

II. Макроэкономические риски и риски финансовых рынков

1. Факторы внешней среды

1.1 Типология финансового кризиса

На фоне развития финансового кризиса стоимость множества классов активов была скорректирована в сторону понижения. Так, снижение «мыльного пузыря» на рынке недвижимости и цен на сырьевые ресурсы, металлы, полупроводники, а также продовольственные товары, в целом создало определенные предпосылки по стабилизации уровня цен в среднесрочной перспективе. Однако низкий уровень цен на биржевые товары предполагает снижение поступления валютной выручки от продажи минеральных продуктов и других сырьевых товаров для развивающихся стран – основных экспортеров.

Стремительный рост товарных цен в 2007 году продолжился и в первом полугодии 2008 года. Так, в феврале 2008 года был зафиксирован самый высокий рост цен на сырьевые товары за последние десятилетия - динамика индекса Reuters/Jefferies¹ CRB показывала максимальный исторический прирост в 12% за месяц. Вместе с тем, рост волатильности цен, подпитываемый спекулятивным капиталом, в конечном счете, трансформировался в резкую коррекцию в 3 квартале текущего года, связанную с необходимостью фиксации прибыли, сокращением ликвидности и опасениями замедления роста мировой экономики. В частности, если за первое полугодие 2008 года индекс вырос на 30%, то снижение за третий квартал составило -25% (График 1.1.1).

График 1.1.1



Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream)

Цена основного триггера инфляции в развивающихся странах в 2007 году – пшеницы – также продемонстрировала аналогичную динамику. В целом за девять месяцев текущего года снижение цен на пшеницу составило 40%. Средний прогноз независимых аналитиков² относительно цен на пшеницу складывается в сторону снижения. Так, в 2008 и 2009 годах ожидается снижение цены пшеницы до 346,6 долл. США за тонну (в диапазоне прогнозов 275(min); 411,19 (max)) и 293,7 долл. США за тонну (в диапазоне (236; 340)) соответственно.

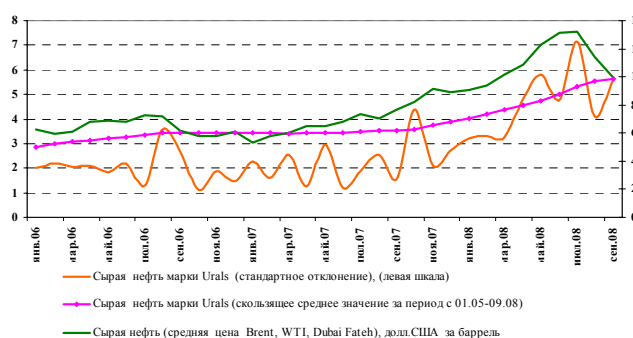
Динамика цены на нефть сорта Brent также демонстрировала повышенную волатильность. Несмотря на то, что в целом изменение цены за 9 месяцев 2008 года составило только 2%, котировки упали со значения в 145,61 долл. США в июле до 93,84 долл. США в сентябре и далее до 59,9 долл. США к концу октября 2008 года. Коррекция цен во второй половине года произошла по широкому спектру продуктов, однако из всех биржевых товаров рынок нефти в наибольшей степени испытывал на себе давление спекулятивного капитала. Так, если за первое полугодие цены на золото, медь и цинк

¹ Исторический интегральный индекс, отслеживающий цены 19 наименований сырьевых товаров.

² Консенсус прогноз 10 международных организаций и инвестиционных банков по состоянию на 31.10.2008 года. Источник: РБК Консалтинг

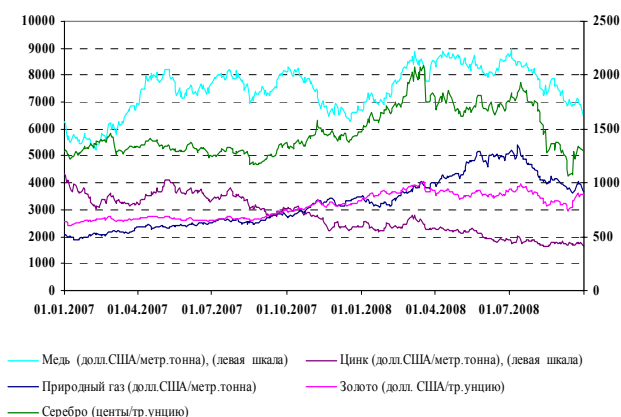
выросли на 12,8%, 19% и 29,7% соответственно, то цена на нефть сорта Brent выросла на 47,6% (График 1.1.2, График 1.1.3).

График 1.1.2
Волатильность цен на энергоресурсы



Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream), МВФ

График 1.1.3
Цены на основные металлы и природный газ



Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream)

Текущие оценки говорят о маловероятности возобновления высокого роста цен на нефть в краткосрочной перспективе с учетом значительного масштаба последствий кризиса. Однако в среднесрочной перспективе влияние основных фундаментальных факторов, таких как рост спроса на топливо, дефицит перерабатывающих мощностей, снижение объемов добычи, может привести к их постепенному восстановлению.

Прогнозы по основным направлениям движения цен на нефть в будущем весьма неоднородны и находятся в основном под влиянием таких факторов, как регулирование предложения нефти со стороны ОПЕК, прогнозы по сокращению уровня мировых запасов и добычи нефти в будущем, достаточность запасов нефти в США, спрос и потребление нефти со стороны развивающихся стран и США.

Прогноз МВФ по средней цене на сырую нефть на 2009 год складывается на уровне 68 долл. США. При этом инвестиционный банк Merrill Lynch согласно своим прогнозам декабря 2008 года ожидает еще большей коррекции цен с учетом традиционно низкого сезонного спроса в первом-втором квартале 2009 года до 25 долл. США за баррель. Диапазон прогнозов независимых аналитиков, сделанных в период сентябрь - ноябрь 2008 года показывает существенный разброс ожиданий цены на нефть, неожиданность амплитуды ее корректировки в 3 квартале и, вместе с тем, уверенность в ее дальнейшем снижении (Таблица 1.1.1).

Таблица 1.1.1
Прогнозы по движению цен на нефть различных сортов нефти (долл. США за баррель)

Наименование сорта сырой нефти	Среднее значение		Максимальное значение		Минимальное значение	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
WTI	101.3	80.74	117	125	70	50
BRENT	105.52	86.13	116	125	93	57
URALS	96.09	74.34	106.47	91.1	73	57

Источник: консенсус-прогноз инвестиционных банков по материалам РБК Консалтинг, данные Ренессанс Капитал, МВФ, Мировой Банк, информационные материалы www.cbonds.ru, www.forexpf.ru.

В свою очередь постепенная коррекция «вздутых» вследствие спекулятивных настроений цен на активы наблюдалась и на рынках недвижимости различных стран мира.

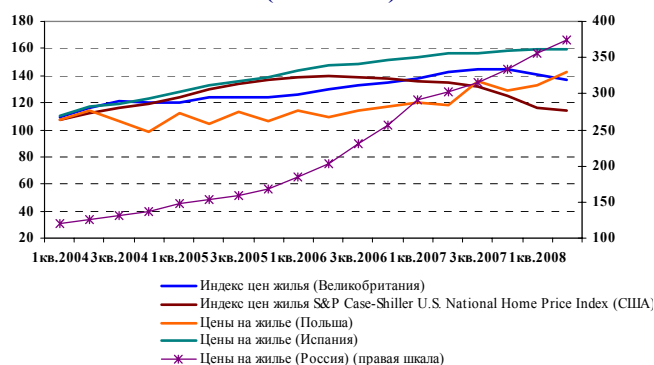
Так, индикативный индекс рынка жилья США S&P 500 Case/Shiller house price index снизился за первое полугодие 2008 года на 8%, а по сравнению с максимальным значением второго квартала 2006 года – на 17% (График 1.1.4).

График 1.1.4

Наиболее глубокая коррективировка цен на недвижимость наблюдается в развитых странах. По сравнению с развивающимися странами, крупнейшие экономики сильнее испытали первую волну ипотечного кризиса вследствие:

- ужесточения условий по выдаче ипотечных кредитов;
- снижения расходов потребителей;
- замедления экономического роста;
- неуверенности потребителей в перспективах рынка жилья и
- снижения спекулятивных операций на данном рынке.

Индекс цен на недвижимость в некоторых странах мира (2003=100)



Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream), сайты национальных статистических агентств

Тенденции рынка недвижимости в развивающихся странах складывались разнонаправленно. Одни страны переживают некоторый спад на рынке недвижимости как следствие ограниченности внешних ресурсов, которые в прошлые годы направлялись в больших объемах, в том числе и на рынок недвижимости. Другие же страны пока демонстрировали высокий рост цен на недвижимость, связанный в первую очередь с сохранением спроса на жилье, перетеканием ресурсов с фондовых рынков на рынок недвижимости вследствие мирового финансового кризиса, а также снижением объемов нового предложения вследствие усложнения привлечения застройщиками заемного финансирования.

Постепенное ухудшение финансовых и экономических условий вследствие возросшей напряженности на мировом финансовом рынке с начала 2008 года стали основными факторами снижения темпов глобального роста. Предпринятый со стороны центральных органов широкий масштаб антикризисных мер должен в среднесрочной перспективе способствовать изменению тенденции к улучшению. Однако для преодоления и снижения отрицательного эффекта финансового кризиса на реальную экономику может потребоваться еще больший объем финансовых инъекций со стороны государств, оценить масштаб которых в настоящее время достаточно сложно.

Сочетание многочисленных негативных шоков вследствие развития глобального финансового кризиса с начала 2008 года привело с нарастающей тенденцией к постепенному замедлению, а затем спад деловой активности во многих странах мира.

Постепенное проявление таких последствий развития кризиса как:

- снижение цен на недвижимость;
- значительный рост цен биржевых товаров на мировом рынке;
- ужесточение кредитных условий;
- снижение уровня потребительских расходов и инвестиций;
- значительные убытки и банкротства финансовых институтов;
- постепенное снижение внутреннего спроса и деловой активности

скорректировали перспективы развития мировой экономики в сторону значительного снижения, а также повысили вероятность глубокой рецессии ряда экономик развитых стран в 2009 году (График 1.1.5).

По мере развития событий во второй половине текущего года международные финансовые институты пересмотрели свои прогнозы темпов экономического развития стран

и регионов в сторону ухудшения развития мировой экономики в среднесрочной перспективе. Так, согласно пересмотренным 6 ноября 2008 года прогнозам МВФ глобальный рост за 2008 год сложится на уровне 3,7%. При этом в 2009 году рост мировой экономики продолжит снижаться, в основном за счет замедления экономик развитых стран, и ее рост прогнозируется лишь на уровне в 2,2% (для развитых стран: -0,3%, для развивающихся стран: 5,1%). Прогнозы аналитиков других международных организаций и финансовых институтов для мировой экономики на 2009 год складываются в диапазоне от 4,3% до 0,9%, составляя в среднем 2,6%. Наибольшее замедление в 2009 году по прогнозам МВФ ожидается в Великобритании, снижение ее экономического роста прогнозируется на уровне -1,3%. В свою очередь, экономический спад в США, Евроне и Японии может сложиться на уровне -0,7%, -0,5% и -0,2% соответственно.

Средний прогноз на основе национальных источников и других международных институтов на 2009 год для Великобритании составляет 0% в диапазоне (-1,9%; 3%)³, для США 0,9% в диапазоне (-1,2%; 2,4%), для Евроне 0,6% в диапазоне (-0,6%; 1,4%), для Японии 1,0% в диапазоне (0,4%; 1,8%)⁴.

Несмотря на то, что темпы экономического роста в развивающихся странах остаются выше своего среднего значения 5,8%, зафиксированного с 2000 года, по мере усугубления последствий финансового кризиса отмечается постепенное замедление экономик. Определяющее значение имеют ухудшение условий привлечения внешних ресурсов, снижение притока международных инвестиций, спроса со стороны основных потребителей экспорта, а также снижение цен на сырьевые ресурсы.

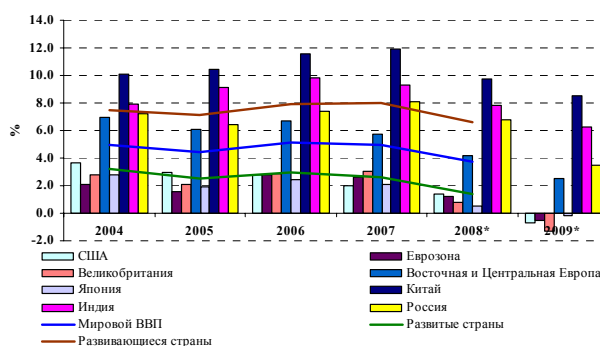
Так, МВФ прогнозирует рост Китая в 2009 год на уровне в 8,5% (средний прогноз независимых аналитиков⁴ равен 8,4% в диапазоне (7,2%; 9,5%)). Однако на текущий момент проявляются все новые признаки замедления экономического роста. Так, международное рейтинговое агентство Fitch прогнозирует снижение роста Китая до 7,2% в 2009 году.⁵

В отношении России пересмотр прогнозов МВФ в ноябре сильно ухудшил перспективы экономического развития страны. Так, если прогноз на 2008 год складывается на уровне 6,8%, то в 2009 году ожидается на уровне 3,5%. Средний прогноз международных институтов и национальных ведомств на 2009 год складывается на уровне 4,7% в диапазоне (2,5%; 6,7%).⁶ При этом согласно оценке национальных источников такое резкое снижение будет реализуемо при значительном снижении цен на нефть с длительной фиксацией на низких уровнях и сокращении экспорта сырья.

Снижение во второй половине текущего года цен на биржевые товары, как на продовольственные товары, так и на сырье, а также замедление экономического роста ослабляют риск глобальной инфляции.

В первой половине 2008 года угроза возникновения стагфляции мировой экономики на фоне снижения экономического роста и высокого уровня инфляции вследствие высоких

Реальный ВВП по регионам и странам мира (%)



Источник: МВФ

³ Консенсус-прогноз Министерства Финансов Великобритании на основе опросов 27 международных финансовых институтов. Дата составления прогноза 01.-09.10.2008г.

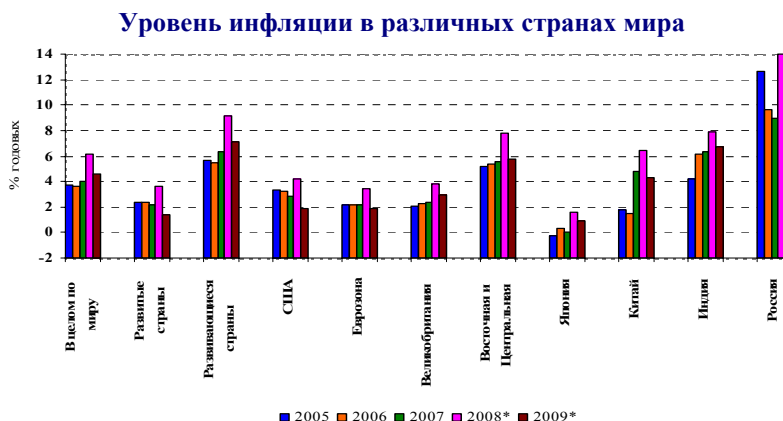
⁴ Средний консенсус прогноз РБК Консалтинг на основе опросов международных финансовых институтов (16.10.2008), рейтингового агентства Fitch (ноябрь 2008), JP Morgan, www.finmarket.ru

⁵ FitchRatings, «Global Economic Outlook», November 2008

⁶ Средний консенсус прогноз РБК Консалтинг (16.10.2008), рейтингового агентства Fitch (ноябрь 2008), JP Morgan, Министерства Экономики РФ

цен на мировых рынках на минеральные ресурсы и продовольственные товары казалась более чем очевидной. Вместе с тем, в третьем квартале 2008 года в связи со снижением экономической активности и сокращением спроса по всему миру вследствие усугубления финансового кризиса, а также резким разворотом цен на мировых товарных рынках, инфляционное давление в мире повсеместно начало снижаться, что должно быть ярко выражено уже в 2009 году. По прогнозам МВФ уровень инфляции в 2009 году будет на 1,5-2% ниже по сравнению с текущим годом, как по развитым (1,4% в 2009 году против 3,6% в 2008 году), так и по развивающимся странам (7,1% против 9,2% соответственно) и должен составить в среднем 4,6% (6,2% в 2008 году) (График 1.1.6).

График 1.1.6



Источник: МВФ
*- прогноз

При этом согласно оценке МВФ⁷ снижение деловой активности может привести к формированию уровня инфляции в развитых странах ниже установленных странами целевых параметров. Согласно прогнозам наибольшее снижение ожидается непосредственно в США в силу резкого снижения внутреннего спроса и потребления, где согласно консенсус прогноза международных организаций⁸ уровень инфляции должен снизиться с 4,1% в 2008 году до 2,5% в 2009 году.

В свою очередь в развивающихся странах инфляция будет снижаться более медленно, так как увеличение цен на топливо и потребительские товары в период резкого скачка цен в 2007 года сильно отразилось на уровне потребительских цен.

При этом, несмотря на прогнозы по снижению уровня инфляции, в долгосрочной перспективе угроза ее роста вследствие проводимой макроэкономической политики государств по ослаблению денежно-кредитной политики в виде снижения процентных ставок, вливания значительных объемов средств в целях противостояния последствиям финансового кризиса и вероятности девальвации валют развивающихся стран остается высокой.

Значительный объем убытков и списаний, а также банкротства крупнейших мировых компаний, ужесточение условий кредитования и недоступность свободной ликвидности на рынке вынудила к принятию совместных широкомасштабных антикризисных мер со стороны различных стран мира.

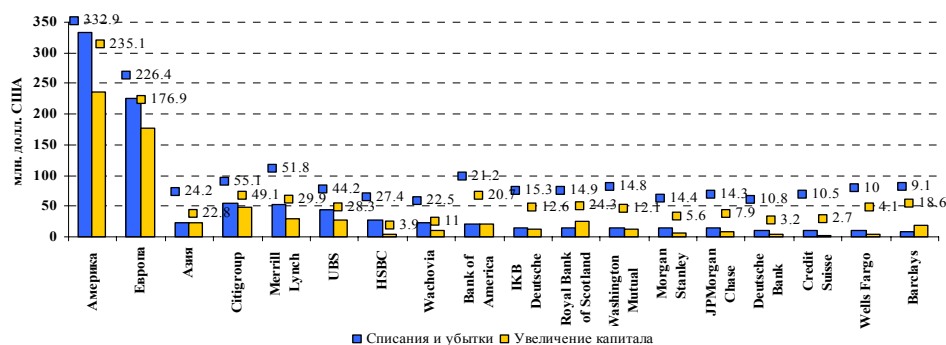
Вся серьезность ипотечного кризиса проявилась с первых объявлений убытков (Бокс 1) крупнейшими инвестиционными банками по результатам 2007 финансового года и далее в текущем году, что привело к необходимости формирования дополнительного капитала в целях покрытия списания убытков за баланс. Одними из первых финансовых организаций, которые объявили убытки и вскоре были национализированы государством, явились IKB и Sachsen LB (Германия), Country wide (США), Northern Rock (Великобритания). Так, по оценке

⁷ World Economic Outlook, October 2008

⁸ Консенсус-прогноз по данным 30 международных институтов по состоянию на октябрь 2008 года. Источник РБК Консалтинг

МВФ со второй половины 2007 года по сентябрь 2008 года банковскими институтами были осуществлены списания на общую сумму в 580 млрд. долл. США.⁹ Около 95% списаний было осуществлено в основном институтами Америки и Европы, в меньшей степени институтами Азии. За аналогичный период вливания капитала составили около 430 млрд. долл. США и также были сконцентрированы на нескольких крупных финансовых институтах Америки и Европы (График 1.1.7). При этом если на начальном этапе кризиса основными инвесторами в капитал выступали частные инвесторы и различные фонды благосостояния (88%), то с начала текущего года картина изменилась в сторону государственных регуляторов. Увеличение капитала осуществлялось в различных формах как посредством покупки дополнительных выпусков простых и привилегированных акций, конвертируемых и бессрочных, субординированных облигаций, покупки активов и прочие.

