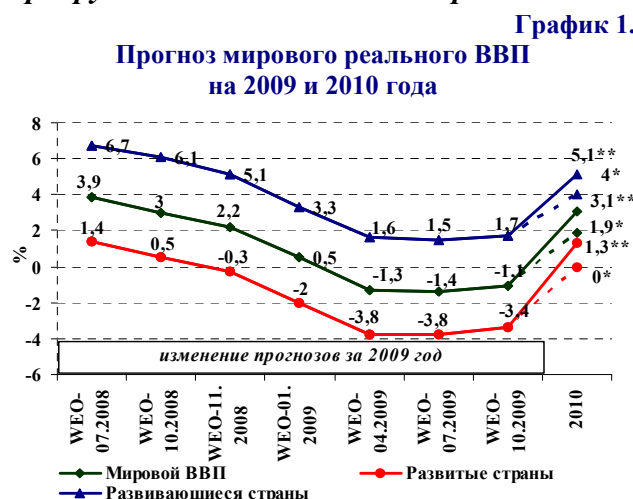


II Макроэкономические риски и риски финансовых рынков

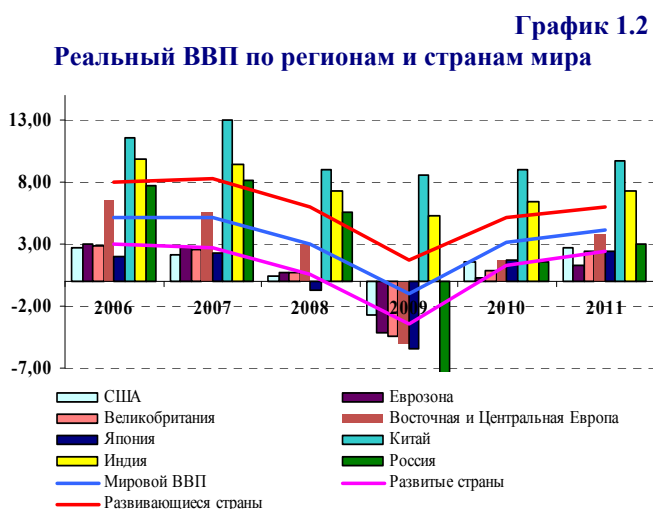
1. Внешние условия, определяющие финансовую стабильность

Меры фискального и монетарного характера, предпринятые государствами для борьбы с последствиями кризиса, привели к некоторому оживлению их экономик во второй половине 2009 года. По мнению аналитиков международных организаций, «дно» кризиса к настоящему времени уже пройдено, однако существует большой разброс неопределенности относительно дальнейшего развития мировой экономики – прогнозы варьируются от ожиданий скорого возобновления роста до продолжения рецессии.



Примечание: *-прогноз по состоянию на 04.2009, **-прогноз по состоянию на 10.2009

Источник: МВФ, World Economic Outlook



Примечание: С 2009 года - прогноз МВФ по состоянию на октябрь 2009 года

Источник: МВФ

реальный сектор и повсеместное снижение расходов.

В среднесрочной перспективе ожидается, что рост экономик стран мира будет восстанавливаться постепенно и для многих не превысит своих предкризисных значений. Так, по прогнозам МВФ в 2010 году рост мировой экономики составит 3,1% (для развитых стран 1,3%, для развивающихся 5,08%).

Вторая волна кризиса, спровоцированная банкротством крупнейшего американского инвестиционного банка Lehman Brothers осенью 2008 года, привела к обвалу фондовых индексов на мировых финансовых рынках и резкому росту премий за риск.

Ухудшение экономической ситуации в большинстве стран мира стало причиной негативных ожиданий экономических агентов, выразившихся в пересмотре большинства прогнозов в сторону понижения (График 1.1). Однако вследствие положительного эффекта антикризисных мер в крупнейших экономиках мира во второй половине года прогнозы были изменены в более благоприятную сторону.

Согласно последним оценкам МВФ¹ в 2009 году снижение мировой экономики ожидается до -1,1% (развитые страны: -3,4%, развивающиеся страны: 1,7%) (График 1.2). В свою очередь, оценка независимых аналитиков предполагает более глубокую рецессию в текущем году. Так, рейтинговое агентство Fitch² оценивает спад мировой экономики в 2009 году на уровне -2,8%, в основном за счет таких факторов как значительное уменьшение деловой активности в течение 2007-2009 годов, «кредитное сжатие», существенное снижение инвестиций в

¹ World Economic Outlook, октябрь 2009г.

² Fitch, Global Economic Outlook, октябрь 2009г.

Прогнозы независимых аналитиков на 2010 год также предполагают, что наибольший рост среди развитых стран, будет отмечен в США за счет эффекта масштабных антикризисных программ и планируемых реформ (Таблица 1.1).

Таблица 1.1

Прогноз по реальному ВВП, %

Страна/регион	2010			2009		
	среднее	макс.	мин.	среднее	макс.	мин.
США	2,49	3,60	1,60	-2,50	0,10	-3,00
Еврозона	1,13	2,20	0,50	-3,85	-3,50	-4,50
Великобритания	1,14	2,00	-0,50	-4,30	-2,70	-4,70
Япония	1,14	3,10	0,00	-5,23	-3,40	-6,80
Китай	9,35	11,90	7,00	8,57	9,40	6,50
Россия	3,36	4,50	0,00	-7,60	-4,90	-10,00

Источник: Данные консенсус прогнозов Bloomberg, www.rbc.ru, EIU, Morgan Stanley, «Центр развития», Казначейство Великобритании за сентябрь-ноябрь 2009 года

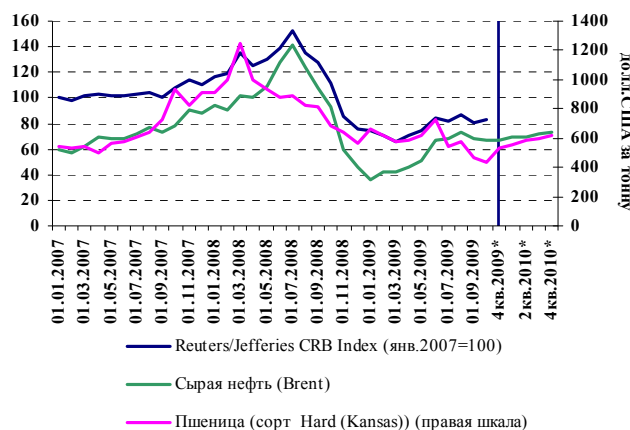
В свою очередь, в отношении экономики России, Министерство экономического развития РФ, согласно пересмотренным в сторону повышения прогнозам, ожидает восстановление роста ВВП страны в 2010 году до 1,6%, а в 2011 году до 3%, основываясь на признаках оживления в мировой экономике и росте цен на нефть.

Основное значение в восстановлении роста развивающихся стран, играет увеличение цен на товарных рынках, особенно цен на энергоресурсы.

Сохранение низких цен на товарных рынках до конца 2008 года после их резкого падения в середине года поддерживалось неопределенностью в отношении глубины замедления глобального роста, снижением деловой активности в мире, сокращением многих проектов по добыче сырья в виду отсутствия финансирования. Первые признаки оживления на товарном рынке проявились уже с начала 2009 года. По состоянию на 01.10.2009 года Reuters/Jefferies CRB Index восстановился на 28%, среднемесячная цена на нефть сорта Brent выросла на 86% с 36,24 долл. США/баррель до 67,23 долл. США/баррель (Графики 1.3, 1.4).

График 1.3

Индекс цен на сырьевые товары

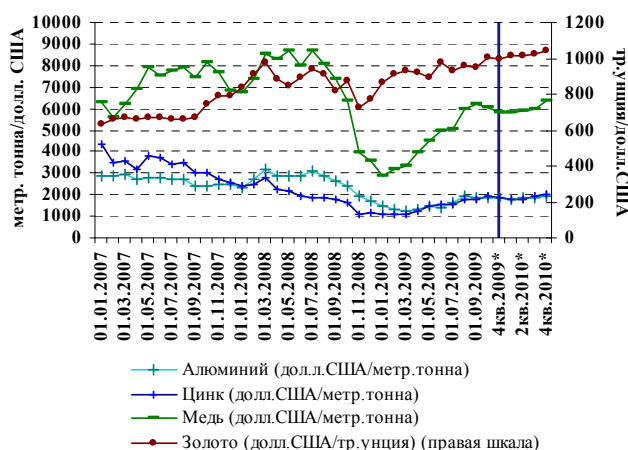


Примечание: С 4 кв.2009 года – данные консенсус прогнозов Bloomberg, www.rbc.ru по состоянию на октябрь-ноябрь 2009 года

Источник: Thomson Reuters (Datastream)

График 1.4

Цены на металлы



Примечание: С 4 кв.2009 года – данные консенсус прогнозов Bloomberg, www.rbc.ru по состоянию на октябрь-ноябрь 2009 года

Источник: Thomson Reuters (Datastream)

Увеличение цен на товарных рынках в основном было поддержано ожиданиями участников рынка положительного эффекта государственной антикризисной политики,

Таблица 1.2

Прогноз цен на нефть (долл. США/баррель)

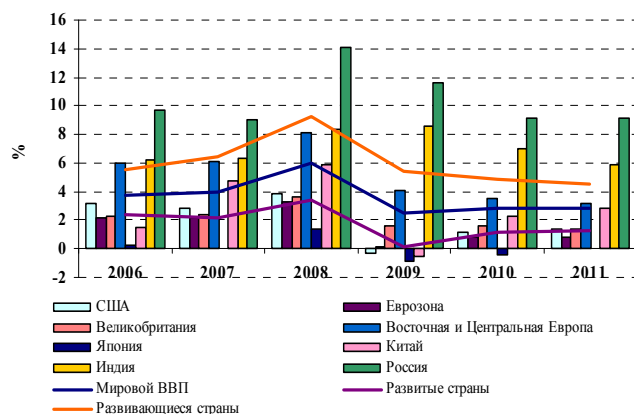
Наименование сорта нефти	2009 год	2010 год
WTI		
среднее значение	62,20	73,01
максимальная цена	67,43	90,00
минимальная цена	48,00	40,00
BRENT		
среднее значение	62,27	70,44
максимальная цена	70,00	84,00
минимальная цена	50,00	39,00
URALS		
среднее значение	57,91	65,90
максимальная цена	61,70	83,50
минимальная цена	33,90	37,40

Источник: Консенсус прогнозы Bloomberg, www.rbc.ru, сентябрь-ноябрь 2009г.

Согласно прогнозным данным МВФ средняя цена по трем видам сырой нефти в 2010 году сложится на уровне 76,50 долл. США/баррель. В свою очередь участники рынка также ожидают увеличение цены на нефть в среднесрочной перспективе (Таблица 1.2).

График 1.5

Уровень инфляции в среднем за период в различных регионах и странах мира



Примечание: Данные с 2009 года - прогноз МВФ по состоянию на октябрь 2009 года

Источник: МВФ

Более того, в текущем году в ряде стран отмечалось начало дефляции. Согласно оценкам МВФ по итогам 2009 года будет зафиксирована дефляция в США и Японии на уровне -0,39% и -1,13% соответственно. Однако в отличие от прогнозов МВФ участниками рынка в 2009 году дефляция ожидается также и в Китае на уровне в среднем -0,6%³.

Сохранению низкого уровня инфляции в ближайшей перспективе способствуют такие факторы как медленное оживление мировой экономики, сохранение внутреннего ограниченного спроса, рациональная политика экономических агентов по управлению

ростом спроса на сырьевые товары со стороны развивающихся стран и перетоком на рынок части ликвидных ресурсов, предоставленных в рамках антикризисных мер.

Кроме того, важную роль сыграли также политика ОПЕК по регулированию предложения сырой нефти, политика Китая и ряда других развивающихся стран по пополнению своих запасов, а также расширение присутствия Китая во множестве проектов по добычи сырья в различных странах мира.

Данные факторы в совокупности с прогнозами о сокращении уровня запасов и добычи нефти в мире в среднесрочной перспективе будут в дальнейшем поддерживать рост цен на сырьевые товары.

Вхождение мировой экономики в стадию рецессии непосредственно сказалось на существенном замедлении темпов роста инфляции в мире.

Рост цен на товарных рынках, возобновившийся с начала 2009 года, не оказал какого-либо давления на увеличение инфляции, как это происходило в предыдущие периоды. С начала года наблюдается снижение уровня инфляции во многих странах мира. Согласно данным МВФ уровень инфляции в мире в 2009 году должен сложиться на 3,44 процентных пункта ниже по сравнению с прошлым годом, а уровень инфляции в 2010 году ожидается на уровне 2,89% (для развитых стран 1,15%, для развивающихся 4,87%).

³ Прогноз средний прогноз по Morgan Stanley (по состоянию на 23.10.2009г.), консенсус-прогноз Bloomberg (август 2009г.), www.rbc.ru (ноябрь 2009г.)

расходами. Однако масштаб вливаний ликвидности в рамках антикризисных программ государств и низкий уровень процентных ставок в случае оживления роста экономики создают угрозу развития очередного витка инфляции. Данные опасения требуют проработки со стороны государств стратегии завершения антикризисной политики одновременно с ужесточением условий предоставления ликвидности.

На среднесрочную перспективу прогнозы инфляции предполагают повышение цен, как в развитых, так и развивающихся странах. Так, аналитиками ожидается, что уровень инфляции в США в 2010 году сложится на уровне 1,88%, а в 2011 году – 2,34%. Консенсус прогноз по Еврозоне на 2010 и 2011 годы складывается на уровне 1,10% и 1,50%, по Великобритании - 1,98% и 1,56% соответственно⁴.

Политика Китая по стимулированию внутреннего спроса и высокие темпы экономического роста, будет влиять на повышение уровня инфляции в стране. Так, в 2010 году ожидается рост уровня инфляции в Китае до 2,73%, а в 2011 году - до 3,03%⁴.

В развивающихся странах влияние мирового финансового кризиса проявилось преимущественно через материализацию рисков, связанных с чрезмерной долговой нагрузкой экономических агентов и волатильностью фондирования в силу высокой доли краткосрочного долга. При этом постепенно повышается уровень рисков, связанных с государственными финансами и качеством активов финансовых институтов.

Несмотря на то, что восприятие инвесторами страновых рисков, связанных с размещением средств в развивающихся странах, к концу 2009 года относительно смягчилось, ключевые показатели устойчивости финансовых систем в этих странах свидетельствуют об их высокой степени уязвимости внешним шокам. Так, отношение ВВД к ВВП в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ остается на достаточно высоком уровне, причем доля краткосрочных обязательств в структуре ВВД составляет в среднем 25%, а уровень их покрытия международными резервами является сравнительно низким (Таблица 1.3).

В текущем году в силу недостаточности международных резервов и необходимости поддержания приемлемого уровня внешней и внутренней ликвидности ряд стран Восточной Европы и СНГ были вынуждены обратиться за помощью к международным организациям и, в первую очередь, к МВФ.

Масштабные государственные антикризисные меры вместе со снижением государственных доходов привели к расширению дефицита государственного бюджета. Текущий уровень внешней задолженности и низкие суверенные рейтинги в среднесрочной перспективе могут привести к проблемам, связанным с финансированием дефицита государственного бюджета.

Государственная поддержка банков не снизила до приемлемого уровня их валютные и кредитные риски в силу низкого качества их активов и значительной доли кредитов, выданных в иностранной валюте.

Необходимо отметить, что многие страны этой группы смогли улучшить состояние своих платежных балансов за счет проведения девальвации национальных валют. Другим фактором, способствовавшим улучшению счета текущих операций, стало снижение внутреннего совокупного спроса. Снижение доходов экономических агентов и их совокупного спроса также ограничивает рост инфляции в краткосрочной перспективе.

⁴ Средневзвешенный консенсус прогноз Bloomberg: США - по состоянию на 09.10.2009г., Еврозона – по состоянию на 21.10.2009г. и 23.09.2009г., Великобритания – по состоянию на 22.10.2009г., Китай – по состоянию на 28.08.2009г.

Таблица 1.3

**Относительные параметры уязвимости развивающихся стран, %
(по состоянию на 9 мес.2008 года и 9 мес.2009 года)⁵**

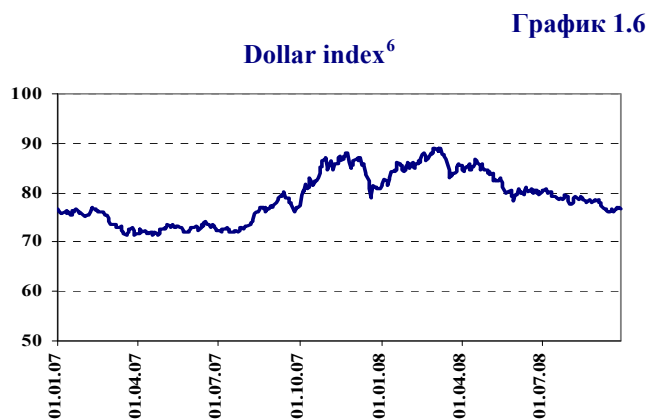
Показатели	Польша	Чехия	Румыния	Венгрия	Болгария	Украина	Латвия	Литва	Эстония	Россия	Среднее значение по странам	Казахстан
Внешний сектор												
Валовый внешний долг/ВВП (1)												
2008	50,1	41,0	41,0	133,1	110,4	54,8	122,6	73,2	144,9	32,6	80,4	81,7
2009	50,5	41,1	44,5	163,2	107,1	64,1	134,1	77,8	170,5	32,0	88,5	90,9
Краткосрочный внешний долг/Международные резервы (без золота) (2)												
2008	111,8	80,0	69,69	108,3	94,1	74,4	251,2	144,4	261,4	21,2	121,65	139,89
2009	103,4	60,6	44,48	83,4	107,7	74,4	269,6	104,5	236,0	16,2	110,03	146,6
Текущий счет/ВВП (1)												
2008	-5,1	-2,6	-17,1	-6,5	-25,1	-6,7	-18,1	-14,3	-12,1	7,0	-10,05	3,4
2009	-2,8	-2,6	-6,2	-4,5	-19,7	-3,8	-2,8	-4,0	-2,2	3,7	-4,50	-3,1
Факторы монетарной и фискальной политик												
Дефицит (профицит) госбюджета/ВВП (1)												
2008	-2,4	-1,1	-4,6	-3,5	0,6	-0,4	-1,8	-2,3	0,2	6,7	-0,77	-2,1
2009	-5,4	-3,8	-7,8	-4,4	-3,2	-6,1	-8,3	-7,1	-3,7	-1,0	-3,85	-1,6
Уровень инфляции (изменение к соответствующему периоду прошлого года)												
2008	4,6	6,6	8,1	5,7	11,0	26,2	14,7	11,7	10,9	15,0	11,5	18,2
2009	4,0	1,2	6,0	4,9	0,2	16,8	0,1	2,8	-0,3	11,9	4,8	6,0 (3)
РЭОК (3) (изменение к соответствующему периоду прошлого года)												
2008	16,4	18,9	-5,3	10,2	7,6	14,6	12,8	3,6	4,4	6,6	8,98	5,3
2009	-20,3	-5,8	-7,8	-10,8	4,3	-14,3	-7,0	9,8	1,1	-6,6	-5,73	-2,9
Валютный риск												
Доля кредитов в иностранной валюте к общему объему кредитов экономике												
2008	27,93	13,07	56,07	65,3	55,03	51,41	88,36	62,96	84,68	22,08	52,69	43,91
2009	33,41	12,51	59,72	70,7	57,71	52,80	91,35	71,42	87,11	25,12	56,19	53,51
Кредитный риск												
Необслуживаемые займы к ссудному портфелю (4)												
2008	4,4	3,3	13,8	3,0	2,4	17,4	3,6	4,6	1,9	3,8	5,8	4,3 (5)
2009	5,7	4,4	н.д.	4,8	3,2	29,9	10,7	11,3	3,2	7,6	9,0	17,5
Сформированные провизии к необслуживаемым займам												
2008	н.д.	67,5	28,7	59,6	н.д.	29,6	61,3	н.д.	н.д.	118,4	60,9	59,4
2009	н.д.	61,3	н.д.	52,6	н.д.	29,8	40,7	н.д.	н.д.	90,8	55,0	78,6
Деловая активность												
Реальный ВВП (изменение к соответствующему периоду прошлого года)												
2008	5,0	3,9	9,2	1,3	4,9	6,3	-5,2	2,1	-3,5	6,0	3,0	4,0
2009	1,1	-5,8	-8,7	-7,5	7,1	-17,8	-18,7	-14,3	-16,1	-10,9	-9,2	-2,2
Кредиты экономике (изменение к соответствующему периоду прошлого года)												
2008	30,02	21,83	50,59	20,4	47,76	54,14	16,50	28,05	13,66	49,21	33,22	2,41
2009	18,46	7,89	3,16	12,0	5,05	28,90	-3,67	-4,39	-4,04	-4,04	5,94	10,11

Примечание:

(1)-Показатели рассчитаны в годовом выражении с учетом трех предыдущих кварталов; (2)-Показатель по Казахстану рассчитан как отношение суммы краткосрочного долга, оставшегося до погашения, и процентных платежей по обслуживанию внешнего долга, подлежащих погашению в течение будущих 12 месяцев к международным резервам, включая золото; (3)-Увеличение индексов отражает удорожание национальной валюты, а их снижение – удешевление; (4) Займы с просрочкой платежей свыше 90 дней;

Источник: центральные банки, национальные статистические агентства, министерства финансов, статистика МВФ (IFS), «Global Financial Stability Report», Eurostat, Thomson Reuters (Datastream)

⁵ Данные на 9 мес.2009г. представлены по состоянию на 30.06.2009г. или 30.09.2009г. в зависимости от доступности данных. Показатели по кредитному риску за 2008 год представлены за год, за 2009г. - по состоянию на последнюю актуальную дату.



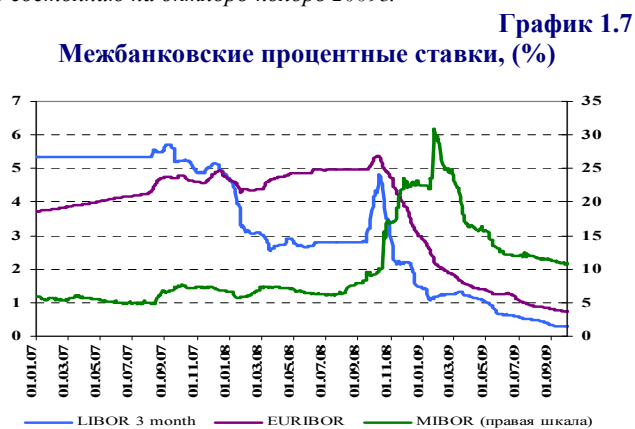
Источник: Bloomberg

Таблица 1.4

Диапазон движения и прогнозы по обменному курсу

Диапазон фактических значений	Евро/доллар	Фунт стерлинг/доллар США	Доллар США/японская йена
1 кв.2009	(1,26-1,39)	(1,37-1,52)	(87.63-99.40)
среднее значение	1,304	1,434	93,68
2 кв.2009	(1,29-1,43)	(1,44-1,66)	(94.57-100.81)
среднее значение	1,36	1,55	97,41
3 кв.2009	(1,39-1,48)	(1,59-1,69)	(89.47-97.435)
среднее значение	1,43	1,64	93,57
Диапазон прогнозных значений			
4 кв.2009	(1,35-1,55)	(1,52-1,85)	(85-102)
среднее значение	1,48	1,64	91
1 кв.2010	(1,32-1,58)	(1,45-1,85)	(80-108)
среднее значение	1,47	1,64	93
2 кв.2010	(1,23-1,65)	(1,42-1,83)	(84-112)
среднее значение	1,45	1,65	96
3 кв.2010	(1,23-1,6)	(1,4-1,88)	(84-115)
среднее значение	1,43	1,65	98

Источник: по актуальным данным - Thomson Reuters (Datastream), по прогнозным данным - www.rbc.ru, Bloomberg по состоянию на октябрь-ноябрь 2009г.



Источник: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg

В текущем году мировые финансовые рынки характеризовались достаточно высокой волатильностью, которая в дальнейшем будет сохраняться до появления устойчивых признаков восстановления роста мировой экономики.

Вместе с тем за счет реализации антикризисных мер восстановилась ликвидность на финансовых рынках и заметно снизились кредитные риски контрапартнеров.

С начала 2009 года на рынке FOREX продолжилась тенденция снижения стоимости доллара по отношению к другим ключевым валютам, наблюдаемая с середины прошлого года (График 1.6).

Ослаблению доллара США способствовало сохранение фундаментальных факторов риска, увеличение объемов финансирования в рамках антикризисных программ, сохранение политики по стимулированию экономик, некоторая стабилизация финансовых рынков, что позволило инвесторам перенести свои позиции из доллара в более рискованные активы. В свою очередь прогнозы относительно дальнейшего движения доллара предполагают, что нисходящее движение продолжится и дальше (Таблица 1.3).

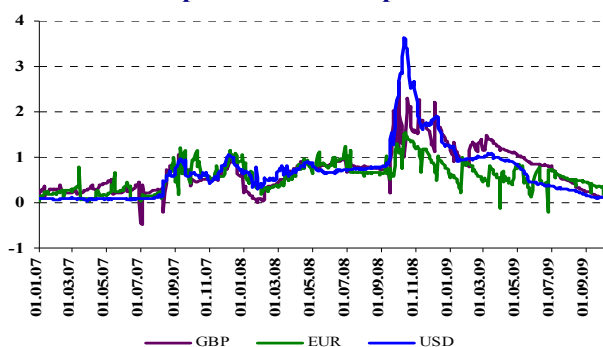
С начала 2009 года отмечается неуклонное снижение стоимости заимствований на межбанковском рынке. Так, за 9 месяцев текущего года 3-х месячный LIBOR понизился на 1,14 п.п. с 1,43% до 0,29%, 3-х месячный EURIBOR на 2,14 п.п. с 2,89% до 0,75%, MIBOR на 11,77 п.п. с 22,3% до 10,73% (График 1.7).

Основным фактором, повлиявшим на данную тенденцию, помимо снижения темпов инфляции, является влияние на рынок таких регулирующих мер, как снижение ключевых процентных ставок и расширение количественных объемов стимулирования.

⁶ Dollar Index представляет собой индекс стоимости доллара к корзине из шести основных мировых валют.

График 1.8

Спрэды денежного рынка

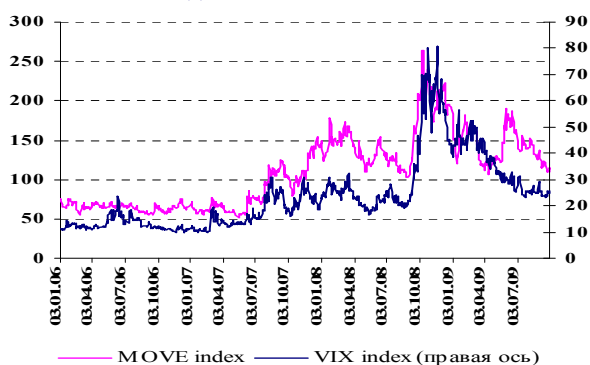


Примечание: спреды рассчитаны как разница между 3-х месячным LIBOR и 3-х месячным свопом по процентным ставкам overnight по трем видам валют.

Источник: Thomson Reuters (Datastream), расчеты НБРК

График 1.9

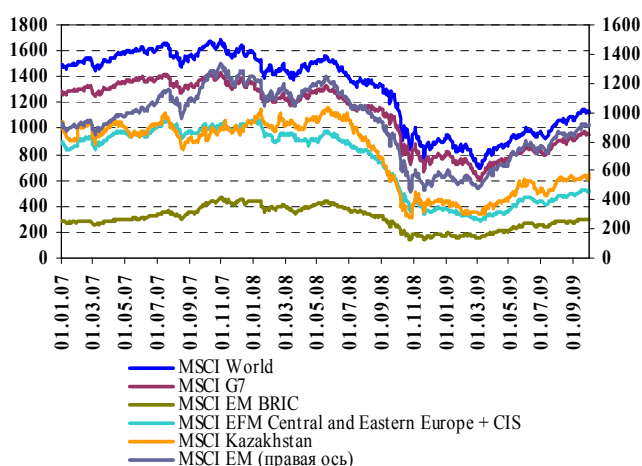
Индексы волатильности



Источник: Bloomberg

График 1.10

Индекс MSCI и его региональные субиндексы



Источник: Thomson Reuters (Datastream)

Объявление гарантий со стороны государств по обязательствам банков в 2008 году также привело к ослаблению кредитного риска контрапартнеров и способствовало стабилизации стоимости по коротким необеспеченным заимствованиям. Так, спред между ставками LIBOR и OIS⁷ в сентябре 2009 года сузился до 0,13 п.п., что равнозначно значению спреда в июле 2007 года (График 1.8).

Снижение стоимости заимствования на фоне стабилизации рисков контрапартнеров привело к стабилизации ожиданий относительно волатильности и предсказуемости рынков. Тем не менее, значение индекса волатильности VIX⁸ на уровне значительно выше предкризисного периода сигнализирует об осторожности участников рынка, несмотря на позитивные тенденции (График 1.9).

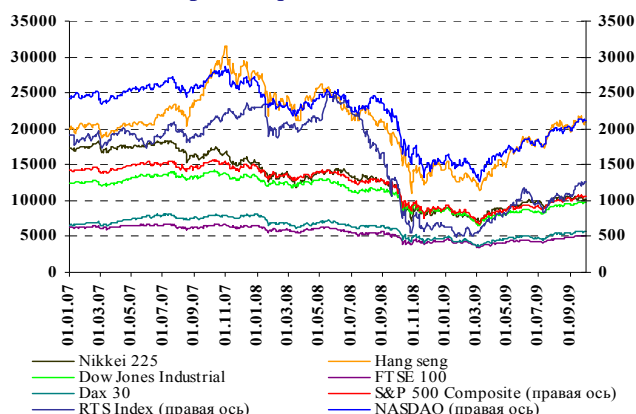
В текущем году рынки акций компаний различных стран претерпевали сильные колебания вследствие постоянного страха игроков рынка относительно углубления рецессии мировой экономики. Так, в марте 2009 индекс MSCI World достиг своего исторического минимума в 688,7 пункт, упав по сравнению с началом года на 24% (График 1.10). В свою очередь его субиндексы также достигли своих минимальных значений: по сравнению с началом года MSCI G7 упал на 25%, MSCI EM BRIC на 11%, MSCI EM на 15%.

При этом переоценка рисков в отношении активов компаний развитых стран была существенней по сравнению с развивающимися странами. Так, снижение стоимости акций компаний развитых стран в период февраль-март 2009 года было в среднем на 8% выше группы развивающихся стран. По мере оживления рынков инвесторы устремились

⁷ OIS (overnight interest rate swap) - 3-х месячный своп по процентным ставкам overnight.

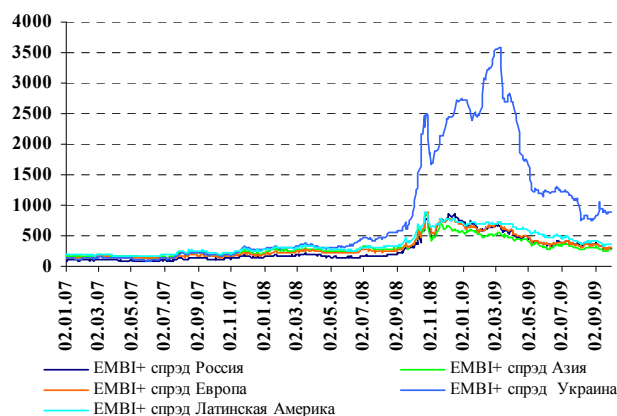
⁸ Индекс VIX - индекс волатильности Chicago Board Options Exchange (CBOE). Рассчитывается исходя из подразумеваемой волатильности опционов колл и пут индекса S&P500 и показывает ожидание изменчивости рынка за следующие 30 дней. Индекс MOVE - взвешенный индекс кривой доходности нормализованной подразумеваемой волатильности опционов на казначейский ценные бумаги со сроком 1 месяц. Рассчитывается компанией Merrill Lynch.

График 1.11
Мировые фондовые индексы



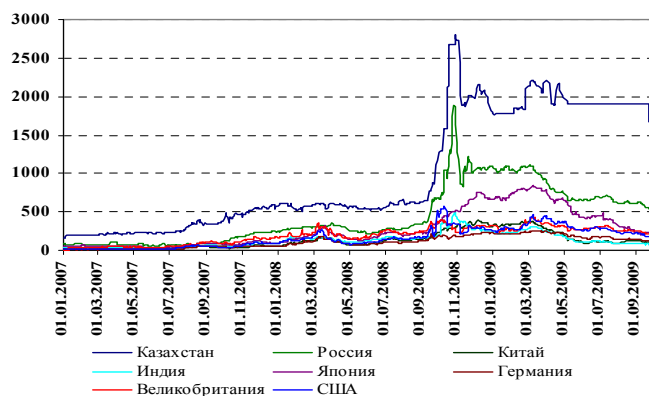
Источник: Thomson Reuters (Datastream)

График 1.12
EMBI+ спрэд по странам и регионам



Источник: Bloomberg

График 1.13
Спрэды по 5-летним кредитно-дефолтным свопам по банкам развитых и развивающихся стран



Источник: Thomson Reuters (Datastream), расчеты НБРК, рассчитано как среднее значение по CDS банков разных стран

развитых стран. Данная переоценка, соответственно, находит свое отражение в повышенных премиях по суверенным долгам развитых стран.

В целом, необходимо отметить, что «аппетит к риску» начинает восстанавливаться (График 1.14). Прогнозы по оживлению экономик стран мира стимулируют ожидания инвесторов в отношении возможности будущего роста рынков.

потоки капитала на рынки развивающихся стран, расширяя тем самым объем спекулятивных операций на них.

В результате в 2009 году наибольшее восстановление продемонстрировали в основном индексы фондовых рынков развивающихся стран (График 1.11). Так, за 9 месяцев 2009 года индекс Hang seng вырос на 47%, RTS – на 101% по сравнению с фондовыми индексами развитых рынков, рост которых за аналогичный период не превысил и 20%.

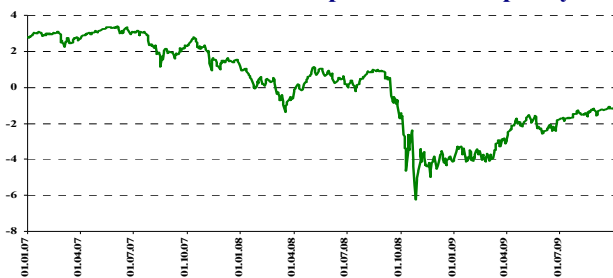
Рост интереса к рынкам развивающихся стран также показывает сужение индексов EMBI+ спрэд с начала 2009 года (График 1.12). При этом положительная оценка инвесторами рынка развивающихся стран не всегда учитывает их слабые фундаментальные параметры.

На существенное расширение спрэдов по кредитно-дефолтным свопам в период повышенной волатильности в 2008 году, помимо оценки высокой вероятности дефолта самого финансового института, накладывалась оценка суверенного риска страны и эффективности ее антикризисных мер.

Реализация антикризисных мер снизила риски дефолта, что отразилось на сужении CDS спрэды на фоне повышения уровня капитализации финансовых институтов, и списания убытков (График 1.13). Однако их уровень останется относительно высоким в условиях сохранения на балансах активов плохого качества и слабых финансовых результатов.

