

Редакционная статья

# Надо быть легким и независимым

**О**чередная волна мирового кризиса накрыла Казахстан с головой. Котировки акций постепенно заваливаются в крутое пике. Причем эксперты – например вице-президент Казахстанской фондовой биржи (KASE) Андрей Цалок – полагают, что ценовое дно еще даже не видно и падение продолжится.

В общем-то, ничего удивительного в этом нет. Наш рынок просто следует в фарватере зарубежных фондовых площадок. Их тоже изрядно потряхивает: и Европу, и Америку. Ситуацию в России можно охарактеризовать словом «паника»: на минувшей неделе Федеральная служба по финансовым рынкам впервые в российской истории остановила торги на неопределенный срок. Неудивительно: только за вторник индекс РТС обвалился на 11,47%, а индекс ММВБ – на 17,45% на фоне резкого сокращения объемов торгов. Рынок вернулся на три года назад. Российские аналитики отмечают, что ряд компаний торгуется дешевле, чем стоимость их активов, а некоторые – дешевле, чем объем средств, размещенных ими на счетах в банках.

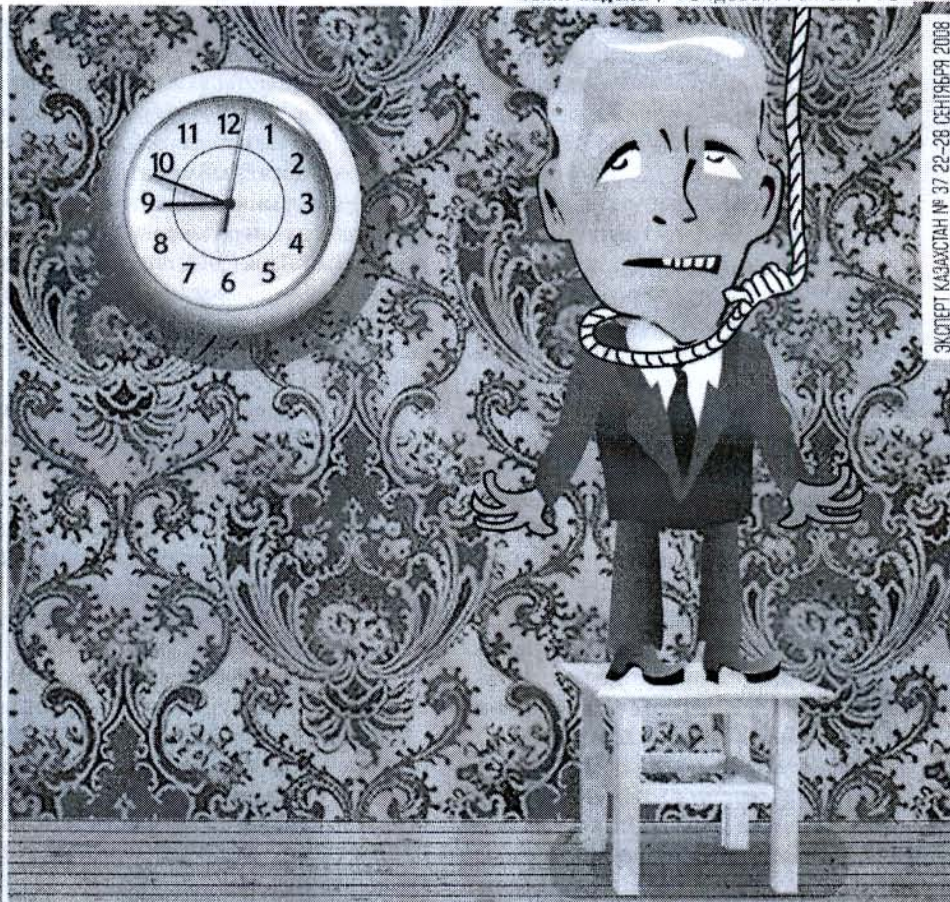
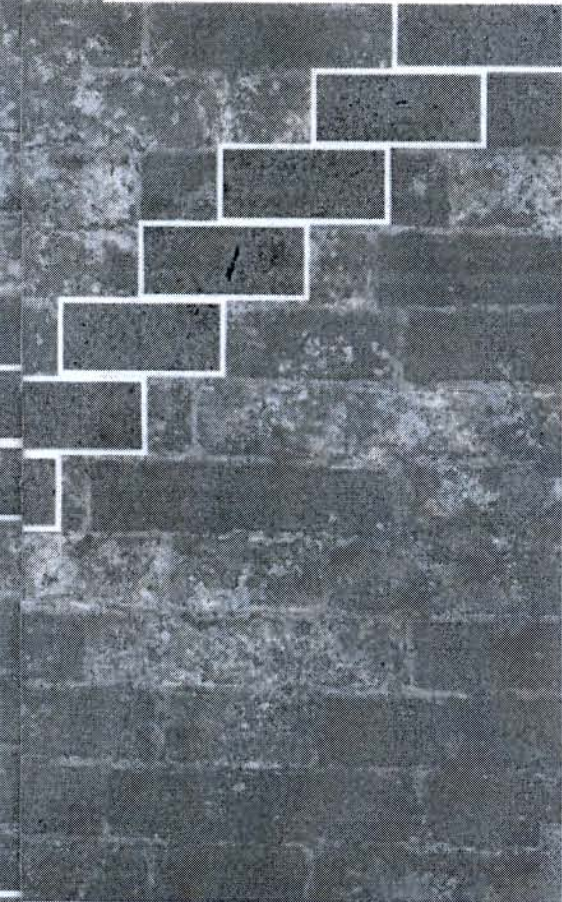
Шторм на фондовом рынке нанес достаточно сильный удар по компаниям. В США стремительно растет список проблемных банков, которым может грозить банкротство: их уже более сотни. Инвестиционные банки не могут рассчитаться по ранее взятым кредитам, рефинансировать долги. Финансовые организации испытывают острую нехватку ликвидности. В Европе ситуация не намного лучше: нехватка средств сопровождается кризисом доверия среди банков. Все это усугубляет проблемы с рефинансированием. Общий объем погашений у западных банков по этим инструментам до конца 2009 года должен составить около 800 млрд долларов (это больше на 43%, чем за предшествующие 1,5 года) при возросшей стоимости финансирования. Многие компании – и на Западе, и в России, взявшие кредиты под залог ценных бумаг, сталкиваются