График 1.1.7
Объем убытков и списаний (млрд. долл. США) по состоянию на конец августа 2008 года



Источник: Bloomberg

Бокс 1

Кредитный риск и его материализация

Распространение финансовых рисков по всему миру через инструменты секьюритизации и их неадекватная оценка финансовыми институтами послужила одной из основных причин значительных убытков и банкротств многих финансовых институтов. При этом кредитный риск по данным сложным инструментам имеет весьма широкое институциональное распределение, с учетом активной деятельности на мировом финансовом рынке не только хедж-фондов, но и различных финансовых институтов, в том числе с государственным участием, таких как фонды благосостояния. Так, по данным Казначейства США доля вложений иностранных официальных институтов (включают монетарные власти и национальные инвестиционные фонды) в агентские долговые ценные бумаги за период с 2004 по 2007 годы выросла с 34% до 58%. При этом за период с июня 2006 года по июнь 2007 года рост инвестиций в долгосрочные казначейские облигации США произошел в основном только за счет данных институтов (около 3/4 роста приходится только на агентские долговые обязательства) (График 1,2)

График 1

Инвестиции основных стран-инвесторов в долгосрочные ценные бумаги США, обеспеченные активам (на 31.06.2007 года)

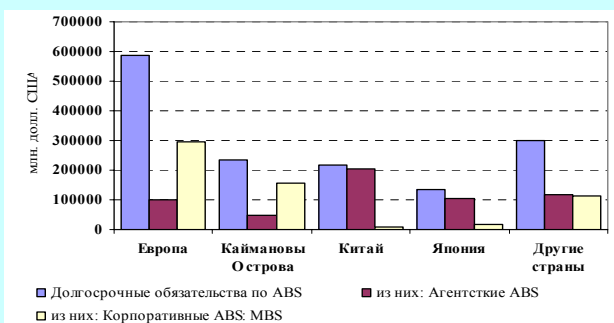
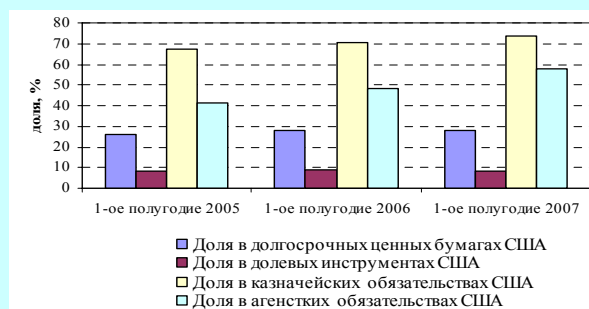


График 2

Доля иностранных официальных институтов в долгосрочных ценных бумагах США



Источник: Казначейство США. «Report on Foreign Portfolio holdings of U.S. Securities», апрель 2008 год

⁹ Global Financial Stability Report, October 2008

При этом, несмотря на то, что в течение текущего года крупнейшими финансовыми институтами были осуществлены масштабные списания, высокий кредитный риск по вложениям в финансовые активы США, в том числе в государственные бумаги остается высоким. Активная поддержка финансового рынка в виде огромных объемов предоставленных финансовых ресурсов со стороны Правительства США еще более расширяет дисбаланс государственного бюджета США, что в дополнение к риску владения обеспеченными долговыми обязательствами повышает суверенный кредитный риск и волатильность сегмента казначейских обязательств.

Высокий уровень неопределенности в отношении финансового состояния заемщиков и рост кредитного риска вынудили коммерческие банки повысить требования по выдаваемым кредитам, как корпоративному сектору, так и сектору домашних хозяйств.

Так, согласно опросникам коммерческих банков, проводимых центральными банками различных стран мира, среди основных причин, повлекших за собой ужесточение условий кредитования были в большей степени отмечены такие факторы, как слабые данные по прогнозам экономического роста, снижение активности на рынке недвижимости, сокращение «терпимости» к риску, ухудшение внутриотраслевых условий и озабоченность уровнем долговой нагрузки на собственный капитал (График 1.1.8). Ужесточение требований по кредитам в свою очередь привело к снижению объема кредитования внутренних экономик, что несет в себе дополнительный отрицательный эффект на уровень деловой активности в различных странах (График 1.1.9).

График 1.1.8
Баланс ответов коммерческих банков на вопрос об ужесточении стандартов кредитования

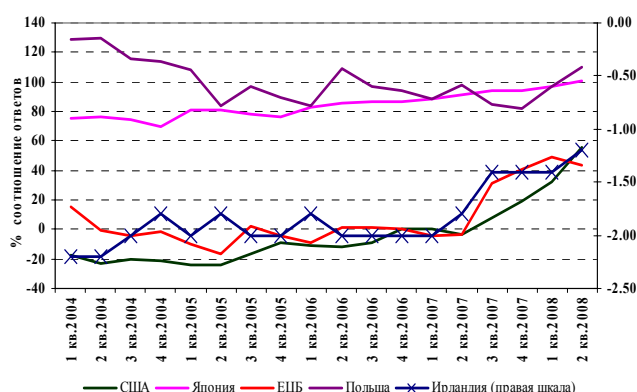
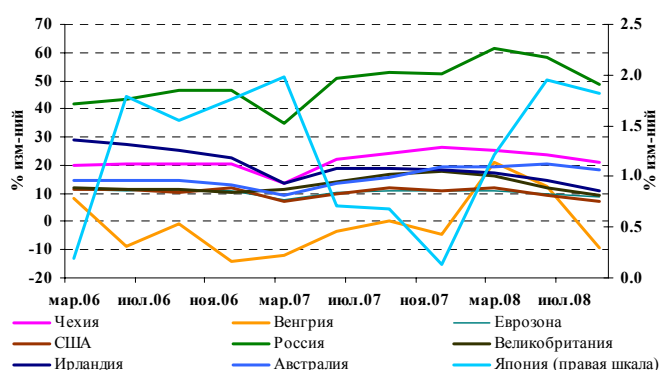


График 1.1.9
Кредиты экономике (изменение к соответствующему периоду прошлого года)



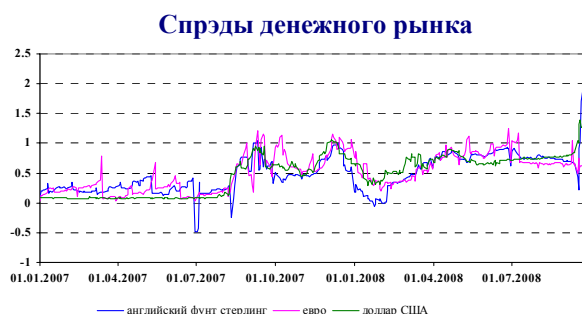
Примечание: положительная динамика означает ужесточение, понижающая динамика смягчение

Источник: сайты центральных банков, Thomson Financial Ltd. (DataStream)

Неуверенность в финансовой устойчивости контрагента и стоимости обеспечения, отказ от рискованных операций привели к всеобщему сокращению рыночной ликвидности.

Рынок необеспеченных заимствований со сроком ниже 3 месяцев стал очень дорогим и практически закрытым. Меры, предпринятые со стороны государств, как например, объявление гарантий по обязательствам банков на межбанковском рынке, смогли только частично решить проблемы с улучшением условий на межбанковском рынке. Так, спрэд LIBOR-OIS, отражающий риск и премию за ликвидность, которую банки должны выплатить за предоставление необеспеченных и коротких кредитов, существенно расширился в сентябре 2008 года, что иллюстрирует установление еще более жестких условий для нуждающихся в ликвидных средствах финансовых институтов (График 1.1.10).

График 1.1.10



Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream), Bloomberg

Прим.: спрэды рассчитаны как разница между 3-х месячным LIBOR и трехмесячными свопами по процентным ставкам overnight

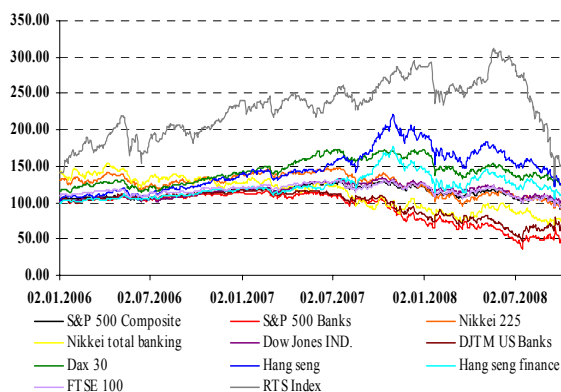
Повсеместное неприятие рисков явилось основной тенденцией развития ситуации на фондовых рынках по всему миру в течение 2008 года. Высокая чувствительность фондовых рынков значительному потоку негативных новостей на фоне развития нового этапа кризиса с начала года все с большей степенью направляла рынок в сторону снижения, что в итоге вылилось в обвал фондовых рынков по всему миру.

Постоянные сигналы о распространении и углублении кризиса с рынков США на Европу и другие регионы мира, паника на фондовых рынках вследствие объявления значительных убытков и их списаний, банкротства в марте компании Bear Stearns, национализация английского банка Northern Rock, рекордных цены на нефть, национализация агентств Fannie May и Freddie Mac в июле месяце послужили причиной резкого снижения фондовых индексов. В свою очередь, объявление банкротом крупнейшего финансового института Lehman Brothers и национализация страховой компании AIG в октябре 2008 года спровоцировало массовое бегство практически со всех рынков и активов вне зависимости от его уровня развитости и капитализации, что отразилось в рекордных исторических падениях индексов мировых фондовых рынков (График 1.1.11). По сравнению с другими рынками больше всех на -47% упал российский фондовый рынок (Таблица 1.1.2).

График 1.1.11

Таблица 1.1.2

Мировые фондовые индексы



Динамика мировых фондовых индексов за 9мес.2008 года

Индекс	Страна	Значение индекса на конец 2007 года	Значение индекса на конец 3-го квартала 2008 года	Изм-е, %
RTSI	Россия	2290,51	1211,84	-47,09
ATX	Австрия	4512,98	2767,76	-38,67
AEX General	Нидерланды	515,77	331,45	-35,74
India BSE 30	Индия	20286,99	12860,43	-36,61
Greece General share	Греция	5178,83	2856,47	-44,84
Hang Seng	Гонконг	27812,65	18016, 21	-35,22
S&P500	Великобритания	1468,35	1166,36	-20,56
DowJones	США	13264,82	10850,66	-18,19
Nikkei	Япония	15307,78	11259,86	-26,44

Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream), www.rbc.ru

Рынок FOREX в течение 9 месяцев 2008 года был наиболее чувствителен ко всем тенденциям, происходившим на фоне развития финансового кризиса и неблагоприятных будущих прогнозов, а также антикризисных мер государств.

Тенденция снижения стоимости доллара США к основным валютам мира сохранялась и в первом полугодии 2008 года. Основными факторами, способствовавшими данной тенденции являлись:

- снижение базовой процентной ставки в целях поддержки финансового рынка в условиях разворачивающегося кризиса,
- оценки дальнейшего снижения экономической активности в США и
- постепенное выявление проблем крупнейших финансовых институтов.

Дальнейшее усугубление тенденции снижения стоимости доллара начало приводить к постепенному снижению со стороны многих государств долларовой составляющей в своих резервах и отказ от использования в расчетах доллара США.

Во второй половине 2008 года на фоне предпринятых антикризисных мер со стороны Правительства США по выводу страны из кризиса, также снижения цен на нефть и роста стоимости долларовых ресурсов на межбанковском рынке был отмечен рост стоимости доллара США. При этом основные участники рынка FOREX прогнозируют сохранение данной тенденции в краткосрочной перспективе (Таблица 1.1.3).

Таблица 1.1.3

Диапазон движения и прогнозы по обменному курсу ведущих банков мира

<i>Диапазон фактических значений</i>	Евро/доллар	Фунт стерлинг/ доллар США	Доллар США/ японская йена
1 кв.2008	(1.449-1.580)	(1.945-2.032)	(97.155-111.345)
2 кв.2008	(1.536-1.595)	(1.943-1.998)	(100.526-108.262)
3 кв.2008	(1.395-1.595)	(1.751-2.003)	(104.436-110.491)
<i>Диапазон прогнозных значений</i>			
на начало 2009 года	(1.17-1.45)	(1.50-1.82)	(90-110)
среднее значение	1.3364	1.6896	101.04
на конец 3 кв.2009г.	(1.18-1.45)	(1.51-1.89)	(95-116)
среднее значение	1.3136	1.6679	107.04

Источник: прогнозы банков по материалам сайтов www.forexpf.ru (на 27.10.2008г.), www.quote.ru (на 01.11.2008г.)

С целью ограничения распространения кризиса Правительства и Центральные банки стран предприняли различные антикризисные меры. При этом если в первые периоды распространения кризиса наиболее активными государствами выступали в основном развитые страны мира, то события, развернувшиеся осенью текущего года, спровоцировавшие обвал фондовых рынков и даже приостановление торгов, привели к беспрецедентному принятию значительных скоординированных и экстренных антикризисных мер и стабилизирующих программ со стороны большинства стран мира.

В основном пакет антикризисных мер осуществлялся в таких направлениях как: 1) насыщение рынков ликвидностью; 2) прямое фондирование финансовых институтов; 3) увеличение капитала; 4) объявление прямых и скрытых гарантий по всем обязательствам финансовых институтов с целью сохранения доверия к финансовым системам. При этом большинство принятых мер носят временный характер, так как многие государства определили временной горизонт (в среднем на 2-3 года вперед) их действия до конца снижения общей турбулентности последствий кризиса (Таблица 1.1.4).

При этом на первоначальном этапе в большинстве случаев принятие значительного количества антикризисных мер было воспринято рынками негативно, давая тем самым сигнал о том, государства данными мерами признают о возможных скрытых масштабах распространения риска подверженности развитию кризисной ситуации.

Таблица 1.1.4

Меры по обеспечению стабильности финансовой системы

Пути решения	Форма
Проблема: Сокращение ликвидности финансовых рынков	
Увеличение объемов операций и сроков по классическим инструментам рефинансирования Новые формы (инструменты, программы) рефинансирования	Краткосрочные операции РЕПО (до 1 мес.)
	Долгосрочные операции РЕПО (свыше 1 мес.)
	Операции рефинансирования по специальным условиям
	Аукционы по предоставлению/размещению кредитов/депозитов в долларах США, в т.ч. и беззалоговые
	Соглашения о валютных операциях СВОП в долларах США и иной валюте между центральными банками
	Операции СВОП с долларом США и другой валютой
	Беззалоговые кредиты (в т.ч. субординированные) через государственные банки, депозиты ЦБ и Правительства
Изменений условий по операциям рефинансирования центрального банка	Схемы обмена (выкупа) неликвидных активов банков на ликвидные активы
	Расширение списка залогового обеспечения
	Расширение списка организаций-контрагентов за счет брокеров, дилеров, кредитных организаций, инвестиционных банков, страховых компаний и пр. организаций
Удешевление стоимости ресурсов центрального банка и кредитов экономике	Снижение нормативов обязательного резервирования
Иная форма предоставления ликвидности банкам	Снижение ключевых процентных ставок
Проблема: Снижение доверия к финансовой системе	
Увеличение гарантий по вкладам коммерческих банков	Повышение процентов по депозитам в центральных банках, выплата процентов по депозитам или депозитным сертификатам
Объявление гарантий по обязательствам банков и иных финансовых институтов	Повышение максимальной суммы возмещения по гарантированным депозитам
Проблема: Адекватность капитала рискам	
Повышение капитализации до уровня, адекватного потенциальным рискам	Гарантия Правительства или ЦБ по различным видам финансовых обязательств (межбанковских, внешних займов, депозитов) как существующих, так и новых привлечений
	Рекапитализация (выкуп и подписка под новый или имеющиеся объемы акций и субординированного долга)
Адресная поддержка	Принудительная национализация финансовых институтов
Повышение качества активов	Предоставление кредитов в качестве кредитора последней инстанции финансовым институтам со стороны правительства или центральных банков
Комплексное решение проблем с фондированием, гарантированием обязательств, выкупом активов и осуществлением временного управления	Выкуп проблемных активов
Проблемы: Повышение волатильности финансовых рынков	
Ограничение спекулятивных операций на внутренних рынках	Создание специализированных институтов/фондов по поддержке финансовых институтов
Увеличение ресурсной базы ЦБ по удовлетворению спроса на ин.валюту	Запрет на проведение коротких продаж по всему рынку или по ограниченному списку ценных бумаг, требования к раскрытию информации
Стабилизация ценовых параметров рынка	Кредиты МВФ
	Интервенции на внутренних валютных рынках
	Интервенции на организованных рынках ценных бумаг

Источник НБРК на базе публикаций, пресс-релизов центральных банков, СМИ

1.2. Развивающиеся страны - трансформация рисков

Несмотря на то, что прямые издержки (убытки и банкротства крупнейших финансовых институтов) ипотечного кризиса США до настоящего времени несли развитые страны, тенденция переоценки рисков в отношении развивающихся стран в ответ на ухудшение условий заимствования, снижения мировых цен на фоне корректировки кредитного бума усилилась в сторону ухудшения.

Основные риски развивающихся стран, связаны, прежде всего, с ограничением доступа к внешним финансовым ресурсам в виде ужесточения требований к заемщикам, увеличения стоимости привлечения новых ресурсов и обслуживания текущих обязательств.

В наибольшей степени отрицательный эффект на себе ощутили те развивающиеся страны, в которых высокий экономический рост основывался на благоприятных условиях по

привлечению ресурсов с внешних рынков и высоких ценах на сырьевые товары. Так, уровень внешнего долга в некоторых развивающихся странах достиг значения свыше 100% к ВВП, при этом большая часть внешнего долга приходится в основном на краткосрочный долг.

В свете сложившихся негативных последствий финансового кризиса для развивающихся стран наблюдаемый чистый отрицательный поток капитала, а также высокая доля краткосрочных внешних обязательств, активная поддержка внутренних финансовых рынков создают определенные риски достаточности золотовалютных резервов развивающихся стран (Графики 1.2.1-1.2.4).

