

[КАПИТАЛ] ФИНАНСЫ

Самые короткие деньги

[Рынок ценных бумаг]

Несмотря на обеспеченность залогом, кредит «РЕПО» снижает обороты в Казахстане. Более того, с 1 апреля правила использования ценных бумаг в качестве предмета операций РЕПО ужесточаются

В 2008 году операции РЕПО на Казахстанской фондовой бирже стали чуть менее популярны, чем обычно, из-за роста операций с иностранными валютами на спот-рынке. Несмотря на незначительное увеличение объемов сделок операций РЕПО, что было связано со снижением банковского кредитования, доля РЕПО в общем объеме торгов на KASE сократилась на 13,9% по сравнению с 2007 г. Тем не менее, рынок операций РЕПО на январь 2009 года составлял 1293,0 млрд тенге, или 54,8% от общего объема торгов на KASE. РЕПО остаётся востребованным инструментом для финансирования проектов и поддержания ликвидности, к тому же предлагающим неплохие налоговые стимулы и преференции. Однако РЕПО содержит и массу рисков и требует высокого уровня развития всего рынка ценных бумаг.

Правление KASE решило ужесточить требования к использованию ценных бумаг в качестве предметов операций РЕПО и запретить их использование при нарушении эмитентом своих обязательств по выплате вознаграждений/дивидендов или правил по раскрытию информации.

В последнее время из-за общего негативного макрофона растущие нарушения и дефолты эмитентов влияют на рынок самых «коротких» денег. По биржевой статистике, нарушение сделок закрытия РЕПО является распространённым явлением, число таких случаев за 2007 и первый квартал 2008 года составило 188, из которых 110 случаев объяснены отсутствием денежных средств. Кроме того, РЕПО становятся «хлопотными» бумагами, когда на протяжении их срока действия рыночные цены на них падают. Между тем пирамиды из РЕПО – нередкое явление, ведь многие использовали РЕПО с целью заработать на маржинальной торговле. Изначально компании закладывали имеющиеся в портфеле активы, привлекали средства, заходили в длинную позицию и покупали другие ценные бумаги, стои-

мость которых растёт, – так компании могли оборачивать средства до 50 раз. После разворота рынка и начала падения ценных бумаг компании просто не могли выложить все активы и вернуть заёмные средства.

Из-за снижения рыночной стоимости многих бумаг нарушения сделок часто допускают брокеры, испытывающие проблемы с соблюдением норматива по достаточности собственного капитала (к1). Из членов KASE было исключено от участия в торгах ценными бумагами АО «Алматы Инвестмент Менеджмент» за неоднократные нарушения правил осуществления операций РЕПО, с условием закрытия своих обязательств по ранее открытым биржевым сделкам.

В РЕПО ответственность за неисполнение сделки ложится на брокера, при этом ответственность заёмщика в казахстанском законодательстве не проследится, кроме штрафных санкций в размере до 50% от суммы сделки закрытия РЕПО.

И хотя РЕПО, по словам экспертов Centras Securities, «рискованный», но нужный финансовый инструмент», он нуждается в кардинальном улучшении риск-менеджмента, который бы тщательно оценивал клиента и контрагента, их способность ответить по обязательствам. Например, согласно мировой практике, это можно сделать в рамках трёхстороннего договора, который повышает ответственность брокеров и (или) дилеров по операциям РЕПО. А помимо использования залога, гарантией покрытия своих обязательств может выступать депозит, пополняемый с изменением цен на предмет сделки. При этом балансирующая стоимость участвующих в операции активов – денежных средств и ликвидных ценных бумаг – представляется эффективным инструментом при избежании дефолта сторон к дате закрытия сделки. Словом, нужны меры по укреплению доверия на рынке. Ну и, собственно, деньги.

