

II. Макроэкономическая и финансовая конъюнктура

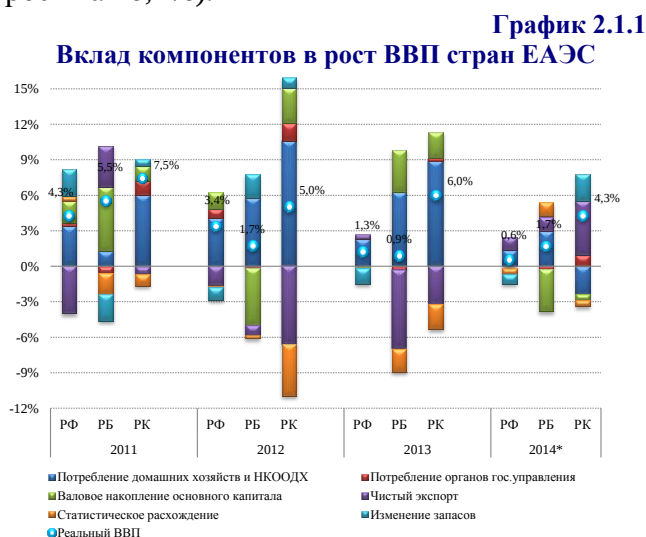
2.1 Макроэкономическая среда и факторы ее устойчивости

Замедление роста казахстанской экономики в 2014г. во многом было обусловлено существенным сокращением внутреннего потребления на фоне ослабления курса национальной валюты. При этом, несмотря на ухудшение внешних условий, корректировка курса тенге поддержала экономический рост за счет увеличения чистого экспорта (аналогично как и для остальных стран ЕАЭС).

Отраслевым триггером роста ВВП как Казахстана, так и остальных стран ЕАЭС продолжает оставаться сектор услуг, несмотря на некоторое снижение темпов роста их объемов в Казахстане и России.

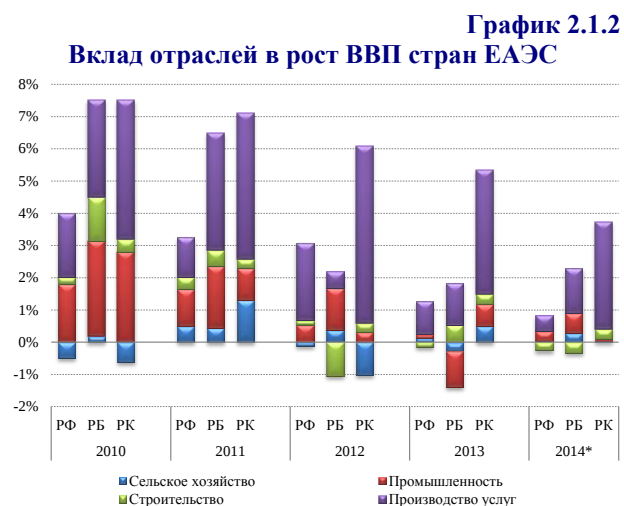
Экономический рост Казахстана по итогам 2014г. на уровне 4,3% (в 2013г. – 6%), сложившийся в условиях неблагоприятной внешней конъюнктуры, демонстрирует высокую степень зависимости экономики от внешних шоков. По оценкам НБРК снижение темпов роста ВВП России на 1 п.п. приводит к снижению темпов деловой активности Казахстана на 0,3 п.п. (Бокс 1). С точки зрения композиции ВВП по расходам ключевым источником экономического роста Казахстана в 2014г. стал чистый экспорт (вклад в рост ВВП составил 4,6%). Данный вклад был обусловлен существенным сокращением импорта при незначительном уменьшении экспорта (График 2.1.1). На фоне замедления роста цен на энергоносители по итогам 2014г. объемы экспорта снизились на 4,6% по сравнению с 2013г., тогда как сокращение ввоза инвестиционных и промежуточных товаров привело к уменьшению объемов импорта на 15,7%.

В свою очередь, потребление домашних хозяйств, вносившее наибольший положительный вклад в рост ВВП на протяжении последних четырех лет, по итогам 2014г. показало негативную динамику. В результате ослабления национальной валюты и введения регуляторных мер в части ограничения рисков потребительского кредитования физические объемы расходов на потребление домашних хозяйств заметно сократились на 2,3% (в 2013г. рост на 10,1%).



Примечание: *предварительные данные

Источник: КС МНЭ РК, ФСГС, НСКРБ, расчеты НБРК



Аналогичная тенденция динамики факторов роста ВВП наблюдается и в остальных странах ЕАЭС: сокращение вклада потребления домашних хозяйств в России (1,4% против 2,3% за 2013г.), в Беларуси (3,0% против 6,3%) и положительный вклад чистого экспорта в России (1,1% против 0,4%), в Беларуси (1,2% против -6,6%). Сокращение импорта в России и Беларуси сложилось на фоне ослаблений национальных валют обеих стран, а также экономических санкций России.

С точки зрения отраслевой разбивки по итогам 2014г. на замедление роста реального ВВП Казахстана негативное влияние оказала горнодобывающая отрасль (-0,3%) (График 2.1.3). Сокращение роста горнодобывающей промышленности обусловлено уменьшением объемов добычи сырой нефти и природного газа (-1,1%), как результат сокращения объемов производства крупнейшей нефтяной компании ТОО «Тенгизшевройл», а также угля и лигнита (-2%).