с тем, что стоимость залогов стремительно обесценивается, а значит, бумаги могут перейти в собственность кредитора. Встал российский рынок репо – на нем активно использовались в качестве залога ценные бумаги. Некоторые банкиры отказываются кредитовать друг друга, уже есть случаи отказов по исполнению кредитных обязательств. Сильнее прочих игроков пострадали паевые инвестфонды: по данным российской Национальной лиги управляющих, с середины августа по середину сентября стоимость паев российских ПИФов снизилась на 10–30%. Ситуация в России усугубляется оттоком средств, выводимых западными инвесторами: по подсчетам заместителя председателя Сбербанка Беллы Златкис, банковской системе РФ не хватает 400–450 млрд рублей (1,87 – 2,11 трлн тенге).

Власти и участники рынка лихорадочно пытаются исправить ситуацию. Европейский Центробанк и Банк Англии впрыскивают в банковскую систему Европы дополнительные объемы ликвидности. В США правительство занялось кредитованием банков и выкупом акций компаний. Российский Центробанк снижает нормативы обязательных резервов. Некоторые российские эмитенты («Северсталь», ЛУКОЙЛ и «Вимм-Билль-Дан») объявили о выкупе своих акций – чтобы удержать их от дальнейшего падения.

На первый взгляд ситуация в Казахстане мало чем отличается от российской. Индекс (KASE) вернулся к показателям двухлетней давности. Доходность ПИФов тоже снижается: на 31 августа только половина фондов показала положительную доходность, а итоги сентября даже представлять себе не хочется. Но при этом на рынке на удивление спокойно. Жалоб банкиров на ухудшение и так некомфортных условий фондирования не слышно. На момент сдачи журнала ни один игрок не объявил о выкупе своих акций с рынка. Рынок межбанковского кредита тоже не демонстрирует признаков паралича. Создается ощущение, что среди субъектов экономики превалирует безразличное отношение к падению котировок.