□ Камилла Абдрахман

- 54 Самые короткие деньги
- 55 Займы государству
- 56 Default Watch: нарастание рисков
- 58 Бреттонвуд

Структура оборота рынка ценных бумаг в РК, %



Источник: по данным годовой отчётности KASE

Что такое РЕПО

Термин РЕПО происходит от английского «repurchase agreement» – соглашение об обратном выкупе. Инструмент РЕПО представляет собой кредитование с временным ограничением в 90 дней для осуществления операций прямым способом и стандартизированными сроками для осуществления автоматическим способом. Операция РЕПО – это совокупность двух одновременно заключаемых сделок. Сделка открытия предполагает перевод денег в сумме сделки с получением определённого количества ценных бумаг, тем самым гарантируют исполнение обязательств по второй части соглашения – сделки закрытия, когда продавцом ценных бумаг возвращаются привлечённые с помощью РЕПО денежные средства путём выкупа залога обратно.

На торговой площадке путём встречного аукциона существует большое количество предложений, что обуславливает низкую доходность на инструменты РЕПО. Ставки РЕПО находятся в ценовом канале от 1-9% в течение дня, к концу которого фиксируются на уровне 3% годовых. Официальная ставка вознаграждения Национального Банка по РЕПО и «обратному» РЕПО устанавливается в размере ставки рефинансирования и равна 9,5% годовых.

Займи государству

[Планы]

Минфин намерен предложить населению республики госценные бумаги. Грозит ли это новой пирамидой ГКО?



© Reuters

▲ В 1998 году в России обрушилась пирамида ГКО

МИНИСТЕРСТВО финансов Казахстана считает возможным посредством выпуска специальных государственных ценных бумаг привлечь активы населения для поддержания экономики в кризисный период. «Сегодня мы рассматриваем возможность выпуска в текущем году государственных ценных бумаг для населения», – сообщила директор департамента государственного заимствования Минфина Гульмайра Дуйсенбаева, выступая на третьем казахстанском конгрессе участников фондового рынка 17 марта в Алматы. Она уточнила, что первый выпуск

ГЦБ для физлиц может состояться во второй половине текущего года и возможная номинальная стоимость одной бумаги может составить порядка \$10. «Бумаги, скорей всего, будут сроком обращения 2-3 года с фиксированным полугодовым или кварталным купоном», – сказала Г. Дуйсенбаева, отметив, что данные бумаги будут защищены от валютных рисков. Она напомнила, что ранее госорганы республики выпускали ценные бумаги для физлиц в 1990-х годах, в частности, в обращении тогда были так называемые национальные сберегательные облигации.

Средства населения, привлечённые правительством за счёт размещения ценных бумаг, могут иметь два направления. Первое предназначено для покрытия дефицита госбюджета, который в 2009 году составит 571,4 млрд тенге (3,4% к прогнозируемому объёму ВВП), с возможным расширением в связи с уменьшением доходов (т.е. налогов) и увеличением расходов. Вместе с тем, существуют предположения о грядущем серьёзном планировании секвестра бюджета. Государственные ценные бумаги могут также помочь развить общий долговой рынок, обеспечить население инвестиционными инструментами и создать кривую доходности, что позволит развиваться рынку вторичных финансовых инструментов.

Второе направление – обслуживание прежних долговых обязательств. Его применение фактически является началом «финансовой пирамиды», где правительство берёт в долг, чтобы финансировать ранее взятые обязательства. Таким образом операция увеличивает систему долговых обязательств, поддерживаемую всё возрастающими во времени денежными поступлениями. Финансовые пирамиды не всегда носят отрицательный смысл и становятся плохими, когда теряют устойчивость. Государственные бумаги считаются высоконадёжными и низкодоходными, но увлечение ими сегодня является очень рискованным. Достаточно вспомнить российский дефолт 1998 года, связанный с государственным долгом, порождённый строительством пирамиды ГКО (государственные краткосрочные обязательства). Новые выпуски облигаций шли на покрытие обязательств предыдущих долговых бумаг вместе с накопившимися процентами. Такая политика тогда стала одной из причин краха. Сегодня, например, российские эксперты считают, что властям стоит повременить с выпуском гособлигаций до того момента, когда другие резервы начнут кончаться.

□ Камилла Абдраман



Default Watch: нарастание рисков

Строительство, нефть и торговля

По итогам IV-го квартала 2008 г. в список эмитентов KASE со слабыми финансовыми показателями добавились компании строительной, нефтяной отраслей и розничной торговли. Показатели рентабельности/доходности несут негативную окраску, наблюдаются отрицательные коэффициенты доходности собственного капитала (ROE) и доходности активов (ROA) с очевидной тенденцией ухудшения за истекшие 12 месяцев. Кроме того, не все компании удовлетворяют минимальные нормативы коэффициента текущей ликвидности – достаточности средств для финансирования текущей деятельности. Дополнительно компании были проанализированы по эффективности использования чистого оборотного капитала и основных средств. Так, например, у строительного и нефтеперерабатывающего предприятий оказались низкие показатели, что обусловлено неэффективностью использования инвестиций в оборотный капитал.

В марте текущего года в списке дефолтов по купонным облигациям оказались АО «Казнефтехим» в связи с несвоевременным поступлением денежных средств по экспортному товару. Средства, полученные от размещения облигаций в сумме 4,0 млрд тенге, компания использовала для разработки и обустройства двух месторождений (Копя и Таган Южный). Вместе с тем, деньги были направлены на увеличение объемов производства и расширение перечня продукции, а также на

замену и модернизацию оборудования по основному виду деятельности. Компания с 1997 г. занимается нефтяными операциями, включая разведку, бурение, добычу, подготовку, транспортировку, маркетинг и сбыт. За 12 месяцев 2008 г. доход от реализации продукции и оказание услуг снизился на 30%. При этом 80% от общего объема денежного дохода составил доход от реализации нефти – 28 965 тонн с начала 2008 г., 40% которой было экспортировано. Увеличились доходы от реализации авиатоплива и дизельного топлива на 37% и сократились доходы от реализации мазута и бензина. Высокая конкуренция и низкие цены на нефть на внешнем рынке способствовали снижению прибыли компании. Кроме того, показатель нераспределенной прибыли является отрицательным, что увеличивает риски неспособности ответить по купонным обязательствам.

В нефтегазовом секторе среди эмитентов KASE выделены АО «Шымкент Мунай Онімдері». Основная деятельность – снабжение нефтепродуктами. Основными видами ГСМ, реализуемыми компанией, являются бензин и дизельное топливо. Реализация ГСМ производится через принадлежащую компании сеть автозаправочных станций и две собственные нефтебазы. По данным АРКС, цены на бензин снизились за год на 12,9%. Так, доходы от реализации продукции и услуг за 2008 г. у АО «Шымкент Мунай Онімдері» увеличились на 4%, при этом доходы

от реализации бензина и дизельного топлива снизились, но увеличились доходы от услуг по отпуску нефтепродуктов. Необходимо отметить, что физический объем дизельного топлива за 4 квартал 2008 г. снизился на 51,72% и составил 2322,5 тонн. При этом, в денежном измерении реализация топлива увеличилась на 1,5% и равна 4,083,252 тыс. тенге. Это обусловлено приростом цен на дизельное топливо в 2008 г., составившим 8,8% (в 2007 г. – 20,3%).

До конца марта текущего года ожидается погашение очередного купонного вознаграждения АО «Казахская дистрибуционная компания». Компания занимается оптовой и розничной торговлей пивом, безалкогольными прохладительными напитками и продуктами питания с 2004 года. Отрицательная чистая прибыль, нераспределенная прибыль и низкие коэффициенты доходности за IV квартал 2008 г. говорят о неэффективной эксплуатации активов и собственных средств, что определяет затруднения компании ответить по облигационным выплатам. Несмотря на незначительное увеличение объемов консервов, общая реализация продукции компании за 2008 г. в физическом объеме сократилась. Наибольшую долю в реализации продукции занимают яйца – 37,38%, пиво – 26,46% и минеральная вода – 25,25%. Сокращение объемов пищевой промышленности на уровне страны повлияло и на АО «КДК». Так, вместе с сокращением производства