Незначительный рост обрабатывающей промышленности (1%), главным образом, был поддержан ростом производства продуктов питания (2,9%) и слабым ростом металлургической промышленности (0,2%), обусловленным уменьшением спроса со стороны крупных торговых партнеров Казахстана (Россия, Китай) на казахстанские металлы и металлургическую продукцию.

Сфера услуг продолжает играть ключевую роль в экономическом росте Казахстана, однако темпы ее роста начинают сокращаться. По итогам 2014г. рост производства услуг обеспечен торговлей, темпы прироста которой продолжают замедляться (График 2.1.4).

График 2.1.3

Вклад отраслей производства товаров в реальный рост ВВП Казахстана

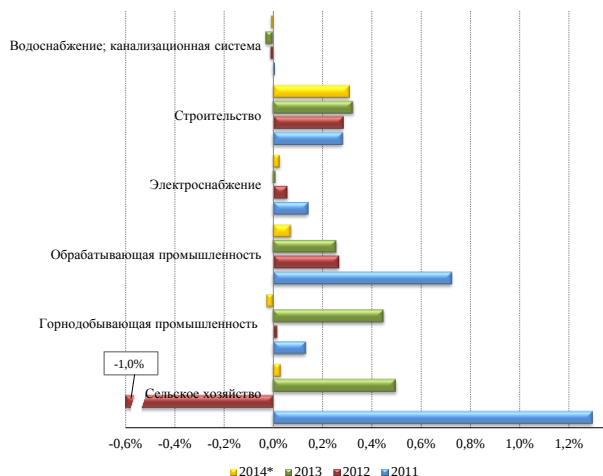


График 2.1.4

Вклад отраслей производства услуг в реальный рост ВВП Казахстана



Примечание: * предварительные данные

Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

В отличие от Казахстана в остальных странах ЕАЭС рост ВВП был поддержан не только сектором услуг, но и восстановлением промышленного производства, главным образом, за счет роста обрабатывающей промышленности (в России и Беларуси за счет производства кокса и нефтепродуктов, а в Беларуси также и за счет химического производства) и сельского хозяйства.

Бокс 1

Модель GVAR оценки влияния макропеременных стран торговых партнеров на казахстанскую экономику

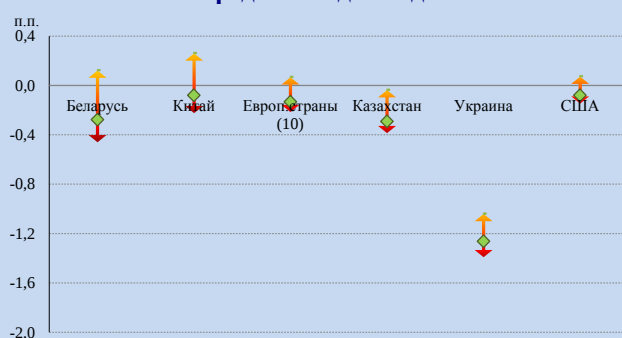
В мировой экономике страны взаимосвязаны через различные каналы влияния. Так, в результате финансового кризиса в Юго-Восточной Азии (1997г.), кризиса США (в 2007г.), в дальнейшем переросшего в глобальный кризис можно наглядно проследить, как реализация системных рисков крупных по масштабам экономики стран может привести к эффекту заражения для стран, меньших по масштабам и более чувствительных к таким эффектам. В свою очередь, модель Глобальная векторная авторегрессия GVAR¹ помогает установить взаимосвязи экономик. Данная модель является эмпирической моделью, охватывающей экономические и финансовые взаимозависимости в мировой экономике.

Инструментарий² GVAR используется для получения количественной оценки взаимного влияния макропеременных экономик торговых партнеров на экономику Казахстана и на экономики других стран. Для оценки модели³ отобраны 28 стран, включая Россию, Китай, Беларусь, США, европейские страны⁴ и др. В модели определены три вида шоков⁵ в краткосрочном периоде (за один и два года)⁶:

- специфичный страновой шок: влияние снижения темпов роста ВВП одной страны на ВВП других стран;
- специфичный региональный шок: влияние снижения темпов роста ВВП европейских стран в среднем на ВВП других стран;
- глобальный шок: влияние снижения цены на нефть на темпы роста ВВП, реальный обменный курс⁷.

а) Первый шок – негативный шок ВВП России, при котором одно стандартное отклонение шока эквивалентно сокращению реального роста ВВП России в среднем за два года на 1 п.п. Реакции реальных ВВП остальных стран вследствие эффекта шока сокращения ВВП России в среднем за два года изображены графически⁸ (График 1).