Неразвитость казахстанского фондового рынка, на которую не раз жаловались участники рынка и представители госструктур, на этот раз сыграла нам на руку. В отличие от России, в Казахстане кредиты предпочитают выдавать (и брать) не под ценные бумаги, а под материальные активы. Незначительное количество эмитентов, торгующихся на бирже, предопределило то, что падение фондового рынка не затронуло подавляющую массу казахстанских компаний. Да и те, что активно торгуются, представляют в основном сырьевой сектор – вопреки падению цен на углеводороды и металлы, котировки сырьевых активов все еще остаются высокими, и проблем с кредитованием у эмитентов не наблюдается, даже несмотря на резкое падение капитализации. Так, хотя акции компании «КазМунайГаз» постепенно падают (как и акции зарубежных нефтяных компаний), на прошлой неделе стало известно, что входящая в ее структуру KazMunaiGaz PKOP Investment B.V. успешно привлекла кредит на сумму 2,5 млрд долларов. Как говорил Михаил Жванецкий, «надо быть легким и независимым». В некоторых случаях легкость и независимость важнее весомости и интеграции, например в эпоху кризиса. ■



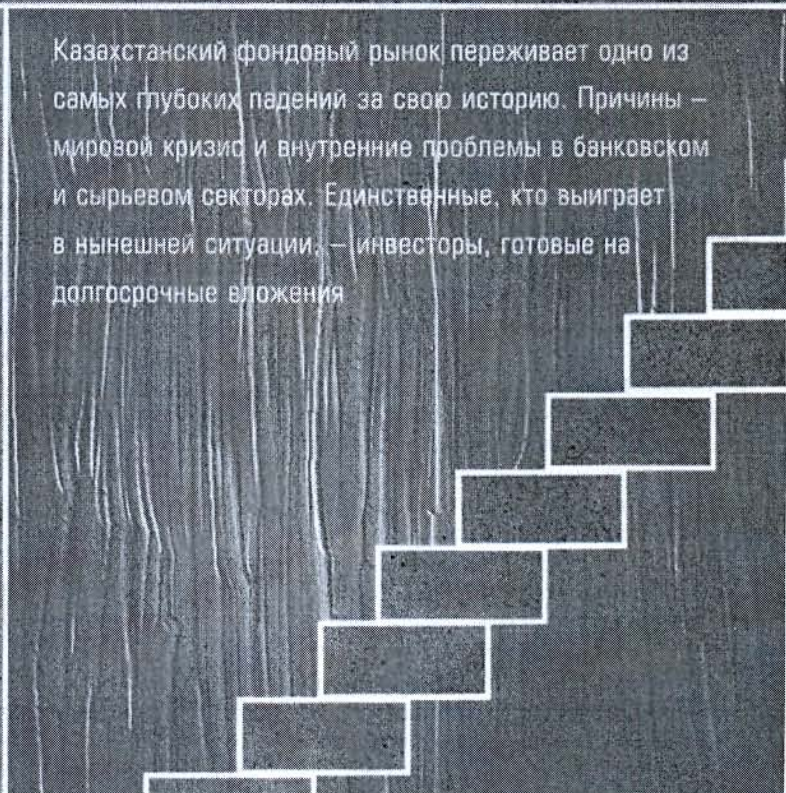


Василий Калабин

## Медвежья болезнь



Казахстанский фондовый рынок переживает одно из самых глубоких падений за свою историю. Причины — мировой кризис и внутренние проблемы в банковском и сырьевом секторах. Единственные, кто выиграет в нынешней ситуации, — инвесторы, готовые на долгосрочные вложения



**В**торая половина нынешнего года началась для фондового рынка РК неудачно. С первых чисел июля индекс Казахстанской фондовой биржи (KASE) начал падать, и к 15 сентября рухнул почти на 35% до отметки 1709,72 пункта – самой низкой с августа 2006 года. Напомним, что еще в конце февраля индекс равнялся 2876 пунктов.

С начала июля рыночная стоимость компаний, включенных в представительский список KASE, упала на 44,4% до 52,7 млрд долларов. Наиболее капитализированные компании на казахстанской фондовой бирже, такие как ENRC, «РД “КазМунайГаз”», Казкоммерцбанк, БТА Банк с начала июля потеряли в стоимости 39–50%.

Уменьшился и объем торгов. За восемь месяцев 2008 года объем операций купли-продажи акций на KASE и специальной торговой площадке регионального финансового центра Алматы (РФЦА) составил 2,6 млрд долларов (314,0 млрд тенге), что ниже соответствующего периода прошлого года на 2,77 млрд долларов (345,9 млрд тенге), или в 2,1 раза.

Самое печальное, что дно пока не просматривается. Мировой кризис углубляется и входит в новую фазу. Состояние мировой финансовой системы продолжает ухудшаться, и это отражается и на инвестиционной привлекательности казахстанских эмитентов.

Основное влияние на казахстанский рынок сейчас оказывают внешние тренды, на которые накладываются негативные внутристрановые факторы.

По прогнозам вице-президента Казахстанской фондовой биржи **Андрея Цалюка**, казахстанский рынок вместе с Азией, Европой и Америкой продолжит свое падение, и дно на данный момент не достигнуто.

### Бегство инвесторов

«У инвесторов во всем мире есть серьезные опасения по поводу состояния финансовых компаний, и они сейчас закрывают позиции по бумагам любых компаний этого сектора и уменьшают их долю в портфеле. Недавно были закрыты несколько небольших финансовых компаний и крупнейший хедж-фонд в Европе, – говорит начальник департамента отдела анализа KASE **Руслан Дзюбайло**. – Кроме того, инвесторы стараются сократить долю бумаг с развивающихся рынков, где по определению более высокие риски».

Согласно исследованию Citigroup объем торгов на мировых фондовых биржах в августе сократился на 37% по сравнению с августом 2007 года, а объем торгов дивидендами на акции упал на 21%. Ана-

литики склонны связывать это с уменьшением свободных средств у хедж-фондов и инвестбанков по всему миру. Помимо этого, фонды вынуждены держать больше средств в денежной форме, опасаясь, что клиенты захотят вывести свои деньги.

Падение рынков объясняется прежде всего замедлением мировой экономики. Всемирный банк (ВБ) прогнозирует, что в 2008 году она вырастет лишь на 2,7%. В начале года прогноз составлял 3,3%, притом что в 2007-м она выросла на 3,6%, а в 2006-м – на 3,9%.

Основой для нового пессимизма стали статданные, вышедшие в августе. Экономика Еврзоны стала стагнировать: во втором квартале произошло падение ВВП на 0,2% по сравнению с первым кварталом. Это первое отрицательное значение за всю 13-летнюю историю ведения подобной статистики.

Экономисты в очередном опросе, проведенном The Wall Street Journal, дают пессимистичные прогнозы на 2009 год и в отношении ведущей национальной экономики – американской. Они ожидают замедления темпов ее роста в четвертом квартале до 0,7% в годовом исчислении, по сравнению с 1,2% в текущем квартале. По прогнозам экономистов, шансы на наступление рецессии составляют 60%. Ожидается снижение таких показателей, как ВВП, потребительский спрос, а безработица, вероятно, поднимется с уже высоких 6,1% до 6,4% к середине будущего года.

Крупнейшие финансовые институты по-прежнему не могут разобраться со своими проблемами. В США банкротятся крупнейшие инвестбанки (см. «Когда рушатся несокрушимые»). Европейские компании и финансовые институты также продолжают объявлять о дефолтах и списаниях. Объемы кредитования в Европе снизились почти вдвое.

Инвесторы переоценивают свои риски и избавляются от активов финансовых институтов. Все это приводит к тому, что продаются и ценные бумаги казахстанских эмитентов. Дополнительное давление на них оказывает снижение цен на энергоносители и металлы – ведь в основном привлекательные казахстанские компании представляют именно эти секторы. Цены на нефть на мировых рынках упали до полугодовых минимумов. К середине сентября контракты на североморскую нефть марки Brent подешевели до 98 долларов за баррель, а на американскую WTI – до 101,6 доллара за баррель. Цена на нефть стала падать в конце лета, после того как достигла рекордной отметки в 147 долларов за баррель.

Международное энергетическое агентство (МЭА) снизило оценку мирового спроса на нефть в 2008 и 2009 годах отно-

сительно своего предыдущего прогноза на 100 тыс. баррелей в сутки (б/с) и на 140 тыс. б/с соответственно. Поэтому уменьшение добычи не привело к повышению цен, на данный момент предложение достаточно для удовлетворения спроса.

По мнению управляющего директора «Сентрас Секьюритиз» **Мирлана Ташметова**, на рынке несомненно преобладают медвежьи настроения, и «чтобы изменить ожидания основной массы инвесторов, нужно что-то очень значительное и достаточно позитивное». Ведь на медвежьем рынке отыгрываются плохие новости, а хорошие, как правило, пропускают мимо ушей или реагируют на них не так бурно, как во время растущего рынка. «Совсем свежий пример – это снижение цен на нефть... На недавнем бычьем рынке любой слух об урагане заставлял буквально подпрыгивать котировки вверх, а сейчас трейдеры трактуют новость (об ураганах) так, как им удобно – в направлении основной торговли. По-видимому, настал кризис идей, обеспечивающих возможность дальнейшего роста нефти. Наверное, можно отметить и тот факт, что официально кредитный кризис был признан, когда ипотечная компания Countrywide Financial сообщила о третьем подряд убыточном квартале. Обеспокоенность обстоятельством дел на ипотечном рынке еще в январе 2007-го озвучивали многие крупнейшие финансовые компании, в том числе и агентство Freddie Mac, однако тогда глава **Бен Бернанке** заявил, что не видит серьезной угрозы для финансовой системы со стороны незначительного рынка ипотечных кредитов subprime! Рынок еще оставался в повышательной тенденции шесть месяцев», – подчеркивает г-н Ташметов.

### Плохие новости с севера

К началу осени началось снижение российских фондовых индексов, которые долго удерживали свои позиции. РТС и ММВБ за лето потеряли примерно 30%. И аналитики рассматривают этот факт как дополнительное давление и на казахстанский рынок.

«Инвесторская база в Казахстане та же, что и в России. Это в основном иностранные фонды для вложения в СНГ и т.п. Поскольку большую часть их портфелей составляет Россия, они очень зависят от этого рынка, – рассказывает директор аналитического департамента ИГ “Ренессанс Капитал” **Гайрат Салимов**. – Когда рынок в России начинает падать и начинается изъятие денег из этих фондов, инвесторы изымают деньги и из Казахстана. Поэтому вслед за падением в России падает и казахстанский рынок. Россия держалась дольше других. Многие говорят, что причиной падения индекса РТС

стала война в Грузии, но она была просто последней каплей. Мы имеем дело с биржевой паникой глобального масштаба».

### Кто мог – уже убежал

Казахстанские активы относятся к числу рынков развивающихся стран (emerging markets), их сейчас массово покидают инвесторы. Отток средств из фондов, инвестирующих в облигации и акции стран категории emerging markets, летом текущего года достиг максимального показателя с 1995 года. По данным EPFR Global, инвесторы вывели 29,5 млрд долларов. Активы emerging markets ранее быстро набирали стоимость за счет глобального экономического роста и высоких цен на сырье, в условиях нынешнего кризиса давление на эти рынки усиливается. Инвесторы стараются избавляться от рискованных активов в условиях ограниченной ликвидности, и первыми страдают высокорискованные emerging markets.

