов», комментарии по капиталу CET1 и планам по обратному выкупу акций. Сейчас к ним относятся M&T Bank (MTB), Fifth Third Bancorp (FITB) и PNC Financial (PNC) — игроки, способные продемонстрировать восстановление чистой процентной маржи и устойчивую прибыль даже в условиях дорогого фондирования.

¹ Y-9C — это регуляторная форма отчётности Федеральной резервной системы США, которую заполняют банковские холдинговые компании

² FFIEC (Federal Financial Institutions Examination Council) — это Федеральный совет по проверке финансовых институтов США

Таб. 1. Доля кредитов, выданных небанковским финансовым институтам (NDFI)

Тикер	NDFI Всего (\$m)	NDFI от общих кредитов(%)
USB	44 048	12.0%
C	104 337	14.0%
JPM	205 836	16.0%
BAC	179 185	13.0%
WFC	174 152	16.0%
PNC	62 469	19.0%
MS	69 328	27.0%
FCNCA	30 801	21.8%
KEY	16 064	15.1%
FHN	7 696	12.2%
RF	11 527	11.9%
SNV	5 002	11.5%
TFC	34 705	10.9%
CFG	14 100	10.1%
HBAN	13 496	10.0%
MTB	12 138	8.9%
BKU	1 955	8.2%
FITB	8 736	7.1%
CMA	2 225	4.3%

2025 АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance