

# Проблемы на облигационном рынке вызваны не только кризисом ликвидности

## Ценные бумаги

**На вопросы Панорамы ответил вице-президент Казахстанской фондовой биржи Андрей ЦАЛЮК.**

*- Каково влияние кризиса ликвидности на казахстанский фондовый рынок? Можно ли говорить о каком-либо замедлении темпов развития и очередной отсрочке вывода на рынок акций "голубых фишек" и некотором снижении интереса иностранных инвесторов?*

- На мой взгляд наиболее сильное влияние испытывает сейчас рынок долговых инструментов, то есть облигаций. Происходит это в силу повсеместной переоценки рисков. В Казахстане традиционным эмитентом облигаций выступали банки, причем в основном крупные банки. Некоторые из них испытывают сейчас проблемы с фондированием. Но при этом они практически лишены возможности использовать возможности местного рынка. Выросший уровень инфляции в Казахстане, а также степень недоверия инвесторов исключают привлечение этими банками здесь дешевых денег. Давать по своим новым внутренним обязательствам ту доходность, которую просит местный рынок, банкам бессмысленно, так как они могут привлечь через синдицированные займы менее дорогие ресурсы, одновременно сжимая программы кредитования. Именно это и происходит.

После того, как АФН в качестве главного критерия инвестирования пенсионных денег перестало рассматривать категорию официального списка KASE, пенсионные фонды практически ушли с биржи. Это послужило причиной снижения скорости роста новых листинговых компаний KASE, что не прибавило фондовому рынку бодрости.

Перечисленное выше наглядно иллюстрирует ситуацию, при которой проблемы на облигационном рынке вызваны далеко не только влиянием кризиса ликвидности. Его влияние довольно трудно отделить от влияния других факторов. Например, от резко возросшего уровня инфляции или от пересмотра АФН системы инвестирования пенсионных денег.

Что же касается рынка акций, то потеря здесь - это лишь потери стоимости. На падении акций банков многие потеряли довольно большие деньги. Но те, кто не стал фиксировать убытки, продавая подешевевшие бумаги, к настоящему времени вернули себе почти все.

В остальном я не считаю, что кризис ликвидности нанес какой-то ущерб казахстанскому рынку акций. На поведение правительства в части вывода на внутренний рынок акций госкомпаний это не повлияло. Напротив, не будь кризиса ликвидности, например, АО "Казахстанская ипотечная компания" едва ли пошло бы на размещение своих акций среди неограниченного круга лиц.

Данные, которыми я располагаю, не свидетельствуют о том, что иностранные инвесторы проявляют меньший интерес к нашему рынку акций, нежели до кризиса. В последние месяцы мы наблюдаем прямо таки наплыв новых игроков, причем мировые бренды среди них - не редкость. Одни ищут, что бы подешевле купить, другие видят в казахстанском рынке большие перспективы.

Визуальное впечатление подтверждает и биржевая статистика. В общем брутто-обороте рынка акций KASE доля оборота по субсчетам с признаком нерезидентства

в текущем году достигла 18,0%, тогда как в первом полугодии 2007 года этот показатель составлял всего 5,6%.

На рынке корпоративных облигаций, кстати, ситуация обратная. Первое полугодие 2007 года дает 19,1%, текущий год - 4,8%. То есть на долговом рынке инвесторы "бегут в качество".

*- Существует точка зрения, что снижение уровня кредитования в то же время может иметь и позитивный эффект для фондового рынка, связанный с тем, что на него придут какие-то новые компании, ранее получавшие финансирование с помощью банковских кредитов. Есть ли предпосылки для такого развития событий?*

- Теоретически это так, практически... отвечу уклончиво: посмотрим.

Я думаю, что все лимиты серьезных инвесторов-институтов по тенге заберет на себя Минфин. Повышенная потребность республиканского бюджета в тенге, которыми можно решить ряд возникших в банковской и строительной отраслях взаимосвязанных проблем, привела к активизации эмиссионной активности Министерства финансов. Выпуская государственные облигации, вознаграждение по которым "привязано" к индексу потребительских цен, Минфин оттянул на себя деньги пенсионных фондов и даже короткие деньги банков. Думаю, что он и дальше будет использовать этот источник. Потому что "финансировать кризис" на современном этапе его развития грамотнее из длинных заемных денег, которые могут быть привлечены государством на долговом рынке, нежели из Национального фонда. Я, во всяком случае, делал бы так.