Сильно пострадали инструменты эмитентов, которые имеют параллельный листинг на KASE и на Лондонской фондовой бирже (LSE), такие компании как ENRC, Казкоммерцбанк, «РД “КазМунайГаз”» и

другие. Основная ликвидность по этим ценным бумагам, как правило, сосредоточена в Лондоне, поэтому зарубежные тренды становятся определяющими для данных акций и в Казахстане. Как отмечают аналитики KASE, основная доля free float таких компаний приходится на иностранных инвесторов, которые, в первую очередь, инвестировали в Казахстан как в развивающуюся экономику с целью получения быстрой и большой прибыли, во-вторых, под воздействием панических настроений способны быстро закрыть позиции по Казахстану, не особенно разбираясь в ситуации. И, в-третьих, являются, как правило, неквалифицированными относительно реального состояния казахстанских эмитентов инвесторами.

При этом, по мнению председателя правления Национального банка **Анвар Сайденова**, в Казахстане оттока капитала на фоне негативных известий из-за рубежа не наблюдается. Но не потому, что рынок сохраняет привлекательность. Просто, по его мнению, «основной урон, который мог быть нанесен казахстанскому финансовому рынку, в том числе и присутствием на нем спекулятивных ка-

питалов нерезидентов, уже был осуществлен в прошлом году. В этом году этого не происходит».

### Пятая колонна казахстанской экономики

К тяжелому внешнему фону добавляются плохие новости из самого Казахстана. Последний отчет Агентства финансового надзора о текущем состоянии банковского сектора продемонстрировал значительное замедление роста этого сектора. Нераспределенный чистый доход банков на 1 августа 2008 года составил 75,8 млрд тенге, что ниже показателя прошлого года на 47,0%. Совокупные активы банков выросли с начала года всего на 4,3%, ссудный портфель – на 0,98%, общая сумма вкладов – на 8,6%. «В банковском секторе основные вопросы вызывает качество активов. Пока нет никакой определенности по поводу того, как наши банки выдержат этот кризис и как это скажется на их финансовом состоянии», – говорит Руслан Дзюбайло.

В свою очередь директор департамента управления активами компании «Тройка Диалог Казахстан» **Евгений Попов** отмечает: «Инвесторы понимают, что банки еще не списывали больших сумм проблемных кредитов. Однако прошел год с начала кризиса мировой финансовой системы, и пришло время, когда банки, возможно, будут делать списания».

Стоит учесть, что банковский сектор составляет крупную долю казахстанского фондового рынка – более 20%. Поэтому его проблемы неизбежно отражаются на рынке в целом. Другую крупную нишу – более 50% – занимает сырьевой сектор, также испытывающий тяжелые времена. Неудивительно, что казахстанский рынок стал падать быстро и всем основным составом.

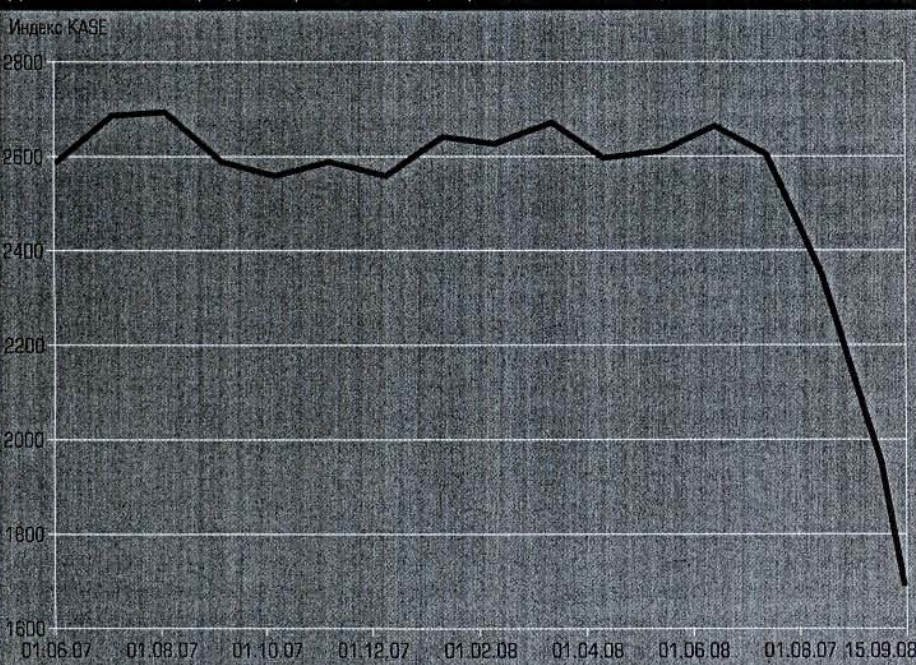
«Мы являемся сырьевой страной, в индексе KASE есть добывающие компании, и подобные факты оказывают на наш рынок сильное влияние», – отмечает г-н Дзюбайло.