График 1
Шок России (при снижении ВВП России на 1 п.п.), в среднем за два года



Источник: ЕЭК, расчеты НБРК

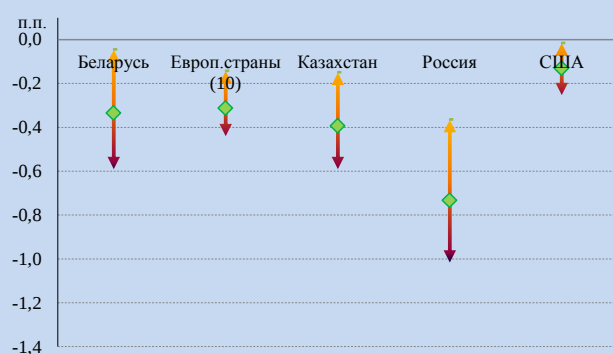
Украины на 1,3 п.п., Казахстана на 0,3 п.п. и Беларуси на 0,3 п.п. Реакция ВВП этих стран объясняется высокой степенью синхронизации деловых циклов стран ЕАЭС и Украины.

Следующий шок – шок Китая. В результате проведенной оценки при снижении ВВП Китая в среднем за два года на 1 п.п. ВВП Казахстана сократится на 0,4 п.п. (График 2).

Зависимость Казахстана от Китая обусловлена тем, что Китай является крупным торговым партнером Казахстана и влияние оценивается, главным образом, через торговый канал. Не менее значительно реагируют Беларусь и Россия.

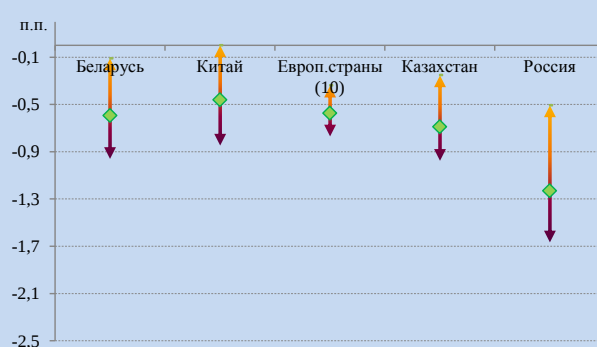
При сокращении роста ВВП США наиболее существенно реагируют ВВП России (1,2 п.п.) и Казахстана (0,7 п.п.), но в отличие от шока со стороны Китая шок со стороны США более значим (График 3).

График 2
Шок Китая (при снижении ВВП Китая на 1 п.п.), в среднем за два года



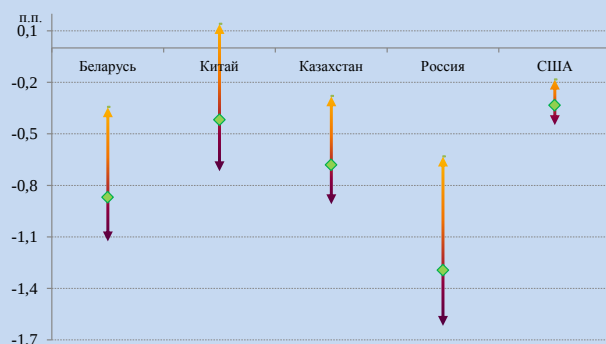
Источник: ЕЭК, расчеты НБРК

График 3
Шок США (при снижении ВВП США на 1 п.п.), в среднем за два года



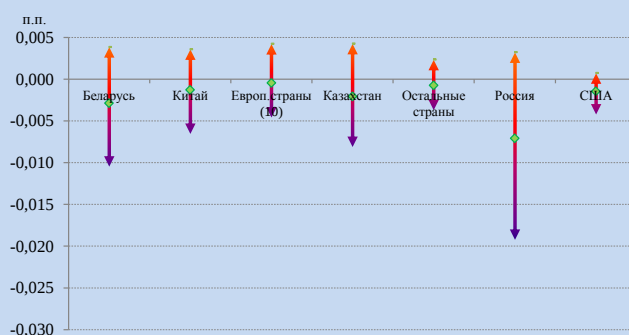
б) В качестве регионально-специфичного шока был рассмотрен шок европейских стран, который предусматривает влияние средневзвешенного значения переменных данных стран (График 4). Данный шок оказывает существенное воздействие на Казахстан (0,7 п.п.),

График 4
Шок 10-ти европейских стран (при снижении их средневзвешенного ВВП на 1 п.п.), в среднем за два года



Источник: ЕЭК, расчеты НБРК

График 5
Шок цены на нефть на ВВП, в среднем за два года



Источник: ЕЭК, расчеты НБРК

страны ЕАЭС более уязвимы к изменению цены на нефть по сравнению с другими странами (График 5).

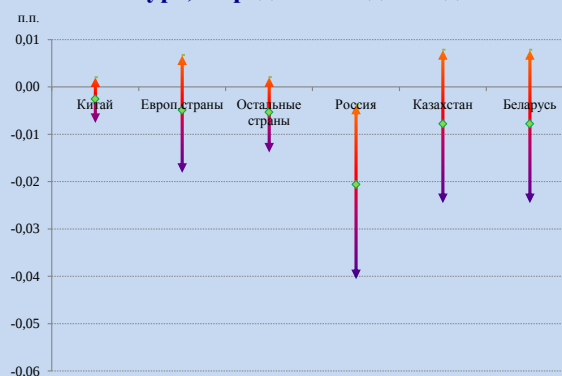
Также результаты модели показывают, что шок цены на нефть имеет меньший эффект на реальный ВВП Казахстана и на обменный курс тенге, тогда как по России наблюдается противоположная ситуация. Данное обстоятельство может быть обусловлено более активной политикой Казахстана по поддержанию экономического роста и различными подходами в проведении валютной политики в данных странах (График 6).