Компании, которые пойдут на фондовый рынок, лишившись рефинансирования от местных банков, это - второй эшелон. Рейтингов у них, как правило, нет. Следовательно, пенсионные деньги им не взять. Им будет трудно конкурировать с Минфином на долговом рынке, так как размещаться придется выше двадцати годовых. А акции их едва ли кто-нибудь рискнет покупать. Я думаю, что в 2008 году в Казахстане будут охотно покупать только короткие тенговые бумаги с высокой доходностью (фиксированной или, что еще лучше, привязанной к инфляции). Если эмитенты готовы предложить такой продукт, у них есть шанс.

Для меня куда более интересно выглядят крупные банки. Текущая ситуация может заставить их в поисках источников фондирования обратиться к публичному размещению новых акций на местном рынке. Но пока я не вижу движений в этом направлении. И меня даже это радует. Потому что если бы такие движения были, это бы означало одно - нашим банкам совсем плохо.

Таким образом, я не вижу другого пути развития нашего фондового рынка, кроме выведения на него при активном посредничестве государства акций наиболее крупных, устойчивых, прибыльных и перспективных компаний реального сектора казахстанской экономики.

*- Насколько болезненным для внутреннего рынка стало IPO ENRC в Лондоне? Было ли это решение полностью обусловлено объективными факторами?*

- Если быть объективным, местный рынок в абсолютном выражении потерял немного. Правительством было обещано разместить в Казахстане 0,8% от общего количества оплаченных акций Eurasian Natural Resources Corporation (ENRC). В денежном выражении даже после IPO по текущим

лондонским ценам это - около \$180 млн. Сумма для нашего рынка небольшая. Например, когда IPO проводило АО "Разведка Добыча "КазМунайГаз" (октябрь 2006 года), в Казахстане был привлечен эквивалент \$1,65 млрд.

Но дело не в этом. Было обещано. Неоднократно. И не было сделано. Уже в который раз. Именно это является болезненным. Я надеюсь, что в 2008 году мы увидим на местном рынке акции ENRC. Либо обещанную долю госпакета, либо новые акции, и обязательно в рамках публичного предложения. Правительство получит возможность реабилитироваться. В отношении объективных факторов ведутся споры. Я нахожусь в меньшинстве, так как считаю, что деньги, привлеченные на LSE, но с меньшими затратами, ENRC могла бы взять в Казахстане. Для этого нужно было захотеть сделать именно так, а потом сделать это грамотно, создав еще один интересный и столь необходимый нашему рынку прецедент.

В то же время я не вижу ни одной причины (кроме дешевизны), по которой мажоритарным акционерам компании было бы выгодно сделать именно так. Они преследовали свои интересы, и обсуждать их здесь я не берусь. Удивляет пассивность, с которой правительство, владеющее крупным пакетом акций ENRC, сопротивлялось проведению IPO в Лондоне без синхронного предложения в Казахстане. Да и сопротивлялось ли?

*- Насколько дальнейшее развитие событий на внутреннем рынке будет определяться тем, что происходит на международных рынках? Возможны ли в Казахстане какие-то серьезные обратные тренды?*

- Если говорить о фондовом рынке, к сожалению, "обратные тренды" пока едва ли возможны. Основная ликвидность казахстанских активов в виде акций ответственных и зарубежных компаний реального сектора нашей экономики находится сейчас за границами нашей страны. И если там рынок наших акций начинает падать (а происходит это далеко не всегда объективно), то падает и местный рынок. Убытки несут наши инвесторы. Именно поэтому казахстанцам, включая правительство и регулирующие органы, нужно предпринять все возможное, чтобы изменить сложившуюся ситуацию. И это - не фантастика. У нашего фондового рынка есть необходимые история и инфраструктура. Да и амбиций, судя по работе РФЦА, не занимать. В свое время группе немецких бирж удалось вернуть акции немецких компаний из Лондона и Нью-Йорка на местный рынок. Недавно аналогичное для своих компаний сделали россияне. А вот у нас пока не очень получается. И не потому, что не можем, а потому что по-настоящему не хотим.

Н. Д.

# Крупнейшая мировая биржа NYSE EuroNext хотела бы видеть у себя казахстанских эмитентов

Вчера в Алматы открылась Вторая Центральноазиатская инвестиционная конференция, посвященная финансированию устойчивого экономического роста, организованная РФЦА и крупнейшей мировой биржей NYSE EuroNext. Исполнительный директор биржи **Мартин ШАРБОННЬЕР** отметила, что биржа, обладающая сразу 4 листинговыми площадками, вслед за активностью эмитентов из стран БРИК хотела бы видеть у себя и казахстанских эмитентов. На бирже уделяют очень большое внимание Азии, считая, что, возможно, именно этот континент будет демонстрировать наиболее интенсивный рост.