Относительные параметры уязвимости развивающихся стран (по состоянию на 2 квартал 2008 года, в годовом выражении)

График 1.2.1

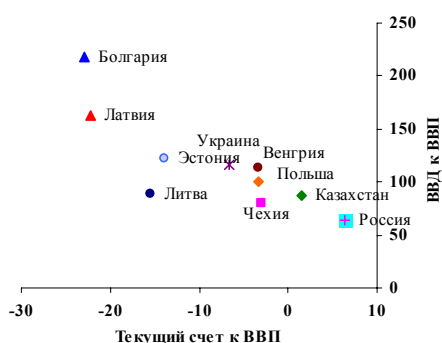


График 1.2.2

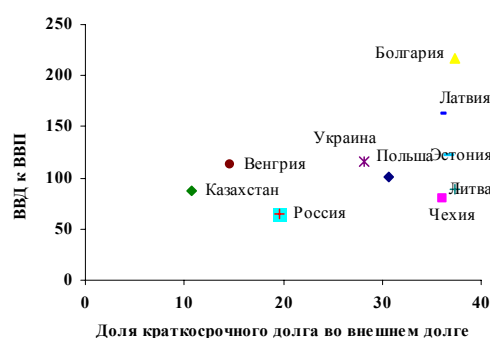


График 1.2.3

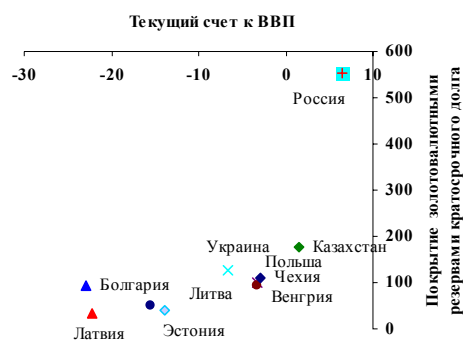
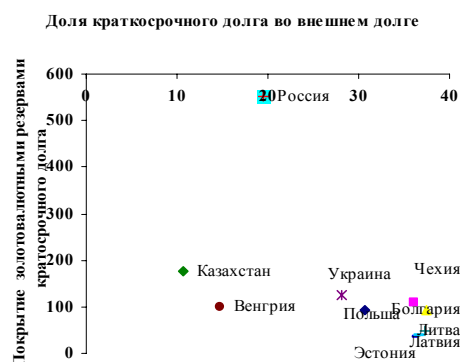


График 1.2.4



Примечание: смещение к крайним верхним и нижним углам диаграмм отражает более высокий риск.

Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream), сайты центральных банков и национальных статистических агентств

В свою очередь, высокий дефицит текущего счета, ограниченные возможности финансирования своих внешних позиций, ухудшение качества активов в силу снижения уровня кредитоспособности заемщиков, и в целом негативные прогнозы по снижению экономического роста, нашли свое отражение в снижении международными рейтинговыми агентствами (S&P, Moody's и Fitch) кредитных рейтингов и прогнозов будущих значений рейтингов по суверенным обязательствам государств (Таблица 1.2.1).

Таблица 1.2.1

Рейтинги стран по долгосрочным обязательствам в иностранной валюте

Страна	по состоянию на 31.10.2008 года		
Рейтинговые агентства	Moody's	S&P	Fitch
Польша	A2/Stable	A-/Stable	A-/Stable
Чехия	A1/Positive	A/Stable	A+/Stable
Венгрия	A2/Stable	BBB+/Negative	BBB+/Negative
Болгария	Baa3/Stable	BBB/Negative	BBB/Negative
Россия	Baa1/Positive	BBB+/Negative	BBB+
Украина	B1/Stable	B/Negative	B+/Negative
Казахстан	Baa2/Stable	BBB-/Negative	BBB/Negative

Источник: Bloomberg

Расшифровка:

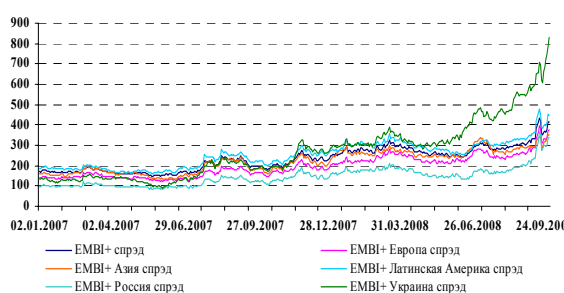
Рейтинг повышен	Рейтинг повышен/улучшен прогноз	Изменений нет
Рейтинг понижен	Рейтинг понижен/ухудшен прогноз	Рейтинг понижен/прогноз Stable
Рейтинг не изменен	Рейтинг не изменен/прогноз ухудшен	Рейтинг не изменен/прогноз улучшен
Рейтинг не изменен/прогноз Stable		

Позиция международных рейтинговых агентств в отношении какой-либо страны или его эмитента продолжает необоснованно служить основным ориентиром для международных инвесторов. Пересмотр кредитных рейтингов вкупе с факторами ухудшения условий для развивающихся стран увеличивает риск дефолта эмитента в глазах инвесторов. (График 1.2.5.). Так, с начала года рост индекса EMBI+спрэд продолжился, свидетельствуя о сохранении негативной оценки международными инвесторами относительного уровня риска развивающихся стран.

При этом стоит отметить, что уровень оценки риска по развивающимся странам относительно распределен, что можно наблюдать по спредам кредитной защиты по суверенным долгам развивающихся стран. Так, разница в восприятии риска группы стран Центральной и Восточной Европы и стран СНГ оценивается в среднем в 600 б.п. (График 1.2.6)

График 1.2.5

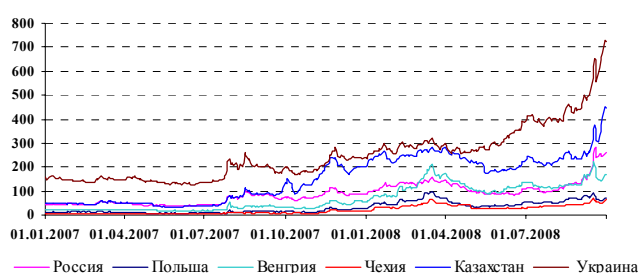
EMBI+спрэд по странам и регионам



Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream)

График 1.2.6

Спреды по суверенным 5-летним кредитно-дефолтным свопам развивающихся стран

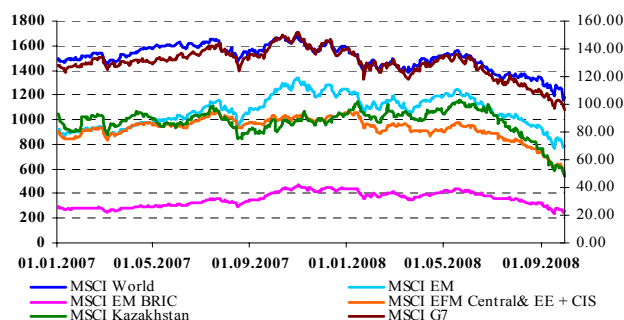


Источник: Thomson Financial Ltd. (DataStream)

Несмотря на то, что на мировых фондовых рынках наблюдается обесценение стоимости ценных бумаг, как развитых, так и развивающихся стран, в силу рассмотрения развивающихся стран как наиболее рискованной области вложений, амплитуда ценовых падений рынков практически всегда более значительна в отношении последних (График 1.2.7). Что касается ценных бумаг казахстанских эмитентов, то ребалансировка портфелей, негативные ожидания в отношении стабильности финансового сектора и неопределенность доходов компаний в связи со снижением мировых цен привели к тому, что цены на акции упали до практически минимальных исторических значений. За период с начала года

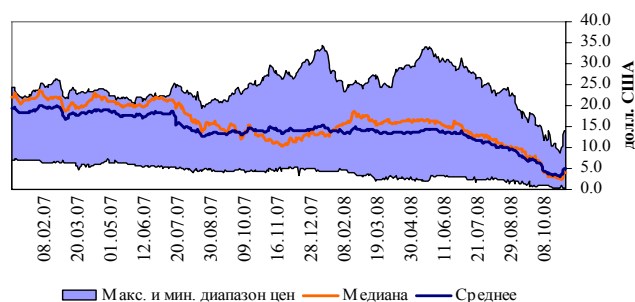
по конец октября 2008 года снижение цен на акции казахстанских эмитентов на Лондонской фондовой бирже составило по АО «Казкоммерцбанк» -43%, АО «Народный Банк Казахстана» на -78,1%, «Kazakhgold» – 85% (График 1.2.8).

График 1.2.7.
Региональные субиндексы MSCI



*Источник: Thomson Financial Ltd. (Datastream),
Bloomberg*

График 1.2.8.
Цены на акции казахстанских эмитентов на Лондонской фондовой бирже



Список сформирован по следующим эмитентам:
Альянс Банк, Народный Банк Казахстана,
Казкоммерцбанк, Kazakhgold, Kazakhstan Kagazy
Plc, Kazmunaigaz, ShalkiaZinc

*Источник: Thomson Financial Ltd. (Datastream),
Bloomberg*

2. Макроэкономическая среда и экономические условия в Казахстане

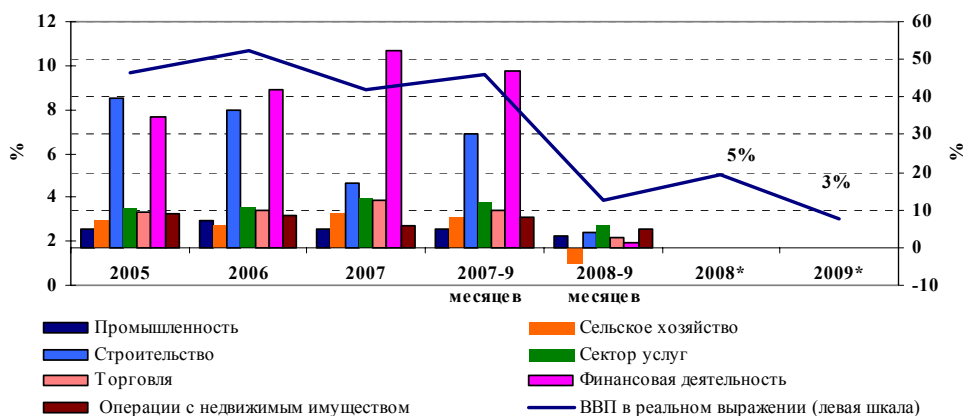
2.1. Факторы экономического роста

Замедление кредитной активности и сокращение внутреннего спроса непосредственно сказалось на существенном замедлении экономического роста Казахстана. Высокая зависимость отраслей экономики, поддерживающих внутренний спрос, от ресурсов коммерческих банков сделали реальный сектор уязвимым рискам финансовой системы, что отражает системность угроз для финансовой стабильности.

Экономический рост Казахстана определяется устойчивым развитием основных отраслей экономики. Если ранее рост экономики исторически в основном поддерживался нефтегазовым сектором, то в период 2005-2007 годы акцент роста сменился на отрасль строительства, которая обеспечивала около 10% роста ВВП страны, а также финансовую деятельность. Как следствие замедления кредитной активности в текущем году наиболее выраженное замедление реального экономического роста произошло непосредственно в тех отраслях, которые в прошлые периоды демонстрировали бурный рост и пользовались наилучшими условиями по ресурсам. Как следствие, по результатам 9 месяцев 2008 года реальный рост экономики сложился в 2,5 раза ниже в сравнении с аналогичным периодом прошлого года на уровне 3,9% (9,6% - за 9 месяцев 2007 года). Замедление экономического роста затронуло не только строительство и финансовую деятельность, но и сельское хозяйство, а также обрабатывающую промышленность (График 2.1.1). Сохранение положительного роста было обеспечено в первую очередь горнодобывающей отраслей (5%), ее удельный вес в ВВП по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличился с 14,9% до 20,6%. При этом в промышленности, отмечаемые в прошлом диспропорции, сохраняются (Бокс 2) .

График 2.1.1

Темпы роста ВВП (в реальном выражении) и отраслевая разбивка



Источник: АРКС

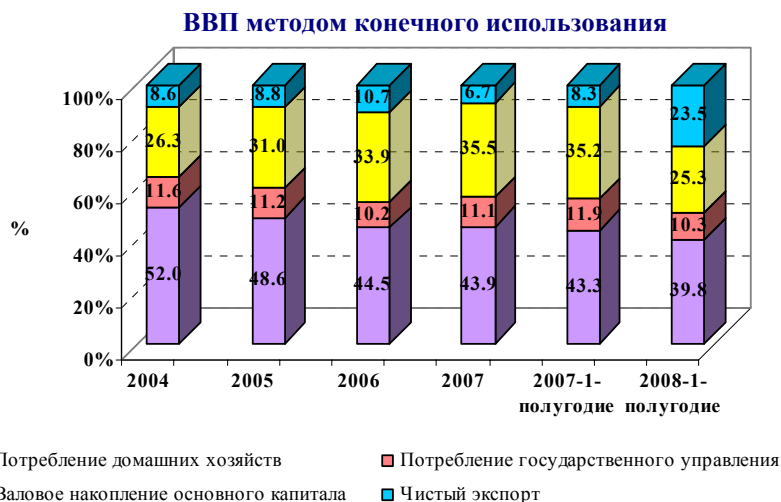
* прогноз МЭБП

В свою очередь рост ВВП за последние годы в немалой степени обеспечивался за счет высокого уровня расходов на конечное потребление домашних хозяйств и валового накопления основного капитала, увеличение которых в свою очередь было обеспечено, в том числе, за счет высокого уровня кредитной активности. При этом влияние вклада фактора кредитования экономики в реальный рост ВВП оценивается на достаточно высоком уровне.

В условиях постепенного замедления деловой активности отмечается значительное снижение валового накопления. Так, по состоянию на первое полугодие 2008 года валовое

накопление в номинальном выражении снизилось на 13,6% с соответствующим сокращением его доли в ВВП на 9,9% процентных пункта (График 2.1.2).

График 2.1.2



Источник: АРКС

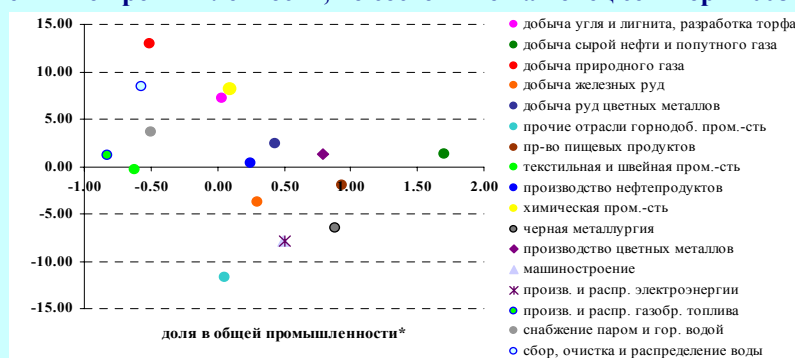
Бокс 2

Сохраняющиеся диспропорции в промышленности Казахстана

Сегодня в основной отрасли экономики – промышленности – наблюдается значительный разброс темпов роста отраслей, свидетельствующий о наличии диспропорций масштабов вклада и общей эффективностью результата их деятельности. Так, наибольший масштаб вклада традиционно остается за добычей нефти, имеющей наибольшую долю в своем секторе, а темпы ее роста по сравнению с другими отраслями находятся на среднем уровне. При этом, несмотря на низкую долю некоторых отраслей, эффективность их деятельности является значительно выше «лидирующих» отраслей, что создает определенные возможности по увеличению их вклада в общий экономический рост и диверсификацию экономики. С другой же стороны, риск замедления отраслей с низкой долей не должен иметь существенного отрицательного эффекта на общий результат промышленности (График 1).

График 1

Промышленное производство (отклонение изменения по отношению к предыдущему периоду прошлого года (%) от среднего значения по промышленности, по состоянию на конец сентября 2008 года)



* доля в каждой отрасли в промышленности была взята в виде логарифма

Источник: НБРК, АРКС

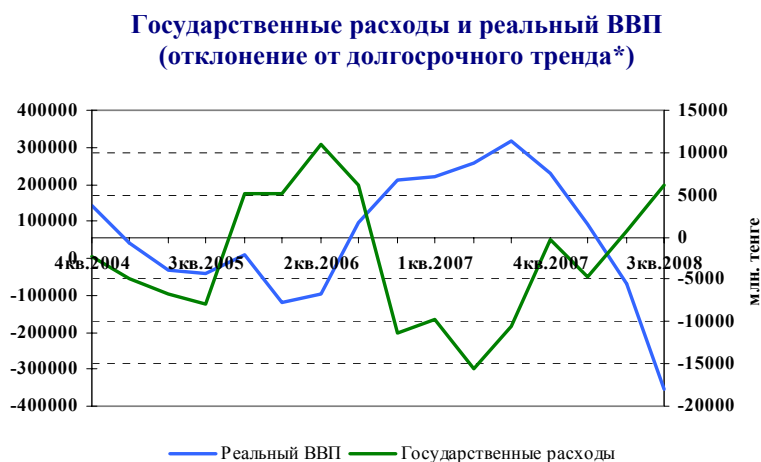
Одной из угроз снижения экономического роста в среднесрочной перспективе может служить равномерность замедления роста всех секторов Казахстана. Одновременный экономический спад как традиционных секторов - «локомотивов» экономики вследствие отрицательного влияния низкого уровня мировых сырьевых цен, так и секторов с низкой долей в валовом продукте вследствие снижения внутреннего спроса, может привести к существенному замедлению экономики.

С учетом всех факторов риска экономический рост может замедлиться до 3% в 2009 году.

В текущем году политика по управлению государственными финансами была направлена непосредственно на смягчение последствий финансового кризиса. Возросшая роль государства в стимулировании и поддержании внутреннего производства является существенным шагом по решению дисбалансов фондирования. Вместе с тем, масштаб коррекции и социальных обязательств государства может существенно увеличить нагрузку и снизить устойчивость государственных финансов.

С начала текущего года проблемы замедления экономической активности потребовали от государства более активного использования возросших в силу благоприятной ценовой конъюнктуры экспорта поступлений в бюджет для поддержания и стимулировании роста внутренней экономики (График 2.1.3). Так, по итогам 9 месяцев текущего года поступления в бюджет, обеспеченные в основном за счет корпоративного подоходного налога и таможенных платежей, выросли на 23% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и сложились на уровне 16,6% от ВВП в годовом выражении. Вместе с тем, опережающие темпы роста государственных расходов, составившие 27,3%, расширили дисбаланс государственного бюджета в условиях необходимости проведения активной контрциклической политики.

График 2.1.3



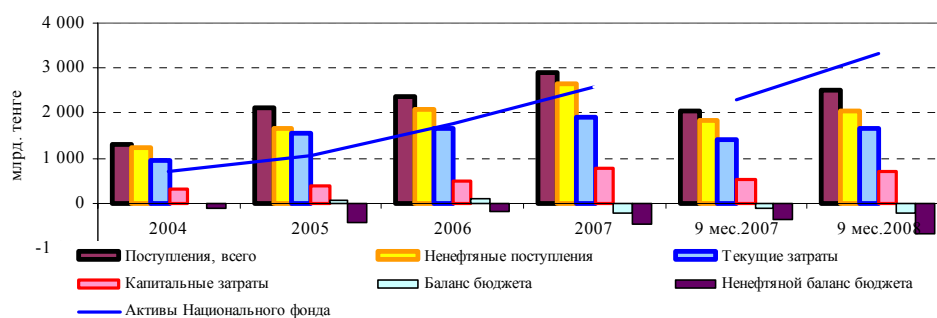
Источник: НБРК, АРКС, МФ

Примечание: тренд рассчитан с помощью фильтра Ходрика-Прескотта

При этом в структуре расходов существенно выросли бюджетные кредиты, увеличившись за аналогичный период в 9 раз по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В итоге, по результатам 9 месяцев баланс государственного бюджета сложился с дефицитом на уровне 2% от ВВП против 1,3% за 9 месяцев 2007 года (График 2.1.4).