аналогично с шоком США. Воздействие на Казахстан, также как и из Китая, в большей степени осуществляется через торговый канал, а также возможно влияние через финансовый канал.

с) Учитывая влияния глобальных шоков, существуют шоки, которые могут быть общими для мировой экономики в целом. В качестве такого *глобального шока* рассматривается *цена на нефть*.

Результаты полученной модели влияния шока цены на нефть на экономический рост стран показывают, что

График 6
Шок цены на нефть на реальный обменный курс, в среднем за один год



¹ Chudik A. and M. Hashem Pesaran «Theory and Practice of GVAR Modelling», май 2014.

Подход GVAR состоит из двух основных этапов. На первом этапе специфичные страновые модели (country-specific models) оцениваются в зависимости от остального мира. Данные модели включают внутренние, внешние и глобальные переменные, которые представлены в форме модели векторной авторегрессии с коррекцией ошибок (VECM).

На втором этапе отдельные страновые модели перезаписываются через свои VAR-представления и соединяются друг с другом через внешние переменные в глобальной макромоделли, в результате решается одна большая глобальная модель VAR (GVAR).

² На основании готового инструментария GVAR, разработанного L. Vanessa Smith and Alessandro Galesi «GVAR Toolbox 2.0. User Guide», август 2014, а также с привлечением помощи сотрудника ЕЭК.

³ Используемые данные на ежеквартальной основе с 2000 по 2014гг.

⁴ Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Нидерланды, Испания, Швеция и Великобритания, доля которых в товарообороте Казахстана составляет более 34%.

⁵ Шоки заданы как -1 стандартное отклонение.

⁶ За один год понимается результат влияния переменных по итогам первого года, т.е. в среднем за четыре квартала. За два года – в среднем за восемь кварталов.

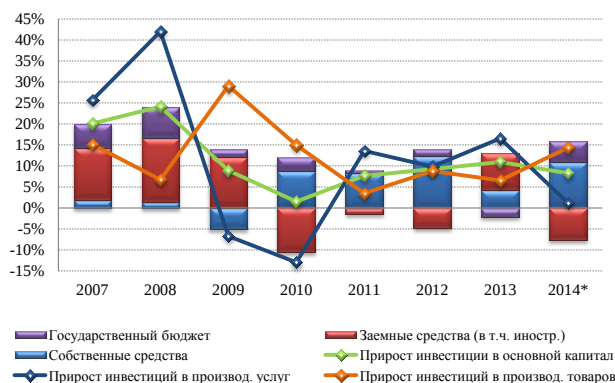
⁷ Под реальным обменным курсом здесь рассматриваются национальные валюты стран по отношению к доллару США с поправкой на инфляцию данных стран.

⁸ На графиках зеленые ромбики представляют средние значения функции обобщенного импульсного отклика (GIRF), тогда как 90% бутстраповские доверительные интервалы показаны в виде стрелок, указывающие минимальные и максимальные значения.

Общий прирост инвестиций в основной капитал формируется в результате существенного вклада собственных средств, а также средств государственного бюджета, тогда как вклад заемных средств практически потерял свою значимость (исключение 2013г.).

График 2.1.5

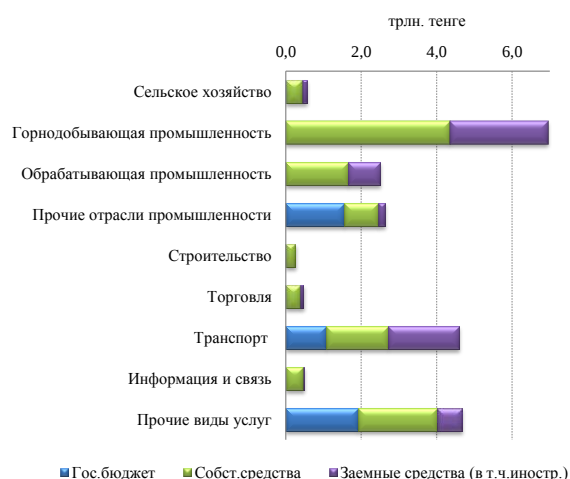
Вклад источников финансирования в прирост инвестиций в основной капитал



Примечание: *предварительные данные
Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

График 2.1.6

Объем накопленных инвестиций в основной капитал за период 2011-2014гг.



Примечание: Данные 2014г. являются предварительными. Государственный бюджет включает в себя республиканский и местный бюджеты. Заемные средства состоят из кредитов банков и других заемных средств.
Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

По итогам 2014г. сохранилась тенденция роста инвестиций преимущественно за счет собственных и государственных средств. Их суммарный вклад в 8,3% рост совокупных инвестиций по итогам 2014г. составил 16,0%. Значительный вклад заемных средств в рост инвестиций в основной капитал в 2013г., обусловленный инвестициями в отрасль «транспорт и складирование», оказался одномоментным и не нашел своего продолжения в 2014г. (График 2.1.5).

Отрицательный вклад заемных средств в рост совокупного объема инвестиций в основной капитал обусловлен негативной динамикой заемных средств в отдельных секторах экономики, на которые приходится большая часть объема инвестиций («транспорт и складирование», горнодобывающая и обрабатывающая промышленности). При этом низкая концентрация заемных средств в инвестициях в основной капитал большинства секторов экономики свидетельствует об их невысокой инвестиционной привлекательности⁵.

В качестве наиболее привлекательных для инвестирования секторов экономики Казахстана оцениваются горнодобывающая промышленность в сфере производства товаров и «транспорт и складирование» в сфере производства услуг. Так, за период 2011-2014гг. объем накопленных в них инвестиций за счет заемных средств является наибольшим и составляет 2,6 трлн. тенге и 1,9 трлн. тенге, соответственно (График

2.1.6).

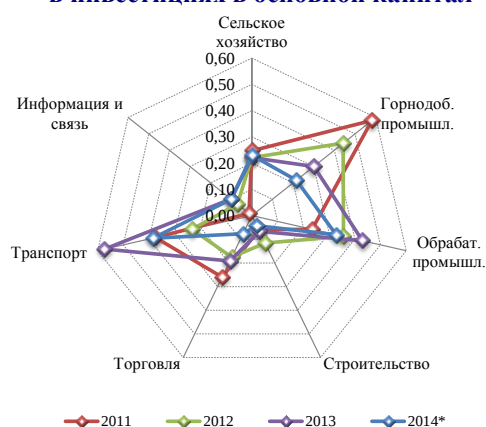
Несмотря на максимальный объем накопленных инвестиций в горнодобывающей промышленности Казахстана, на фоне постепенного завершения инвестиционной фазы крупных месторождений Казахстана отмечается непрерывное снижение доли заемных средств в инвестициях в данную отрасль до 22% по итогам 2014г. (2011г. – 58%) (График 2.1.7). Вместе с тем, согласно исследованиям международной группы Ernst&Young⁶ вопреки падению прибыли в мировой нефтегазовой отрасли в период 2008-2012гг. капитальные затраты в целом росли. Таким образом, тенденция снижения инвестиций в основной капитал

⁵ Применено допущение, что заемные средства, в том числе иностранные, направлены в более привлекательные сектора экономики, предполагающее оценку их рисков и доходности.

⁶ Ernst&Young (2013). “Global oil and gas reserves study”.

в горнодобывающей промышленности Казахстана согласуется с фактором ее низкой инвестиционной привлекательности.

График 2.1.7
Доля заемных средств (в том числе иностранные)
в инвестициях в основной капитал



Примечание: *предварительные данные.
Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Между тем, доля заемных средств в инвестициях в основной капитал в секторах с наибольшим значением данного показателя, «транспорт и складирование» и «обрабатывающая промышленность», по итогам 2014г. также наблюдает снижение: с 57% до 38% и с 43% до 33%, соответственно.

В целом, несмотря на снижение доли заемных средств в инвестициях в основной капитал в большинстве секторов экономики, общая инвестиционная активность в экономике сохраняет положительную динамику роста, основным источником которого остаются собственные средства.

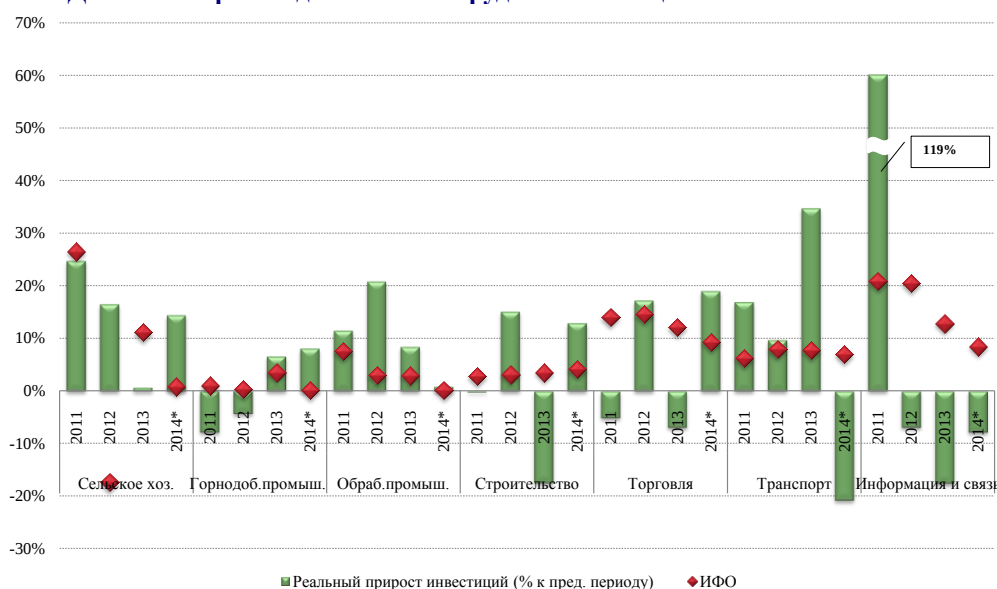
Увеличение инвестиций в основной капитал секторов экономики не отражается в приросте физических

объемов производства данных отраслей, что может свидетельствовать либо о низкой эффективности инвестиций в экономику, либо об их недостаточности.