Default Watch

Наименование листинговой компании	Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала (%)	Коэффициент оборачиваемости основных средств (%)	Финансовый Ликвидердж (%)	ROA (%)	ROE (%)	Чистая прибыль (тыс. тенге)	Коэффициент текущей ликвидности (%)	Размер текущей ликвидности (тыс.тенге)
АО «Шымкент Мунай Онімдері»	7,735	1,714	0,57	-4,32	-17,38	-132 327	0,50	-685 324
АО «Казнефтехим»	0,704	0,191	0,34	-6,20	-51,11	-807 939	0,81	-824 188
ТОО «КСМК-2»	0,252	0,164	0,07	-1,80	-3,94	-36 577	0,87	-62 760 984
АО «Орнек ХХТ»	0,441	0,094	5,94	-7,18	-257,92	-1 309 922	0,73	-1 075 952
АО «Казахская дистрибуционная компания»	0,747	7,449	0,66	-0,14	-0,34	-7 453	2,33	2 696 371

пива по республике на 12,3% в 2008 году сократились и объёмы реализации пива компанией. Расходы по основной деятельности эмитента – это затраты, связанные с издержками логистики, содержанием работников, банковскими расходами и административными расходами, увеличились за период.

В связи с кризисом на рынке недвижимости резко упал спрос на строительные материалы, в том числе и на все виды стеновых материалов. Таким образом, силикатного кирпича по республике было произведено только 84,2% от показателей предыдущего года. Производство керамических кирпичей по республике снизилось и составило 743,6 тыс. куб. м – только 75% производства предыдущего года. АО «Орнек XXI», которое занимается производством и сбытом облицовочного керамического кирпича, торгово-закупочной, посреднической деятельностью, завершило 2008 год с отрицательными показателями. Производство керамического кирпича сократилось на 61% и составило 9 165 894 штук, товарного бетона сократилось на 95,6%, составив 2 178 куб.м, производство силикатного кирпича увеличилось на 67%. Деятельность эмитента носит

сезонный характер, это связано с работой карьера по добыче глины, который функционирует в тёплое время года. Кроме того, высокая степень финансовой зависимости компании от кредиторов показывает риск неплатежеспособности. Вместе с тем, высокий уровень конкуренции со стороны российских производителей влияет на финансовое состояние компании.

Снижение объёмов продаж наблюдается и у ТОО «КСМК-2», основной деятельностью которого является производство и реализация строительных материалов и конструкций; строительномонтажные работы. Доходы компании снизились на 55,87% за IV квартал 2008 г. по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. Чистый убыток уменьшился на 262,94% и составил 36 млрд тенге, при этом сократились реализация формовочной продукции, бетона, стоимость на который упала на 2,1%, но увеличилась реализация пластиковых окон на 174%. Технический риск физического износа существует в малых размерах. Узнаваемость торговой марки ограничена высокой конкуренцией, так как большинство крупных компаний города Алматы на строительных объектах имеют

собственные бетоносмесительные узлы и обслуживающую технику (нет нужды в аренде). Кроме того, у ТОО «КСМК-2» отсутствует собственная сырьевая база, но высокое качество выпускаемой продукции и своевременные поставки позволяют быть конкурентоспособным. В связи с сокращением ипотечного кредитования и спроса основных потребителей за 2008 г.: строительный сектор (76,7%), обрабатывающая промышленность (20,45%), горнодобывающая промышленность (0,98%) – снизилась и прибыль компании.

Ситуация в банках

Основные показатели банковского сектора Казахстана, в особенности его кредитного портфеля продолжают ухудшаться. Согласно данным АФН, по состоянию на 1 февраля 2009 года в структуре кредитного портфеля банков доля стандартных кредитов уменьшилась с 43,0% до 41,3% по сравнению с предыдущим месяцем, доля сомнительных кредитов увеличилась с 52,6% до 53,9%, при этом доля безнадежных кредитов увеличилась с 4,4% до 4,8%. Объем фактически сформированных провизий составил 11,9% от ссудного портфеля банков второго уровня. В феврале вклады физических лиц выросли на 0,4% или на 6,1 млрд. тенге. Вклады юридических лиц увеличились на 3,4% или на 105 млрд. тенге.

