

Магический феномен инвестора

Государственные органы и профессиональные участники фондового рынка должны формировать поведение инвесторов разных категорий, чтобы избежать необоснованных взлетов и падений ценных бумаг, считает вице-президент АО «Казахстанская фондовая биржа» Андрей Цалюк

Татьяна БАТИЩЕВА



– *Казахстанский рынок падает на фоне негативных мировых новостей. Вместе с тем падают и те бумаги, которые не котируются на зарубежных площадках. Причина только в спекулянтах?*

– Есть такое понятие, как общее настроение рынка, его движение и тренд. Обычно эти тренды хорошо иллюстрируются индексами, и крайне трудно представить ситуацию, когда на фоне общего падения рынка какие-то инструменты растут.

Нашим фондовым рынком сейчас правит рядовой трейдер. Он приходит на работу, видит в компьютере уровень закрытия цен в Лондоне и сравнивает его с тем, как закрылись мы. Из-за временной разницы и того, что на Лондонской фондовой бирже (LSE) ценные бумаги наших эмитентов торгуются более активно, чем на KASE, все получается для него очень удобно. Если мы закрылись выше, чем закрылся Лондон, следовательно, с утра мы будем падать, так как мы закрылись на 7 часов раньше. Следовательно, надо продавать. И наоборот. И так будет делать любой трейдер. Потому что это логично и правильно. У трейдера, если он брокер, есть клиенты. Их приказы будут такими же.

Существуют, конечно, и более сложные стратегии трейдеров, к которым, в частности, относятся спекуляции. Но на непрерывно и быстро падающем малоликвидном рынке, коим является наш рынок, реализовать их крайне сложно и рискованно.

Уменьшить влияние трейдера или, другими словами, настроения на динамику фондового индекса в Казахстане, на мой взгляд, никто пока всерьез не пытался, поскольку воздействие конъюнктуры фондового рынка на экономику страны сегодня крайне мало. Только в последние дни Агентство финансового надзора (АФН) пытается административными мерами воздействовать на этот фактор, потому что здесь затрагивается стоимость пенсионных активов, за сохранностью которых государство должно следить.

В целом напрямую бороться с теми, кто «перепродает» наш рынок, на мой взгляд, можно тремя методами: рыночным, административным и психологическим. Рассмотрим первый.

Падение котировок акций идет на фоне хороших финансово-хозяйственных показателей их эмитентов. Некоторые акции упали уже в половину балансовой стоимости, например, у «Казахмыса», который способен генерировать прибыль, имеет хорошую диверсифицированную базу бизнеса и т.д. То же можно сказать и о наших банках, чьи акции и депозитарные расписки продолжают дешеветь. Когда дорогой товар дешевеет, его нужно покупать. Или выкупать.

– Кто же должен выкупать акции?

– Их могут выкупать инвесторы, эмитент, акционеры и государственные институты. Если говорить о самом эмитенте, то он как раз тот, кто лучше всех знает истинную цену товара. И если он уверен в ней, то на выкупе можно хорошо заработать. Если какая-то компания сейчас уверена, что ее акции перепроданы, она может выкупить их с последующим размещением на SPO по более высокой цене и записать себе прибыль в актив.

Это же касается и облигаций. Если посмотреть на котировки наших евробондов на мировых рынках, то первая мысль, которая возникает, – эмитентам надо срочно их выкупать. Зачем гасить этот долг по номинальной стоимости, когда сейчас его можно выкупить фактически за треть цены?

Кроме оптимизации своих денежных потоков, объемный выкуп способен стабилизировать цены выкупаемых бумаг, и если не развернуть тренд, то хотя бы обнулить его. И в



этом не могут быть не заинтересованы крупные акционеры эмитента, ведь дешевет их состояние.

Есть, конечно, в этом методе и свои изъяны. Если речь идет о банках, то выкуп акций эмитентом снижает пруденциальные нормативы, падает капитализация института, а этого банкам сейчас делать как раз и нельзя, нужно капитализироваться. Кроме того, для выкупа нужны деньги, а у наших банков сейчас имеются определенные проблемы с рефинансированием. Дополнительно при выкупе падает free float – количество акций в свободном обращении. В период

кризиса многих эмитентов это мало заботит. Но для рынка это критично. Нашему фондовому рынку уж точно невыгоден выкуп, и KASE не заинтересована в том, чтобы эмитенты выкупили свои акции в целях поддержания их цен.

В качестве альтернативы можно предложить выкупать акции крупным акционерам. Такой подход продемонстрировала недавно группа «Сеймар», выкупавшая в Лондоне дешевеющие депозитарные расписки дочернего Альянс банка.