Показатели эффективности секторов экономики и объем заемных средств в инвестициях в основной капитал, как параметр оценки инвестиционной привлекательности, не наблюдают положительную взаимосвязь.

Период 2011-2014гг. показал, что увеличение физических объемов инвестиций в основной капитал не обязательно приводит к реальному росту объемов производства секторов экономики. Так, например, сектор «строительство» вне зависимости от объема инвестиций испытывал умеренный рост производства в пределах 2,8-4,1%. Аналогичная тенденция наблюдается в секторе «транспорт и складирование» (6,2-7,9%) (График 2.1.8).

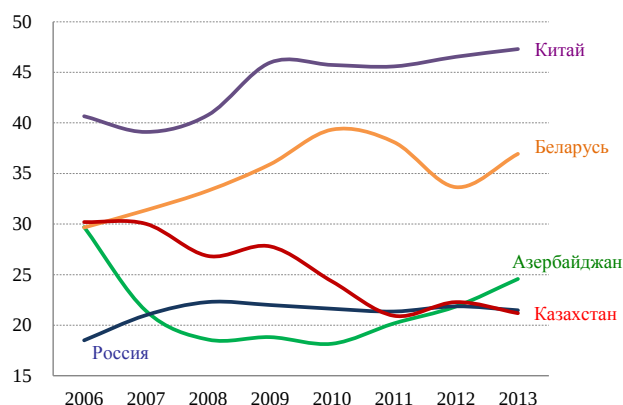
График 2.1.8
Динамика производительности труда и инвестиций в основной капитал



Примечание: *предварительные данные
Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

В целом, несмотря на стабильный рост номинальных объемов инвестиций в основной капитал, норма накопления (объем инвестиций в основной капитал к ВВП) остается на низком уровне (График 2.1.9). При этом в период замедления роста экономики роль

График 2.1.9
Валовый объем инвестиций в основной капитал
(% к ВВП)



Источник: ВБ

государственных и собственных средств в инвестициях в основной капитал повышается, и способность привлечь инвестиции за счет заемных средств зависит от уровня конкурентоспособности отраслей экономики Казахстана относительно других.

Анализ факторов, потенциально определяющих конкурентоспособность отраслей экономики, предполагает оценку взаимосвязи между уровнем инвестиций в основной капитал и показателями эффективности и рентабельности отраслей экономики. Исходя из показателей эффективности, высокий инвестиционный

Таблица 2.1.1
Основные индикаторы эффективности и рентабельности секторов экономики
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	2011	2012	2013	2014*	ср.знач. за 2011-2014гг.
Основные сектора экономики					
Физический объем производства					
1. Информация и связь	20,9%	20,5%	12,8%	8,5%	15,7%
2. Торговля	14,0%	14,6%	12,1%	9,0%	12,4%
3. Транспорт и складирование	6,2%	7,9%	7,7%	7,0%	7,2%
4. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	26,5%	-17,4%	11,2%	0,8%	5,3%
5. Обрабатывающая промышленность	7,5%	3,0%	2,9%	1,0%	3,6%
6. Строительство	2,8%	3,1%	3,5%	4,1%	3,4%
7. Горнодобывающая промышленность	1,0%	0,4%	3,5%	-0,3%	1,2%
Производительность труда					
1. Информация и связь	5,1%	2,7%	13,9%	11,0%	8,2%
2. Торговля	13,1%	17,8%	7,1%	8,5%	11,6%
3. Транспорт и складирование	-0,5%	2,7%	8,0%	-0,7%	2,4%
4. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	32,2%	-16,6%	16,6%	9,3%	10,4%
5. Обрабатывающая промышленность	12,1%	3,0%	2,1%	3,0%	5,1%
6. Строительство	-4,6%	-2,0%	1,1%	1,2%	-1,1%
7. Горнодобывающая промышленность	-5,4%	-8,1%	-6,6%	-0,8%	-5,2%
Занятость					
1. Информация и связь	15,0%	6,8%	-1,0%	-1,1%	4,9%
2. Торговля	0,8%	-2,7%	4,7%	0,9%	0,9%
3. Транспорт и складирование	6,7%	4,5%	-0,3%	7,1%	4,5%
4. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	-4,3%	-1,1%	-4,6%	-12,0%	-5,5%
5. Обрабатывающая промышленность	-4,1%	0,2%	0,8%	-2,6%	-1,4%
6. Строительство	7,8%	5,0%	2,4%	5,7%	5,2%
7. Горнодобывающая промышленность	6,8%	8,8%	10,8%	0,3%	6,7%
ROA					
1. Информация и связь	17,1%	10,9%	13,6%	11,5%	13,3%
2. Торговля	7,5%	9,4%	6,7%	6,8%	7,6%
3. Транспорт и складирование	6,8%	6,6%	5,9%	3,4%	5,7%
4. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	5,3%	2,5%	-1,5%	2,3%	2,2%
5. Обрабатывающая промышленность	11,8%	5,9%	5,4%	4,9%	7,0%
6. Строительство	9,0%	6,9%	6,4%	7,1%	7,3%
7. Горнодобывающая промышленность	50,9%	46,2%	35,0%	36,7%	42,2%

Примечание: Основные сектора экономики упорядочены по убыванию по показателю среднего значения физического объема производства за период 2011-2014гг.