Рейтинг банков по некоторым показателям

	на февраль 2009 года			на февраль 2008 года			Внешний займ банка
	Кредитный портфель	% сомнительных от кредитного портфеля	% безнадежных от кредитного портфеля	Кредитный портфель	% сомнительных от кредитного портфеля	% безнадежных от кредитного портфеля	
АО "БТА Банк"	2 254 078 303	49,6%	5,0%	2 124 243 110	66,0%	2,7%	1 264 194 600 000
АО "КАЗКОММЕРЦБАНК"	2 164 568 881	76,2%	6,5%	2 230 386 096	78,4%	2,6%	945 251 500 000
АО "Народный Банк Казахстана"	1 216 198 861	71,3%	4,6%	1 089 346 094	73,9%	2,0%	385 604 000 000
АО "АТФБанк"	796 918 976	35,6%	5,4%	753 881 641	18,8%	1,8%	392 705 360 000
АО "Альянс Банк"	671 454 678	40,3%	3,7%	835 952 327	40,7%	1,8%	468 035 700 000
АО "Банк ЦентрКредит"	639 272 879	58,7%	2,8%	658 015 976	56,0%	1,1%	173 764 528 000
ДО АО "БТА БАНК" - АО "ТЕМІРБАНК"	260 308 278	45,6%	4,0%	274 276 744	6,0%	2,6%	212 156 000 000
АО "Нурбанк"	242 371 082	15,1%	3,3%	147 067 905	19,8%	3,4%	51 620 000 000
АО "kaspi bank"	196 201 742	16,8%	4,6%	195 000 448	20,7%	3,5%	57 167 200 000
АО "Евразийский Банк"	131 027 280	20,0%	1,2%	124 178 978	18,9%	2,0%	32 028 800 000
АО "ЦЕСНАБАНК"	95 530 047	24,0%	3,9%	108 569 203	15,9%	1,5%	35 810 000 000
ДБ АО "Сбербанк"	77 840 828	9,3%	4,3%	38 102 403	11,4%	4,0%	6 000 000 000
ДБ АО "НСВС БАНК КАЗАХСТАН"	60 715 526	0,3%	0,0%	24 787 446	1,6%	0,0%	-
АО ДБ "RBS (Kazakhstan)"	57 629 503	23,3%	0,3%	50 215 433	22,7%	0,0%	-
АО "Казинвестбанк"	55 088 541	20,9%	0,0%	38 584 865	0,5%	0,1%	193 500 000

Общая сумма выплат по внешним займам банков второго уровня на 2009 год составляет \$7,9 млрд. Внешний долг был рассчитан в тенге по курсу Национального Банка РК на 13 марта 2009 г.

Источники: Национальный Банк РК, Агентство РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций, www.cbonds.ru, расчёты Vox Populi

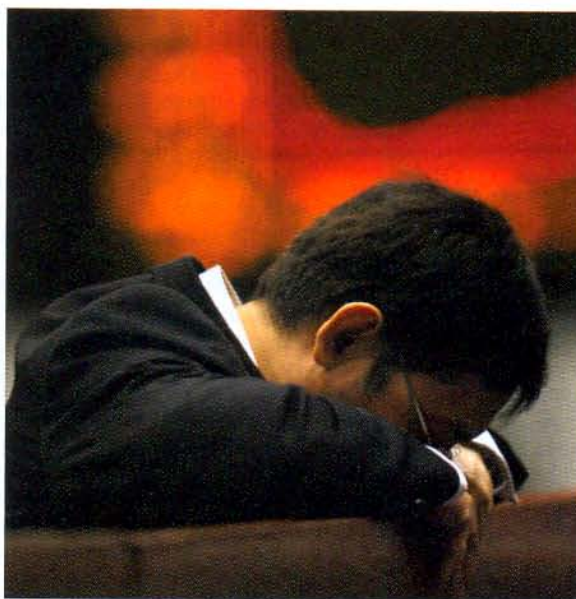
Исчезли солнечные дни...