«Все, что сейчас происходит в мире, начало сказываться и на стоимости нефти. И нужно понимать, если во всем мире будет происходить дальнейшее ухудшение ситуации, то, естественно, потребление нефти будет падать, соответственно, может еще больше упасть цена, – говорит г-н Попов. – А если цена на нефть резко упадет, мы не сможем также быстро сократить расходы, что еще более усугубит ситуацию в целом».

Если все же значительного снижения стоимости нефти не произойдет, то общее настроение пессимизма, которое царит сегодня на всех финансовых рынках, будет сохраняться и дальше».

Обсуждение нового Налогового кодекса Казахстана, который должен быть введен с 1 января 2009 года, также добавляет

Для казахстанского фондового рынка настоящий кризис начался в конце лета 2008 года



Источник: KASE

### Акции крупнейших казахстанских компаний стремительно теряют стоимость

Наиболее капитализированные компании, акции которых торгуются на KASE, 2008 г.			
Название компании	Стоимость акций на 15 сентября, тенге	Изменения к 1 июля, %	Изменения к 1 января, %
ENRC PLC	1551	-54,4	акции не размещались
KAZAKHMYS PLC	1850	-51,6	-41,3
РД «КазМунайГаз»	13500	-40,0	-38,6
Казкоммерцбанк	575	-40,1	-23,8
БТА Банк	36000	-47,8	-52,0
Народный банк	265	-49,0	-45,9

Источник: KASE, расчеты автора

поводов для пессимизма. Намерения правительства снизить налоговое давление на реальный сектор экономики за счет существенного увеличения нагрузки на сырьевые компании серьезно обеспокоило инвесторов и вызвало с их стороны игру на понижение.

### Хороший день для Уоррена Баффета

Несмотря на то что фондовый рынок переживает нелегкие времена, сложившаяся ситуация может стать хорошим моментом для инвестиций.

«Если вы инвестор, который должен показывать доходность в краткосрочном периоде, то можете ждать, что все будет еще хуже. Но для долгосрочных инвестиций это хорошее время, – говорит Гайрат Салимов. – Имеет смысл обращать внимание на казахстанские сырьевые компании и на банки. Сейчас компании не такие, как были два года назад, они выросли и генерируют больше денег. Но их оценки вернулись на уровни того времени.

С точки зрения фундаментальной стоимости момент интересный. Но вы должны быть инвестором, который не боится рыночного риска. То, что вы покупаете, может стоить завтра дешевле. Если вы инвестор, у которого подход Уоррена Баффета, и вы ищете недооцененные активы для долгосрочных вложений, то сейчас один из лучших моментов для инвестиций».

С другой стороны, можно попробовать поискать активы для диверсификации, однако в текущих условиях это будет не просто.

«С начала кризиса активность торгов немного перешла с рынка акций на рынок облигаций. Но инвестиции в корпоративные облигации сейчас тоже представляют риск, потому что большую долю этих облигаций выпустили те же банки. Риск дефолта по этим облигациям больше, чем был раньше. Кроме того, доходы многих облигаций едва превышают уровень инфляции, а по некоторым облигациям не превышают его, – рассказывает Руслан Дзюбайло. – Вероятно, инвесторам следовало бы на время вывести свои деньги с рынка акций, пока существует неопределенность. Привлекательно сейчас смотрятся некоторые государственные облигации, доход по которым чуть выше инфляции. Покупая эти бумаги, инвесторы получают безрисковый актив, приносящий стабильный реальный доход. Или можно инвестировать на денежном рынке».