В отраслевой структуре государственных расходов по текущим расходам отмечается рост расходов на сельское хозяйство и энергию. По капитальным расходам значительно выросли расходы на образование, социальное обеспечение и сельское хозяйство, что объясняет активную деятельность со стороны государства по продовольственной безопасности и защите социально-необеспеченных слоев населения (График 2.1.5 - 2.1.6).

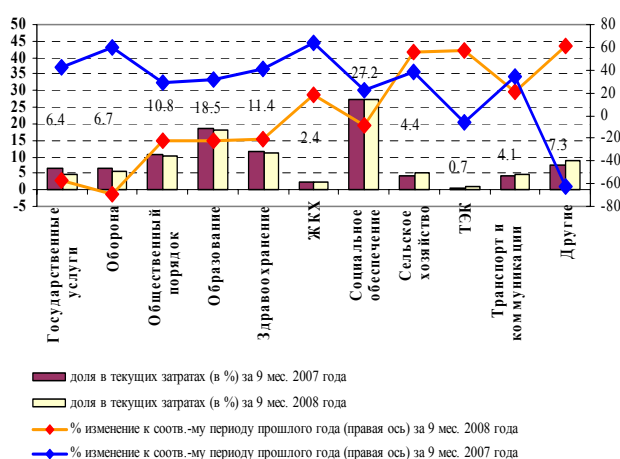
Исполнение государственного бюджета Республики Казахстан



Источник: МФ

График 2.1.5

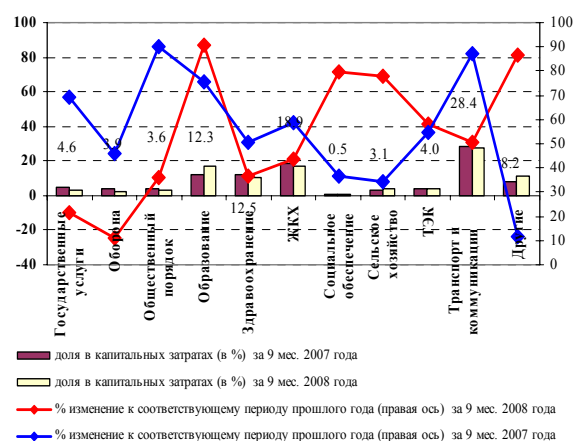
Отраслевая структура текущих затрат за 9 месяцев 2007 и 2008 годов



Источник: МФ

График 2.1.6

Отраслевая структура капитальных затрат за 9 месяцев 2007 и 2008 годов



Источник: МФ

Будучи адекватной угрозам для устойчивого экономического развития, проведение Правительством контрциклической политики, вместе с тем, может потребовать со стороны государства принятие более высоких рисков несбалансированности бюджета в условиях возможного сокращения налоговых поступлений в бюджет.

На фоне замедления темпов экономического роста, сокращения предложения денег и ограниченности потребительского спроса отмечается постепенное снижение инфляционного давления в стране.

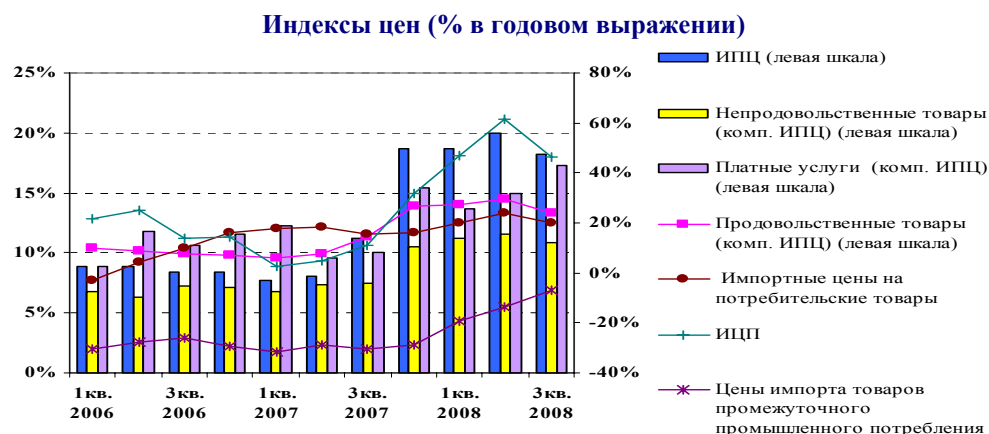
В силу как внутренних, так и внешних факторов инфляция в экономике к концу третьего квартала текущего года начала постепенно снижаться. На замедление роста уровня цен указывают различные ценовые индексы. Так, по итогам третьего квартала уровень инфляции, рассчитанный на основе ИПЦ, снизился до 18,2% годовых с максимального значения в 20%, наблюдаемого в июне-июле текущего года (График 2.1.7). Снижение произошло в основном за счет снижения цен на продовольственные товары. В частности, снижение цен биржевых товаров на мировых рынках, особенно на продовольственные товары (пшеница, рис, растительное масло), замедление кредитной активности БВУ, внутреннего потребительского спроса и деловой активности реального сектора оказало стабилизирующее влияние на уровень внутренних цен.

На снижение давления на инфляцию также оказало влияние снижение цен на импортируемые продовольственные товары на 6,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Снижение цен предприятий – производителей промышленной продукции почти на 15% в сентябре – октябре 2008 года также может отразиться на динамике потребительских цен в конце 2008 – начале 2009 года.

Согласно прогнозам НБРК при условии относительной неизменности прежних основных факторов влияния к концу 1-го квартала 2009 года ожидается снижение уровня инфляции до 10% годовых.

График 2.1.7



Источник: НБРК, АРКС

2.2. Макроэкономические факторы уязвимости

Для целей комплексного мониторинга состояния экономики и выявления основных факторов риска была построена система индикаторов макроэкономической уязвимости (Таблица 2.2.1). Данная система охватывает выборочные (ключевые) индикаторы сектора государственных финансов, финансового и внешнего секторов, а также показатели достаточности резервов, которые сигнализируют об уязвимости соответствующих секторов экономики¹⁰.

¹⁰ Сопоставление фактического значения показателя с пороговым уровнем показывает наличие либо отсутствие сигнала уязвимости.

Таблица 2.2.1

Система индикаторов макроэкономической уязвимости¹¹

Поведение риска ¹²	Индикаторы	Формат	Пороговый уровень ¹³	Значение на 3 кв. 2007	Наличие сигнала	Пороговый уровень ¹⁴	Значение на 3 кв. 2008	Наличие сигнала
Сектор государственных финансов								
↑	Баланс гос. бюджета/ВВП	абс. знач-е	-1,7%	-0,5%	нет	-1,5%	-2,9%	есть
↑	Государственный долг/ВВП	абс. знач-е	20,7%	9,3%	нет	20,1%	9,5%	нет
↑	Государственные расходы/ВВП	абс. знач-е	24,6%	22,6%	нет	25,4%	24,4%	нет
Финансовый сектор								
↑	Инфляция	% год к году	11,0%	11,2%	есть	10,8%	18,2%	есть
↑	Денежный мультипликатор	% год к году	22,3%	2,4%	нет	20,8%	28,3%	есть
↑	Денежная масса	% год к году	70,4%	46,7%	нет	70,4%	31,4%	нет
↑ или < 0	Кредиты экономике/ВВП	% год к году	5,42%	18,21%	есть	7,20%	-10,91%	есть
↓	Депозиты БВУ (в реальном выражении)	% год к году	20,9%	33,3%	нет	21,8%	15,9%	есть
Внешний сектор								
↑	Баланс счета текущих операций/ВВП	абс. знач-е	-4,1%	-7,6%	есть	-4,1%	6,4%	нет
↓	(ИПИ + баланс счета текущих операций)/ВВП	абс. знач-е	4,6%	-2,0%	есть	4,4%	12,2%	нет
↑	Утечка капитала ¹⁵ /Внешний товарооборот ¹⁶	абс. знач-е	7,2%	11,2%	есть	7,3%	6,6%	нет
↑	Реальный эффективный обменный курс	отклон-е от тренда	2,17	0,32	нет	3,36	1,19	нет
↓	Условия торговли	% год к году	-8,5%	5,3%	нет	-9,1%	-7,3%	нет
↑	Валовый внешний долг/ВВП	абс. знач-е	74,9%	97,1%	есть	79,3%	81,6%	есть
↑	Валовый внешний долг/Экспорт товаров и услуг	абс. знач-е	156,7%	198,2%	есть	159,7%	137,0%	нет
Достаточность резервов								
↓	Международные резервы / Импорт	абс. знач-е	2,0	4,1	нет	2,1	4,2	нет
↓	Международные резервы / Краткосрочный внешний долг ¹⁷	абс. знач-е	0,44	0,61	нет	0,45	0,54	нет
↓	Национальный фонд / Государственные расходы	абс. знач-е	26,5%	82,9%	нет	27,1%	89,1%	нет
↑	Предстоящие платежи и вклады населения ¹⁸ / Валовые международные резервы ¹⁹	абс. знач-е	153,3%	88,7%	нет	148,2%	87,9%	нет

Источник: НБРК, АРКС, МФ

Макроэкономические индикаторы уязвимости показывают нарастание факторов риска в секторе государственных финансов на фоне коррекции на рынке кредитов и замедления роста депозитов.

На ухудшении соотношения баланса государственного бюджета и ВВП сказывается рост расходов республиканского бюджета в рамках антикризисных мер по обеспечению стабильности социально-экономического развития страны. При этом опережающий рост государственных расходов и расширение дефицита бюджета уже отмечалось по результатам 9 месяцев 2007 года. В то же время в настоящее время бюджетный дефицит не является значительным и формируется в условиях низкого уровня государственного долга. Дальнейшее наращивание государственных расходов без соответствующего роста государственных поступлений может привести к повышению степени уязвимости государственного сектора. Кроме того, в вопросе государственных финансов важно учитывать замедление темпов экономического роста экономики, возможное сокращение налоговых платежей, неопределенность в отношении доходов бюджета от нефтяного сектора и риск неэффективного использования государственных ресурсов.

Негативное влияние внешних факторов, наиболее сильно проявляющееся в финансовом секторе, создает риск скрытого оттока капитала.

¹¹ Индикаторы, в которых используются показатели за период, например, баланс государственного бюджета, текущий счет и т.д., рассчитаны в годовом выражении и могут отличаться от официальных данных.

¹² Поведение риска показывает направление ухудшения индикатора в сравнении с пороговым уровнем: «↑» - превышение значения индикатора над пороговым уровнем дает сигнал уязвимости; «↓» - значение индикатора, которое ниже порогового уровня, дает сигнал уязвимости; «↑ или < 0» - значение индикатора, которое выше порогового уровня или ниже «0», дает сигнал уязвимости.

¹³ Пороговый уровень рассчитан как среднее значение за 2000-2005 годы, скорректированное на одно стандартное отклонение. Согласно системе индикаторов раннего оповещения временной лаг для выявления сигнала показателя должен составлять от 12 до 24 месяцев.

¹⁴ Пороговый уровень рассчитан как среднее значение за 2000-2006 годы, скорректированное на одно стандартное отклонение.

¹⁵ Ошибки и пропуски плюс краткосрочный капитал.

¹⁶ Экспорт плюс импорт товаров и услуг

¹⁷ Рассчитан как сумма краткосрочного внешнего долга и обслуживания долгосрочного внешнего долга.

¹⁸ Рассчитаны как сумма предстоящих платежей по валовому внешнему долгу и вкладов населения в иностранной валюте.

¹⁹ Рассчитаны как сумма валовых международных резервов (без учета золота) и активов Национального фонда.

В финансовом секторе к концу 3 квартала 2008 года происходит нарастание факторов риска, о чем свидетельствует наличие сигналов уязвимости по четырем макроэкономическим индикаторам из пяти. Начиная с 4 квартала 2007 года, происходит существенное увеличение показателя денежного мультипликатора. Ухудшению данного показателя в большей степени способствовал рост денежной массы вследствие роста внешних активов банковского сектора и выплат по погашению и обслуживанию внешних обязательств. При этом рост денежной массы в 3 квартале 2008 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 31%, из них вклад БВУ составил 27%. Кроме того, определенный вклад в рост денежного мультипликатора также был внесен снижением темпов роста денежной базы в результате снижения НБРК резервных требований для поддержания ликвидности.

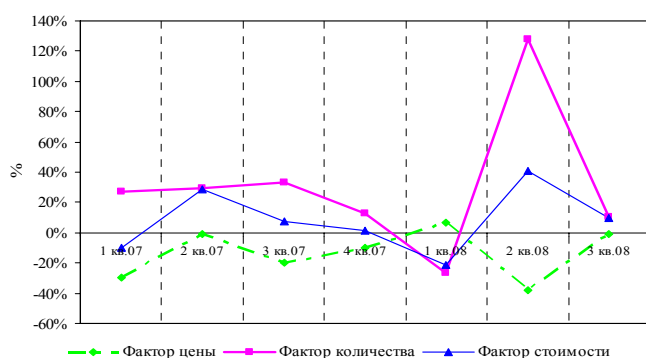
С другой стороны фундаментальные факторы инфляции, такие как низкая производительность отраслей промышленности, низкая конкуренция на отдельных рынках товаров и услуг, продолжает определять ценовой фон в экономике. Соответственно, несмотря на некоторую стабилизацию на мировых рынках и снижение инфляционного давления в 3 квартале 2008 года, риск сохранения высокого уровня цен сохраняется.

Показатели доли кредитов в ВВП и изменение депозитов в реальном выражении, характеризующие уровень развития финансовой системы страны, также сигнализируют об уязвимости экономики. При этом если ранее нарастание факторов риска происходило за счет чрезмерно высоких темпов роста кредитования экономики, то, начиная со 2 квартала 2008 года, риски материализуются через сокращение уровня кредитования экономики, обусловленного ограниченностью внутренней ресурсной базы в условиях снижения внешнего фондирования.

Благоприятные тенденции на мировых товарных рынках снизили степень уязвимости внешнего сектора экономики, однако значительные объемы накопленного внешнего долга и необходимость осуществления платежей по его обслуживанию являются долгосрочными структурными факторами риска несбалансированности потоков капитала в условиях изменения ценовой конъюнктуры.

Снижение факторов риска во внешнем секторе объясняется улучшением текущего счета платежного баланса за счет высоких мировых цен на сырьевые товары на фоне снижения темпов роста товарного импорта.

График 2.2.1
Факторы динамики импорта (в % к пред. пер.)



Источник: НБРК

Замедление темпов роста импорта отмечалось, начиная с 3 квартала 2007 года. Причем очевидно, что в этот период превалирующим фактором являлся количественный (График 2.2.1). т.е. сокращение внутреннего спроса.²⁰

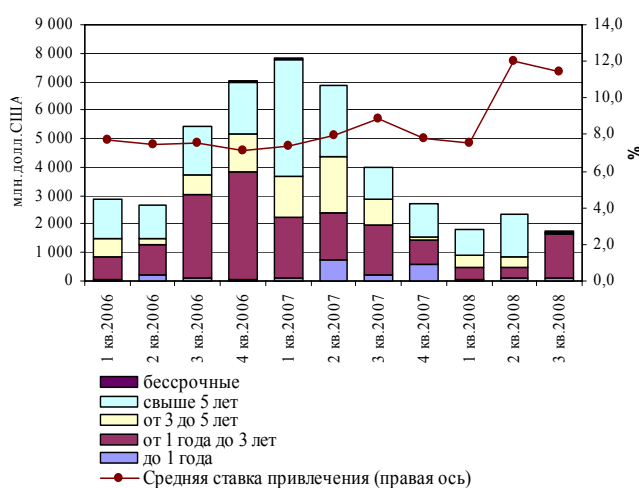
Вместе с тем, падение мировых цен на нефть уже отражается на ухудшении условий торговли в 3 квартале 2008 года, что в перспективе может сократить приток капитала в страну. При этом на сегодня риск «утечки капитала» не существенный.

Вместе с тем, поскольку рост просрочек, авансов и перевод активов в наличную иностранную валюту является следствием турбулентности на финансовых рынках, данный параметр существенно зависит от переоценки агентами экономических рисков страны. Кроме того, сохраняющимся фактором риска является высокая доля ранее накопленных внешних заимствований, для погашения и обслуживания которых требуется значительные финансовые ресурсы.

²⁰ Резкий рост импорта во 2 квартале можно объяснить реализацией отложенного спроса на фоне стабилизации экономических ожиданий

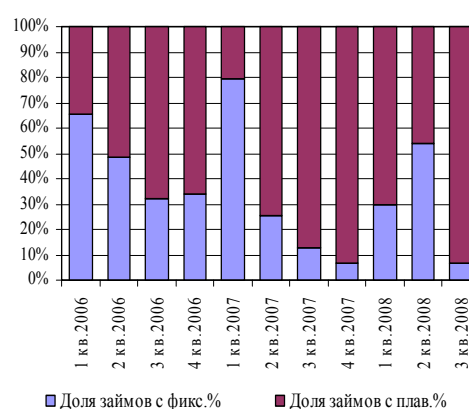
Опыт финансовых кризисов последних десятилетий показывает, что основными источниками уязвимости стран также являются структура привлечения займов по срокам, валюте и процентным ставкам. В связи с этим фактором структурного риска долговой нагрузки является высокая доля банковских займов, выраженных в иностранной валюте (более 90%), а также существенное увеличение средней ставки привлечения денег в 2008 году по сравнению с 2007 годом (График 2.2.2). При этом на фоне стабилизации динамики ставки LIBOR рост средних ставок привлечения определяется не столько ростом стоимости капитала, сколько высоким уровнем рисков и неопределенностью на рынках капитала. Высокие ставки привлечения также повлияли на рост доли займов, привлекаемых по фиксированным ставкам в 1 и 2 кварталах 2008 года по сравнению с аналогичными периодами 2007 года (График 2.2.3). Можно предположить, что данная тенденция объяснялась некоторой стабилизацией ожиданий рисков кредиторов, которые предпочли зафиксировать высокие процентные ставки и обеспечить высокую доходность по выданным кредитам.

График 2.2.2
Сроки привлечения банками и ставка



Источник: НБРК

График 2.2.3
Структура привлечения банками по ставкам



Источник: НБРК

Показатели достаточности резервов находятся в допустимых пределах относительно своих исторических уровней, однако не удовлетворяют нормативам, рекомендуемым мировой практикой.