*предварительные данные (данные по физическому объему производства по состоянию на 17.02.2015г.)

Источник: КС МНЭ РК, расчеты НБРК

потенциал секторов экономики демонстрируется отраслями *торговля* и *«информация и связь»*, среднее значение производительности труда и физического объема производства за период 2011-2014гг. которых являются максимальным (Таблица 2.1.1). При этом высокие показатели эффективности данных отраслей не способствуют существенному росту финансирования за счет внешних источников, и доля заемных средств в инвестициях в них остается невысокой.

Между тем, значительный рост собственных средств в инвестициях в основной капитал в горнодобывающей промышленности (на фоне существенного снижения уровня заемных средств) свидетельствует о недостаточности инвестиций в основной капитал данной отрасли, которая отражается в ее низкой результативности.

В дополнение, прирост занятости в секторах, которые наблюдают наибольшее снижение доли заемных средств в инвестициях в основной капитал (*горнодобывающая промышленность* и *«транспорт и складирование»*), сопровождается спадом производительности труда и, возможно, свидетельствует о недостаточности капитала, необходимого для обеспечения дополнительной рабочей силы.

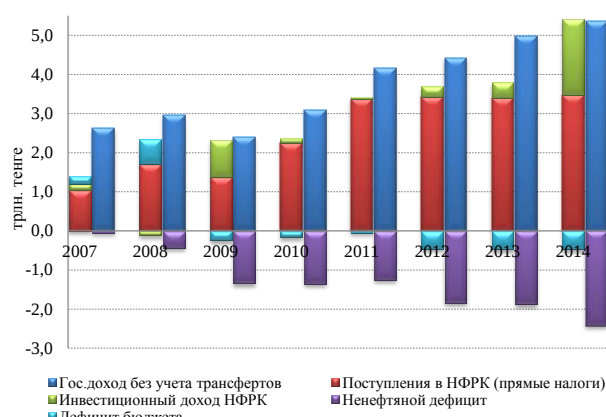
Уровень рентабельности секторов экономики также не показывает четкой взаимосвязи с объемом заемных средств в инвестициях в основной капитал. Так, например, доля заемных средств в инвестициях в *горнодобывающей промышленности*, которая значительно превышает другие сектора экономики по данному показателю, по итогам 2014г. находится на одном уровне с *сельским хозяйством*, которое в среднем за период 2011-2014гг. имеет наиболее низкий показатель рентабельности.

В целом, недостаточность инвестиций в основной капитал в экономике объясняет отсутствие модернизации и реального изменения структуры экономики, а также низкий рост реальных объемов производства отдельных отраслей.

В результате более ускоренного роста государственных расходов относительно государственных доходов размер ненефтяного дефицита бюджета продолжает увеличиваться. В период неблагоприятных цен на нефть необходимость сдерживания роста ненефтяного дефицита повышается, так как его финансирование, на фоне снижения поступлений нефтедолларов, подразумевает использование запасов НФРК.

В целом, умеренное использование средств НФРК в период кризиса, в качестве мер контрциклического характера, обеспечило стабильный прирост его накоплений относительно размеров экономики.

График 2.1.10
Динамика ненефтяного дефицита и поступлений в НФРК



Источник: МФРК

13,7% до 7,8 трлн. тенге (20,5% от ВВП) (График 2.1.10).

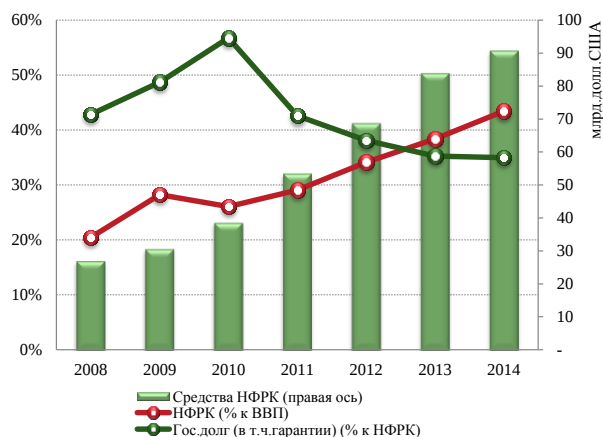
В части государственных доходов по итогам 2014г. снизился рост налоговых поступлений с 16,7% в 2013г. до 7,0%. При этом стоит выделить две основные тенденции в части налоговых поступлений с ненефтяного сектора. Во-первых, отмечается значительное

По результатам 2014г. дефицит государственного бюджета сформировался аналогично наблюдаемой на протяжении последних 5-6 лет тенденции на достаточно низком уровне (1,2% от ВВП).

Между тем, более низкий прирост государственных доходов без учета трансфертов из НФРК относительно государственных расходов, наблюдаемый в период 2008-2014гг., продолжает способствовать увеличению ненефтяного дефицита. Так, по итогам 2014г. государственные доходы (без учета трансфертов из НФРК) выросли на 7,8%, составив 5,4 трлн. тенге (14,1% от ВВП), а прирост государственных расходов составил

восстановление роста корпоративного подоходного налога (13,3%) и увеличение его вклада в рост налоговых поступлений до 2,9% против -0,2% в 2012-2013гг. Во-вторых, произошло снижение вклада НДС в рост налоговых поступлений до -2,7% (в 2013г. -10,1%) в результате увеличения возмещения НДС по внешнеторговым операциям из бюджета.