Необходимо отметить, что со стороны инвесторов происходит переоценка рисков развивающихся стран относительно развитых, в основном за счет того, что возросший объем антикризисных мер привел к резкому росту долговых обязательств со стороны

График 1.14
Композитный индикатор «аппетита к риску»



Примечание: Индекс представляет собой первую главную компоненту, рассчитанную по следующим показателям: VIX, MOVE, JPM EMBI+ COMPOSITE, Risk Appetite Investable Index, trade-weighted Swiss franc, 3 month FX implied volatility (USD/JPY, EUR/USD), US swap, цена на золото в USD.

Источник: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, расчеты НБРК

над ними со стороны государств. Некоторые развивающиеся страны в условиях спекулятивных притоков также вводят ограничения регуляторного характера в отношении трансграничных потоков капитала.

За прошедший период времени антикризисные меры смогли стабилизировать мировую финансовую систему и создать условия для возобновления экономического роста. Однако, краткосрочная перспектива дальнейшего развития до сих пор остается неопределенной, скрывая за собой возможные риски для мировой финансовой системы.

- Антикризисные меры государств смогли стимулировать определенное оживление экономик, стабилизировать финансовое положение финансовых институтов. Однако существует риск того, что без ресурсов государства финансовым институтам будет сложно привлекать на рынке средства в случае завершения политики по поддержке финансовых рынков до полного восстановления доверия на них.

- Кредитный консерватизм финансовых институтов создает ограничения по оживлению деловой активности, не позволяя перетекать финансовым ресурсам, полученным в рамках государственной поддержки, до их прямого получателя.

- Более устойчивый рост развивающихся стран повысил их инвестиционную привлекательность, создавая тем самым предпосылки для перетока «горячих денег».

- Государственные средства, переданные финансовым институтам для поддержки реального сектора, вкладываются на финансовых рынках, создавая тем самым риск их перегрева и роста масштаба спекулятивных операций. Ввиду опасности создания новых «пузырей» необходимо принятие мер, направленных на ограничение перемещения спекулятивного капитала.

- Снижение платежеспособного спроса минимизирует угрозу роста инфляции в краткосрочном периоде, однако масштабные вливания государственных средств в экономику и сохранение процентных ставок на низком уровне создают угрозу инфляционного давления в среднесрочной перспективе.

- Масштабная государственная помощь привела к росту дефицита государственного бюджета, который создает предпосылки для увеличения суверенного долгового бремени и связанных с ним рисков.

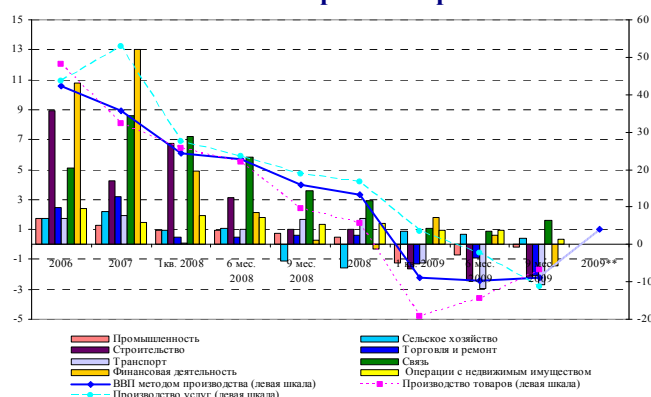
- Рост «аппетита к риску» после первого квартала 2009 года свидетельствует о росте рынков в ожиданиях скорого восстановления экономического роста. Учитывая, что восстановление рынков – это заслуга государства, в случае скорого прекращения государственной антикризисной политики до полного восстановления устойчивости рынков может быть спровоцирована повторная переоценка стоимости активов, которая может привести к более серьезной оценке рисков по отношению к другим участникам рынка.

Благоприятно складывающиеся условия для рынка, такие как пролонгация стимулирующих мер государства, низкие процентные ставки, масштабные вливания ликвидности, рост цен на товарных рынках повышают склонность участников рынка к принятию риска. Данная ситуация в краткосрочной перспективе создает предпосылки нового «пузыря» на финансовых и товарных рынках. В долгосрочной перспективе вероятность того, что рисковое поведение инвесторов приведет к перегреву рынка будет зависеть от адекватности реализации мер по ограничению спекулятивных операций на финансовых рынках, и усилению надзора

2. Макроэкономическая среда и экономические условия в Казахстане

2.1 Факторы экономического роста

График 2.1.1
Реальный ВВП и отраслевая разбивка*

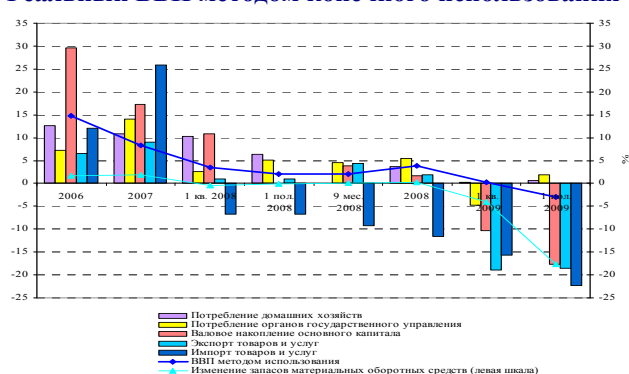


Примечание: * в % к соответствующему периоду прошлого года с накопленным итогом с начала года;

** прогноз МЭБП

Источник: АРКС

График 2.1.2
Реальный ВВП методом конечного использования*

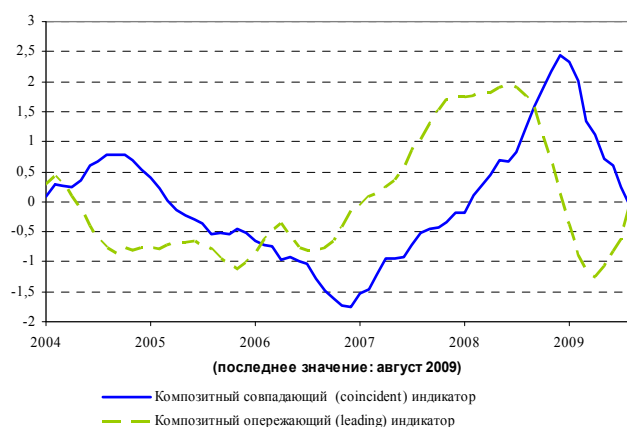


Примечание: * в % к соответствующему периоду прошлого года с накопленным итогом с начала года;

**Изменения в запасах материальных оборотных средств рассчитаны как отношение к соответствующему периоду прошлого года на основе данных в текущих ценах.

Источник: АРКС

График 2.1.3
Композитный опережающий индекс развития экономики



Источник: НАЦ

Начиная с 3 квартала 2009 г. наблюдается некоторое восстановление экономического роста, которое частично компенсировало существенное снижение реального ВВП в 1 полугодии 2009г. При этом база роста пока ограничена только отдельными отраслями экономики. В целом, несмотря на общий экономический спад, инвестиции в основной капитал промышленности стали основным поддерживающим фактором роста.

Отрицательный экономический рост, сложившийся в Казахстане по результатам 9 месяцев 2009 г. (-2,2%) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (4%), продемонстрировал высокую степень зависимости экономики от внешних факторов.

Существенное снижение притока капитала в страну и падение мировых цен на энергоносители проявилось в замедлении экономического роста практически во всех отраслях экономики: отрицательный рост по результатам 9 месяцев 2009 г. был отмечен в транспорте (-10,7%), строительстве (-8,9%), торговле (-8,4%), финансовой деятельности (-5,7%), промышленности (-0,6%) (График 2.1.1). Внутригодовая динамика ВВП в отраслевой разбивке показывает, что наибольшая глубина падения пришлась на первое полугодие текущего года.

Сокращение валового накопления основного капитала непромышленного сектора, экспорта и импорта товаров и услуг, существенное снижение товарно-материальных запасов несколько компенсировалось ростом расходов на конечное потребление домашних хозяйств и органов государственного управления (График 2.1.2).

По результатам 9 месяцев 2009 г. отмечается некоторое замедление темпов падения за счет оживления отдельных секторов экономики в 3 кв. (Бокс 1).

Более того, композитный опережающий индекс⁹, предсказывающий тенденции развития в течение будущих 9 месяцев, на протяжении нескольких месяцев показывает сохранение позитивных тенденций (График 2.1.3). Это свидетельствует о том, что наметившиеся в 3 кв. 2009 г. тенденции оживления экономики являются не краткосрочным всплеском, а началом тренда восстановления экономического роста, хоть и базирующемся пока на росте мировых цен на экспорт.

В целом за 2009 г. реальный рост экономики оценивается МЭБП на уровне не более 1%. Национальный Банк оценивает реальный рост экономики на уровне 0,1 – 0,3%. Альтернативные сценарии развития казахстанской экономики в 2009г. со стороны международных финансовых организаций и рейтинговых агентств, находятся в диапазоне от (-2%) до (-3,5%).

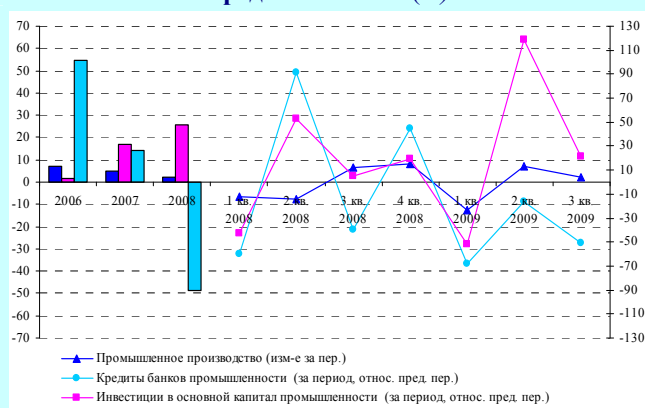
В 2010 г. ожидается некоторое дальнейшее восстановление темпов роста экономики.

Бокс 1

Динамика и факторы роста промышленного производства

График 1

Промышленное производство, инвестиции и кредиты банков (%)



Источник: АРКС, расчеты НБРК

Несмотря на снижение инвестиций в целом по экономике, в промышленности незначительный рост инвестиций сохранился, что поддержало рост физических объемов производства в промышленном секторе экономики.

Начало позитивной динамики во 2 и 3 кварталах 2009 г. определялись ростом мировых цен на нефть и восстановлением инвестиционной активности в отдельных отраслях горнодобывающей промышленности, в частности в добыче сырой нефти и природного газа, угля, лигнита и торфа, добыче металлических руд (График 1).

При этом более 60% инвестиций в промышленность направляется в добычу сырой нефти и природного газа и предоставление услуг в этих областях.

Некоторое оживление в обрабатывающей промышленности (доля в промышленности – 35%) определяется в основном производством нефтепродуктов, пищевых продуктов, черной металлургией, производством и распределением электроэнергии, газа и воды (Таблица 1). Однако доля инвестиций в обрабатывающую промышленность с начала 2007 г. сократилась с 22% до 15%. Отрицательный рост промышленного производства все еще сохраняется во многих отраслях обрабатывающей промышленности, в том числе текстильной, целлюлозно-бумажной промышленности, цветной металлургии, производстве транспортных средств и оборудования.

При сложившейся структуре финансирования отраслей промышленного производства в дальнейшем сохраняется высокая зависимость от внешних факторов и риск подверженности непредсказуемым спадам, а также разброс темпов роста отраслей промышленности.

⁹ Композитный опережающий (leading) индикатор построен на базе 5 индексов: индекса цен на нефть, композитного индекса деловой активности США, IFO World Economic Survey, индекса денежной массы M2, индекса цен на активы.

Композитный совпадающий (coincident) индекс, характеризующий текущую динамику развития экономики, построен на базе 4 индексов: индекса производства, индекса занятости, индекса реальной заработной платы, индекса объемов торговли (Источник: Национальный аналитический центр).

Таблица 1

Промышленное производство, инвестиции и кредиты банков по секторам экономики * (%)

	2007			2008			1 кв. 2009			2 кв. 2009			3 кв. 2009		
	Промышл. о-во	Инвестиции	Кредиты	Промышл. о-во	Инвестиции	Кредиты	Промышл. о-во	Инвестиции	Кредиты	Промышл. о-во	Инвестиции	Кредиты	Промышл. о-во	Инвестиции	Кредиты
Промышленность	5%	17%	14%	2%	15%	-49%	-13%	-7%	-7%	7%	33%	-43%	2%	53%	-47%
Горнодобывающая промышленность	3%	13%	3%	5%	7%	-47%	-6%	-22%	4%	8%	52%	-78%	-3%	79%	-47%
в том числе, добыча нефти и газа	3%	11%	нд	5%	1%	нд	-3%	-21%	нд	3%	14%	нд	-2%	-1%	нд
Обрабатывающая промышленность	8%	12%	20%	-3%	17%	-55%	-21%	31%	-29%	12%	4%	-28%	6%	-21%	-46%
Производство пищевых продуктов	7%	31%	33%	-1%	-4%	-24%	-17%	53%	11%	11%	-13%	9%	0%	-31%	-24%
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	9%	4%	33%	4%	-13%	-40%	-7%	7%	-45%	4%	45%	36%	19%	12%	-46%
Металлургическая промышленность и производство готовых металлических изделий	4%	2%	17%	-4%	25%	-82%	-5%	38%	-66%	36%	22%	-68%	-14%	-22%	-69%
Машиностроение	15%	54%	35%	-7%	17%	-24%	-42%	14%	-6%	13%	-11%	-34%	10%	65%	-22%
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	9%	72%	-3%	5%	62%	96%	-21%	103%	219%	-31%	-5%	99%	-2%	49%	-64%

Примечание: * По промышленному производству - изменения за период; по инвестициям и кредитам банков - за период, относительно предыдущего периода

Источник: АРКС, расчеты НБРК

Существенное падение кредитной активности, доходов и ликвидности предприятий в результате мирового финансового кризиса было компенсировано увеличением расходов республиканского бюджета и притоком иностранного капитала, что поддержало объемы инвестиций в абсолютном выражении.

График 2.1.4

Инвестиции в основной капитал и кредиты банков небанковским юридическим лицам*



Примечание: * за период в годовом выражении

Источник: АРКС, НБРК

Кредитная активность по выданным кредитам небанковским юридическим лицам продолжает снижаться. Так, уменьшение кредитов, выданных в третьем квартале 2009 года, по сравнению с предыдущим кварталом составило 14%, а по отношению к докризисному периоду (3 квартал 2007 года) – 45,5%.

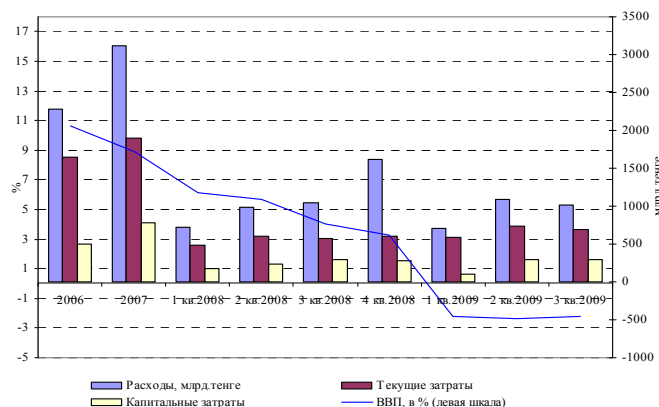
В то же время основными источниками вложений в основной капитал стали расходы республиканского бюджета, прежде всего в развитие транспортной инфраструктуры и иностранные инвестиции в горнодобывающую промышленность. (График 2.1.4).

В целях смягчения последствий финансового кризиса в текущем году государство продолжает проводить политику сохранения уровня расходов, стимулирования деловой активности экономики за счет снижения налогового бремени и использования средств Национального фонда.

В текущем году политика государственных расходов направлена на сокращение неприоритетных расходов, отсрочку финансирования некоторых, ранее приоритетных, программ, в то же время сохранение прежнего уровня социальных расходов.

В абсолютном выражении размер государственных расходов сохранился на уровне прошлого года (График 2.1.5). По результатам 9 месяцев 2009 г. доля государственных расходов в ВВП по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличилась с 23% до 25%. В структуре расходов доля текущих затрат увеличилась с 61% до 71%, доля капитальных затрат сохраняется на уровне 24%.

График 2.1.5
Государственные расходы и реальный ВВП *

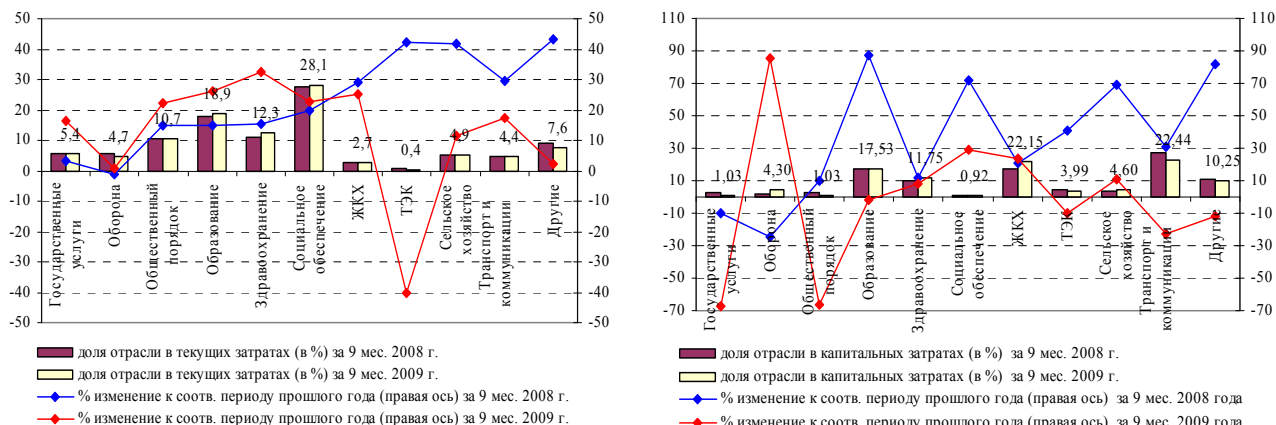


Примечание: * Государственные расходы за период; ВВП в % к соответствующему периоду прошлого года с накопленным итогом с начала года.

Источник: МФ, АРКС

В отраслевой разбивке государственных расходов традиционно наиболее значительная доля текущих затрат направляется на социальное обеспечение и образование, в то же время наибольшая часть капитальных затрат расходуется на транспорт и коммуникации, жилищно-коммунальное хозяйство и образование (График 2.1.6). При этом по результатам 9 месяцев 2009 г. отмечается существенное снижение текущих затрат на топливно-энергетический комплекс, снижение капитальных затрат на государственные услуги и общественный порядок, а также рост капитальных затрат на оборону.

График 2.1.6
Отраслевая структура текущих и капитальных затрат за 9 месяцев 2008 и 2009 годов



Источник: МФ

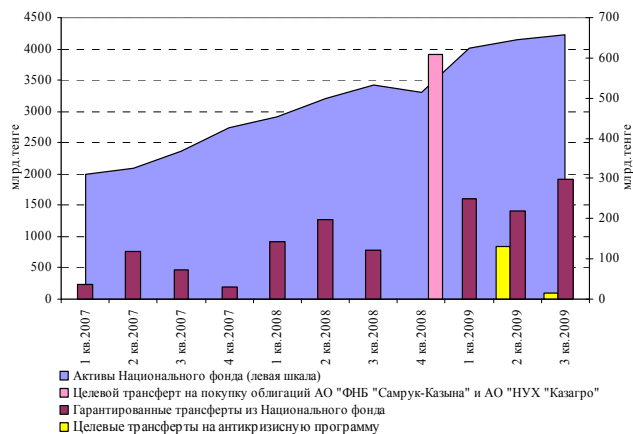
С целью смягчения негативных последствий глобального финансового кризиса и обеспечения макроэкономической стабильности, начиная с 2007 г. используются средства Национального фонда в виде гарантированных трансфертов в республиканский бюджет на покрытие расходов бюджета развития и целевых трансфертов на цели, определяемые Президентом Республики Казахстан.

В виде целевого трансферта в 4 кв. 2008 года из Национального фонда в республиканский бюджет было перечислено 607,5 млрд. тенге (доля в активах фонда - 18,4%) на увеличение уставного капитала акционерного общества «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» для реализации мер по обеспечению конкурентоспособности и устойчивого развития национальной экономики Казахстана (График 2.1.7).

Кроме того, на реализацию антикризисной программы по стабилизации экономики и финансовой системы на 2009-2010 годы¹⁰ во 2 и 3 кварталах 2009 г. из Национального фонда было изъято 146,5 млрд. тенге (доля в активах фонда - 3,5%) для стабилизации ситуации на

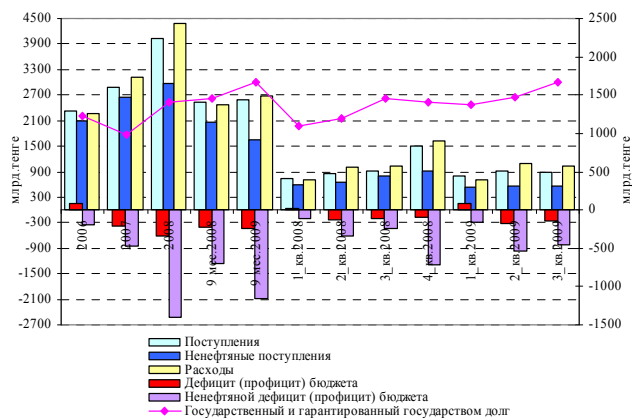
¹⁰ План совместных действий Правительства, Национального Банка и Агентства по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций Республики Казахстан по стабилизации экономики и финансовой системы на 2009 – 2010 годы.

График 2.1.7
Использование активов Национального фонда



Источник: НБРК

График 2.1.8
Исполнение государственного бюджета*



Примечание: * за период

Источник: МФ

финансовом рынке, решения проблем на рынке недвижимости, поддержки малого и среднего бизнеса и развития агропромышленного комплекса. Изъятие средств из Национального фонда в виде гарантированных трансфертов, обеспечивающих рост совокупных расходов государственного бюджета на уровне, не превышающем темпы номинального роста ВВП, за данный период составило 7% от активов фонда.

Доходная часть государственного бюджета в абсолютном выражении сохранялась на уровне 2008 г. (График 2.1.8). Ожидаемого роста поступлений в бюджет в результате введения в действие с 1 января 2009 г. нового Налогового кодекса, предусматривающего существенное снижение налоговой нагрузки с целью стимулирования деловой активности экономики, не произошло. При этом в структуре доходов бюджета 60% поступлений обеспечивается налоговыми поступлениями, в основном за счет налогов на добавленную стоимость и корпоративного подоходного налога.

По результатам 9 месяцев 2009 г. произошло снижение ненефтяных поступлений на 19% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года,

что объясняется снижением налоговых поступлений за счет НДС на импорт в результате снижения импорта на 25,7%. Это способствовало расширению дефицита бюджета до уровня 2,1% от ВВП. При этом доля ненефтяных поступлений в доходах государственного бюджета составляет 65%.

В целях финансирования дефицита бюджета несколько увеличился государственный и гарантированный государством долг. В частности, темп роста долга государства по результатам 3 кв. 2009 г. к аналогичному периоду прошлого года составил 16%.

С точки зрения устойчивости долга Правительства и гарантированного государством долга необходимо отметить некоторое увеличение рисков платежеспособности и ликвидности государственного сектора. Основное давление на платежеспособность оказывает рост долга на фоне снижения ненефтяных поступлений (Таблица 2.1.1). Давление на уровень ликвидности оказывает увеличение расходов по погашению и обслуживанию долга Правительства и снижение доходов государственного бюджета в виде ненефтяных поступлений.

Таблица 2.1.1

**Индикаторы устойчивости долга Правительства и
гарантированного государством долга**

	2006	2007	2008	9 мес. 2008	9 мес. 2009
Индикаторы платежеспособности					
Долг Правительства, местных исполнительных органов, гарантированный государством долг / Ненефтяные поступления государственного бюджета, %	33,0	28,6	36,6	47,4	87,5
Чистые внешние обязательства органов государственного управления ¹¹ / Ненефтяные поступления государственного бюджета, %	7,6	4,8	4,5	9,6 ¹²	14,3 ¹²
Индикаторы ликвидности					
Краткосрочный долг Правительства / Ненефтяные поступления государственного бюджета, %	0,04	2,1	6,0	6,2	5,3
Погашение и обслуживание долга Правительства / Доходы государственного бюджета, %	нд	4,5	5,7	7,7	9,3
Внешняя позиция сектора гос.управления и органов денежно-кредитного регулирования (внешние активы - внешние обязательства), млрд.долл.США	30,9	37,5	46,1	21,5 ¹²	40,9 ¹²

Источник: МФ, расчеты НБРК

Снижение цен на нефть, девальвация валют основных стран – торговых партнеров, ухудшение условий торговли и реальное удорожание тенге в эффективном выражении стали основными предпосылками необходимости корректировки курса национальной валюты в начале 2009 г. в целях восстановления конкурентоспособности экономики.

В результате неблагоприятной конъюнктуры цен на нефть и на другие сырьевые товары, снижения стоимостных и количественных объемов экспорта, доходов от экспорта, в течение 9 месяцев 2009 г. наблюдалось ухудшение показателей внешней устойчивости экономики (Таблица 2.1.2). Вместе с тем, стабильно высокий приток иностранных инвестиций обеспечивает устойчивое покрытие дефицита текущего счета, что является важным автоматическим стабилизатором платежного баланса в условиях развития неблагоприятных внешних шоков.

Таблица 2.1.2

Показатели устойчивости внешнего сектора

	2006	2007	2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009
Текущий счет, в % к ВВП	-3%	-8%	5%	2%	-1%	-3%
Торговый баланс, в % к ВВП	18%	14%	25%	21%	16%	13%
Покрытие текущего счета ИПИ, в % к ВВП	6%	-0,2%	13%	11%	8%	6%
Утечка капитала ¹³ , в % к ВВП	-4%	-9%	-8%	-10%	-9%	-5%
Краткосрочный капитал, в % к ВВП	-0,4%	-6%	-2%	-2%	-0,3%	2%
Изменение условий торговли, в % в годовом выражении	-12%	16%	-19%	-36%	5%	8%

Примечание: квартальные показатели рассчитаны в годовом выражении с учетом трех предыдущих кварталов

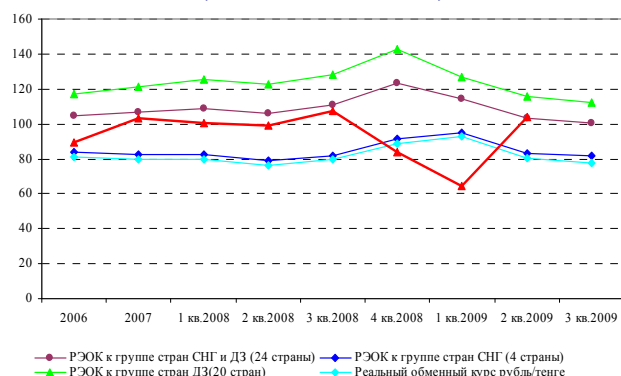
Источник: НБРК

¹¹ Рассчитываются как разница между обязательствами по долговым инструментам и активами по долговым инструментам.

¹² Данные рассчитаны по состоянию на 1 полугодие 2008 и 2009 гг. соответственно

¹³ Утечка капитала = ошибки и пропуски + краткосрочный капитал

График 2.1.9
Реальный эффективный обменный курс, реальный
обменный курс и условия торговли
(индекс, 2000 г.=100)



Источник: НБРК

обязательств страны. (Таблица 2.1.3). При этом основное снижение внешних активов произошло в результате сокращения резервных активов Национального Банка и использования средств Национального фонда для стабилизации экономики и финансовой системы. Снижение темпов роста внешних обязательств объяснялось также в основном снижением внешних обязательств банковского сектора. При этом сохранялся рост внешних обязательств, прежде всего, за счет корпоративного сектора.

Таблица 2.1.3
Вклад банков и других секторов в рост внешних активов и внешних обязательств
(% изменение в годовом выражении)

		Всего	Банки ¹⁴	Другие сектора ¹⁴	Государственный сектор ¹⁴
2007	Активы	30%	10%	10%	9%
	Обязательства	38%	18%	21%	-1%
2008	Активы	21%	3%	7%	11%
	Обязательства	10%	-8%	18%	0,1%
1 кв. 2009	Активы	5%	4%	3%	-1%
	Обязательства	2%	-14%	16%	-0,05%
2 кв. 2009	Активы	-1%	2%	2%	-5%
	Обязательства	1%	-14%	15%	0,2%

Источник: НБРК

Таким образом, к концу 2008 г. в экономике Казахстана сложился ряд неблагоприятных факторов, потребовавших корректировки курса национальной валюты и восстановления конкурентоспособности экономики страны. В результате с целью обеспечения экономической и финансовой стабильности 4 февраля 2009 г. Национальным Банком была осуществлена девальвация национальной валюты.

Улучшение по результатам 9 месяцев 2009 г. отдельных показателей устойчивости экономики свидетельствует о положительных результатах девальвации. Одномоментная девальвация в Казахстане в сравнении с другими странами, проводившими в аналогичном периоде корректировки национальных валют, была проведена с меньшими издержками и потерями международных резервов.

Сравнительный анализ результатов девальвации с другими странами показывает относительную успешность проведенной в Казахстане девальвации. Она оценивается с

¹⁴ Вклад секторов в общее изменение активов и обязательств рассчитывается как отношение разницы активов (обязательств) сектора за текущий и предыдущий периоды к общим активам (обязательствам) за предыдущий период.

позиции сохранения международных резервов страны, масштабов сокращения экономического роста, повышения конкурентоспособности, а также сохранения вкладов банковской системы.

За период с 3 кв. 2008 г. по 1 кв. 2009 г.¹⁵ номинальный курс российского рубля снизился на 43,6%, украинской гривны – на 62,1%, латвийского лата – на 15,5 %, венгерского форинта – на 45,9%, в то время как казахстанский тенге был девальвирован на 26,4%. Девальвация в этих странах была постепенной и управляемой, в Казахстане – одномоментной. Высокие девальвационные ожидания и значительный отток капитала явились основными предпосылками снижения курсов валют в данных странах.

Эффект от девальвации можно оценить через изменения основных макроэкономических показателей за период до девальвации и после девальвации (Таблица 2.1.4). Так, например, потери резервов в Казахстане были менее значительными по сравнению с объемами использованных резервов на поддержание курсов своих валют Россией, Украиной и Латвией. В частности, потеря международных резервов России с начала 2008 г. по 1 кв.2009 г. составила 31%, Латвии – 33% и Украины – 24% с учетом кредита МВФ, Казахстана – 14%. Ряд стран также обратился к МВФ за помощью в восстановлении резервов.

Таблица 2.1.4

Изменение основных макроэкономических показателей стран после девальвации
(% изменение по сравнению с 3 кв. 2008 г.)

	Россия	Украина	Латвия	Венгрия	Казахстан
	3 кв. 2009 г.				
Международные резервы ¹⁶ (изменение в %)	-25,7	-25,1	-36,8 ²³	57,7	-5,9
РЭОК ¹⁷ (% изменение к предыдущему году)	-6,5	-17,5 ²³	4,7	-14,1 ²³	-9,5
Реальный рост ВВП ¹⁸ (в %)	-10,9 ²³	-17,8 ²³	-18,7 ²³	-7,5 ²³	-2,2
Промышленное производство (изменение за анализируемый период, в %)	-11,0	-18,4	-10,2	-18,0	2,8
Экспорт ¹⁹ (изменение в %)	-36,7	-12,9 ²³	-17,5 ²³	-23,6 ²³	-34,3
Импорт ¹⁹ (изменение в %)	-31,2	-18,2 ²³	-27,4 ²³	-26,2 ²³	-17,8
Инфляция (в % к соответствующему периоду предыдущего года)	10,7	16,8	0,1	4,9	6,0
Волатильность курса ²⁰	0,56	0,12	0,45	0,92	0,05
Депозиты населения (изменение в %)	13,3 ²¹	3,3	-13,9	14,3	20,8
Справочно (по состоянию на конец периода):					
Международные резервы / Краткосрочный долг ²² (отношение)	6,4 ²³	1,4 ²³	0,4 ²³	1,2 ²³	0,68 ²³
Международные резервы / Импорт товаров и услуг (в месяцах импорта)	19,9	4,0 ²³	3,3 ²³	4,4 ²³	6,1
Текущий счет/ВВП ¹⁹ (отношение в %)	3,7 ²³	-3,8 ²³	-2,8 ²³	-4,5 ²³	-3,1
ВВД/ВВП ¹⁹ (отношение в %)	32,0 ²³	64,1 ²³	134,1 ²³	163,2 ²³	90,9 ²³

Источник: центральные банки, национальные статистические агентства, статистика МВФ (IFS), Thomson Reuters (Datastream), расчеты НБРК

¹⁵ Для сравнительного анализа эффекта девальвации выбраны Россия, Украина, Латвия и Венгрия, в которых наблюдалось значительное изменение курсов национальных валют в период с 3 кв. 2008 по 1 кв.2009 г.

¹⁶ Валовые международные резервы, включая золото

¹⁷ Изменения за период, исходя из среднеквартальных значений.

¹⁸ Изменения за 6 мес. 2009 г. (по Казахстану – за 9 мес. 2009 г.) по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

¹⁹ Рассчитано в годовом выражении с учетом трех предыдущих кварталов.

²⁰ Волатильность курса рассчитана, как стандартное отклонение изменений ежедневных номинальных обменных курсов, взятых по модулю, за 2 и 3 кварталы 2009 г.

²¹ Изменения рассчитаны на 01.09.2009 г. по сравнению с 01.10.2008 г.

²² Краткосрочный долг по Казахстану рассчитан как сумма краткосрочного долга, оставшегося до погашения, и процентных платежей по обслуживанию внешнего долга, подлежащих погашению в течение будущих 12 месяцев.

²³ Данные рассчитаны на конец 2 кв.2009 г.

Поскольку динамика казахстанского экспорта в большей степени зависит от мировых цен на сырьевые товары, девальвация не оказала существенного влияния на объемы экспорта, но в то же время позволила минимизировать сокращение доходов предприятий - экспортеров в национальной валюте в условиях снижения цен на сырьевые товары и ограничить рост импорта. Задача девальвации по достижению реального ослабления национальной валюты в реальном выражении была достигнута, а выбранный режим обменного курса позволил максимально стабилизировать валютные риски в условиях неопределенности развития экономической системы (Бокс 2).

Бокс 2

Прогноз платежного баланса на 2009-2010 годы *

Основной, наиболее вероятный, сценарий динамики платежного баланса на 2009 г. разработан с учетом сохранения в текущем году цен на нефть в 60 долл. США за баррель, а прогноз на 2010 г. - с учетом среднегодовой мировой цены на нефть в 70 долл. США за баррель и реального роста ВВП в 4%. Данный уровень цен на нефть отражает тенденции мирового рынка энергоносителей и намерения экспортеров нефти по поддержанию «справедливого» уровня мировой цены на нефть в диапазоне 65-75 долл. США за баррель.

По предварительной оценке, ожидается, что счет текущих операций в 2009 году сложится с дефицитом не более 3% к ВВП, а в 2010 году - с профицитом в 1% к ВВП. Торговый баланс в 2009-2010 годах составит порядка 13-15% к ВВП. При этом основные изменения экспорта и импорта в 2010 году произойдут в основном не за счет количественного, а за счет ценового фактора.

Финансовый счет в 2009 сложится с профицитом более 5 млрд. долл. США, что позволит профинансировать текущий дефицит и покрыть потребность банков в иностранной валюте, а в 2010 году - с дефицитом в 0,4 млрд. долл. США. При этом основными факторами дефицита финансового счета в 2010 году могут стать:

- значительное сокращение прямых иностранных инвестиций, главным образом, за счет сокращения финансирования Северо-Каспийского проекта, пик которого приходит на 2009 год;

- увеличение нетто оттока в 2010 году по портфельным инвестициям в связи с ростом поступлений в счет Национального Фонда РК и отсутствием изъятий за исключением запланированных гарантированных трансфертов;

- возможный выход отдельных банков на рынки еврооблигаций и привлечение других долгосрочных инвестиций, которые обеспечат приток капитала в банковский сектор и позволят перекрыть погашение по ранее выпущенным ценным бумагам.

В итоге, предполагается, что общий платежный баланс в 2009 году сложится с профицитом порядка 2,1% к ВВП, а в 2010 году с профицитом в 0,7-1% к ВВП.

Прирост золотовалютных резервов Национального Банка в 2010 году будет более умеренным и на конец 2010 году их объем будет достаточным для покрытия не менее 6,2 месяцев импорта товаров и услуг.

Прогнозы развития мирового спроса на фоне восстановления мировой экономики делают достаточно реалистичными оценки сохранения текущего уровня мировых цен на нефть в 2010 году. Соответственно **риск ухудшения платежного баланса вследствие влияния мировых цен оценивается как низкий**, однако его нельзя полностью исключать и недооценивать. Высокая зависимость реальной экономики от внешнего сектора определяет чувствительность платежного баланса на изменения мировых цен на энергоносители. В частности при реализации сценария цены на нефть в размере 50 долл. за баррель в 2010 году текущий счет составит порядка 3% к ВВП за счет сокращения торгового баланса до 10% к ВВП. Накопленные международные резервы позволяют сохранить уровень покрытия не менее 5 месяцев импорта товаров и услуг. При этом, прогнозы не учитывают положительный эффект реструктуризации внешних обязательств банков на сокращение оттока капитала.

Таблица 1

**Прогноз платежного баланса Казахстана на 2009 – 2010 годы, млрд.долл.США
(по состоянию на ноябрь 2009 года)**

	2008	2009 (9 мес.)	2009 оценка	2010 (прогноз)	
				1 вар.	2 вар.
А. Текущий счет	6,6	-3,4	-3,1	1,2	-3,6
<i>в % к ВВП</i>	5,0		-2,9	1,0	-3,1
Торговый баланс	33,5	9,0	14,5	19,2	11,8
Экспорт (fob)	72,0	29,9	44,0	54,1	43,5
Импорт (fob)	-38,5	-20,9	-29,6	-35,0	-31,7
Баланс услуг	-6,6	-4,3	-6,2	-4,5	-3,6
Баланс доходов и трансфертов	-20,3	-8,2	-11,3	-13,5	-11,7
В. Счет операций с капиталом и финансами*	-4,4	3,7	5,4	-0,4	1,4
Прямые инвестиции (нетто)	10,9	7,2	8,2	5,4	4,9
Портфельные инвестиции	-9,3	1,0	-0,4	-6,1	-2,3
Другие долгосрочные инвестиции (нетто)	4,3	-1,7	-0,4	3,3	1,3
В-2. Краткосрочный капитал*	-10,3	-3,0	-2,0	-3,0	-2,6
С. Общий баланс	2,2	0,3	2,3	0,9	-2,2
Резервные активы НБК	-2,2	-0,3	-2,3	-0,9	2,2
<i>Справочно:</i>					
Среднегодовой обменный курс				150	150
ВВП (реальный рост, в %)			100,1%	104,0%**	102,4%
ВВП (млрд.долл.США)			108,0	122,2	116,1
Прогноз цена на нефть (долл.США./баррель)				70	50

Примечание: * включая ошибки и пропуски

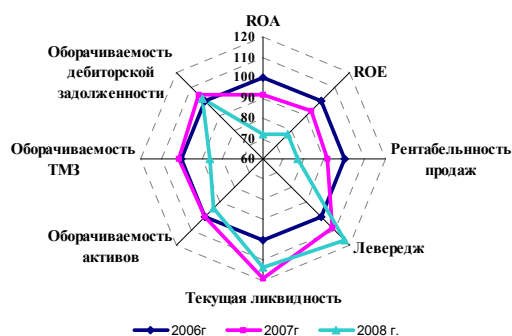
** Прогноз роста ВВП на 2010 г. при 70 долл.США за баррель предоставлен МЭБП и отличается от Прогноза социально-экономического развития Республики Казахстан на 2010 – 2014 гг., одобренного на заседании Правительства Республики Казахстан протоколом №32 от 27.08.2009 г., поскольку предполагается более благоприятная конъюнктура цен на мировых товарных рынках.

Источник: НБРК

2.2. Корпоративный сектор

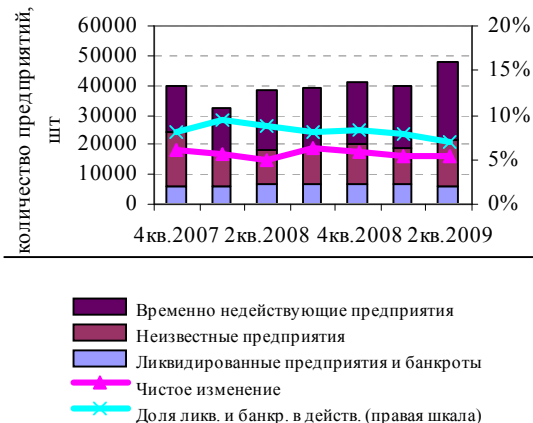
Напряжение на финансовом рынке и кредитное сжатие, начиная с середины 2007 года, отразились на ухудшении показателей финансовой устойчивости и деловой активности предприятий только с конца 2008 года на фоне замедления экономического роста и ухудшения ценовых параметров товарных рынков. Несмотря на сохранение в целом низких уровней, во втором квартале, по мере улучшения внешней ценовой конъюнктуры, проявилась тенденция стабилизации финансового состояния, устойчивость которой зависит от улучшения параметров внутреннего потребительского спроса. От масштабов восстановления и устойчивости тенденций внешних товарных рынков зависит также дальнейшее восстановление валютной ликвидности, частично компенсирующей негативный эффект расширения отрицательной валютной позиции в результате девальвации тенге.

График 2.2.1
Основные финансовые показатели (2006=100)



Источник: АРКС, расчеты НБРК

График 2.2.2
Деловая активность предприятий



Источник: АРКС, расчеты НБРК

Снижение цен на мировых товарных рынках, ужесточение условий кредитования банками предприятий малого и среднего бизнеса и снижение внутреннего спроса к концу 2008 года ухудшили основные финансовые показатели²⁴ корпоративного сектора (График 2.2.1).

Основной спад показателей с конца 2008 года обусловлен в первую очередь резким ухудшением деятельности малых предприятий, на долю которых приходится порядка 30% общих активов корпоративного сектора. Так показатели рентабельности малых предприятий сократились более чем в 3 раза, составив порядка 12% по ROE и 2% по ROA. Данный спад произошел в результате получения убытков предприятиями обрабатывающей промышленности и строительства, сокращения собственного капитала и активов в торговле. Сокращение капитализации торговых предприятий в свою очередь повлекло рост левереджа и снижение ликвидности, несмотря на уменьшение общих обязательств.

В целом по малым предприятиям, снижение оборачиваемости ТМЗ почти в 2 раза, характеризовало снижение эффективности деятельности и сказалось на полученном доходе от реализации продукции.

Ухудшение финансовых показателей малых предприятий также отразилось на сокращении деловой активности²⁵ всего корпоративного сектора - на долю малых предприятий приходится более 90% всех ликвидированных предприятий и банкротов (График 2.2.2). Кроме того, на конец 2 квартала 2009 года 40% ликвидированных предприятий и банкротов составили предприятия сектора торговли. Значительный рост группы временно недействующих и неизвестных предприятий, на 70% состоящей из сектора торговли, строительных компаний и предприятий, предоставляющих услуги, может свидетельствовать о возможном дальнейшем росте

²⁴ Основные финансовые показатели:

ROA – Рентабельность активов - отношение дохода до налогообложения к средним активам;

ROE – Рентабельность капитала - отношение дохода до налогообложения к среднему собственному капиталу;

Рентабельность продаж – отношение дохода до налогообложения к доходу от реализации продукции и оказания услуг;

Левередж – отношение общих обязательств к собственному капиталу;

Текущая ликвидность – отношение краткосрочных активов к краткосрочным обязательствам;

Оборачиваемость активов – отношение дохода от реализации готовой продукции к средним активам;

Оборачиваемость товарно-материальных запасов (ТМЗ) – отношение себестоимости реализованной продукции к средним запасам товарно-материальных ценностей;

Оборачиваемость дебиторской задолженности – отношение дохода от реализации готовой продукции к средним запасам дебиторской задолженности.

²⁵ Показатели деловой активности:

Временно недействующие предприятия - в простое продолжительностью более одного месяца;

Неизвестные предприятия - в случае, когда нет никакой информации более двух лет, и предприятие не могут найти;

Чистое изменение – разница между вновь созданными предприятиями и суммой ликвидированных предприятий и банкротов за период.

количества банкротств и сохранении нагрузки на качество кредитных портфелей банков, в зависимости от масштабов восстановления экономики.

Крупные и средние предприятия. За период со 2 квартала 2008 по 2 квартал 2009 года наблюдалось ухудшение почти всех финансовых показателей крупных и средних предприятий (Таблица 2.2.1). Спад отмечался в сельском хозяйстве, в строительстве и промышленности (за счет нефтеперерабатывающих компаний и металлургии), а также среди предприятий, предоставляющих услуги потребителям.

Таблица 2.2.1

Показатели финансовой устойчивости (крупные и средние предприятия), 2 кв. 2009 года

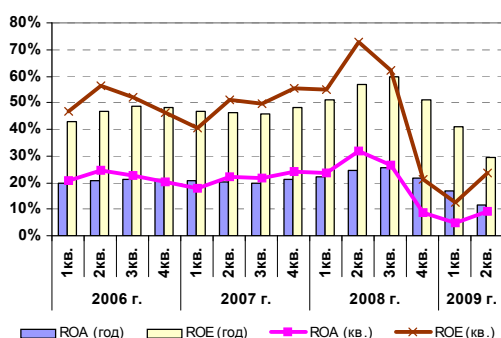
По отраслям	ROA*	ROE *	Рентабельность продаж*	Мультипликатор	Оборачиваемость дебиторки	Оборачиваемость активов	Доля активов отрасли в общих активах	Задолженность перед банками (доля в обязательствах)
Всего по Казахстану, в т.ч.	11,77%	29,42%	19,36%	2,60	3,50	0,61	100%	0,20
<i>Сельское хозяйство</i>	2,71%	8,20%	5,78%	2,81	1,79	0,47	2%	0,23
<i>Промышленность, из нее:</i>	19,54%	34,87%	29,93%	1,80	3,55	0,65	48%	0,19
- Горнодобывающая промышленность	27,52%	47,82%	41,07%	1,77	4,31	0,67	28%	0,14
- Обрабатывающая промышленность	9,96%	18,82%	15,78%	1,92	2,52	0,63	16%	0,25
<i>Строительство</i>	4,72%	49,69%	6,06%	11,36	2,49	0,78	7%	0,20
<i>Торговля</i>	13,01%	61,54%	9,69%	4,53	4,12	1,34	7%	0,29
<i>Транспорт и связь</i>	6,92%	14,05%	12,30%	2,15	5,64	0,56	14%	0,47
<i>Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг потребителям</i>	-0,19%	-2,38%	-1,09%	15,62	3,01	0,17	17%	0,04

Примечание: Показатели рентабельности рассчитаны на годовой основе

Источник: АРКС, расчеты НБРК

График 2.2.3

ROA, ROE на годовой и квартальной основе



Источник: АРКС, расчеты НБРК

Вместе с тем, несмотря на тенденцию ухудшения доходности предприятий, в корпоративном секторе, начиная со 2 квартала 2009 года формируется основа для восстановления²⁶, которая, тем не менее, пока определяется в основном ограниченным перечнем секторов, ориентированных на внешний рынок (График 2.2.3).

²⁶ В рамках данного анализа были сопоставлены расчеты ROA и ROE в годовом выражении (за прошедшие 4 квартала) и результаты, полученные методом экстраполяции квартальных показателей.

Риски финансовой устойчивости корпоративного сектора (крупные и средние предприятия)*

График 1

Показатели риска дефолта **

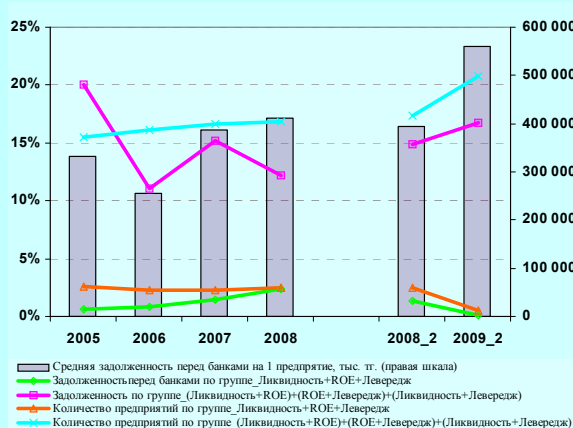
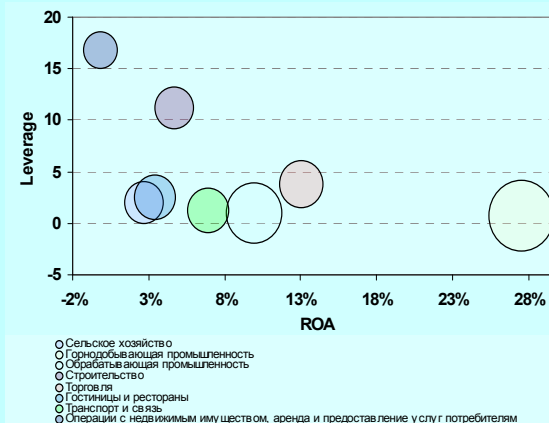


График 2

Распределение рисков по отраслям
(2кв. 2009 года)

Источник: АРКС, расчеты НБРК

Примечание: Размер точки соответствует уровню текущей ликвидности

Источник: АРКС, расчеты НБРК

Своевременная оценка риска дефолта предприятий корпоративного сектора позволяет оценить уязвимость банковского сектора с точки зрения устойчивости предприятий-заемщиков.

Несмотря на уменьшение количества предприятий с максимальным риском (наиболее худшие показатели по всем трем параметрам: ликвидность, лeverедж и доходность), прежде всего в строительстве и обрабатывающей промышленности, выросла доля предприятий, входящих в группу, как минимум, с двумя «наихудшими» значениями показателей*** (График 1). По задолженности перед банковским сектором на долю данной группы во втором квартале 2009 года пришлось порядка 16,7% всех займов, из них 23% на предприятия торговли, 20% - обрабатывающей промышленности и 19% - горнодобывающей промышленности.

Таким образом, уровень долга, по которому высок риск невозврата долгов (предприятия, у которых присутствуют, как минимум два фактора риска), по-прежнему достаточно высок и приблизительно соответствует оценке неработающих займов банков, без учета банков, находящихся в процессе реструктуризации. При этом определяющим фактором риска является низкая доходность и уровень ликвидности (11% задолженности по займам перед банками корпоративного сектора экономики приходится на предприятия, где присутствуют оба данных фактора риска).

С точки зрения комбинации рисков доходности, ликвидности и лeverеджа наиболее высокий риск присутствует в отраслях (1) операции с недвижимостью и предоставлением услуг потребителям, (2) строительстве, (3) сельском хозяйстве (График 2).

* Более детальный анализ методологии был представлен в Отчете о финансовой стабильности в 2007 году в разделе Специальные исследования.

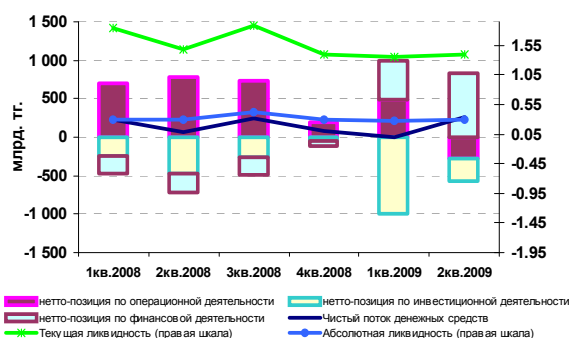
** Показатели риска дефолта предприятий:

Ликвидность+ROE+Лeverедж – зона максимального риска дефолта, сочетающая в себе предприятия с низкой ликвидностью***, низкой рентабельностью капитала*** и высоким уровнем задолженности;

Сочетание двух показателей с наихудшими значениями, к примеру - Ликвидность+ROE, является показателем двухфакторного риска, т.е. предприятие сочетает в себе низкий показатель Ликвидности и одновременно низкий показатель рентабельности капитала.

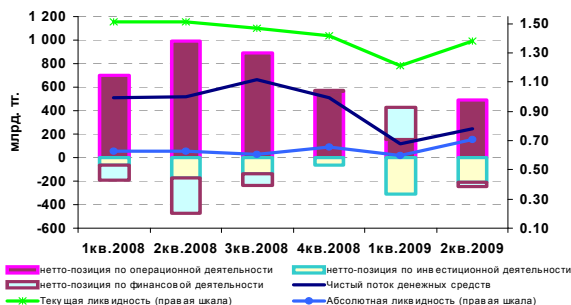
Также во втором квартале 2009 года ликвидность предприятий поддержали чистые поступления денежных средств, прежде всего поступления от финансовой деятельности (График 2.2.4). Более того, во втором квартале отмечен рост притока денежных средств в

График 2.2.4
Потоки денежных средств (за квартал), всего



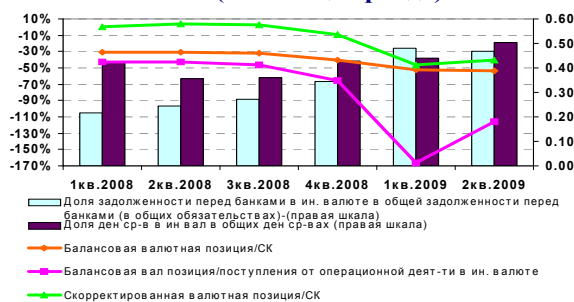
Источник: АРКС, расчеты НБРК

График 2.2.5
Потоки денежных средств (за квартал), в иностранной валюте



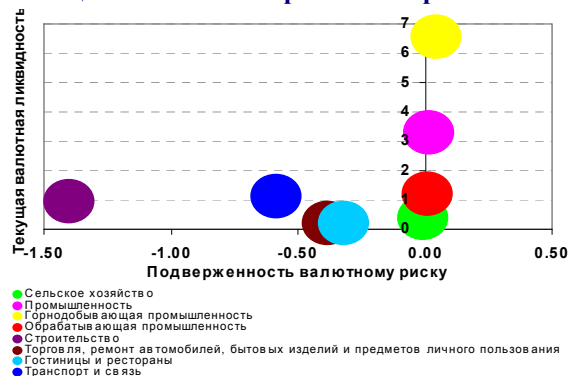
Источник: АРКС, расчеты НБРК

График 2.2.6
Показатели деятельности в иностранной валюте (на конец периода)



Источник: АРКС, расчеты НБРК

График 2.2.7
Оценка валютного риска по отраслям



Примечание: в графике отсутствует отрасль, связанная с предоставлением услуг потребителям. Валютный риск по ней составляет -14,33, и Ликвидность 0,04.

Источник: АРКС, расчеты НБРК

иностранной валюте от операционной деятельности за счет предприятий нефтедобывающей и обрабатывающей промышленности, что непосредственно отразилось на улучшении показателей валютной ликвидности (График 2.2.5).

Улучшение ситуации с валютной ликвидностью частично компенсировало рост отрицательной валютной позиции²⁷ в результате переоценки обязательств после девальвации тенге (График 2.2.6).

В целом, с точки зрения валютного риска²⁸, наиболее уязвимыми являются предприятия, ориентированные на внутренний рынок, которые не имеют существенных денежных потоков в иностранной валюте. (График 2.2.7). В частности, отмечен рост валютного риска в сельском хозяйстве, транспорте и связи, в строительстве, операциях с недвижимым имуществом и связанных с предоставлением услуг потребителям.

От дальнейшего расширения отраслевой базы восстановления экономики зависит дальнейшая динамика качества ссудного портфеля банков, которая в настоящее время определяется комбинацией снижения доходности, ликвидности, что усиливает эффект высокой долговой нагрузки на платежеспособность заемщиков (Бокс 3).

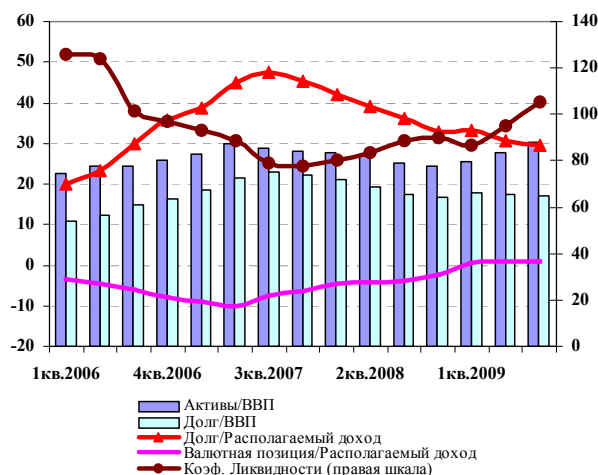
²⁷ При расчете чистой балансовой валютной позиции использовались финансовые активы, включающие денежные средства и их эквиваленты, финансовые инвестиции и дебиторскую задолженность. Скорректированная валютная позиция учитывает также поступления денежных средств от операционной деятельности в иностранной валюте в годовом выражении

²⁸ Подверженность валютному риску – отношение чистой позиции в иностранной валюте к собственному капиталу.

2.3 Сектор домашних хозяйств

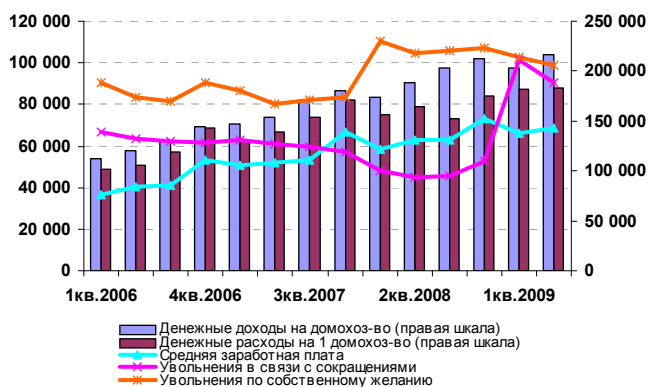
Наблюдается некоторое улучшение показателей финансовой устойчивости домашних хозяйств, прежде всего за счет переоценки финансовых активов. Вместе с тем, для сохранения тенденции необходимо устойчивое восстановление экономической активности в стране, и соответствующий рост занятости. На этой основе, кредитование физических лиц вновь может стать привлекательным сегментом банковского бизнеса.

График 2.3.1
Показатели финансовой устойчивости домашних хозяйств, %



Источник: АРКС, расчеты НБРК

График 2.3.2
Факторы финансовой устойчивости баланса населения



Источник: АРКС

Несмотря на отрицательное влияние кредитного сжатия на внутренний спрос и деловую активность, необходимо отметить, что сокращение кредитования банками физических лиц и сохраняющийся рост располагаемого дохода имели некоторый положительный эффект на параметры финансовой устойчивости населения²⁹ (График 2.3.1). В частности продолжился тренд снижения показателей долговой нагрузки с уровней, зафиксированных на пике кредитного бума: соотношение долга к ВВП снизилось до 17,2% с 23%, а долга к располагаемому доходу до 30% с уровня 47%. Переоценка депозитов населения после девальвации и снижение долговой нагрузки также повысили активную часть баланса населения, улучшили валютную позицию и способствовали некоторому восстановлению ликвидности. Все вместе позволяет предполагать, что в случае восстановления экономики и роста занятости, кредитование физических лиц вновь может стать привлекательным сегментом банковского бизнеса.

Ухудшение экономического климата в стране было компенсировано программой поддержки занятости, что сдержало рост безработицы, составляющей в настоящее время 6,3%. Тем не менее, параметры скрытой безработицы все еще показывают наличие напряжения на рынке труда (График 2.3.2).

В целом стагнация доходной части и потребительская структура расходов населения в настоящий момент не позволяет рассчитывать на существенный рост сбережений в

²⁹ Показатели финансовой устойчивости:

Активы/ВВП, где активы - это сумма нефинансовых (недвижимость у населения) и финансовых активов, включая внешние активы;

Долг/ВВП, где долг - это сумма займов у банков и небанковских организаций, а также внешние обязательства;

Долг/Располагаемый доход, где располагаемый доход - это разница между доходами и оказанной материальной помощью и налогами;

Валютная позиция/Располагаемый доход, где валютная позиция - это разница между депозитами в иностранной валюте и кредитами банков в иностранной валюте, включая внешнюю валютную позицию;

Коэффициент ликвидности - отношение наличной валюты и депозитов к кредитам.

краткосрочной перспективе. Основная доля расходов, в среднем на домашнее хозяйство, приходится на приобретение продовольственных товаров, а основной источник доходов (70%) на трудовую деятельность по найму. Также сохраняется нагрузка на доходы населения расходов по обслуживанию текущей задолженности (Бокс 4)

Бокс 4

Оценка равномерности распределения доходов и расходов населения

Основная концентрация расходов приходится на группу населения с уровнем дохода выше среднего. Вместе с тем данная группа могла позволить себе частично финансировать расходы за счет привлечения дополнительного финансирования у банков. В результате роста стоимости обслуживания кредитов в 2008 году увеличилась нагрузка долга на доходы. В частности если в 2006 году только порядка 4% населения имели уровень расходов по обслуживанию долга выше среднего по всем группам населения, то в 2008 году на долю данной группы приходилось уже почти 13% домашних хозяйств.

В то же время, незначительно сократился разрыв неравенства доходов населения. Так на конец 2008 года коэффициент Джини* составил 0,288, тогда как в 2006 и в 2007 году данные показатели превышали 0,309.

Таблица 1

Долговая нагрузка по среднедушевому месячному доходу, использованному на потребление в 2008 году

тенге	до 5000	5001 - 10000	10001 - 15000	15001 - 20000	20001 - 25000	25001 - 30000	30001 - 35000	35001 - 40000	40001 - 45000	40001 - 45000	свыше 50000
Доля населения в обследуемых домашних хозяйствах, % от общего обследуемого населения	0,60	12,50	30,29	22,05	13,83	7,87	4,87	2,66	1,70	1,06	2,57
Обслуживание долга/располагаемый доход, %**	0,32	0,90	1,55	2,82	3,90	4,66	5,54	5,68	6,55	6,03	10,08
Потребительские расходы/располагаемый доход, %	58,6	69,8	75,7	79,8	84,2	88,0	93,1	96,9	97,2	100,3	121,9

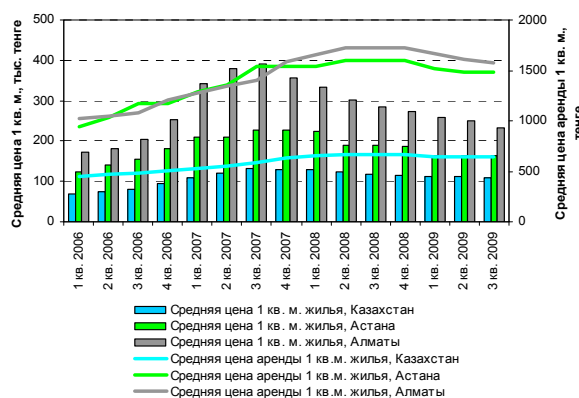
Источник: АРКС, расчеты НБРК

* Коэффициент Джини – индекс неравенства доходов. Величина коэффициента Джини может варьировать от 0 до 1, при этом чем выше значение показателя, тем более неравномерно распределены доходы в обществе (рассчитывается Агентством Республики Казахстан по статистике).

2.4 Факторы, определяющие состояние рынка недвижимости

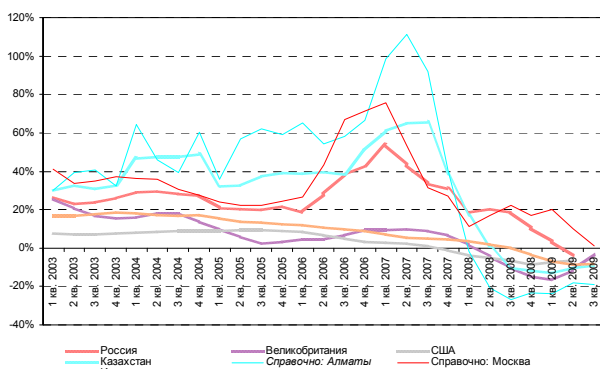
Начавшаяся в конце 2007 года коррекция цен на рынке недвижимости значительно снизила свои темпы в 1-3-м кварталах 2009 года. По ряду признаков (в первую очередь, стабилизация цен в июле – октябре текущего года) можно предположить, что рынок недвижимости близок ко дну. В ближайшей перспективе (вплоть до 1-2 лет) динамика цен на жильё будет зависеть преимущественно от политики банков по финансированию строительства и выдаче ипотечных кредитов. В более длительном периоде важным фактором роста цен может стать недостаточное предложение нового жилья в крупных городах.

График 2.4.1
Динамика цен покупки и аренды недвижимости



Источник: АРКС, расчёты НБРК

График 2.4.2
Межстрановое сравнение ценовой динамики рынка недвижимости



Примечание: Динамика темпов прироста по отношению к аналогичному кварталу предыдущего года

Источник: АРКС, Office of Federal Housing Enterprise (US), Nationwide Anglia Building Society (UK), Ministerio de Vivienda (Spain), Федеральная служба государственной статистики (РФ), расчёты НБРК

В течение 2009 года наблюдалось дальнейшее падение цен на недвижимость, однако его темпы были не столь высокими в сравнении с 2008 годом. Так, если в среднем³⁰ по Казахстану за девять месяцев 2008 года цены на недвижимость упали на 9,6%, то за три квартала текущего года падение составило 6,6%. В Алматы и Астане, где «перегрев» рынка до середины 2007 года проявлялся значительно сильнее, чем в остальных регионах, коррекция цен также происходила менее интенсивно. Если в Алматы и Астане с января по сентябрь 2008 года средняя цена снизилась на 20% и 17,4%, то в аналогичном периоде 2009 года темпы снижения составили 15,1% и 12,5% соответственно. В течение трёх кварталов 2009 года наблюдалось также повышение цен аренды жилья, одной из причин которого являлось снижение доступности жилья вследствие сокращения объёмов выдачи ипотечных займов (График 2.4.1).

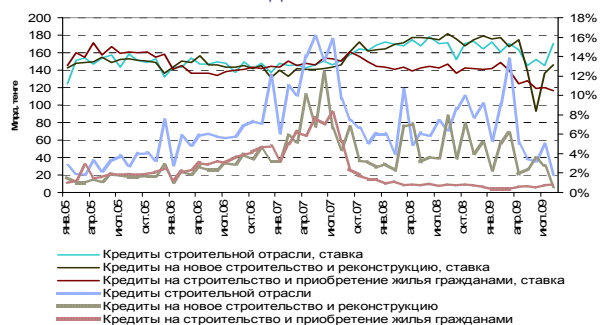
Снижение темпов роста цен на жильё в Казахстане происходило фактически параллельно с падением индексов цен на недвижимость в других странах, что объясняется тесной взаимосвязью между конъюнктурой рынка недвижимости и состоянием национальных банковских систем, которые в период кризиса стали

испытывать трудности с привлечением фондирования (График 2.4.2). Так, начало периода падения цен на недвижимость в Казахстане совпадает с резким снижением активности банков, связанной с выдачей ипотечных кредитов. При этом дефицит кредитования был одним из ключевых факторов, определяющих падение цен на рынке жилья (График 2.4.3).

³⁰Под средней ценой здесь и далее подразумевается среднее 4-х цен: продажи нового типового жилья и перепродажи неблагоустроенного, благоустроенного и элитного жилья

График 2.4.3

Объёмы выданных кредитов и ставки кредитования по направлениям, связанным с рынком недвижимости

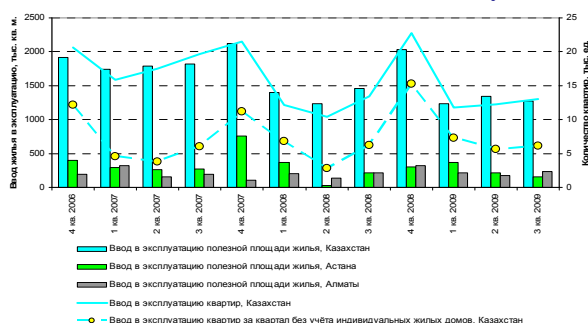


Примечание: Данные за период

Источник: НБРК

График 2.4.4

Объёмы ввода нового жилья в эксплуатацию

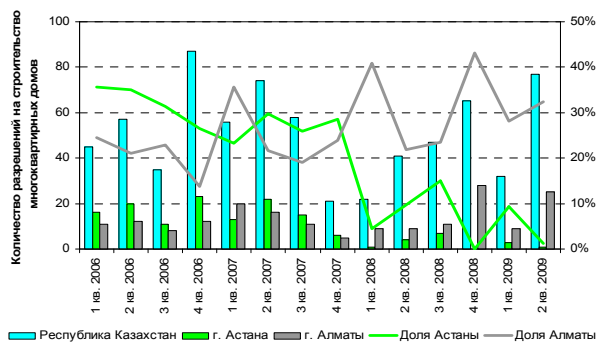


Примечание: Данные за период

Источник: АРКС, расчёты НБРК

График 2.4.5

Количество выданных разрешений на строительство многоквартирных жилых домов



Источник: АРКС, расчёты НБРК

инвестиций³¹ в строительство жилья в 1 квартале 2008 – 1-м квартале 2009 года. Со 2-го квартала текущего года рост инвестиций в строительство жилья возобновился, однако делать однозначный вывод о перемене тренда преждевременно, так как объёмы инвестиций во 2-3-м кварталах текущего года не достигли уровня предыдущего года. Снижение объёмов кредитования строительной отрасли и ипотечного кредитования внесло значительный вклад в отрицательную динамику инвестиций в жилищное строительство. Так, доля инвестиций в строительство за счёт заёмных средств снизилась с пикового значения 66% в 1-м квартале 2008 года до 24,2% в 3-м квартале 2009 года в среднем по Казахстану (График 2.4.6).

Падение объёмов предложения нового жилья в 2008 – 2009 годах наряду со снижением платежеспособного спроса со стороны населения было тесно связано с падением объёмов кредитования строительной отрасли банками. Так, по результатам 3-х кварталов 2009 года снижение совокупного ввода в эксплуатацию полезной площади в сравнении с аналогичным периодом 2007 года составило в целом по Казахстану 27,96%, по Астане – 11%, по Алматы – 7,2% (График 2.4.4). Необходимо отметить, что существенную роль в восполнении объёмов финансирования строительного сектора в городах Алматы и Астана сыграли АО «ФНБ «Самрук Казына» и акиматы этих городов.

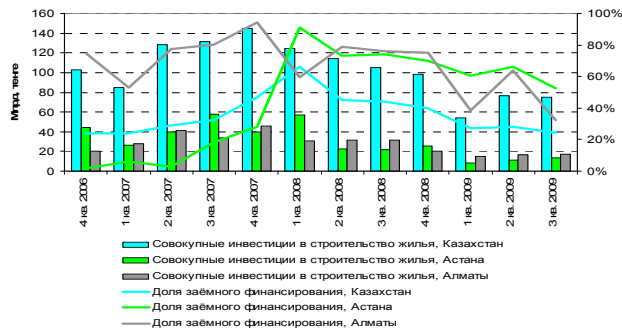
Текущие проблемы с финансированием строительной отрасли могут привести к недостатку предложения на первичном рынке жилья через несколько лет. Так, количество выданных разрешений на строительство многоквартирных жилых домов снизилось в 2008 году по сравнению с 2007 в среднем по Казахстану на 16,%, а в Астане – на 78,6%. Количество разрешений, выданных на строительство в Алматы в первом полугодии текущего года, незначительно превысило уровень 2007 года. В Астане же наблюдается противоположная тенденция: выдача разрешений на строительство в 2008 – 2009 годах фактически прекратилась (График 2.4.5).

Снижение привлекательности рынка недвижимости как объекта инвестирования и значительное падение платежеспособного спроса способствовали снижению объёмов

³¹ Согласно методологии АРКС, под инвестициями в жилищное строительство по методологии АРКС понимаются 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.

График 2.4.6

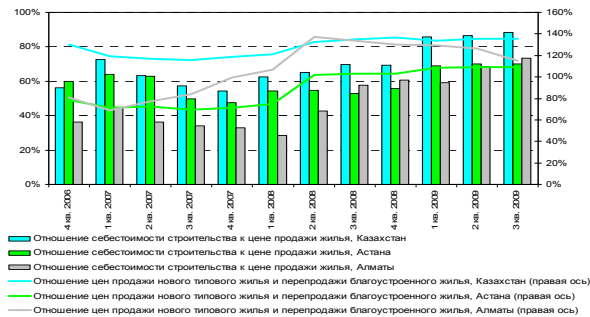
Инвестиции в строительство жилья



Источник: АРКС, расчёты НБРК

График 2.4.7

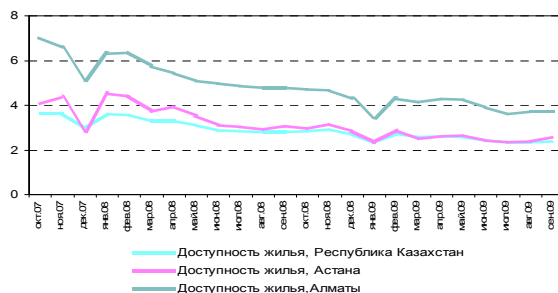
Оценка дисбаланса ценообразования на рынке жилья



Источник: АРКС, расчёты НБРК

График 2.4.8

Индекс доступности жилья



Источник: АРКС, расчёты НБРК

заработной платы. Индекс доступности жилья³² по Казахстану и Астане свидетельствует о высокой доступности жилья для населения (значения индекса ниже 3); в то же время в Алматы значение индекса сместилось из зоны серьёзной недоступности в зону умеренной недоступности (График 2.4.8). Таким образом, этот показатель позволяет говорить о близкой стабилизации цен на жильё, дальнейшая же динамика рынка будет определяться целым комплексом факторов. Так, в краткосрочном периоде (1-2 года) она будет зависеть во многом от нормализации процессов кредитования кластера недвижимости банками. Интенсификация выдачи кредитов банками, в свою очередь, будет зависеть от сроков санации балансов банков (списания от проблемных займов) и объёмов фондирования банков в будущем. В более длительном периоде вероятно возникновение дефицита нового жилья на рынке, на фоне которого может значительно ускориться рост цен на недвижимость.

В сравнении с годами бума строительство стало несколько менее привлекательным бизнесом, так как уже не даёт возможности получать большие прибыли на единицу вложенных средств, как ранее. Об этом свидетельствует снижение разницы между себестоимостью строительства и ценой продажи нового жилья. Так, за 2 года (с 4-го квартала 2006 по 3-й квартал 2009) доля затрат на строительство в цене нового жилья выросла с 56% до 88% в среднем по Казахстану; с 60% до 70% – в Астане; с 36% до 73% – в Алматы. Рост данного показателя объясняется двумя факторами: падением спекулятивной привлекательности рынка недвижимости и снижением платежеспособного спроса на новую недвижимость в 2008 – 2009 годах. О снижении уровня «перегрева» рынка недвижимости в Астане и Алматы свидетельствует динамика такого показателя, как соотношение цен нового типового жилья и перепродажи благоустроенного жилья. Так, в Астане это соотношение изменилось с 79% до 109%, в Алматы – с 81% до 115% с 4-го квартала 2006 по 3-й квартал 2009 года (График 2.4.7). В целом, в течение 2009 года наблюдается некоторое увеличение доступности жилья, которое проявляется в силу снижения цен, несмотря на падение среднемесячной

³² Доступность жилья оценивается с использованием специального индекса, который вычисляется как средняя цена 1 кв. м., умноженная на 18 (норма обеспеченности жильём) и делённая на значение заработной платы за 1 год (среднемесячная заработная плата, умноженная на 12 (количество месяцев)). Пределы колебания данного коэффициента характеризуют доступное жильё (до 3), умеренно недоступное жильё (3,1-4), серьёзно недоступное жильё (4,1-5), значительно недоступное жильё (выше 5,1).

3. Состояние финансового рынка

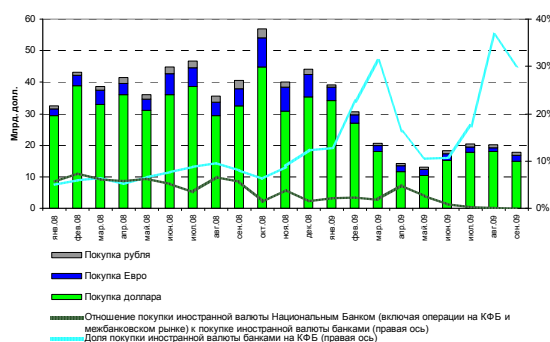
3.1 Основные параметры ключевых сегментов финансового рынка

В 2009 году курсовая динамика тенге определялась преимущественно ценовой конъюнктурой на мировых сырьевых рынках. Эффект внешних шоков и спекулятивного давления в значительной мере компенсировался интервенциями НБРК, который не допускал значительных колебаний курса тенге. Снижение цен на нефть и другие сырьевые экспортные товары в конце 2008 – начале 2009 года вынудило провести девальвацию тенге в феврале. В текущем году произошло также существенное снижение совокупного оборота валютного рынка, обусловленное падением внешнеэкономической активности казахстанского корпоративного сектора.

С января по апрель 2009 года на казахстанском валютном рынке наблюдался устойчивый тренд снижения совокупного объёма сделок купли-продажи иностранной валюты банками на межбанковском рынке, у клиентов и на биржевом валютном рынке. Так, к апрелю 2009 года объёмы покупки иностранной валюты банками упали в сравнении с

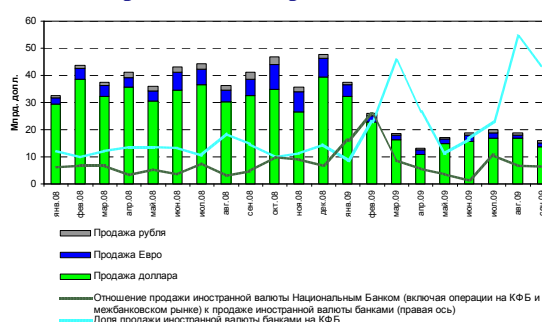
декабрём 2008 более чем в три раза, а объёмы продажи – приблизительно в 3,6 раза. Падение совокупных объёмов операций по купле-продаже иностранной валюты было связано преимущественно с падением объёмов внешнеторговых операций казахстанских компаний. В мае-июне 2009 года совокупные объёмы операций стабилизировались на уровне около 50% от среднемесячных объёмов операций в 2008 году (Графики 3.1.1 и 3.1.2). Необходимо отметить, что с октября 2008 по февраль 2009 года наблюдался резкий рост объёмов чистой покупки иностранной валюты банками, причём значительная доля данного спроса удовлетворялась за счёт операций хеджирования (График 3.1.3). В обоих случаях рост спроса был вызван девальвационными ожиданиями банков. Осенью 2008 года данные ожидания были спровоцированы падением цен на основные экспортные статьи Казахстана, а в феврале 2009 года у участников рынка имелись опасения, что коридор курса тенге 150 ± 5 тенге за доллар, объявленный НБРК, не будет выдержан. При этом существенное превышение спроса на иностранную валюту над её предложением на рынке компенсировалось НБРК. Так, в феврале 2009 года предложение НБРК составило свыше 17% от совокупного предложения валюты на валютном

График 3.1.1
Объёмы покупки иностранной валюты банками



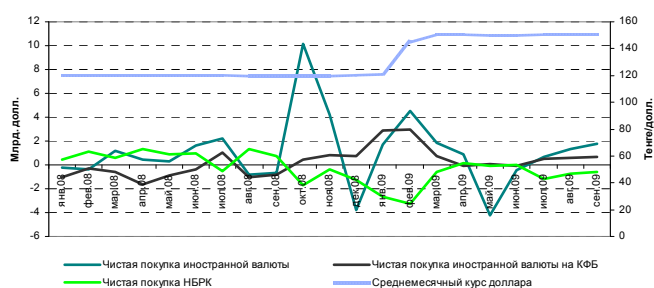
Источник: НБРК

График 3.1.2
Объёмы продажи иностранной валюты банками



Источник: НБРК

График 3.1.3
Объёмы чистой покупки иностранной валюты банками



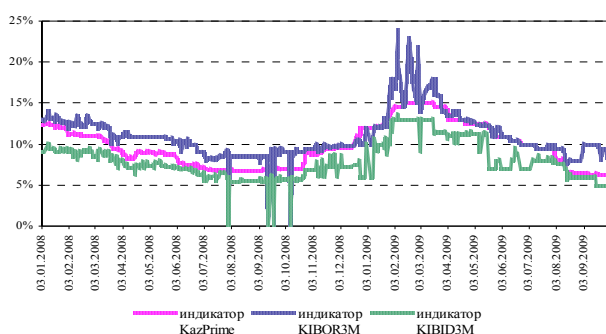
Источник: НБРК

рынке, однако к концу 3-го квартала данный показатель снизился до 4,5%.

Девальвация тенге и проблемы двух системообразующих банков – Альянс Банка и БТА Банка, а также неопределённость в оценке перспектив экономики в начале года стали причиной снижения уверенности участников денежного рынка в стабильности отдельных банков Казахстана, что отразилось в росте цены привлечения средств и снижении объёмов операций на денежном рынке. Начиная с мая 2009 года, ставки пришли к уровню января, а объём сделок на рынке стабилизировался на уровне первой половины предыдущего года.

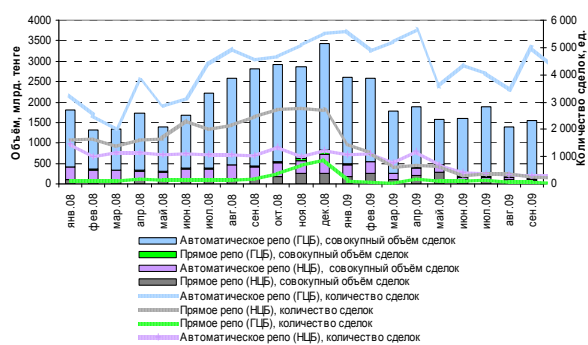
В феврале – марте 2009 года индекс KazPrime достиг 15%; индекс KIBOR3M колебался в диапазоне от 15 до 25%, причём спрэд между индексом KIBOR3M (предложение) и KIBID3M (спрос) в ряде случаев превышал 10 процентных пунктов (График 3.1.4). Последовавшая стабилизация ситуации с ликвидностью банков в результате размещения средств в рамках антикризисной программы и действий НБРК постепенно способствовала восстановлению приемлемых уровней стоимости денег во второй половине текущего года.

График 3.1.4
Индикаторы межбанковского денежного рынка



Источник: KASE

График 3.1.5
Структура биржевого рынка репо



Источник: KASE, расчёты НБРК

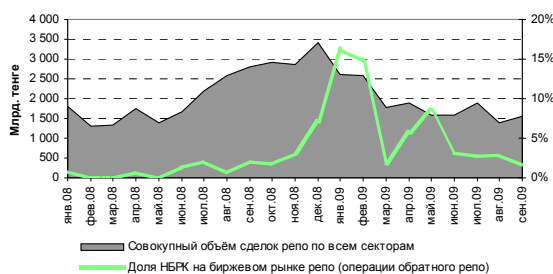
на уровне 1,5 – 2 трлн. тенге вплоть до конца 3-го квартала.

Необходимо отметить, что «сжатие» денежного рынка сопровождалось увеличением ликвидности основных участников денежного рынка – банков – в 1-3-м кварталах 2009 года, о чём свидетельствует существенный рост обязательств НБРК перед БВУ. При этом НБРК проводил политику, связанную с созданием достаточного предложения на денежном рынке через проведение операций обратного репо и направленную на стимулирование вложения средств в экономику (График 3.1.7).

Повышенная ликвидность банков при снижении оборотов денежного рынка и увеличении стоимости привлечения средств на нём объясняется изменением в восприятии риска банками, которые не желают инвестировать свои средства на рынке и предпочитают держать их в НБРК. В настоящее время они не стремятся размещать денежные средства на финансовом и кредитном рынках в силу нежелания принимать на себя риск и предпочитают иметь избыточную ликвидность.

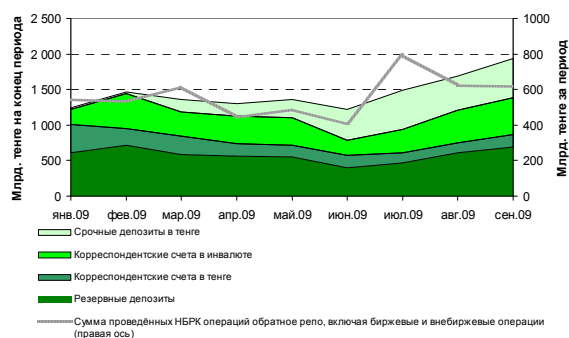
Повышение ставок привлечения и размещения средств на денежном рынке сопровождалось снижением активности участников биржевого рынка репо. Так, если во второй половине 2008 года наблюдались восстановление оборота и рост количества сделок на всех площадках репо (был достигнут уровень конца 2007 года), то в 1 квартале 2009 года совокупные объёмы сделок стали резко снижаться и стабилизировались к весне на уровне приблизительно в два раза ниже, чем во второй половине 2008 года (График 3.1.5). При этом в январе и феврале 2009 года дефицит ликвидности на рынке в достаточной мере компенсировался предложением со стороны НБРК, доля которого в совокупном объёме операций репо на KASE достигла приблизительно 15% (График 3.1.6). В марте, когда доля операций НБРК снизилась приблизительно до 1,8%, объём операций на биржевом рынке репо упал с 2,6 до 1,8 трлн. тенге и зафиксировался

График 3.1.6
Участие НБРК в обороте биржевого рынка репо



Источник: KASE, НБРК

График 3.1.7
Обязательства банков перед НБРК и объемов операций предоставления ликвидности

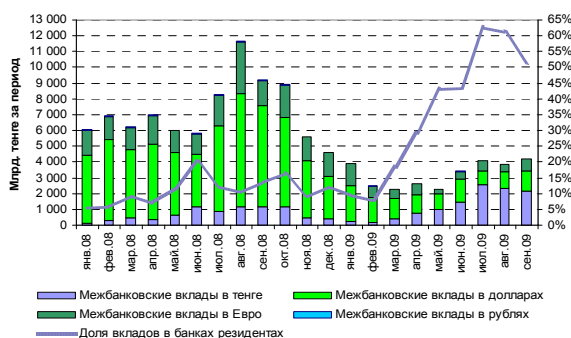


Источник: НБРК

Аналогично совокупному обороту рынка репо, объемы размещения межбанковских вкладов сроком до 30 дней демонстрируют в 1-м полугодии отрицательную динамику, снизившись более чем в 5 раз – с пикового значения в 11,65 млрд. тенге в августе 2008 года до 2,29 млрд. тенге в марте 2009 года. При этом наблюдалось параллельное повышение доли депозитов в банках-резидентах (максимум данного показателя был достигнут июле 2009 года и составил 62,8%) и увеличение доли депозитов в тенге. В конце 1-го полугодия объемы размещения вкладов до 30 дней несколько увеличиваются и стабилизируются в 3-м квартале на уровне около 4 млрд. тенге в месяц.

Роль межбанковских кредитов и депозитов на срок свыше 30 дней и их доля остаётся незначительной. Так, за 9 месяцев 2009 года размещение вкладов со сроком более 30 дней составило 1,7% от совокупного размещения межбанковских вкладов, а объемы выданных межбанковских кредитов составили по отношению к совокупному объему размещённых депозитов 0,7% (Графики 3.1.8 и 3.1.9).