К концу 3 квартала 2008 года валовые международные резервы НБРК покрывали 4,2 месяца импорта, хотя для стран с ограниченным доступом на рынки капитала МВФ рекомендует поддержание показателя на уровне 6 месяцев импорта. Данный показатель отражает способность страны поддерживать текущий уровень импорта в условиях отсутствия притока капитала. Другим более важным показателем достаточности резервов, характеризующим способность страны выполнять свои обязательства по обслуживанию внешнего долга в течение года при отсутствии нового финансирования, является уровень покрытия международными резервами краткосрочного внешнего долга, который рекомендуется поддерживать на уровне не менее 1. К концу 3 квартала 2008 года данный показатель составил 0,5. Следует отметить, что в валовых международных резервах не учитываются активы НФРК, которые могут рассматриваться в качестве «подушки безопасности», и при необходимости могут быть частично использованы для стабилизации экономики. Несмотря на рекомендуемые пороговые значения сложно определить оптимальный уровень международных резервов, который будет гарантировать устойчивость экономики Казахстана, поскольку степень достаточности международных резервов страны не была оценена в реальных условиях под воздействием внешних факторов (Бокс 3).

Прогноз платежного баланса

По итогам 2008 года ожидается некоторое сокращение профицита текущего счета платежного баланса. Ухудшение текущего счета в 4 квартале произойдет за счет падения цен на нефть и другие товары основной экспортной номенклатуры, сокращения внешнего спроса, а также снижения производства и экспорта черных и цветных металлов. В 2009 году данная тенденция продолжится – при цене на нефть около 50 долларов за баррель, рост поставки нефти и газового конденсата, главным образом за счет роста добычи на Тенгизском месторождении, частично компенсирует потери стоимости нефтяного экспорта. Однако с учетом прогнозируемого сокращения поставок по цветным и черным металлам, при незначительном росте импорта товаров пропорционально ожидаемому реальному росту ВВП на 3%, профицит торгового баланса сократится в более чем 3 раза. В итоге дефицит текущего счета в 2009 году может достичь 6% ВВП. Этот дефицит частично будет профинансирован возросшими нетто прямыми инвестициями (главным образом, за счет увеличения финансирования Северо-Каспийского проекта) и притоком капитала в новые инфраструктурные проекты с участием инвесторов стран, наименее подверженных кризису ликвидности. Вместе с тем, с учетом ожидаемой потребности резидентов в обслуживании имеющегося внешнего долга порядка 17 млрд. долл. общий платежный баланс может сложиться с дефицитом.

В 2010 году при ожидаемых росте цен до 60 долларов за баррель и восстановлении объемов поставок черных и цветных металлов на уровне 2008 года дефицит текущего счета может остаться в пределах 2-3 % ВВП. Также будет меньше общий дефицит платежного баланса, который может быть профинансирован за счет международных резервов НБРК.

Вместе с тем, оценка факторов, определяющих потоки капитала, не может не учитывать ряд неопределенностей текущего момента:

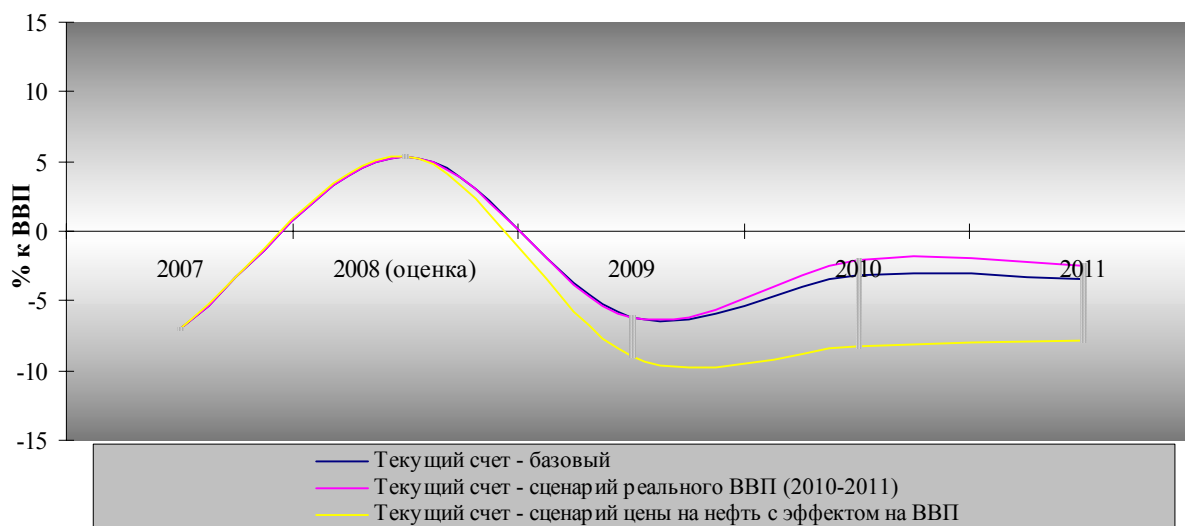
1) неопределенность глубины замедления внутреннего экономического роста, в том числе влияние на него экономического положения основных торговых партнеров;

2) неопределенность максимальной амплитуды корректировки цены на нефть и ее обратного эффекта на еще большее замедление реального роста.

Если в первом случае наиболее выражен эффект сокращения спроса на импорт, то при падении цен на нефть до 40 долларов за баррель и сокращении экспортных поставок черных и цветных металлов дефицит текущего счета в 2009 году достигнет 8-9% ВВП, несмотря на возможное сокращение импорта товаров. При неизменных ожиданиях относительно прямых инвестиций (что связано с необходимостью обеспечения добычи на Кашаганском месторождении в 2013 году), некотором сокращении притока на новые проекты, возросший дефицит требует дополнительного финансирования за счет сокращения накопленных активов Национального Фонда. Это поможет удержать международные резервы НБРК на приемлемом уровне. При сохранении цены на нефть на этом уровне аналогичная ситуация с платежным балансом возможна и в 2010 году.

График 1

Факторы, определяющие платежный баланс страны



	2008(оценка)	2009	2010	2011
Экспорт (% изм-я) - базовый	48%	-31%	20%	2%
Экспорт (% изм-я) - сценарий реального ВВП (2010-2011)		-31%	20%	2%
Экспорт (% изм-я) - сценарий цены на нефть с эффектом на ВВП		-43%	2%	1%
Импорт (% изм-я) - базовый	18%	2%	11%	7%
Импорт(% изм-я) - сценарий реального ВВП (2010-2011)		2%	9%	6%
Импорт (% изм-я) - сценарий цены на нефть с эффектом на ВВП		-4%	3%	1%

2.3. Корпоративный сектор

Замедление деловой активности может увеличить нагрузку на ликвидность корпоративного сектора в перспективе с последующим эффектом на снижение рентабельности предприятий. Отрицательная балансовая позиция в иностранной валюте делает корпоративный сектор в значительной степени уязвимым с точки зрения риска неплатежеспособности в случае снижения валютных поступлений от экспорта и негативных изменений обменного курса национальной валюты. Данный риск несколько компенсируется высокой ликвидностью предприятий в иностранной валюте.

Показатели финансово-хозяйственной деятельности корпоративного сектора в силу существенного влияния на общие результаты деятельности экспортоориентированных предприятий в 2008 году, на первый взгляд, не отражали влияния сокращения кредитной активности и замедления внутреннего спроса (Таблица 2.3.1).

Таблица 2.3.1

Основные индикаторы финансовой стабильности корпоративного сектора²¹

	Агрегированные показатели			Крупные и средние предприятия			Малые предприятия		
	2006	2007	2 кв. 2008 ²²	2006	2007	2 кв. 2008 ²²	2006	2007	2 кв. 2008 ²²
Общие показатели									
Активы/ВВП, в %	0,21%	0,24%	-	0,15%	0,15%	0,16%	0,06%	0,09%	-
Доход от реализации продукции и оказания услуг, %	122,4%	137,3%	133,1%	127,9%	121,7%	175,1%	114,9%	160,7%	89,5%
Себестоимость реализованной продукции, %	119,8%	145,2%	108,3%	131,0%	130,0%	125,7%	107,4%	165,9%	91,5%
Показатели прибыльности и эффективности²³									
ROA	17,7%	16,2%	-	21%	20,4%	24,6%	9,6%	7,9%	-
ROE	49,7%	46,2%	-	49,3%	48%	56,7%	52%	38,7%	-
Прибыльность	21,6%	19,8%	23,4%	29,6%	30,1%	33,4%	8,8%	7,2%	9,5%
Показатели долговой нагрузки									
Коэффициент долгового бремени	0,64	0,66	-	0,58	0,57	0,57	0,79	0,80	-
Лeverедж	1,77	1,90	-	1,38	1,33	1,31	3,86	3,95	-
Показатели ликвидности									
Коэффициент текущей ликвидности	1,10	1,31	-	1,06	1,45	1,48	1,18	1,18	-
Коэффициент критической ликвидности	0,89	1,05	-	0,83	1,12	1,15	1,00	0,98	-
Показатели оборачиваемости									
Оборачиваемость активов	0,82	0,82	-	0,71	0,68	0,74	1,09	1,10	-
Оборачиваемость ТМЗ	5,71	5,80	4,60	4,62	4,29	3,40	7,93	8,38	7,15
Оборачиваемость дебиторской задолженности	3,44	3,60	-	3,57	3,77	3,39	3,24	3,40	-

Источник: НБРК, АРКС

²¹ В связи с изменениями форм государственной статистической отчетности АРКС, исключающими предоставление показателей баланса малыми предприятиями на квартальной основе, расчет большинства индикаторов финансовой устойчивости на агрегированном уровне невозможен.

²² Показатели на 2 квартал рассчитаны в годовом выражении за исключением %-ного изменения дохода от реализации продукции и услуг и себестоимости реализованной продукции, рассчитанных за период с начала года относительно аналогичного периода прошлого года.

²³ Показатели рассчитаны с использованием дохода до налогообложения в качестве числителя, а также средних активов (ROA), среднего капитала (ROE) и дохода от реализации продукции (Прибыльность) в качестве знаменателя.

В частности, в 1 полугодии 2008 года увеличение доходов от реализации продукции, опережающее рост себестоимости, позволило повысить уровень прибыльности в экономике. Более того, рост инфляции способствовал увеличению прибыльности предприятий, задействованных в сфере торговли, которая в годовом выражении на конец 1 полугодия 2008 года составила 10% в сравнении с 2,6% в аналогичном периоде прошлого года. Благоприятная ценовая конъюнктура на рынке зерновых культур также позволила сельскохозяйственным компаниям получить максимальную прибыль.

Вместе с тем, замедление внутреннего спроса отражается, прежде всего, на малых предприятиях. Снижение показателя оборачиваемости товарно-материальных запасов и, соответственно, увеличение срока нахождения продукции на складах происходит на фоне сокращения валового дохода от реализации продукции и оказания услуг. Данный фактор мог оказывать дополнительную нагрузку на ликвидность предприятий, которую сложно поддерживать в условиях сокращения объемов кредитования. Статистика крупных предприятий также показывает сокращение рентабельности активов и капитала в секторе операций с недвижимостью, обрабатывающей промышленности.

Помимо угрозы снижения показателей рентабельности в среднесрочной перспективе в силу ограниченной ликвидности, сокращения валовых продаж и ухудшения мировой конъюнктуры для экспортоориентированных предприятий, системным фактором нестабильности является также существенный разрыв валютной позиции, которую можно оценить на базе новой статистики²⁴ деятельности крупных и средних предприятий (Таблица 2.3.2).

Таблица 2.3.2.

Валютная позиция корпоративного сектора

	Всего, млн. тг.	в том числе:	
		доллар США	Доля в активах в ин. валюте
Финансовые активы* в ин. валюте	1 894 644	1 599 828	84.4%
в т.ч краткосрочные активы	1 644 848	1 458 595	88.7%
Финансовые обязательства в ин. валюте	4 616 629	4 252 348	92.1%
в т.ч краткосрочные обязательства	1 088 134	915 319	84.1%
Чистая балансовая валютная позиция (БВП)	-2 721 985	-2 652 520	
<i>Поступления от операционной деятельности в год. выражении</i>	6 939 676		
<i>Выбытие средств от операционной деятельности в год. выражении</i>	3 563 043		
Чистые поступления от операционной деятельности в ин.валюте	3 376 633		
ВП скорректированная на потоки по операционной деятельности в иностранной валюте	654 648		
Справочно:			
БВП / собственный капитал	-28%		
БВП / поступления от операционной деятельности в ин. валюте	-39%		
Текущая валютная ликвидность**	1.51		

Примечание: *Финансовые активы включают денежные средства и эквиваленты, финансовые инвестиции и дебиторскую задолженность

**Соотношение краткосрочных активов и обязательств в иностранной валюте

Источник: НБРК, АРКС

²⁴ Начиная с 1 квартала 2008 года, в формы статистической отчетности внесены изменения в части предоставления респондентами информации о финансовых активах и обязательствах, а также движении денежных средств в иностранной валюте.

В частности, отрицательная балансовая валютная позиция крупных и средних предприятий по данным АРКС составила в эквиваленте 22,6 млрд. долларов США и формировалась с преобладанием финансовых активов и обязательств, выраженных в долларах США. Отрицательная валютная позиция составляла порядка 28% собственного капитала предприятий и около 40% валовых поступлений денежных средств в иностранной валюте от операционной деятельности предприятий²⁵. Отрицательная балансовая позиция была компенсирована положительным разрывом между поступлениями и платежами в иностранной валюте, чему способствовали высокие мировые цены на экспортные ресурсы и снижение импорта. Косвенный валютный риск для банковской системы наиболее высок в секторах операций с недвижимостью, торговле, гостиничном и ресторанном бизнесе, строительстве – основных заемщиках банковского сектора.

2.4. Сектор домашних хозяйств

Рост инфляции, удорожание кредитов и снижение их доступности усложняют обслуживание накопленных за период «бума» обязательств, что в перспективе может ограничивать вклад потребления в экономический рост, а также депозитную базу БВУ.

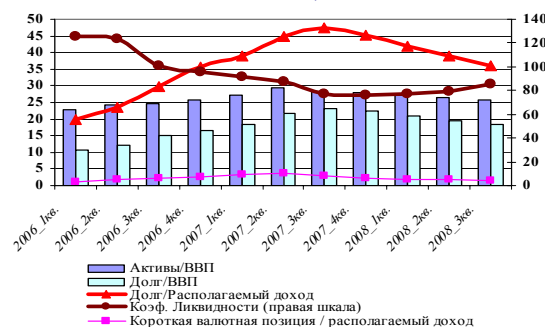
Наиболее высокий уровень долговой нагрузки был зафиксирован в конце 2007 года, что было вызвано приростом кредитов БВУ населению на 70% относительно конца 2006 года. В 2008 году сокращение кредитования населения, соответственно возможностей по финансированию потребления и рефинансированию обязательств обострило проблему низкой ликвидности. В частности, несмотря на увеличение наличных денег на 9,1% и депозитов резидентов в депозитных организациях на 6,3%, а также сокращение задолженности по кредитам БВУ и небанковских финансовых организаций на 4,5% по результатам 9 месяцев 2008 года коэффициент ликвидности был значительно ниже единицы²⁶ (Графики 2.4.1).

Снижение кредитования привело и к сокращению темпов деловой активности населения. Так, рост финансовых активов за 9 месяцев 2008 года составил лишь 4,4% (36% за аналогичный период 2007 года). При этом существенно сократились вложения в акции из-за проблем на фондовом рынке, повлекших обесценение широкого списка финансовых инструментов. Несмотря на сохраняющийся рост депозитов, население активно управляло рисками, связанными с надежностью финансовых институтов в период наибольшей турбулентности. При этом реакция и стратегия управления своими депозитными активами у крупных и мелких депозиторов отличалась (Бокс 4).

Снижение привлекательности другого объекта инвестирования - рынка недвижимости и, как следствие, падение цен на недвижимость также привело к сокращению нефинансовых активов (График 2.4.2).

Финансовые обязательства домашних хозяйств по результатам 9 месяцев 2008 года снизились на немногим более 4%. Если по задолженности перед финансовыми организациями, где 90% составляют БВУ, отмечается тенденция спада на 6,5% за год, то в

График 2.4.1
Оценка финансовых показателей домашних хозяйств, %



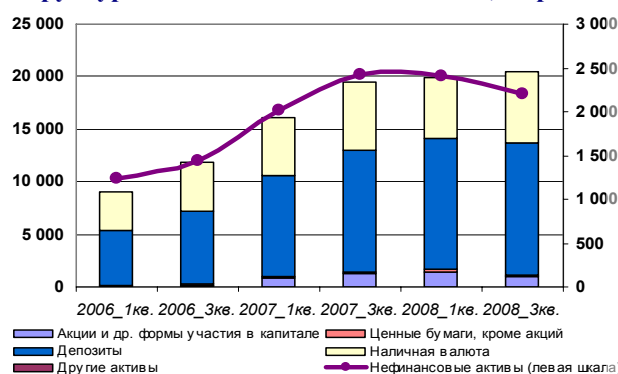
Источник: НБРК, АРКС

²⁵ Использованы данные отчета о движении денежных средств в национальной и иностранной валюте, которые Агентство по статистике также начало собирать, начиная с 2008 года.

²⁶ Коэффициент ликвидности = (наличные деньги+вклады)/займы. Показатель рассчитан по банкам второго уровня, кредитным и микрокредитным организациям

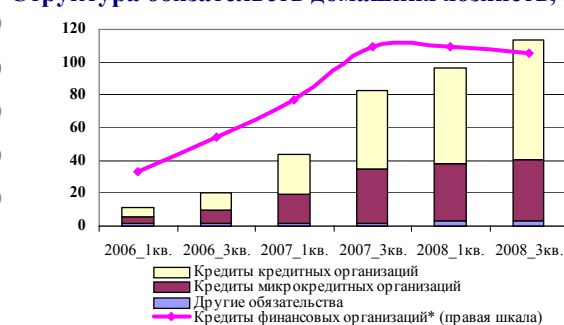
отношении кредитных и микрокредитных организаций – напротив, к концу 3 квартала 2008 года рост сохранился, составив 34% и 9% соответственно за истекший период года (График 2.4.3).

График 2.4.2
Структура активов домашних хозяйств, млрд.тг.



Источник: НБРК, АРКС, ЦД

График 2.4.3
Структура обязательств домашних хозяйств, млрд.тг.



* Финансовые организации включают в себя НБРК, БВУ, ипотечные компании и Банк Развития

Источник: НБРК, АРКС

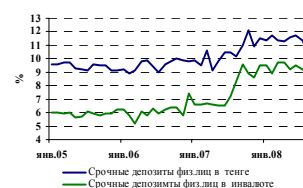
Бокс 4

Управление активами - оценка масштаба перераспределения депозитов в банковской системе Казахстана

Вследствие ограниченности доступа к внешнему фондированию с августа 2007 года активизировалась деятельность казахстанских банков по привлечению депозитов физических лиц, что в первую очередь нашло отражение в повышении процентных ставок по депозитам.