Что касается институтов развития, то если правильно определить стра-



тегию выкупа, вариант может быть интересен и полезен. Выкуп уже обращающихся на рынке акций позволит сдержать падение их цен и провести частичную национализацию эмитента, чтобы конструктивно вмешаться в систему управления его бизнесом. Можно капитализировать эмитента путем выкупа государственным институтом развития специально выпущенных для этого новых акций. Тогда стабилизационный эффект на цены окажет психологический фактор.

– Однако покупка государством долей в частных финансовых институтах, скорее, радикальный способ, свойственный сложным ситуациям. И скрытая национализация банковского сектора мало кого устраивает...

– Очень спорное утверждение. Государства бывают разные. На свободном рынке любой инвестор имеет право купить интересующий его актив. Если государству будет нужно, оно через брокера способно выкупить весь free float, как и любой другой инвестор. В случае с банком это потребует соответствующих разрешений. Задача в том, чтобы про-

писать в законодательстве процедурные тонкости.

– Давайте возвратимся к мерам борьбы с падением рынка. Каким видится вам второй метод?

– Второй путь – административный. Типичная вещь, которую продемонстрировал, например, российский регулятор. Это приостановка биржевых торгов. Нужно понимать, что при аномальной волатильности биржа по своей инициативе приостанавливает торги из-за роста клиринговых рисков. На большинстве бирж разрешены короткие продажи без покрытия, и возникает ситуация, когда слишком высоки риски того, что участники сделок не смогут рассчитаться друг с другом или клиринговым учреждением. Тогда следует остановить торги, чтобы брокеры смогли довести резервное покрытие – так называемую «депозитку». А затем можно продолжить.

У нас рынок еще не столь развит, короткие продажи без покрытия не разрешены, клиринг на ценных бумагах пока отсутствует. Действует простая система последовательного расчета сделок по схеме T+0 с постав-

кой против платежа. В этих условиях приостанавливать торги по причине контроля над расчетными рисками нет смысла.

Останавливать наши торги акциями регулятору едва ли целесообразно, так как для наших наиболее ликвидных акций есть альтернативный рынок – LSE, и рынок этот никто останавливать не собирается. Следовательно, охладить пыл расспекулировавшихся брокеров таким образом не удастся. Если мы начнем приостанавливать торги, то ничего кроме неудобства инвесторам не создадим. Инвесторы будут вынуждены, неся определенные затраты, перейти на другую площадку, которую мы рассматриваем в качестве конкурента. Остановка торгов в Алматы бесполезна без синхронной остановки в Лондоне.

Конечно, я не против остановки при каких-то катастрофических изменениях цен, скажем, на 20% два или три дня подряд для какой-то акции или по 15% два дня подряд для индекса. Но в этом случае приостановка торгов должна сопровождаться какими-то другими действиями (эмитентов, регулятора, правительства и др.), которые

будут способны изменить поведение инвесторов и их отношение к ценным бумагам.

– Не убьет ли остановка торгов по решению АФН развитие маржинальной торговли и коротких продаж?

– Нужно хорошо понимать, как использовать временные меры, ведь кризис – это тоже временное состояние. Если мы временно запрещаем короткие продажи без покрытия, то в законодательстве должны быть прописаны два режима работы рынка: обычный и кризисный.

Данный кризис как раз ценен тем, что нам дан шанс, пока наш фондовый рынок не развит и его падение не отражается на реальном секторе экономики, прописать кризисный режим. С описанием обычного мы вроде бы справились. При таком подходе – не убьет.

Что касается развития новых видов торговли, то сейчас их больше тормозит существующий порядок работы с ценными бумагами пенсионных фондов. Парадоксально, что именно пенсионная реформа в свое время привела к развитию фондового рынка в Казахстане, но именно пенсионные фонды являются сейчас чуть ли не основным сдерживающим фактором его дальнейшего развития.

Поясню, что я имею в виду. Для сокращения злоупотреблений, а также технических ошибок со стороны трейдеров существует система подтверждения сделок с пенсионными активами, когда банк-кастодиан проверяет каждую заключенную сделку на предмет ее соответствия закону. Цикл подтверждения в среднем занимает около 20 минут. Система эта нужная, поскольку стоит на страже наших с вами сбережений. Однако ее нерасторопность препятствует развитию рынка, а короткие продажи делает попросту невозможными. Частичный выход в том, чтобы подтверждать не сделки, а заявки. Но это надо делать в режиме реального времени, что по плечу очень дорогим системам. Покупка таких систем на нашем малоликвидном рынке неоправданна и сделает его слишком дорогим для участия инвесторов, так как накладные расходы в виде комиссионных и прочих сборов придется существенно увеличить.