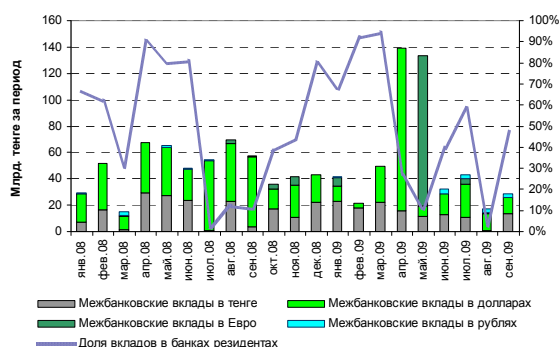
График 3.1.8
Межбанковские вклады сроком менее 30 дней



Примечание: Сумма без учёта вкладов БВУ в НБРК

Источник: НБРК

График 3.1.9
Межбанковские вклады сроком более 30 дней



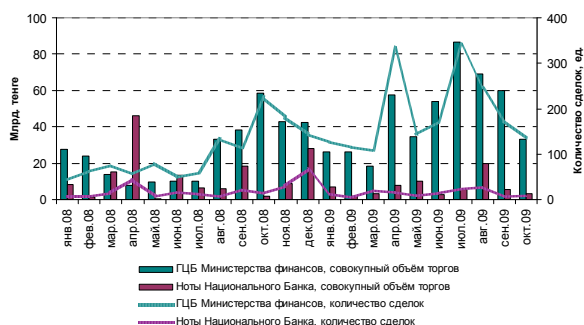
Примечание: Сумма без учёта вкладов БВУ в НБРК

Источник: НБРК

Рынок ценных бумаг в 4-м квартале 2008 – 1-м квартале 2009 года демонстрировал отрицательную динамику, которая была явно выражена в сегменте акций и менее выражена в сегменте долевых ЦБ. Однако снижение капитализации рынка ценных бумаг и объемов операций на нём в целом не оказали существенного влияния на общее состояние экономики и финансового сектора в Казахстане в силу неразвитости фондового рынка как источника привлечения финансирования для экономических субъектов.

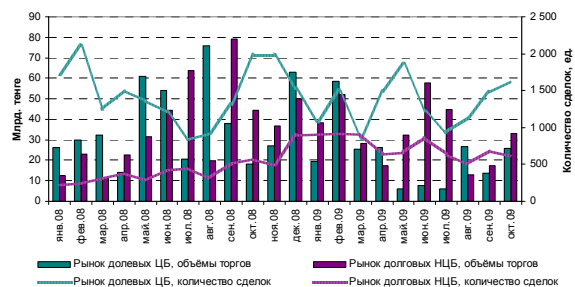
Начиная с 4-го квартала 2008 года вплоть до осени 2009 года на биржевом РЦБ наблюдалась тенденция перетока средств инвесторов из сегмента долевого ЦБ в сегменты долговых ЦБ и ГЦБ (преимущественно ГЦБ МФ РК), сопровождающаяся снижением совокупного оборота первого и увеличением оборота последнего. Перераспределение средств инвесторов в данный период объясняется их стремлением снизить рыночные риски и получить гарантированный доход (Графики 3.1.10 и 3.1.11).

График 3.1.10
Динамика совокупного оборота рынка ГЦБ



Источник: KASE

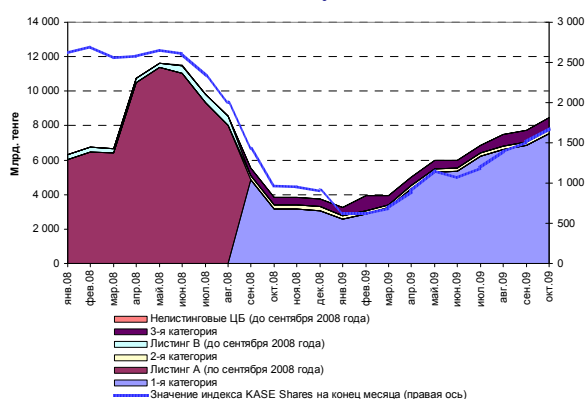
График 3.1.11
Динамика совокупного оборота рынка НЦБ



Источник: KASE

Перераспределение средств инвесторов в пользу сегментов долговых ЦБ происходило на фоне снижения доходности акций казахстанских компаний. При этом «дно» падения индекса KASE_Shares наблюдалось в январе-феврале 2009 года, когда остро обозначились проблемы 2 крупных эмитентов – БТА Банка и Альянс Банка. Постепенное повышение котировок акций, начавшееся весной текущего года, не способствовало быстрому восстановлению доверия инвесторов: незначительное увеличение объемов торгов по акциям стало наблюдаться только в августе 2009 года (График 3.1.12). В отличие от рынка акций, рынок облигаций демонстрировал в 2009 году существенный рост доходности и медленный рост капитализации. Рост доходности долговых ЦБ связан с падением котировок вследствие роста рисков эмитентов (График 3.1.13).

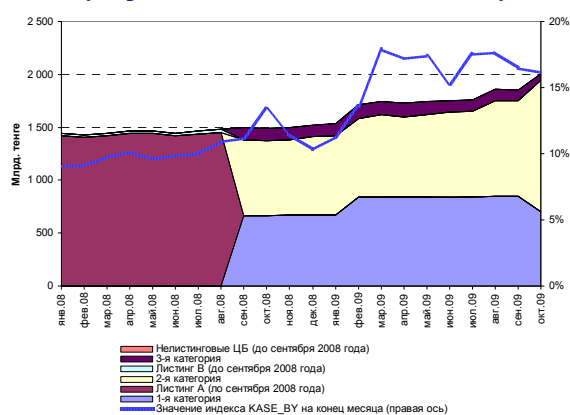
График 3.1.12
Капитализация и доходность рынка долевого ценных бумаг



Примечание: Классификация ЦБ, торгуемых на KASE, меняется в сентябре 2008 года

Источник: KASE

График 3.1.13
Капитализация и доходность рынка негосударственных долговых ценных бумаг



Примечание: Классификация ЦБ, торгуемых на KASE, меняется в сентябре 2008 года

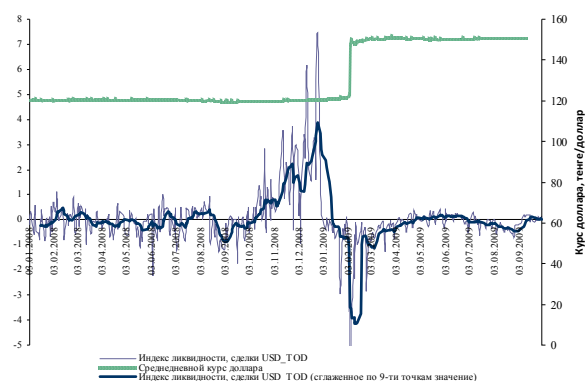
Источник: KASE

3.2 Ликвидность финансовых рынков

Высокая амплитуда колебаний цен на экспортные статьи Казахстана, наблюдавшаяся в течение 2-х последних лет, напрямую влияла на ликвидность валютного рынка. Активное участие НБРК позволяло избежать резких изменений курса тенге и недостатка предложения ресурсов на денежном рынке, однако макроэкономические и макрофинансовые шоки начиная с октября 2008 года оказывали существенный эффект на ликвидность всех сегментов рынка, который проявлялся преимущественно в снижении совокупных объёмов операций на них.

За период 1 кв. 2008 – 3 кв. 2009 года биржевой рынок доллара США продемонстрировал максимальный уровень ликвидности в декабре 2008, а минимальный – в начале февраля 2009 года, о чём свидетельствуют значение соответствующего индекса³³ за этот период времени. Ощутимый рост ликвидности рынка доллара в конце 2008 года был связан с ростом глубины рынка³⁴ и сопротивления³⁵ рынка, при этом вязкость³⁶ рынка была ниже среднего по выборке уровня (т.е. наблюдался относительно невысокий спрэд).

График 3.2.1
Индекс ликвидности биржевого рынка
американского доллара (по сделкам USD_TOD)



Источник: KASE, расчёты НБРК

проведённая НБРК 4 февраля 2009 года, спровоцировала резкое падение ликвидности рынка, которое выразилось в увеличении среднего объёма сделки, сокращении количества сделок при увеличении совокупного объёма сделок (3-4 февраля) и резкого роста спрэда (4 февраля). Опережающая реакция участников рынка объясняется эскалацией девальвационных ожиданий вследствие произошедшего за несколько дней до девальвации вхождения государства в капитал Альянс Банка и БТА Банка. Начиная с марта уровень ликвидности повышается вплоть до средних по выборке значений и стабилизируется, однако

период времени наблюдался ощутимый рост количества сделок и совокупного объёма операций на рынке, а также менее выраженное увеличение среднего объёма проводимых сделок. Рост количества сделок и совокупного объёма операций был спровоцирован девальвационными ожиданиями основных участников рынка – банков, а также повышенным предложением со стороны предприятий-экспортёров в конце года. Сопротивление рынка в этом периоде было достаточно высоким, а его вязкость – низкой благодаря участию НБРК на рынке (График 3.2.1).

Девальвация национальной валюты,

³³ Индекс ликвидности по биржевому рынку доллара рассчитывался с использованием рядов нормализованных значений спрэда между средневзвешенными ценами спроса и предложения, количества сделок, размера средней сделки и отношения разности цен первой и последней сделок к размеру средней сделки, взятое по модулю. При расчёте использовалась следующая формула: «Индекс ликвидности = - Спрэд + (Количество сделок - Средняя сделка)/2 - Отношение разности цен первой и последней сделок к размеру средней сделки, взятое по модулю». При этом предполагается, что рынок максимально ликвиден, когда спрэд минимален, количество сделок максимально, а отношение разности цен первой и последней сделок к размеру средней сделки минимально. В рамках данного Отчёта при построении индекса используются ряды данных по торгам на KASE (инструмент USD_TOD) за период с 3.01.2008 по 30.09.2009 г. Нормализация рядов проводилась путём деления разности между фактическим значением показателя и его средним значением за период на стандартное отклонение по выборке.

Необходимо отметить, что методика расчёта индекса претерпела некоторые изменения по сравнению с методикой, использованной в Отчёте о финансовой стабильности за 2008 год. Так, например, в настоящем Отчёте в структуру индекса ликвидности включено сопротивление рынка, определяемое через отношение разности цен первой и последней сделок к размеру средней сделки.

³⁴ Характеристика рынка, показывающая активность его участников, основными показателями которой являются совокупный объём, объём средней сделки и количество сделок.

³⁵ Характеристика рынка, которая показывает зависимость изменения ценовых параметров рынка от объёмов сделок.

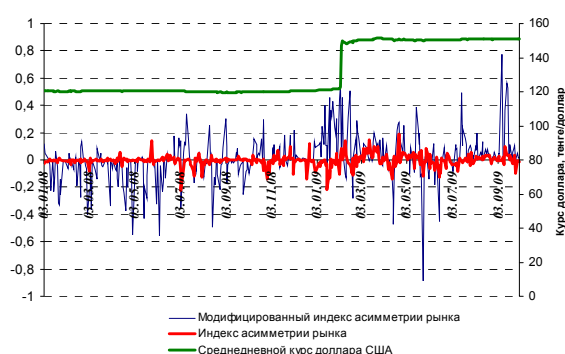
³⁶ Характеристика рынка, показывающая, как далеко отклоняется цена реальной сделки от средней рыночной цены. Главным показателем вязкости выступает спрэд между лучшими или средневзвешенными ценами покупки и предложения.

в конце августа – начале сентября вновь наблюдается некоторое его снижение за счёт падения глубины рынка, совпадающее с резким повышением спроса.

С ноября 2008 по февраль 2009 года имело место значительное давление на рынок со стороны участников, желающих приобрести доллары США. При этом явно выраженным увеличением спроса было с октября 2008 по февраль 2009 года. Так, значения индекса асимметрии³⁷ свидетельствуют о значительном превышении спроса над предложением в период с ноября 2008 по февраль 2009 года (График 3.2.2). Впоследствии рынок приходит в относительное равновесие, эпизодически нарушаемое спекулятивными всплесками, заключающимися в резком росте спроса на доллар; это состояние рынка не меняется вплоть до конца 3-го квартала. Необходимо отметить, что наряду с фактором конъюнктуры на мировых рынках сырья на поведение участников рынка влияла также неопределённость ситуации с американским долларом в середине текущего года.

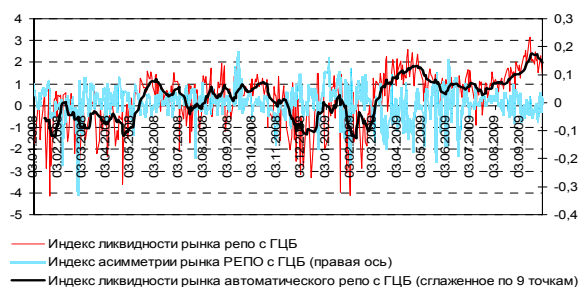
Роль участия НБРК как стабилизирующего фактора отчётливо прослеживается при

График 3.2.2
Асимметрия биржевого рынка американского доллара



Источник: KASE, НБРК

График 3.2.3
Индексы ликвидности и асимметрии биржевого рынка репо



Источник: KASE, расчёты НБРК

сравнение динамик индексов ликвидности и асимметрии рынка (График 3.2.3). Кроме того, в период предполагаемого (девальвационные ожидания в декабре 2008 года) и явного (девальвация в феврале 2009 года) шоков происходит резкое снижение ликвидности рынка. К концу 3-го квартала текущего года наблюдается снижение волатильности индекса

сопоставлении индекса асимметрии рынка и модифицированный индекса асимметрии рынка³⁸. Так, значение модифицированного индекса асимметрии в моменты наиболее высокого спроса и предложения может превышать значение индекса асимметрии в несколько раз.

Поведение участников рынка репо также определяется случившимися шоками либо их ожиданием, при этом взаимосвязь денежного и валютного рынка проявляется через снижение ликвидности рынка репо в периоды роста спроса на иностранную валюту. Так, в декабре 2008 года, т.е. в период максимальной ликвидности валютного рынка, наблюдается снижение ликвидности рынка репо за счёт увеличения размеров средней сделки и снижения показателя сопротивления. Аналогичная ситуация повторяется в феврале-марте 2009 года, когда индекс ликвидности³⁹ рынка репо достигает минимальных значений на фоне несколько повышенного спроса. Примечательно, что ликвидность рынка репо максимальна при наличии избыточного предложения на рынке, о чём говорит

³⁷ Вычисляется как разность между совокупными объёмами заявок на покупку и продажу доллара, делённая на совокупный объём сделок на рынке. Данный индекс служит для оценки давления на цену со стороны участников рынка и позволяет оценить возможные изменения тренда. Положительные значения свидетельствуют о давлении на цену со стороны спроса, а отрицательные – со стороны предложения.

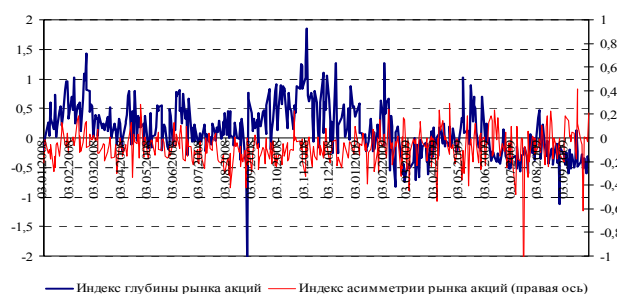
³⁸ Вычисляется аналогично индексу асимметрии, однако в расчёт не принимаются сделки и заявки НБРК. Использование двух индексов позволяет оценить роль интервенций НБРК как фактора поглощения шоков.

³⁹ Индекс ликвидности по биржевому рынку репо рассчитывается как средневзвешенное значение индексов ликвидности по рынкам репо всех сроков. Индекс ликвидности для сделок репо по всем срокам рассчитан аналогично индексу ликвидности биржевого рынка доллара, при этом в качестве цены спроса и предложения использовались средневзвешенные заявки на открытие репо и обратного репо. В качестве весов были взяты совокупные объёмы сделок на сегментах рынка. В рамках данного Отчёта при построении индекса используются ряды данных по торгам на KASE за период с 3.01.2008 по 30.09.2009 г.

асимметрии и увеличение ликвидности рынка, что свидетельствует о некоторой нормализации ситуации на денежном рынке.

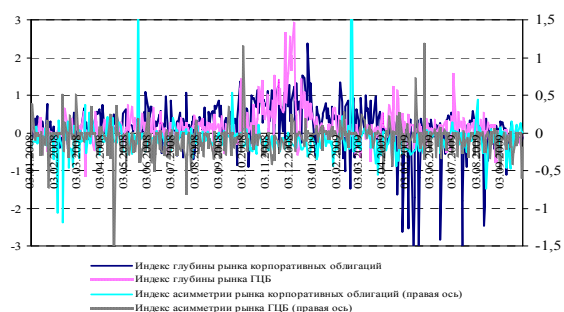
Отрицательно реагирует на шоки и рынок ЦБ, однако в силу его неразвитости в Казахстане (небольшие объёмы и количество сделок) достаточно сложно отследить тенденции в уровне его ликвидности. Индексы глубины рынка⁴⁰ секторов долевого и долговых ЦБ свидетельствуют о росте ликвидности рынка ЦБ в 4-м квартале 2008 года и относительном её падении в начале 2009 года, связанном со снижением привлекательности РЦБ для инвесторов. К концу 3-го квартала текущего года наблюдалось снижение индексов асимметрии всех рынков ЦБ, наиболее явно выраженное в сегменте акций. В целом, волатильность обоих индексов объясняется небольшим количеством сделок и эпизодической активностью участников торгов по тем или иным ЦБ (Графики 3.2.4 и 3.2.5).

График 3.2.4
Индексы глубины и асимметрии биржевого рынка долевого ЦБ



Источник: KASE, расчёты НБРК

График 3.2.5
Индексы глубины и асимметрии биржевого рынка долговых ЦБ



Источник: KASE, расчёты НБРК

⁴⁰ Упрощённый индекс ликвидности, в котором для расчёта используются только компоненты глубины: средний объём сделки и количество сделок по всей совокупности сделок по соответствующим сегментам РЦБ