

Татьяна Батищева

Сложность займа

Казахстанский рынок корпоративных облигаций оказался не готов к дефициту денег

Случилось страшное: недостаток денежных средств докатился до наших листинговых компаний, считавшихся наиболее открытыми и конкурентоспособными по сравнению с остальными участниками рынка. За последние три месяца сразу пять эмитентов из реального сектора экономики объявили о невозможности в срок выплатить последнее купонное вознаграждение по своим корпоративным облигациям. Акционерные общества «Рэмикс-Р», ISKE СЭТ COMPANY, «Трансстроймост», «Алматинский ликероводочный завод» и «РОСА» отказались платить, сославшись на временные финансовые затруднения.

Сумма долга инвесторам составила более 784 млн тенге.

И если прошлогодний дефолт облигаций «Досжан темир жоль» как-то можно списать на изменившуюся не в пользу компании рыночную конъюнктуру (когда в июле 2006 года деньги были заняты под 8,25%, а в августе 2008 года нужно было выплачивать уже 19,95% годовых), то проблемы нынешних неплательщиков – итог сложной макроэкономической ситуации – нехватки денег.

Кризис денежного доверия

До кризиса ликвидности эмитенты корпоративных облигаций решали проблемы рефинансирования задолженности быстро и просто, занимая необходимую сумму в коммерческом банке. В ходе финансового кризиса дефицит денег стали испытывать сами банки. Как следствие, стоимость ресурсов внутри страны резко подскочила. Если в течение 2008 года индекс Kazprime с небольшой волатильностью шел в коридоре 9% годовых, то с начала января 2009-го он не опускался ниже 12%. Ставка дополнительно подросла за счет того, что прогнозируется девальвация тенге и, соответственно, уменьшается ликвидность тенговой массы. Компании стараются покупать доллары, держа длинные валютные позиции.

По мнению директора департамента казначейства «Метрокомбанка» **Владимира Кима**, дальнейший рост стоимости денег во многом будет зависеть от того, как



будет распространяться мировой финансовый кризис и сумеет ли правительство удержать уровень инфляции в декларируемых рамках. «Межбанковский рынок, по крайней мере в первом квартале, будет оставаться волатильным и непредсказуемым еще и вследствие того, что пока дешевые деньги не поступили в экономику страны. Соответственно снижения ставок не происходит для банков и конечных потребителей», – полагает эксперт.

Внешние долговые обязательства коммерческих банков, составлявшие в 2008 году 12 млрд долларов, а в 2009-м – 11 млрд, не способствуют росту банковского кредитования. По данным Агентства по финансовому надзору за 2008 год, кредиты банков экономике увеличились на 496,8 млрд тенге, или на 7,6%, составив 7,1 трлн тенге. И хотя правительство обещало производственникам поддержать сектор финансами, деньги в реальный сектор до сих пор не поступили.

«В ситуации с облигациями дефицит денег приведет к тому, что многие компании реального сектора не смогут рефинансировать свои долги, а значит, исполнить обязательства по уже взятым кредитам или облигациям. Новые дефолты вполне закономерны. В будущем мы ждем ухудшения ситуации, поскольку в ближайшее время не предвидится открытия мирового рынка капитала для нашей страны, а внутренних источников фондирования у нас не так много, и государство не сможет помочь всем», – считает заместитель председателя правления управляющей компании Unicorn IFC **Катерина Карцева**.

По мнению г-жи Карцевой, в данной ситуации более других подвержены риску дефолта строительные компании, так как именно эта отрасль жила преимущественно на кредитные деньги. Кроме «стройки» большие риски у финансового сектора, который динамично развивался и перенес много рисков, и сейчас у него очень много

международных долгов. Занимая и дальше на внутреннем рынке, банки будут только увеличивать свои долги и риски. «Наши прогнозы получения банками доходов в будущем весьма сдержанны, поскольку объемы их бизнеса упали, кредитный портфель сузился, качество заемщиков ухудшилось», – отмечает г-жа Карцева.

Деньги коротки

Перехватить нужные суммы эмитенты облигаций могли также на рынке репо под залог собственных ценных бумаг. Фактически этот рынок представляет собой площадку, где можно занять или ссудить сравнительно короткие, от 1 до 14 дней, деньги. И не только. При определенных обстоятельствах, например росте или падении процентной ставки за пользование денежными ресурсами, курсовой разницей можно играть, что делает сделки репо привлекательным финансовым инструментом в эпоху вечного дефицита ликвидных ценных бумаг.

Данный инструмент фондирования и инвестирования пользовался большой популярностью участников рынка, составляя на 1 ноября 2008 года почти 62% объема биржевых торгов. Но к концу января 2009-го через репо стало достаточно тяжело привлекать средства ввиду всеобщего кризиса доверия, который лишь обострился из-за случившихся дефолтов облигаций.

По словам начальника отдела анализа KASE Руслана Дзюбайло, новые сделки репо открываются, но их намного меньше, чем в предыдущие периоды. «Сейчас идет большой объем пролонгаций. Если посмотреть на все открытые репо с корпоративными ценными бумагами и просчитать, какая их доля на данный момент пролонгирована, мы увидим, что доля составляет 21,1%. Но тут надо учитывать, что у некоторых членов биржи доля пролонгации составляет до 98%, то есть все сделки, открытые ими с корпоративными ценными бумагами, в свое время были пролонгированы. По бумагам высокого кредитного качества пролонгированных сделок, как правило, меньше, – комментирует ситуацию г-н Дзюбайло. – Тенденцию рынка репо можно проследить и по ставкам привлечения. В январе 2008 года, когда пошли дефолты облигаций, а также когда кредитное качество многих брокеров ухудшилось, стоимость денег стала значительно выше, что объясняется высокими рисками. И сейчас для участников рынка выгоднее занимать деньги под надежные государственные, нежели корпоративные ценные бумаги. Хотя для тех, кто отдает деньги, это идеальный вариант, а для тех, кто отдает бумаги, все равно существует риск, что контрагент не сможет выкупить обратно данный объем». По словам аналитика, дефолты об-

лигаций отрицательно скажутся на рынке репо и в среднесрочной перспективе рынок ожидают непростые времена.

Не прекрасное далеко

Объявленные дефолты выявили как минимум две масштабные проблемы казахстанского рынка корпоративного долга. Во-первых, у инвесторов отсутствует подушка безопасности в виде возможности досрочно погасить бонды у эмитента. Анализ облигационных выпусков показал, что offerту предлагают только несколько компаний. В связи с этим стоит предположить, что теперь offerта должна стать если не обязательным, то значимым условием размещения новых выпусков облигаций.

Во-вторых, складывается ненормальная ситуация, когда дефолты приходится объявлять вполне работоспособным компаниям с адекватной на кризис финансовой отчетностью, вся беда которых в отсутствии оборотных средств в конкретный период времени. Даже погасив купон, они будут долго испытывать к себе холодок недоверия со стороны инвесторов.

С начала 2009 года стоимость денег резко возросла



Ситуация с такими компаниями сложная, но, возможно, вполне решаемая. Может быть, следует внести изменения в нормативную базу и детализировать понятие дефолта в соответствии с различной ситуацией на финансовом рынке, чтобы дать эмитентам возможность официально отсрочить купонные выплаты. Или же предусмотреть создание некоего страхового фонда с государственным участием, действующего во время кризиса. Потенциально поддержать корпоративные облигации могут его непосредственные участники – эмитенты. В частности, они смогли бы предлагать бонды с последующей их конвертацией в акции. Свою лепту в развитие рынка может внести и государство, наконец-то перейдя от слов к реальному развитию инфраструктурных долговых обязательств.

До сегодняшнего дня инструментами с госгарантией пользовались мало и неудачно, что показала ситуация с облигаци-

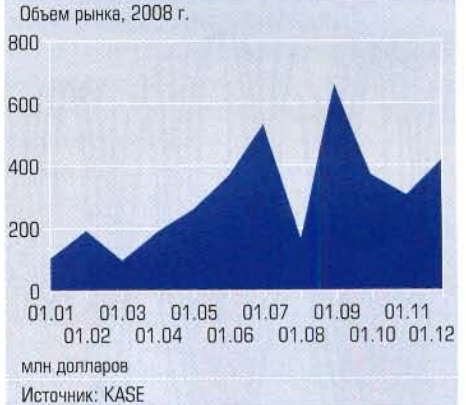
ями «Досжан темир жолы». И это несмотря на то, что в стране большие потребности инвестирования в инфраструктуру и накоплены огромные средства банков и НПФ, которые в них не вкладываются, поскольку эти бумаги слишком длинные и рискованные.

Так или иначе нужны меры, способные улучшить инвестиционный климат рынка корпоративных бондов. Чтобы меры реализовались, необходимо пересмотреть существующую схему финансирования экономики с псевдоконкурентного распределения на рыночные возвратные механизмы.

К сожалению, кризис никак не изменил каналы поступления денег в экономику. Как и прежде, правительство планирует использовать старую схему финансовых посредников, каждый из которых получает свою маржу, тем самым сохраняя иллюзию, что финансовая система восстановилась.

Минусы этой системы в том, что она значительно удорожает средства для конечных пользователей, создавая условия

Рынок корпоративных облигаций в 2008 году был волатильным



для роста коррупции. Опять банки работают на том, что станут выдавать кредиты государственными деньгами. Получат выгоду и институты развития, спуская деньги в экономику через массу дочерних фондов и компаний. Развивать рыночные механизмы типа рынка корпоративного долга, похоже, никто не собирается.

На сегодняшний день ситуация с выплатой купонов несколько выправилась, поскольку «Роса» полностью погасила задолженность, «Трансстроймост» частично, у него остался лишь 15-процентный долг, который компания планирует закрыть в феврале этого года. «Досжан темир жолы», ISKE СЭТ COMPANY пообещали расплатиться с инвесторами до 31 января, «Рэмикс-Р» – до 14 февраля, «Алматинский ликеро-водочный завод» – до 31 марта 2009 года. Тем не менее ситуация остается напряженной из-за ожидания участниками рынка других дефолтов.