В свою очередь Азамат Ескожа, финансовый аналитик АО «Инвестиционный финансовый дом "RESMI"», предлагает создавать сбалансированные портфели: «Сейчас историческое время для долгосрочного инвестора со свободной наличностью. Если вы можете вложиться в ак-



ции на достаточно долгий срок (3–4 года), то, возможно, имеет смысл вложить в казахстанские акции около 30% инвесткапитала уже сейчас. Текущие уровни котировок казахстанских акций уже несут в себе значительный потенциал роста в будущем. Оставшийся капитал можно держать в кэше на случай докупа в случае дальнейшего падения цен (стратегия усреднения) или перелома ситуации и начала устойчивой восходящей тенденции».

В целом аналитики сходятся на том, что ситуация остается крайне непредсказуемой и игра в краткосрочном периоде может быть излишне рискованной.

Теперь уже очевидно, что кризис затянется. Его завершения ждут не раньше, чем через 1–1,5 года. Ухудшение состояния финансовой сферы повлекло за собой проблемы в реальном секторе экономики, от которых мир, в том числе и Казахстан, оправится не скоро.

Безусловно, по казахстанскому фондовому рынку можно лишь условно судить о состоянии отечественной экономики. Но те факторы, которые заставляют падать казахстанские активы, оказывают влияние и на реальный сектор. Замедление роста банковского сектора и отсутствие доступа банков к ликвидности приводят к ограничению объемов кредитования, что в свою очередь приведет к замедлению роста экономики. Аналогично скажутся

на нашей стране и падающие цены на нефть. А новый налог для сырьевых компаний ограничит их в возможности расширения бизнеса. Таким образом, фондовый рынок становится индикатором давления, оказываемого на экономику.

Подешевевшие казахстанские активы приводят к повышенному вниманию со стороны стратегических инвесторов. Так, в текущем году уже продали крупные доли своего капитала иностранным инвесторам Казкоммерцбанк и Банк ЦентрКредит. Кроме того, компании откладывают IPO, учитывая плохую конъюнктуру рынка. В 2008 году прогнозировалось размещение 40 компаний из стран СНГ, за первые полгода разместилось только шесть. В Казахстане до сих пор не состоялось IPO Казахстанской фондовой биржи.

«Проблемы захватили на сегодняшний день не только финансовый сектор, но и реальную экономику. С одной стороны, мы видим повсеместное увеличение инфляции, а с другой – падение производства и, соответственно, замедление роста ВВП, деловой активности и т.п. Наблюдается и снижение потребительского спроса, который в основном и двигает экономику. Естественно, все это не могло в конце концов не сказаться на экономике Казахстана, которая во многом зависит от стоимости сырьевых ресурсов», – отмечает Евгений Попов. Но при этом обращает внимание на то, что проблемы не так глубоки, как могли бы быть. В отличие от развитых стран, падение на фондовом рынке не вызывает в Казахстане панических настроений и не приводит к банкротствам и ощутимым экономическим проблемам. Дело в слабости казахстанского фондового рынка. На KASE около десятка эмитентов, чьи акции обладают ликвидностью. Для примера: в России эмитентов более 600, а на NYSE – более 1000. Создать значимый фондовый рынок с имеющимся количеством эмитентов просто невозможно.

Ограниченное развитие портфельного инвестирования в Казахстане, которое всегда считалось недостатком, убергло экономику от дополнительных катаклизмов.

Инвестиционная привлекательность флагманов нашей экономики сейчас находится на крайне низком уровне. Этот кризис уже продемонстрировал, что инвесторы относятся к казахстанским активам как к объекту для быстрых спекуляций. В условиях высокой интеграции Казахстана в мировое финансовое пространство такое отношение сулит нам преимущественно проблемы. Ситуация изменится лишь тогда, когда в РК появятся реальные крупные инвестиционные проекты, причем вне подверженного постоянным колебаниям сырьевого сектора. ■