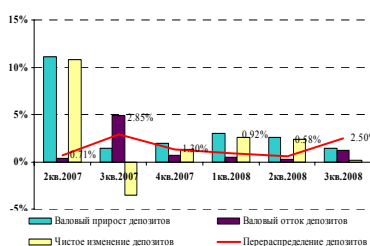
Однако уровень процентных ставок по депозитам как таковой не всегда является ключевым фактором, определяющим предпочтения в пользу определенного банка. В периоды финансовой нестабильности отмечается снижение доверия населения к национальной банковской системе, что неизбежно ведет к субъективной переоценке вкладчиками рисков отдельных финансовых институтов с точки зрения гарантии сохранности их сбережений. С целью определения уровня миграции депозиторов внутри банковской системы была произведена оценка

График 1
Процентные ставки по депозитам физических лиц в БВУ Казахстана



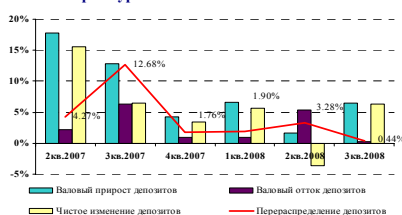
Источник: НБРК

График 3
Срочные и условные вклады физических лиц в банках второго уровня до 700 тыс. тенге



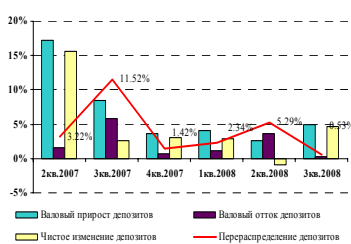
Источник: НБРК, КФГД

График 4
Срочные и условные вклады физических лиц в банках второго уровня свыше 700 тыс. тенге



Источник: НБРК, КФГД

График 2
Депозиты физических лиц в банках второго уровня, всего



Источник: НБРК, КФГД

изменения депозитной базы БВУ на базе «валовых потоков». Данный подход позволяет по индивидуальным данным БВУ оценить объемы привлечения «в» и изъятия «из» БВУ депозитов, а также масштаб их перераспределения вкладчиками между финансовыми институтами.

Факт неожиданного повышения рисков банков в 3 квартале 2007 года не отразился непосредственно на чистом снижении депозитов банковской системы – рост за квартал составил 2.7%. Вместе с тем, реакция мелких вкладчиков, попадающих под систему гарантирования, и крупных депозиторов была диаметрально противоположна. Так, первой реакцией вкладчиков, чьи депозиты подлежат гарантированию, на сигнал об ухудшении условий в 3-м квартале 2007 года было резкое изъятие вкладов со счетов в банках на 3,5% за период. При этом эффект оттока превалировал над эффектом перераспределения, что говорит о переоценке данной категорией вкладчиков рисков всей банковской системы и более высокой чувствительности розничных депозиторов на изменение новостного фона. В отличие от них, большая часть вкладчиков, чьи

депозиты не подлежат гарантированию с целью сохранения своих сбережений предпочли не изымать, а переложить их в другие, в основном более крупные банки. В 3 квартале 2007 года порядка 12,7% вкладов, не подлежащих гарантированию, мигрировали между банками в поисках тихой гавани. При этом в силу того, что данная категория вкладчиков более озабочена сохранностью своих сбережений, уровень перемещения вкладов между банками для них и выше и более изменчив, характеризуя тем самым повышенную чувствительность к восприятию рисков отдельных финансовых институтов с одной стороны и более взвешенный подход к мониторингу рисков банков с другой. Уровень перераспределения сбережений между банками со стороны вкладчиков, имеющих гарантированные депозиты, незначителен, демонстрируя тем самым низкую склонность данной категории населения оценивать риски уязвимости каждого конкретного банка.

В середине 2008 года постепенное накопление негативной информации со стороны рынка об увеличении рисков банковского сектора сформировало у вкладчиков определенные негативные ожидания в отношении банковской системы, что привело к некоторой волатильности депозитной базы во 2 и 3 кварталах 2008 года. При этом крупные вкладчики наряду с более активным перераспределением депозитов между банками также изъяли порядка 3,7% депозитов из банковской системы. Соответственно сохранение доверия крупных депозиторов (14% счетов срочных вкладов), на которых приходится порядка 86% суммы срочных вкладов, в условиях роста рисков для финансовой стабильности должно быть не менее приоритетным направлением антикризисной политики.

В среднем, за анализируемый период порядка 4% депозитов перераспределялись вкладчиками между банками в силу переоценки рисков или привлекательности условий отдельных банков системы (Таблица 1).

Таблица 1

Описательная статистика

Наименование	Количество периодов	Среднее значение	Максимум	Минимум
Валовый прирост депозитов	6	6.8%	17.3%	2.6%
Валовый отток депозитов	6	2.2%	5.8%	0.3%
Чистое изменение	6	4.7%	15.7%	-1.0%
Перераспределение	6	4.1%	11.5%	0.5%

Методологические пояснения: Положительные/отрицательные потоки в период t для банка I определяются следующим образом:

$$POS / NEG \text{ flows} = \sum_i^N |g_{it}| * \left(\frac{(I_{i,t-1} + I_{i,t}) / 2}{\sum_{i=1}^N I_{i,t-1}} \right)$$

где g – взвешенный по рыночной доле банка в общих объемах депозитов темп изменения депозитов к предыдущему периоду. Чистый поток определяется как разница между положительными и отрицательными потоками. Потоки перераспределения определяются как сумма положительных и отрицательных потоков за минусом чистого потока по модулю.

* - Для анализа были использованы сведения о размещенных депозитах физических лиц в банках второго уровня, предоставляемые банком в КФГД, на ежеквартальной основе за период с 1-го квартала 2007 года по 3 квартал 2008 года.

Сокращение объемов кредитования населения кредитными организациями более чем в 2 раза в 2008 году на фоне продолжающегося роста номинальных доходов населения способствовало некоторому снижению долговой нагрузки на располагаемые доходы (с 45% в 2007 до 36% на сентябрь 2008 года). Если ранее долг домашних хозяйств формировался, прежде всего, за счет ипотечных кредитов, то в настоящее время в структуре выданных кредитов преобладают займы на потребительские цели. (Графики 2.4.4 и 2.4.5).

График 2.4.4

Структура банковских займов населения, млрд.тг. за период

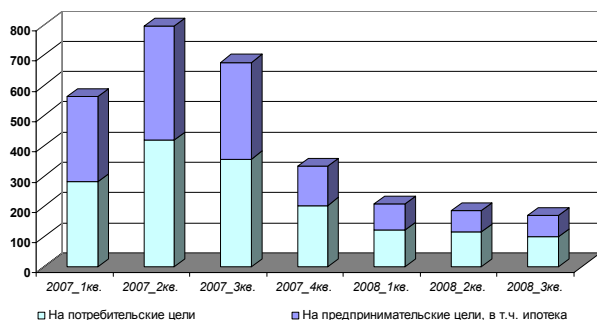
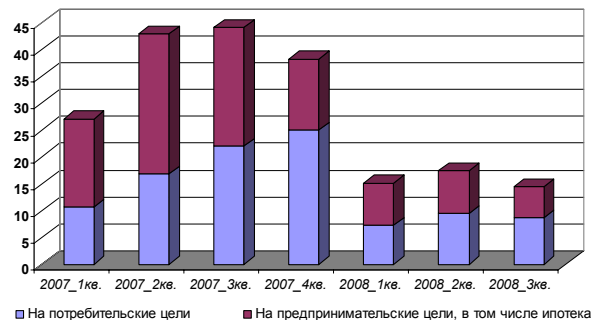


График 2.4.5

Структура небанковских* займов населения млрд. тг., за период



* Кредитные товарищества и микрокредитные организации

Источник: НБРК

Источник: АРКС

Среди факторов снижения кредитования физических лиц, по результатам регулярно проводимого НБРК анкетирования банков, были отмечены пессимистические экономические ожидания и высокие процентные ставки как следствие ужесточения кредитной политики БВУ по отношению к заемщикам. В частности, средняя стоимость кредита для физических лиц в 3-м квартале 2008 года относительно 2-го квартала 2007 года выросла до 19,37% с 16%; по потребительским кредитам – до 21,6% с 17,3%, по кредитам на строительство и приобретение жилья процентная ставка колебалась в пределах от 13% до 14% годовых. Рост процентных ставок отразился на увеличении доли расходов на погашение кредита и долга в денежных расходах населения почти до 6% или в 1,8 раза по сравнению с концом 2007 года (График 2.4.6).

Рост расходов по выплате процентов и ужесточение БВУ неценовых параметров кредитной политики на фоне низкого уровня ликвидности и высокой инфляции не позволили реализовать положительный потенциал снижения долговой нагрузки на доходы населения. Также, несмотря на незначительное сокращение общего уровня безработицы на конец 3 квартала 2008 года по

сравнению с аналогичным периодом в 2007 году до 6,4%²⁷, отмечается рост на 26% количества уволенных в связи с ликвидацией предприятий и на 30% уволенных по собственному желанию²⁸. Кроме того, в 2008 году наблюдается некоторое снижение количества самостоятельно занятого населения в экономике, а также снижение реальной заработной платы в строительстве – на 2%; розничной торговле, финансовой деятельности и финансовом посредничестве – в среднем на 6%; в сфере операций с недвижимым имуществом – на 12%, и в ряде других отраслей сферы услуг.

Данные факторы определяют ухудшение ожиданий населения и их осторожное потребительское поведение. В частности, согласно опросу населения, проводимому АРКС, было выявлено снижение желания покупать на фоне общего ухудшения ожиданий и восприятия экономического климата (График 2.4.7)²⁹.



²⁷ Показатели занятости и безработицы могут недоучитывать реальную ситуацию в секторе малого и среднего бизнеса, особенно в период замедления экономического роста

²⁸ Увольнение по собственному желанию также может являться скрытой формой сокращения штатов.

²⁹ Оценка потребителей производится на основании опроса населения, и рассчитывается как отношение отрицательных ответов населения к положительным.

2.5 Факторы, определяющие состояние рынка недвижимости

Ценовые характеристики рынка недвижимости характеризовались снижением цен по всем категориям жилья на фоне оттока спекулятивного капитала, отсутствия инвестиционной привлекательности. При этом ценовая неопределенность основных региональных рынков недвижимости, прежде всего Алматы, формируется на фоне явного разрыва между факторами, определяющими спрос и предложение недвижимости, в том числе нового жилья. Справедливое ценообразование на рынке будет формироваться либо за счет дальнейшего снижения ценовых параметров сделок, диктуемых ограничениями со стороны располагаемых доходов, либо за счет активизации кредитования банками, либо замедления инфляции издержек в сегменте строительства.

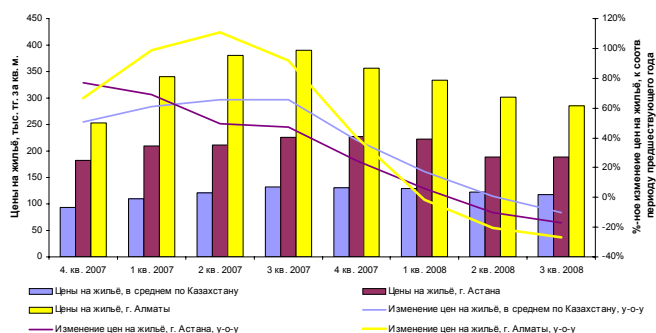
После периода интенсивного роста цен на недвижимость, пик которого пришёлся на 2-3 кварталы 2007 года, в Казахстане наблюдается повсеместное снижение цен на недвижимость. В особенности эта тенденция ощутима в городах Астана и Алматы, которые являются основными «строительными площадками» республики. Так, в конце 3-го квартала текущего года падение цен на жильё по сравнению с соответствующим периодом предшествующего года по данным АРКС составило в Алматы 27%, в Астане – 17%, в целом по Казахстану – 10%³⁰ (График 2.5.1).

Корректировка цен происходила на фоне падения спекулятивной привлекательности рынка. В частности, в Алматы, спекулятивная привлекательность рынка начала снижаться со второго квартала 2007 года, а в Астане – с 4 квартала 2007 года. На конец 3 квартала 2008 года отношение цены продажи на вторичном рынке к ценам продажи нового жилья составляло в Алматы порядка 75%, что соответствовало среднереспубликанскому значению.

Кроме того, следует отметить тот факт, что вплоть до 1-го квартала текущего года соотношение себестоимости строительства и цен на недвижимость была ниже 50%, что свидетельствует о значительном завышении цен при продаже нового жилья. Значительный разрыв между себестоимостью строительства и ценой

График 2.5.1

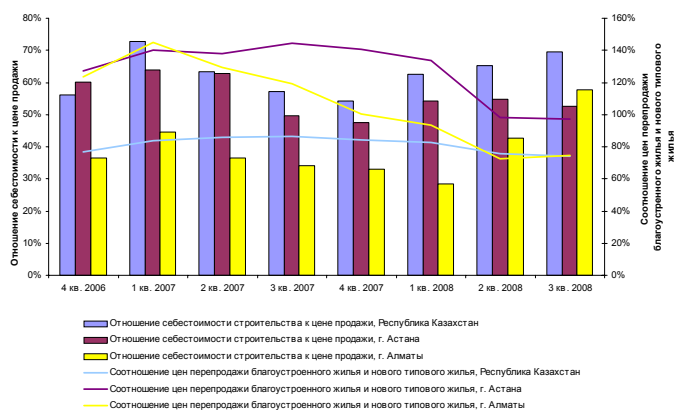
Динамика цен на рынке недвижимости



Источник: НБРК, АРКС

График 2.5.2

Факторы дисбаланса ценообразования на рынке жилья



Источник: НБРК, АРКС

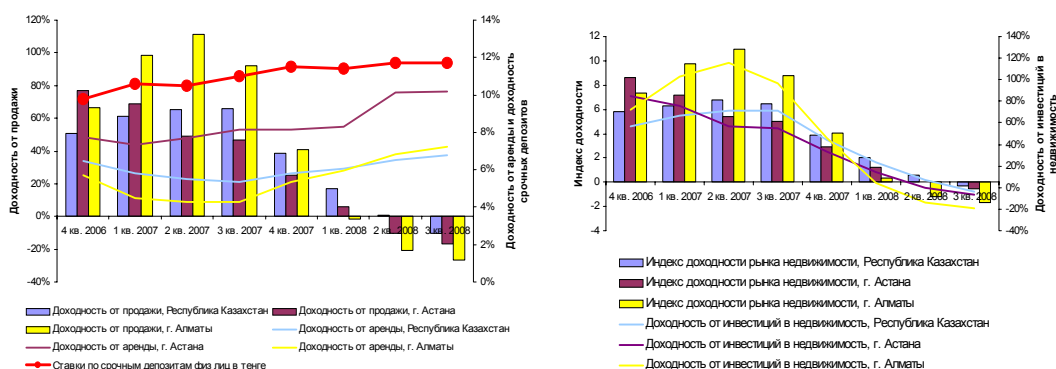
³⁰ Здесь и далее по тексту под средней ценой понимается среднее арифметическое 4-х цен: продажи нового типового жилья и перепродажи неблагоустроенного, благоустроенного и элитного жилья.

продажи нового жилья в Алматы, имевший место в прошлом году, объясняется, с одной стороны, высокой стоимостью земельных участков в городе, и с другой – завышением цен самими строительными организациями на фоне высокого спроса на жильё (График 2.5.2).

Привлекательность недвижимости как инвестиционного инструмента определялась очень высокой доходностью от инвестиций в недвижимость³¹, которая составляла в среднем по Казахстану порядка 70% годовых в 2-3 кварталах прошлого года. В Алматы же пиковое значение доходности от инвестиций в недвижимость было достигнуто во 2 квартале прошлого года и составило 115%. Начиная со второго квартала текущего года, доходность от инвестиций в недвижимость стала отрицательной, т.е. рынок утратил свою привлекательность для инвесторов и спекулянтов (убыточность инвестиций в жилую недвижимость по Казахстану в 3-м квартале составила 10,2%, по Алматы – 26,7%). Доходность сдачи жилья в аренду возросла незначительно и составила на конец 3 квартала 6,8% в среднем по Казахстану (График 2.5.3-2.5.4).

Графики 2.5.3-2.5.4

Спекулятивная привлекательность рынка недвижимости

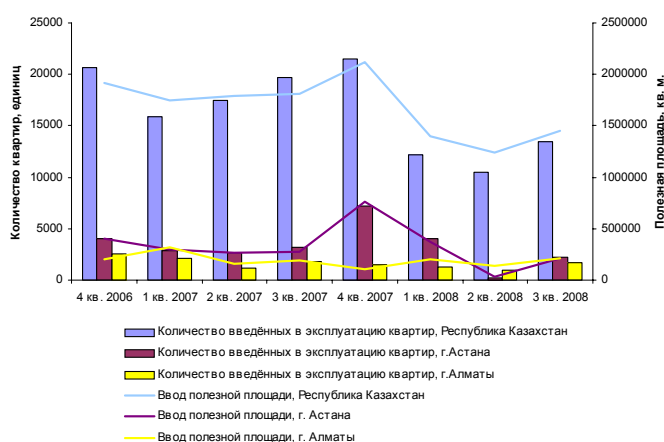


Источник: НБРК, АРК

Главным фактором, определяющим предложение на первичном рынке недвижимости, является ввод в действие нового жилья. Вплоть до 4-го квартала 2007 года в Казахстане наблюдался рост количества введённых в эксплуатацию квартир и их совокупной полезной площади, однако в 2008 году можно видеть существенное снижение объёмов ввода жилья. Однако на одной из «главных строительных площадок» Республики – в г. Алматы – эта тенденция начала прослеживаться ещё во 2-м квартале 2007 года (График 2.5.5).

График 2.5.5

Объёмы ввода жилья в эксплуатацию



Источник: АРК

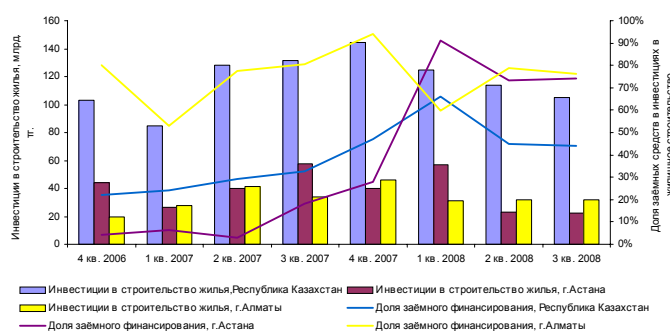
³¹ Доходность от инвестиций в недвижимость рассчитывается как сумма доходности от аренды в течение года и от последующей перепродажи. Индексы доходности от продажи и от аренды определяются как отношение дохода от перепродажи через год владения либо от сдачи в аренду в течение года к стоимости недвижимости.

Структура инвестиций³² в жилищное строительство в различных регионах неоднородна. Если в целом по Казахстану на конец 3 квартала 2008 года доля заёмного финансирования составляла 44,4%, то в Алматы, где традиционно высок удельный вес инвестиций в строительство за счёт заёмных средств (в 3 квартале 2007 года 80,45%), он составил 76,23%. В Астане же вплоть до 2 квартала 2007 года уровень использования заёмных средств в строительстве был ниже 10%, впоследствии наблюдался резкий рост, достигший пика (90,9%) в 1-м квартале 2008 года (График 2.5.6). Рост доли заёмного капитала в Астане во многом объясняется выделением денежных средств из бюджета в рамках стабилизационных мер, которые предоставлялись правительственным фондом «Казына» через казахстанские банки.