Ну и законодательство нужно менять, разрешая пенсионщикам все больше рисков. Сейчас, согласитесь, АФН трудно в этом убедить.

Так что в текущей обстановке административный метод воздействия на тех, кто «перепродает», наш рынок едва ли эффективен.

– Что представляет собой третий метод?

– К третьему методу я бы отнес психологическое воздействие, так называемый пиар. Главный вопрос, который задают сегодня инвесторы, таков: «А где вообще дно рынка?» Нужно понимать, что когда рынок пе-

репродан под воздействием эмоций, когда акции активно торгуются ниже балансовой стоимости, а сейчас это действительно так, то дно этого рынка находится в сознании людей. Именно там дно формируется под влиянием тех или иных факторов, и именно от этого дна рынок оттолкнется вверх.

Я убежден, что надо воздействовать на инвесторов, чтобы сформировать в умах это дно. Не зря все великие трейдеры или, если хотите, управляющие активами в зрелом возрасте изучали особенности поведения не рынка, а больших масс людей, так называемую «психологию толпы».



Именно на этих знаниях делаются большие деньги.

Я знаю, что в Казахстане есть физические лица и организации, отложившие деньги для покупки акций и ожидающие момента, когда же можно начинать покупать. Это «когда» можно сформировать. Если сейчас грамотными пиар-приемами со стороны государства, регуляторов, банков, биржи повлиять на сознание розничных и институциональных инвесторов, то покупать начнет не одна-две компании, а гораздо больше. В этом случае есть шанс сформировать дно своими руками. При этом обманывать

никого не надо. Надо просто добиться организованного поведения инвесторов разных категорий. Потому что, повторюсь, цены неадекватно низки по отношению к справедливой рыночной стоимости, и это дает моральное право развернуть агитационную кампанию.

– Риэлторы уже используют пиар, чтобы завесить статистику цен на недвижимость. Однако доверие населения к этим цифрам и к таким экспертам низкое, поскольку чувствуется острая личная заинтересованность. Не получится ли так и с фондовым рынком?

– Нельзя сравнивать рынок недвижимости и рынок акций, поскольку они несоразмерны по размеру и своему влиянию на экономическую ситуацию в стране. Цены на жилье падают сейчас оправданно, объективно, потому что их когда-то необъективно вздули. Цены же акций сейчас неоправданно низки. И именно поэтому описанная мною методика может привести к успеху. На практике мы часто видим, как после определенных заявлений глав государств национальные индексы идут в рост. Но, к сожалению, когда рынок растет на эмоциях, за этим всегда следует коррекция.

– Готов ли рынок объединяться для такой деятельности?

– Увы, едва ли. В компаниях еще слабо развиты службы Investor Relations. К примеру, РД КМГ выделила деньги на выкуп своих GDR. Это правильный шаг, но параллельно необходимо информационное сопровождение процесса. Для чего следует проводить публичные презентации и роуд-шоу? Чтобы показать, но только реально, сегодняшние риски и преимущества компании: генерируемую прибыль, денежные потоки и др. А заодно и комментировать возможные ситуации, например, что предпримет компания, если, допустим, цена нефти упадет ниже 50 долларов за баррель. Уверенность компании в успехе передается инвесторам, если эта уверенность обоснованная.

Службы банков сейчас озабочены тем, как привлечь людей к депозитам. Брокеры просто думают, как выжить. А у сырьевых компаний впервые за много лет действительно начинаются проблемы. Поэтому до фондового рынка мало кому есть дело.

– Ситуация на нашем денежном рынке вполне приличная. Индексы ТОНИА и Kazprime почти стабильны, обороты рынка РЕПО выросли, но не максимальные. Значит, с краткосрочной ликвидностью все в порядке. При этом суммарный объем сделок с ГЦБ за последние месяцы показывает растущую динамику и Минфин занимает дешево. В начале октября Минфин разместил МЕОКАМы под 8,55%, а на днях – под 8,40% годовых. Объем спроса на краткосрочные бумаги Минфина сейчас гораздо выше, нежели на долгосрочные. В первом случае



почти все выпуски были скуплены БВУ, а во втором – клиентами БВУ. Все говорит о том, что многие инвесторы предпочитают держать наличные деньги, а не вкладывать их в инструменты.

Что сейчас, на ваш взгляд, может предложить наше правительство либо частные структуры (эмитенты, инвестбанкиры), чтобы инвесторы согласились вкладывать деньги в какие-то активы?