NYSE стала первой мировой площадкой, которой удалось открыть свое представительство в Китае, кроме того, в прошлом году приобретены две индийские биржи. Очень строгие листинговые правила, фактически заметно ослабившие интерес постсоветских эмитентов к IPO в Нью-Йорке, после слияния с EuroNext предоставляют чуть больше возможностей - в связи с тем, что эмитенты могут выбирать между европейским и американским регулированием в условиях перекрестного листинга. Г-жа Шарбоньер сказала, что американские регуляторы готовы принять в ближайшем будущем как один из своих стандартов международные стандарты финансовой отчетности. Бумаги постсоветских эмитентов будут, однако, по-прежнему доступны лишь институциональным инвесторам, а не населению. Председатель агентства по регулированию РФЦА **Аркен АРЫСТАНОВ** и вице-президент Казахстанской фондовой биржи **Идель САБИТОВ** подчеркнули, что речь на самом деле не идет о какой-либо прямой конкуренции с биржей, ежедневный оборот которой составляет более \$140 млрд, или треть всего мирового фондового рынка. Базы эмитентов у отечественной и гло-

бальной площадок могут пересекаться лишь в небольшой степени.

Основная дискуссия на конференции, однако, возникла не в связи с предпочтениями внутреннего или внешнего рынков, а вокруг того, что является причиной запаздывания в развитии казахстанского фондового рынка - желание компаний реального сектора оставаться в нынешнем состоянии непрозрачности или слишком большие препоны и "элитарная замкнутость", существующие на казахстанском фондовом рынке, и отсутствие стимулов для реального сектора выходить на него. По мнению г-на Сабитова и политолога **Досыма САТПАЕВА**, глубинной причиной происходящего является недостаток внутренней конкуренции во многих казахстанских отраслях, собственно, многие компании с самого начала формировались в условиях отсутствия конкуренции. Вице-президент биржи также уверен, что выход на казахстанскую площадку намного проще, дешевле и доступнее для эмитентов, чем листинг на внешних рынках. Г-н Арыстанов согласился с предложениями о снижении ставок корпоративного подоходного налога для эмитентов из реального сектора, выведших на внутренний рынок не менее 25% своих акций. Серьезные обсуждения на эту тему ведутся в рамках рабочей группы по подготовке нового Налогового кодекса. Перемены на рынке могут быть связаны, по его мнению, и с введением новых листинговых требований для объединенной площадки биржи и РФЦА, одним из важных принципов, который будет применен, станут разные стандарты финансовой отчетности и количества акций, находящихся в свободном обращении, для "голубых фишек" и компаний среднего размера и тем более стартовых бизнесов. Председатель агентства повторил свою идею о том, что финансовый центр надо было создавать еще 10 лет на-

зад, и не согласился с ожиданием слишком быстрых результатов от его деятельности и нетерпением, сказывающимся в оценках о том, что "РФЦА пора закрывать и отправлять всех эмитентов в Лондон или Нью-Йорк". "За короткое время невозможно стать Гонконгом", но председатель считает реалистичной задачу вхождения в десятку крупнейших азиатских фондовых бирж к 2015 году.

Отвечая на вопросы, связанные с тем, что предпринимается властями в связи с настороженностью инвесторов по поводу ситуации на рынке недвижимости, председатель агентства упомянул об очень значительной диверсификации инвесторской базы, происходящей во многих отраслях, и в том числе об активности южнокорейских инвесторов в строительном секторе, потенциальной результативности роудшоу в Японии, несмотря на консерватизм японского бизнеса, и реальные перспективы прихода инвесторов из других стран Юго-Восточной Азии и Ближнего Востока. Казахстанский фондовый рынок в некоторых инфраструктурных вещах, созданном едином депозитарии и стандартах регулирования опережает российский, в то же время г-н Арыстанов отметил довольно значительное отставание в том, что касается инвестиций физических лиц, ПИФов и особенно продвижения инвестиционных возможностей для людей из регионов. Последний прорыв в увеличении капитализации фондового рынка произошел, по его мнению, в момент практически единственного полноценного внутреннего первичного размещения акций, осуществленного РД КМГ.

Одной из обсуждаемых тем в ходе дискуссии стал выход ENRC на Лондон, минувшая казахстанский внутренний рынок, интересно, что точка зрения о том, что это было неизбежно из-за более высокой ликвидности в Лондоне, не принимается стопроцентно. Директор департамента листинга KASE **Галина ЦАЛЮК** отметила, что, по оценкам аналитиков, потенциальная стоимость пакета акций ENRC, происходи размещение внутри страны, могла бы быть оценочно даже выше, чем в Лондоне (\$3 млрд вместо полученных \$2,6 млрд).