В наблюдавшемся недавно в Казахстане «строительном буме» важную роль играли банки, выдававшие кредиты, как строительным организациям, так и гражданам на приобретение жилья. Однако процесс выдачи кредитов не только стимулировал строительную отрасль, но и являлся одним из основных источников роста цен на рынке жилья. Приблизительно с сентября 2005 года тренды изменения цен на недвижимость в значительной степени совпадают с кредитованием физических лиц на строительство и приобретение жилья, в период же снижения цен, начавшегося во 2-й половине прошлого года, эти тренды становятся фактически идентичными. Несколько менее тесную взаимосвязь демонстрируют цены на недвижимость и кредиты строительной отрасли (График 2.5.7).

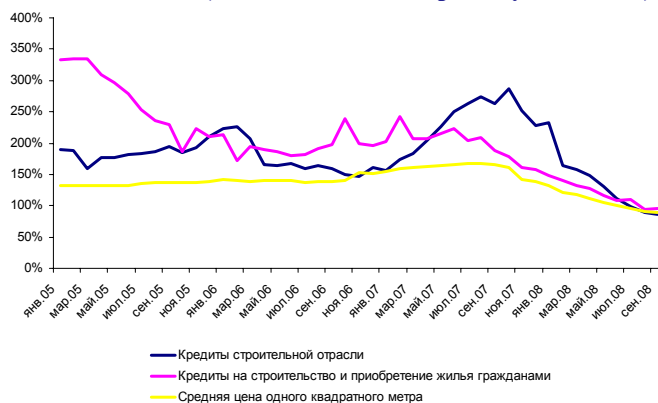
Немаловажным источником финансирования строительной отрасли является долевое участие. По данным АРКС, по состоянию на конец 2008 года в целом по Казахстану 939 многоквартирных жилых домов возводилось с привлечением средств дольщиков. Больше половины всех проектов с долевым участием возводились в городах Алматы и Астана, из них 447 объектов строились в Алматы и 107 – в Астане. При этом роль проектов с долевым участием является особенно высокой в Астане, где почти все введенные за 3 квартала текущего года в эксплуатацию квартиры были построены в проектах с той или иной степенью долевого участия. В Алматы их доля также выше, чем в среднем по Казахстану, и приближается к 50% (Таблица 2.5.1).

График 2.5.6
Динамика вложений в жилищное строительство



Источник: АРКС

График 2.5.7
Взаимосвязь индексов роста кредитов и цен на недвижимость (в % к соотв. мес. предыдущего года)



Источник: НБРК, АРКС

³² Под инвестициями в жилищное строительство по методологии АРКС подразумеваются затраты на строительство жилых домов, общежитий постоянного типа; жилых домов квартирного и гостиничного типа; нежилых зданий, в которых имеются жилые квартиры; общежитий, включая интернаты при общеобразовательных школах.

Таблица 2.5.1

Роль долевого строительства в финансировании строительной отрасли

	1 кв. 2008 г.	2 кв. 2008 г.	3 кв. 2008 г.
Количество квартир в домах, построенных с использованием долевого участия			
Республика Казахстан	5562	6523	9695
г. Астана	3901	4021	5558
г. Алматы	587	1061	2029
Доля квартир в домах, построенных с использованием долевого участия, в совокупном количестве вводимых квартир			
Республика Казахстан	45,56%	28,79%	26,86%
г. Астана	98,19%	96,89%	87,50%
г. Алматы	44,64%	46,19%	50,92%

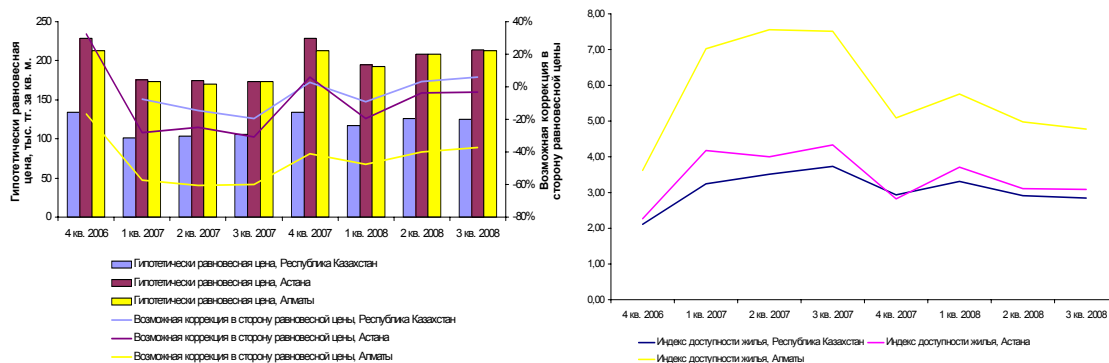
Источник: АРКС

Начиная со второй половины прошлого года, наметилась тенденция увеличения доступности жилья³³ в целом по Казахстану. Так, на конец 3 квартала 2008 года в Алматы наблюдается снижение данного коэффициента до 4,78 (на конец третьего квартала данный коэффициент составлял 7,5). Аналогичная динамика наблюдается в Астане.

При этом в конце 3-го квартала 2008 года цены в Астане и в целом по Казахстану были близки к равновесной³⁴. В Алматы потенциальная коррекция могла бы составить порядка 35% от средней цены жилья при отсутствии ограничений со стороны себестоимости и большей гибкости рынка, а также в том случае, если у населения не будет других источников привлечения средств на покупку жилья, кроме собственных доходов (Графики 2.5.8 – 2.2.9).

Графики 2.5.8- 2.5.9

Показатели доступности жилья и равновесной цены



Источник: НБРК, АРКС

³³ Доступность жилья оценивается с использованием специального индекса, который вычисляется как средняя цена 1 кв. м., умноженная на 18 (норма обеспеченности жильем) и деленная на значение заработной платы за 1 год (среднемесячная заработная плата, умноженная на 12 (количество месяцев)). Пределы колебания данного коэффициента характеризуют доступное жилье (до 3), умеренно недоступное жилье (3,1-4), серьезно недоступное жилье (4,1-5), значительно недоступное жилье (выше 5,1).

³⁴ Рассчитана как годовая заработная плата, умноженная на 3 (верхнее значение коэффициента для доступного жилья), и деленная на 18 (норма обеспеченности жильем)

3. Состояние финансового рынка

3.1 Валютный и денежный рынки

Одной из потенциальных угроз финансовой стабильности являются возможные шоки спроса на доллары США со стороны банков. Вследствие снижения спроса на импорт и ограниченного доступа к зарубежному фондированию совокупный объем операций по покупке-продаже иностранной валюты, в частности, доллара, в текущем году значительно снизился.

Казахстанская экономика в значительной мере является долларизованной, в силу чего подавляющее большинство операций банков по покупке и продаже иностранной валюты – это операции с долларами. Так, доля операций по покупке и продаже долларов в совокупном объеме операций банков с иностранной валютой в период с января по сентябрь текущего года составила порядка 85%. Спрос и предложение на доллары со стороны банков не находятся в состоянии равновесия, о чём свидетельствует сальдо операций банков по покупке-продаже американской валюты³⁵. Так, в августе-декабре прошлого года чистое сальдо покупки и продажи долларов банками составило свыше 4 млрд. долл., чистое сальдо по операциям банков с клиентами по покупке-продаже долларов составило около 7,9 млрд. долларов, по операциям банков на KASE - 6,3 млрд. долл. В январе – августе 2008 года чистое сальдо составило около 4,8 млрд. долл., чистое сальдо по операциям покупки-продажи у клиентов – 15,9 млрд., чистое сальдо по операциям на KASE – минус 4,7 млрд. (покупка- продажа долларов за тенге и другие валюты). Если с августа по декабрь прошлого года в Казахстане наблюдалось резкое повышение спроса на долларовую массу, то в текущем году клиенты банков наоборот, продавали доллары, излишки которых были реализованы банками, в свою очередь, на фондовой бирже (Графики 3.1.1 – 3.1.4).

Графики 3.1.1 – 3.1.4

Операции банков на валютном рынке



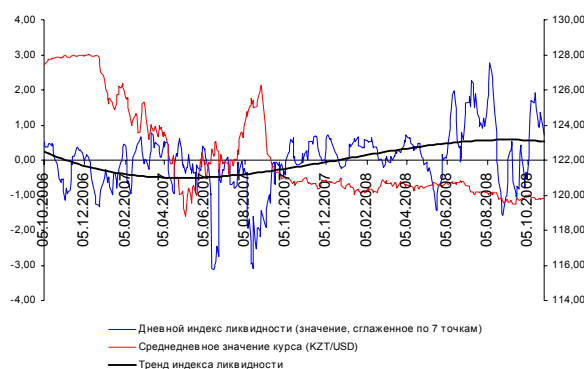
Источник: НБРК

³⁵ Разность между объемами покупки и продажи (покупка-продажа) по данным НБРК и включает операции, как на фондовой бирже, так и покупку и продажу у клиентов

В период турбулентности на валютном рынке в августе – сентябре 2007 года отмечался рост доли покупок долларов США на KASE банками. Рост происходил на фоне общего увеличения покупок у клиентов, что показывает, что именно банки, а не клиентский спрос явились основным источником дополнительного давления на обменный курс, который взлетел с уровня в 119 -120 тенге за доллар до 126,25 тенге за доллар 29 августа 2007 года. Значительные колебания курса в августе-сентябре прошлого года связаны с повышением спроса банков на доллары для выплат внешних заимствований. Впоследствии дефицит долларовой массы снизился.

Индекс ликвидности³⁶ рынка показывает, что в 2008 году она ощутимо выросла по сравнению с уровнем прошлого года, впоследствии незначительно снизившись с пика в июле текущего года. В период турбулентности на рынке в августе-сентябре прошлого года ликвидность рынка снизилась в силу спекулятивного давления и возросшей потребности в американской валюте. Все компоненты индекса ликвидности существенно изменились (значительно увеличился спрэд и размеры средней сделки при снижении количества сделок), что привело к снижению его значения, при этом максимальным являлось влияние изменения спреда (График 3.1.5).

График 3.1.5
Ликвидность биржевого рынка доллара

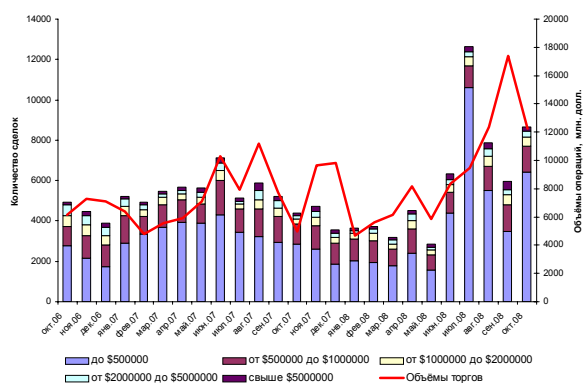


Источник: НБРК, KASE

Вязкость³⁷ биржевого рынка долларов увеличивается в текущем году по сравнению с предыдущим в силу снижения значения спреда и его волатильности.

Глубина³⁸ рынка значительно изменялась в течение прошлого и текущего годов. Глубина рынка была максимальной в июле текущего года, что имело место вследствие большого количества сделок относительно небольшого объема (до 500000 долларов). К сентябрю значительно вырос совокупный объем сделок (до более чем 17 млрд. долларов), однако их количество резко снизилось. В октябре показатель глубины рынка снизился как за счёт уменьшения совокупного объема сделок, так и их количества (График 3.1.6).

График 3.1.6
Объемы и параметры сделок биржевого рынка доллара



Источник: НБРК, KASE

Сопротивление³⁹ рынка достаточно сложно оценить в силу активности Национального Банка на рынке, направленной на поддержание курса тенге. Об уровне сопротивления косвенно свидетельствует соотношение дневного изменения курса и объема средней сделки

³⁶ Индекс ликвидности вычисляется как сумма нормализованных значений спреда между лучшими ценами спроса и предложения, взятого со знаком «минус», размера средней сделки на KASE по основной сессии, взятого со знаком «минус», и количества сделок. При этом считается, что максимальная ликвидность достигается, когда спрэд наименьший (т.е. затраты на закрытие позиции минимальны), размер средней сделки минимален, а количество сделок максимально.

³⁷ Характеристика рынка, показывающая, как далеко отклоняется цена реальной сделки от средней рыночной цены. Главным показателем вязкости выступает спрэд между лучшими или средневзвешенными ценами покупки и предложения

³⁸ Характеристика рынка, показывающая активность его участников, основными показателями которой являются совокупный объем, объем средней сделки и количество сделок

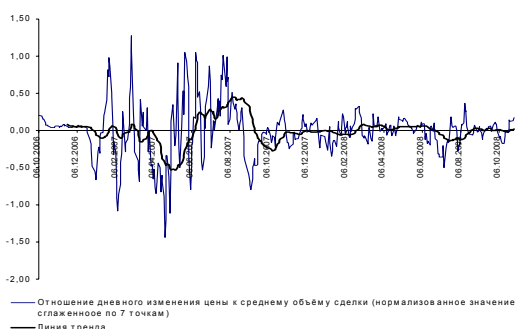
³⁹ Характеристика рынка, которая показывает зависимость изменения ценовых параметров рынка от объемов сделок

за день⁴⁰. Этот параметр рынка отличался в прошлом году значительными изменениями, связанными с колебаниями валютного курса в результате внешних шоков. Таким, образом, сопротивление валютного рынка и его способность абсорбировать шоки спроса и предложения были во второй половине прошлого года были значительно ниже, чем в текущем. *Иными словами, курс доллара стал менее восприимчив к влиянию сделок большого объёма.*

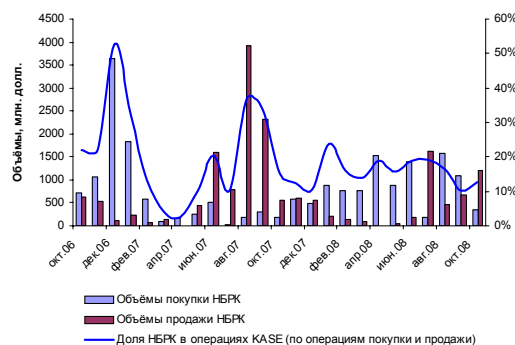
Высокая способность биржевого рынка доллара к сопротивлению определяется участием в торгах Национального Банка, который, имея значительные золотовалютные активы, может брать на себя роль главного маркетмейкера в период, когда стабильности курса тенге угрожают шоки спроса либо предложения долларов. Так, в текущем году степень участия Национального Банка⁴¹ в сделках на KASE составляла в среднем 15,6% (для сравнения: 22,4% в августе-декабре 2007 года) (График 3.1.7 – 3.1.8).

Графики 3.1.7 – 3.1.8

Оценка сопротивления биржевого рынка доллара



Источник: НБРК, KASE

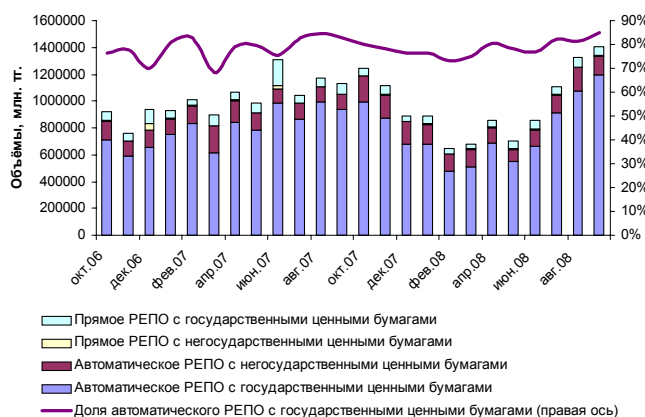


Источник: НБРК, KASE

В 2008 году возрастает значение рынка РЕПО как источника получения краткосрочной ликвидности участниками финансового рынка. После резкого снижения объёмов проводимых сделок в ноябре 2007 – феврале 2008 года наблюдался рост глубины рынка РЕПО, выражающийся в увеличении совокупных объёмов сделок. Так, в сентябре 2008 года совокупный объём сделок составил 1 трлн. 407 млрд. тенге, что явилось абсолютным максимумом за два года (График 3.1.9). При этом доминирующим сегментом РЕПО (84,8% в сентябре текущего года) является автоматическое РЕПО с государственными ценными бумагами.

График 3.1.9

Структура рынка РЕПО



Источник: KASE

Наибольшее количество сделок и наибольшие совокупные объёмы сделок проходят по сектору автоматического РЕПО с государственными ценными бумагами сроком 1 день. В 2008 году в данном сегменте рынка РЕПО наблюдается интенсивное увеличение глубины рынка за счёт роста совокупных объёмов и количества сделок. При этом абсолютный максимум процентных ставок (свыше 8%) наблюдался в 2007 году в августе, т.е. в период, когда банки испытывали наибольшие проблемы с

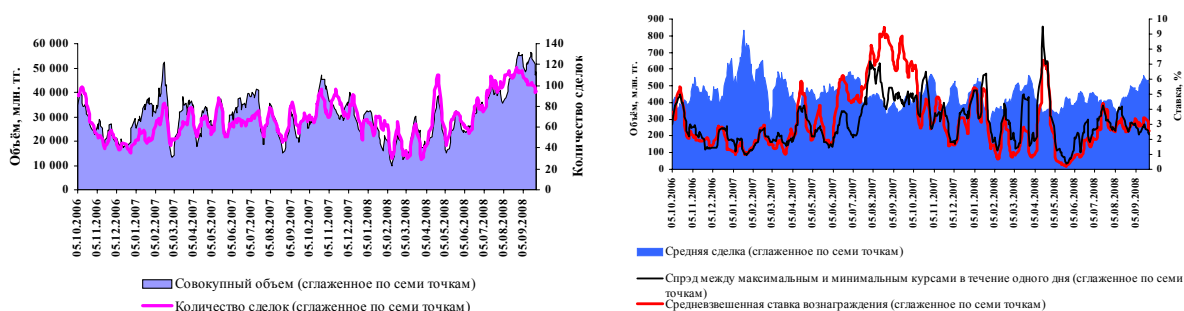
⁴⁰ Чем ближе значение параметра к нулю, тем выше сопротивление, и наоборот

⁴¹ Рассчитывается как отношение суммы всех операций НБРК как по покупке, так и по продаже к совокупному объёму сделок (на валовой основе)

ликвидностью. К началу 2008 года ставки значительно снизились, но к апрелю вновь достигли локального максимума (порядка 7%). В августе – сентябре 2008 года ситуация стабилизировалась и средняя ставка в этот период составляла около 3%. Что касается среднего объёма сделки, то его величина меняется незначительно в силу того, что сделки являются стандартизированными (Графики 3.1.10 – 3.1.11). Таким образом, стабилизация ставки РЕПО на уровне приблизительно 3% в последние месяцы отражала стабилизацию уровня ликвидности банковской системы.

Графики 3.1.10 -3.1.11

Характеристики рынка автоматического РЕПО с ГЦБ сроком 1 день



Источник: KASE

О нормализации ситуации с ликвидностью в банковском секторе свидетельствует также снижение основных индексов межбанковского денежного рынка, отражающих стоимость привлечения необеспеченных заёмных средств на межбанковском рынке.