– Нужно понимать, что когда мы говорим о том, что у наших банков нет проблем с ликвидностью, речь идет о краткосрочной ликвидности, то есть тех деньгах, которые они раньше давали экономике в виде кредитов, а теперь не дают. В результате у банков образовался кэш, который нужно куда-то девать. Та же ситуация происходит и с инвесторами, которые на кризисе доверия боятся вкладываться в финансовые инструменты, в результате чего у них тоже образуется кэш. Эту наличку инвесторы, в том числе и розничные, сейчас придерживают, чтобы дождаться дна рынка акций (или облигаций) и вложить ее туда.

На описанной волне ликвидности Минфин достаточно успешно, по возрастающей, занимает сейчас на рынке и даже решается отменять аукционы по причине неудовлетворительного в ценовом отношении спроса. Он дает ставку вдвое ниже текущей инфляции, а когда его бумаги не покупают, не идет на уступки. Ведь тем же банкам надо куда-то пристраивать свои деньги на короткий срок. Подобная ситуация наблюдается в мире, когда инвесторы сбрасывают все и заходят в американские казначейские облигации, доведя их доходность почти до нуля. У нас роль казначейства выполняет Минфин. Так что ответ на ваш вопрос рынок формирует сам – правительство должно сейчас предлагать ГЦБ, желательные защищающие инвестора от инфляционных рисков. И предлагает. А занятые деньги можно направлять на «финансирование кризиса».

Из других инструментов я бы выделил банковские депозиты. У меня самого подавляющая часть сбережений лежит на депозитах банков и позволяет получать относительно небольшой, но стабильный доход без существенных усилий, на которые нет времени. Такой путь выглядит особен-



У нас
есть шанс
сформировать
дно своими
руками. При этом
обманывать никого
не надо. Надо
просто добиться
организованного
поведения
инвесторов разных
категорий

но привлекательным, если обещания по увеличению суммы гарантирования сдержат.

Если говорить о более рискованных инструментах фондового рынка, то, я думаю, будут актуальны короткие тенговые высокодоходные облигации. Судя по биржевым данным, такие облигации могут размещаться под 14-20% годовых. Короткая бумага легко прогнозируется по текущему финансовому состоянию эмитента. Однако инструмент должен быть прозрачным и гарантировать доход. То есть прошло время инструментов с гарантированным доходом, пусть даже ниже уровня инфляции.

Что касается длинных бондов, то их хорошо держать до погашения, особенно облигации с купоном по уровню инфляции. Они защищают. Однако как только захочешь их продать на рынке, возникают проблемы с ликвидностью. По той цене, которая адекватна доходности к погашению, их не покупают, и приходится сбывать такие бумаги на менее выгодных условиях.

У коротких дисконтных облигаций таких проблем не будет, и актив будет вполне ликвидный на вторичке, как ноты Национального банка или бумаги Минфина.

Третью категорию инструментов по нынешним меркам можно отнести к области фантастики. Это deriva-

тивы. Мировая практика предлагает сейчас множество интересных производных продуктов, которые защищают инвесторов от падения рынка. Эмитентами таких структурных продуктов выступают инвестиционные банки. Возможности здесь почти не ограничены, перед ними лежит весь мир в том плане, что можно выпустить композитные инструменты, корзина которых будет состоять из бумаг, торгуемых где-нибудь в Аргентине или Корее, и которые можно предложить местному рынку, как это делается в Европе. Сейчас европейский инвестор объявляет, какое соотношение доходности и риска он хочет, и ему на выбор предлагается несколько сотен деривативных продуктов. В этом направлении можно и нужно экспериментировать, хотя сейчас мир относится к деривативам с вполне оправданным недоверием.

– Что сейчас может стать катализатором роста казахстанского рынка?

– Я пришел к заключению, что только ощущение дна в умах инвесторов. Нужно, чтобы оно сложилось под влиянием объективных и субъективных факторов.

Все, о чем я говорил выше – о методах воздействия на рынок, – касалось непосредственного, прямого воздействия на того трейдера, который каждое утро предпочитает «сел» «бау», потому что так делают все. Но есть фундаментальное воздействие, самое значимое и весомое – через решение экономических проблем. Это достигается реализацией государственных антикризисных программ, в эффективность которых инвестор должен поверить. Вес такого «антикризисного пиара» трудно переоценить. Такие программы существуют и в Казахстане. Так вот, катализатором роста казахстанского фондового рынка, по моему мнению, может стать вера нашего и иностранного инвестора в то, что эти программы будут не только придуманы, но и оперативно реализованы. Сочетание действий этого фактора с теми, о которых я говорил выше, способно дать положительный результат. При условии, что это произойдет до того, как глобальное ухудшение конъюнктуры мировых сырьевых рынков наотмашь ударит по нашей экономике. ■