«**СОБЫТИЯ** на фондовом рынке Казахстана за последние год-полтора носят поистине драматический характер. Первыми обрушились котировки казахстанских банков после августовского кризиса ликвидности 2007 года. Государство бросило миллиарды долларов на спасение банковского сектора и сектора недвижимости, самоуверенно надеясь на высокие цены на нефть, которые достигли исторических максимумов к середине 2008 года. Однако этим надеждам было не суждено оправдаться. Ещё более серьёзный удар по экономике Казахстана был нанесён второй волной мирового кризиса в августе 2008 года, когда началось падение цен и спроса на сырьевые ресурсы. В результате началось резкое падение акций уже сырьевых компаний – столпов казахстанской экономики.

Общая капитализация казахстанских компаний уменьшилась более чем в четыре раза: с рекордных \$100 млрд до \$23 млрд к марту 2009 года. При всей своей мощи капитализация Казахмыса составляет сейчас менее \$3 млрд, причём в лучшие времена она достигала \$20 млрд. Капитализация ENRC не так давно приближалась к \$40 млрд, а сейчас упала до \$10 млрд. Ситуация с акциями банков не лучше, несмотря на всю государственную поддержку. Так, Казкоммерцбанк стоит сейчас «всего лишь» \$1,6 млрд, а в лучшие времена его стоимость доходила до \$10 млрд. Ранее примерно равный по капитализации Казкоммерцбанку БТА Банк «похудел» сейчас до \$900 млн.

Если посмотреть на российские сырьевые компании, то их капитализация также упала за один год на порядок. Почему так произошло? Некоторое время назад в Казахстане высказывались мнения о том, что рейтинговые агентства несправедливы к казахстанским банкам и компаниям так же, как и акции казахстанских эмитентов несправедливо занижены и т.д. Верится, что эти обвинения были надуманными, из серии советского синдрома видеть кругом «козны» Запада. Нам представляется, что всё, что происходит на фондовом рынке, является закономерным и логичным.

Рынок акций появился на Западе тогда, когда предприятия и бизнес стало возможным продавать как товар. Так же,



Флагманы казахстанского бизнеса сильно похудели в стоимости. Их судьба была предрешена постулатами рыночной экономики

как и на любом рынке (рынке недвижимости, нефтяном рынке и т.д.), на фондовом рынке происходит спекулятивная игра. С одной стороны, повышение прибыли настолько важно для акционеров, что сейчас главной задачей менеджеров любой публичной компании является повышение именно капитализации компании. Поэтому менеджеры компаний мотивируются на повышение курсов акций через систему опционов. С другой стороны, инвесторы не хотят ждать дивидендов, а стремятся последовательно «надуть пузыри» в различных отраслях. Именно поэтому в последние десятилетия быстро развились инвестиционный банкинг и хедж-фонды. Но любой «надутый пузырь» должен рано или поздно лопнуть. Поэтому мы наблюдаем последовательное «схлопывание» на мировом фондовом рынке, рынке недвижимости, рынке фьючерсов на сырьевые товары и т.д. Таким образом, кризис на

фондовом рынке является абсолютно встроенным механизмом рыночной экономики. А как доказывал после Великой депрессии 1929 года Кейнс, рыночная экономика не имеет встроенных механизмов выхода из кризиса.

Казахстанский фондовый рынок является лишь очень маленькой частью мирового фондового рынка. Очевидно, что он должен был «схлопнуться», так как он изначально был ориентирован на «западного» (термин «западный» используется нами в известном смысле) инвестора. Казахская экономическая модель, несмотря даже на существование пенсионных фондов, ещё не смогла создать серьёзных инвесторов для фондового рынка. Именно поэтому серьёзные IPO были ориентированы на Лондонскую биржу, несмотря на все призывы поддержать KASE.

Таким образом, в ближайшие годы вряд ли мы будем наблюдать оживление на фондовом рынке Казахстана, кстати говоря, то же относится и к рынку недвижимости. Но, может быть, это и к лучшему. Инвесторы по всему миру должны сейчас переориентироваться со спекулятивных игр на реальные экономические проекты, которые не дадут сиюминутной прибыли, но будут способствовать реальному экономическому развитию. >>>