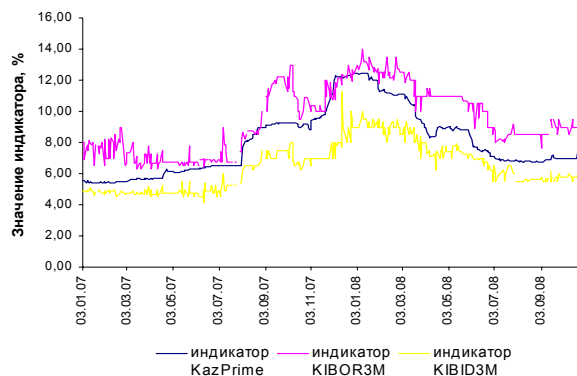
На межбанковском рынке денег вплоть до начала текущего года наблюдалось повышение стоимости привлечения и размещения денежных средств (Индекс KazPrime приблизился к отметке 14%, значительно выросли индексы KIBOR и KIBID), впоследствии началось быстрое снижение значений индексов, и с июля текущего года наблюдалась их стабилизация (KazPrime опустился до уровня 8% и вплоть до ноября демонстрирует незначительную волатильность) (График 3.1.12).

Рынок краткосрочного межбанковского кредитования в Казахстане остаётся сравнительно неразвитым относительно рынка межбанковских депозитов. Так, по данным Национального Банка, выданные кредиты за январь-сентябрь 2008 года составили 20,7 млрд. тенге, что составляет 3,4% от суммы депозитов, размещённых в том же периоде (613,5 млрд. тг.). Межбанковские кредиты в долларах, выданные за тот же период, составили 697,6 млн. долл., или 0,19% от совокупной суммы депозитов, деноминированных в долларах (365 млрд. долл.).⁴²

Основная часть межбанковских вкладов в банках-резидентах до 30 дней деноминирована в тенге. При этом их объёмы за период, достигнув минимума в сентябре прошлого года (вклады в тенге - 174,2 млрд. тг., в долларах – 92,1 млрд. тг), достаточно быстро увеличили свой объём к августу текущего года (1073,1 млрд. в тенге и 102,7 млрд. в долларах). Объёмы вкладов свыше 30 дней незначительны по сравнению с вкладами до 30 дней. При этом в 3-м

График 3.1.12

Индексы казахстанского межбанковского денежного рынка



Источник: KASE

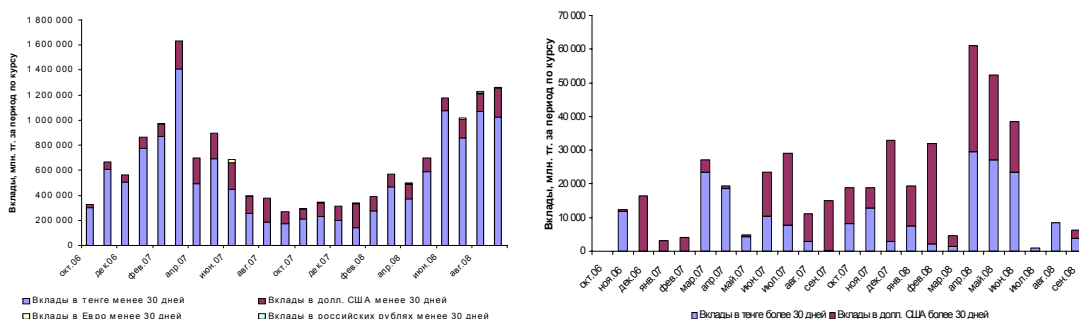
⁴² Здесь и ниже объёмы межбанковских вкладов и займов рассматриваются без учёта кредитов и депозитов НБРК

Отчет о финансовой стабильности Казахстана, декабрь 2008 года

квартале текущего года отмечается серьёзное снижение их объёмов (Графики 3.1.13 – 3.1.14). Таким образом, увеличение объёмов вкладов до 30 дней говорит о нормализации ситуации с ликвидностью у казахстанских БВУ, но в то же время снижение объёмов вкладов свыше 30 дней говорит о стремлении банков сохранять ликвидность в тенге в перспективе ближайших месяцев.

Графики 3.1.13 – 3.1.14

Структура межбанковских вкладов в банках-резидентах

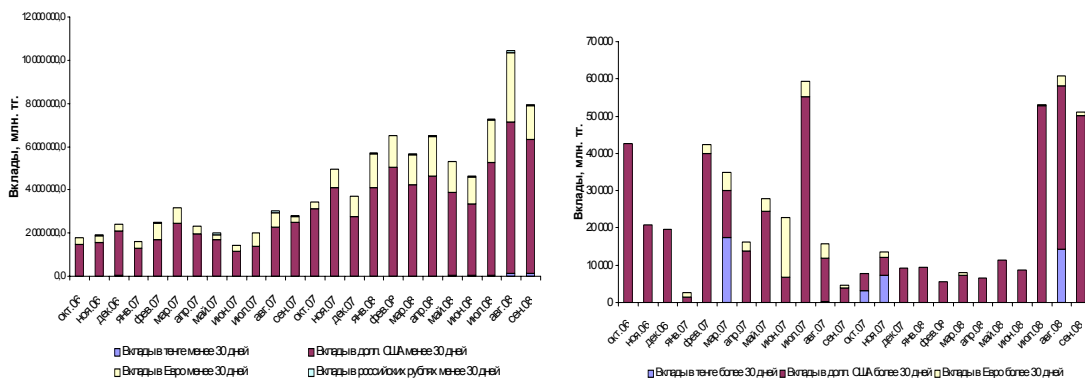


Источник: НБРК

Вклады в банках-нерезидентах за период с января по сентябрь текущего года составили 95,9% от совокупного количества межбанковских вкладов. Между внутренним и внешним рынками межбанковского кредитования банки отдают предпочтение последним. Основная часть вкладов в банках-нерезидентах остаётся номинированной в долларах США, При этом совокупные объёмы вкладов в долларах США со сроком до 30 дней быстро растут в течение текущего года. В последнем квартале в отличие от рынка тенге также значительно выросли вклады в банках-нерезидентах свыше 30 дней (Графики 3.1.15 – 3.1.16).

Графики 3.1.15 – 3.1.16

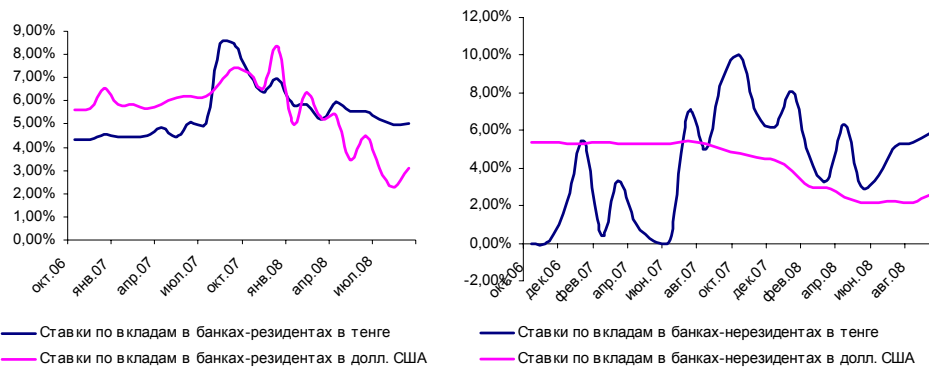
Структура межбанковских вкладов в банках-нерезидентах



Источник: НБРК

В период вплоть до июля-августа прошлого года ставки по межбанковским депозитам в долларах, как в отношении вкладов в банках-резидентах, так и в банках-нерезидентах были ощутимо выше ставок по депозитам в тенге. В текущем году имеет место обратное: ставки по тенговым депозитам выше, чем ставки по долларovým, что можно связать с большей потребностью в тенговой нежели долларовой ликвидности казахстанских банков. В силу того, что продажа клиентами долларов банкам имела положительное сальдо, банки обладали достаточными объёмами долларов, что приводило к снижению ставок на межбанковском рынке (Графики 3.1.16 – 3.1.17).

Стоимость привлечения средств на межбанковском рынке депозитов



Источник: НБРК

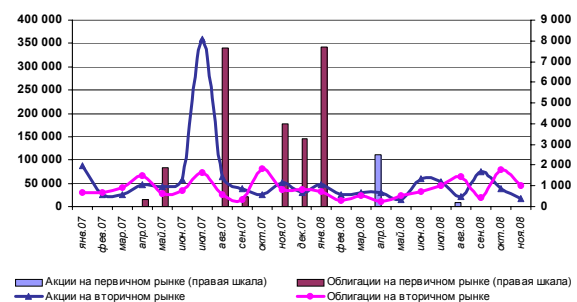
3.2. Рынок ценных бумаг

Возникший кризис летом 2007 года притормозил развитие казахстанского фондового рынка, отразившись главным образом на доходности банковских акций. Первичный рынок акций, как и рынок производных финансовых инструментов, так и остались на прежнем неразвитом уровне. В целом рынок долевого и долгового ценных бумаг не смог стать альтернативой банковскому кредитованию в условиях замедления кредитной активности.

Общий оборот фондовой биржи по акциям за 10 месяцев 2008 года составил 3 076,1 млн. долл. США, по корпоративным облигациям – 2 932,3 млн. долл. США, тогда как на конец 2007 года оборот по акциям составил 8,9 млрд. и по корпоративным облигациям – 4,1 млрд. Доля операций рынка РЕПО, по-прежнему, остается преобладающей, составляя 61,7% общего оборота фондовой биржи, из них 64% автоматическое РЕПО и 36% - прямое РЕПО. В 2008 году Национальный Банк прекратил активно изымать денежную ликвидность, что сказалось на объемах рынка государственных ценных бумаг. Также в последние месяцы 2007 года был замечен всплеск на рынке корпоративных облигаций, что связано с дополнительными выпусками крупных банков с целью привлечения капитала, как альтернативы зарубежному фондированию. Необходимо также отметить интерес инвесторов на рынке ГЦБ Министерства финансов. Так, за 10 месяцев 2008 года доля ГЦБ Министерства финансов составила более 60%. Данный рост связан с предпочтениями казахстанских инвесторов инвестировать в безрисковые инструменты, несмотря на низкую доходность по ним в связи с падением фондовых рынков и недостатком других безрисковых инструментов (Графики 3.2.1 - 3.2.2).

График 3.2.1

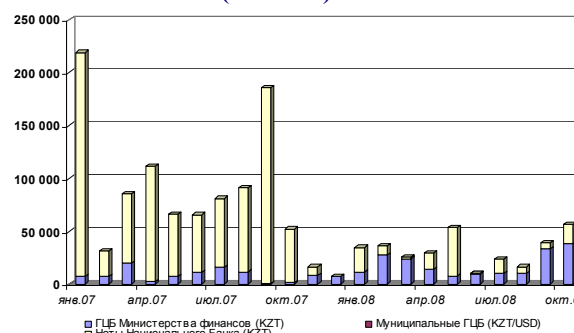
Объем сделок на первичном и вторичном рынках акций и облигаций, за период (млн. тг.)



Источник: KASE

Основные индикаторы состояния фондового рынка демонстрируют повышенный интерес к долговым инструментам высокого качества, что показывает существенный рост индекса уверенности⁴³. В течение 10 месяцев 2008 года количество заключенных сделок по облигациям возросло в 2,5 раза, где пик пришелся на сентябрь и октябрь, что повлекло за собой рост индекса KASE-BY. Рынок акций в свою очередь демонстрирует дальнейшее ухудшение в 2,68 раза с июля 2008 года, что объясняется общим падением показателей на мировых фондовых рынках. Вместе с тем, несмотря на ситуацию на внешнем рынке, внутренний рынок акций в сентябре - октябре 2008 года демонстрировал рост активности - количество бумаг, по которым были совершены сделки, превысило почти в 2 раза данные за январь-август 2008 года, что повлекло за собой резкий рост ликвидности (Графики 3.2.3 и 3.2.4).

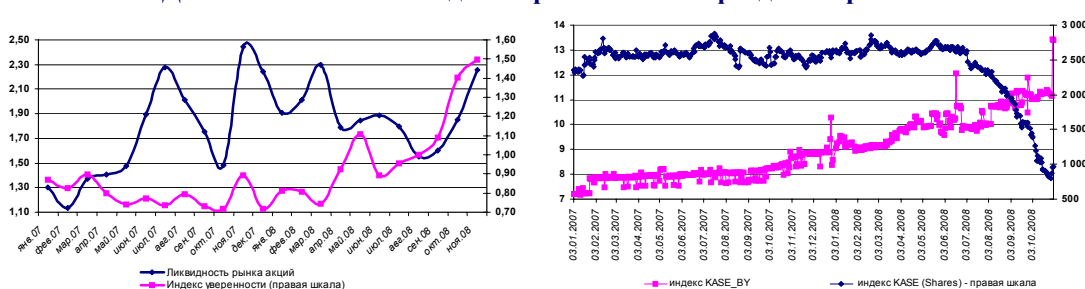
График 3.2.2
Объем сделок на рынке ГЦБ, за период (млн. тг.)



Источник: KASE

Графики 3.2.3 – 3.2.4

Динамика основных индикаторов состояния фондового рынка



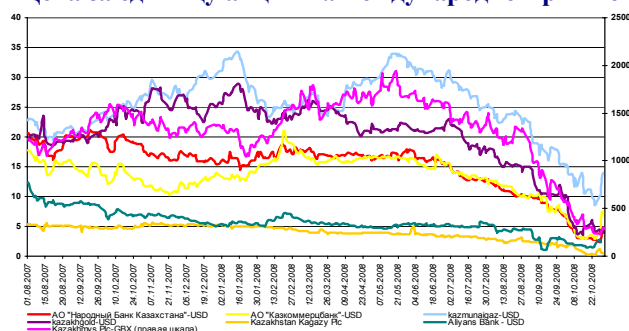
Источник: НБРК, KASE

Источник: KASE

Снижение цен на акции казахстанских эмитентов происходило под психологическим влиянием закрытия зарубежными инвесторами позиций в ценных бумагах финансовых институтов всего мира, а также за счет снижения цен на металлы и на нефть. В целом, средневзвешенная доходность банковских акций с начала 2008 года по октябрь 2008 года потеряла 47% достигнув отметки в -46,02% годовых, тогда как средневзвешенная доходность банковских облигаций напротив увеличилась за аналогичный период на 1,96%. (Графики 3.2.5 и 3.2.6).

Падение котировок акций привело к снижению капитализации рынка на 40% за 10 месяцев 2008 года. Небольшой всплеск в мае – июне объясняется появлением нескольких новых эмитентов, что также отразилось и на отраслевой структуре рынка ценных бумаг. В частности, по объему совершенных сделок на казахстанской фондовой бирже отмечается рост активности энергетического

График 3.2.5
Цена за единицу акций на международном рынке

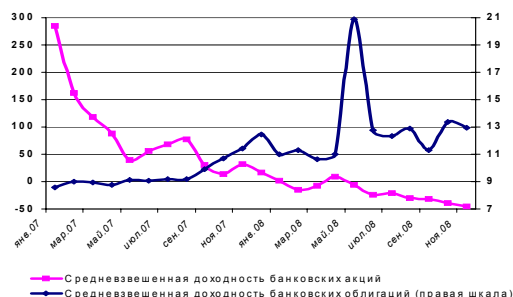


Источник: НБРК

⁴³ Индекс уверенности представляет собой отношение средневзвешенной доходности облигаций с высоким рейтингом к средневзвешенной доходности корпоративных облигаций с более низким рейтингом

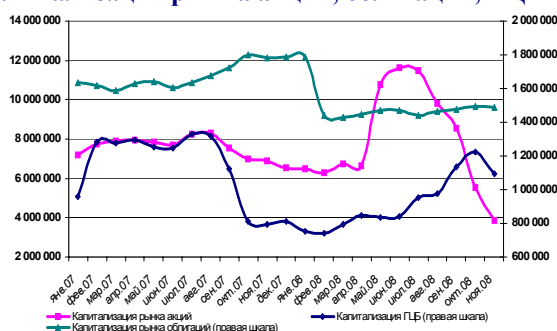
сектора на рынке акций и промышленного сектора на рынке облигаций, представленные новыми эмитентами, что демонстрирует заинтересованность в новых компаниях в отраслях, менее подверженных кризису, а также отражает снижение уверенности инвесторов в финансовом секторе (Графики 3.2.7, 3.2.8, 3.2.9).

График 3.2.6
Средневзвешенная доходность (на внутреннем рынке)



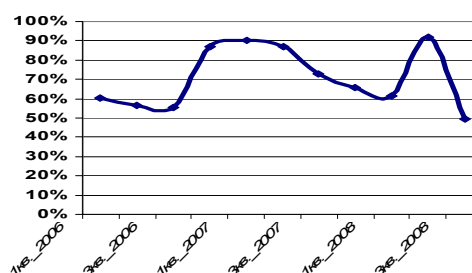
Источник: НБРК

График 3.2.7
Капитализация рынка акций, облигаций, ГЦБ



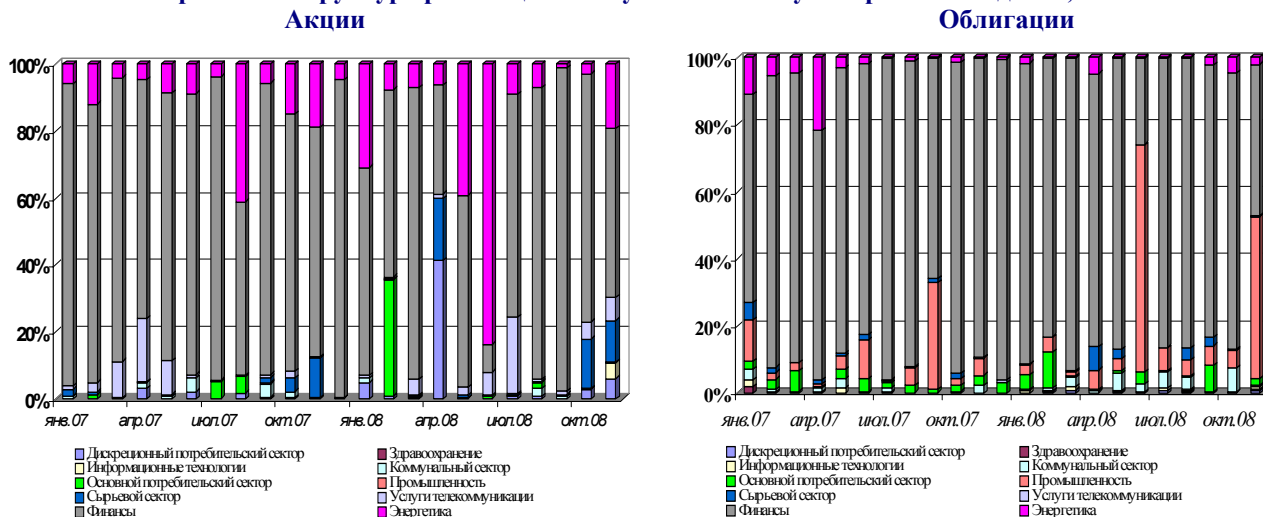
Источник: KASE

График 3.2.8
Общая капитализация рынка ценных бумаг/ ВВП



Источник: НБРК, KASE

График 3.2.9
Отраслевая структура рынка ценных бумаг по объёму совершённых сделок, в %



Источник: KASE