График 2.1.11
Динамика средств НФРК



Источник: МФРК, КС МНЭ РК, расчеты НБРК

снижается относительно размеров экономики (2014г. – 9,1% от ВВП, 2013г. – 10,1%, 2012г. – 11,2%). Тем не менее, расширение нефтедобычи может так и не стать фактором, компенсирующим снижение доходов бюджета при условии сохранения в долгосрочной перспективе существующего уровня мировых цен на нефть.

Несмотря на ежегодный рост объема трансфертов из НФРК в государственный бюджет в абсолютном выражении, их доля в совокупном объеме запасов НФРК в среднесрочном периоде снижается и по итогам 2014г. составила 10,6%. Вместе с тем, в результате поддержания умеренных расходов средств НФРК, особенно в период кризиса, запасы НФРК непрерывно увеличивались (График 2.1.11).

В целом, текущий уровень накоплений НФРК в 43,4% от ВВП по итогам 2014г. оценивается достаточной «подушкой безопасности» для обеспечения финансирования государственных расходов и обслуживания государственного долга РК, в том числе по выданным гарантиям, не приводя к существенному снижению накоплений.

Проведенная курсовая корректировка в феврале 2014г., а также высокие цены на сырьевые товары в первом полугодии являлись одними из основных факторов, которые способствовали сохранению положительного текущего счета платежного баланса по итогам года.

График 2.1.12
Динамика основных статей платежного баланса (% к ВВП)



Источник: НБРК

Годовой прирост трансфертов из НФРК в государственный бюджет составил 39,1% по итогам 2014г. Вместе с тем, структурные проблемы экономики и текущая тенденция замедления роста горнодобывающей отрасли на фоне падения цен на нефть обуславливают возможное снижение поступлений нефтедолларов в НФРК, что на фоне неснижающегося годового объема трансфертов из НФРК несет риски замедления накопления НФРК. С этой точки зрения особую важность приобретает вопрос возобновления нефтедобычи на месторождении «Кашаган» и расширения месторождения «Тенгиз», так как размер налоговых поступлений с нефтяного сектора

снижается относительно размеров экономики (2014г. – 9,1% от ВВП, 2013г. – 10,1%, 2012г. – 11,2%). Тем не менее, расширение нефтедобычи может так и не стать фактором, компенсирующим снижение доходов бюджета при условии сохранения в долгосрочной перспективе существующего уровня мировых цен на нефть.

Несмотря на ежегодный рост объема трансфертов из НФРК в государственный бюджет в абсолютном выражении, их доля в совокупном объеме запасов НФРК в среднесрочном периоде снижается и по итогам 2014г. составила 10,6%. Вместе с тем, в результате поддержания умеренных расходов средств НФРК, особенно в период кризиса, запасы НФРК непрерывно увеличивались (График 2.1.11).

В целом, текущий уровень накоплений НФРК в 43,4% от ВВП по итогам 2014г. оценивается достаточной «подушкой безопасности» для обеспечения финансирования государственных расходов и обслуживания государственного долга РК, в том числе по выданным гарантиям, не приводя к существенному снижению накоплений.

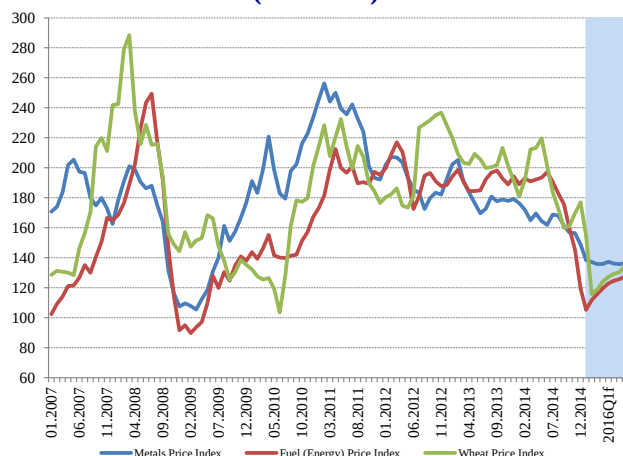
Проведенная курсовая корректировка в феврале 2014г., а также высокие цены на сырьевые товары в первом полугодии являлись одними из основных факторов, которые способствовали сохранению положительного текущего счета платежного баланса по итогам года.

По итогам 2014г. рост баланса текущих операций (2,2% по отношению к ВВП) обусловлен значительным увеличением профицита торгового баланса (График 2.1.12). Данная тенденция в большой мере является следствием не в полной мере реализовавшимся эффектом падения цены на нефть на экспорте страны, средний уровень которых был относительно выше периода их максимального падения в 2009г.⁷ Между тем, несмотря на рост физических объемов импорта, существенное снижение импорта является эффектом низких ценовых

⁷ В 2014г. средняя цена на нефть марки Brent составила 99,3 долл. США/баррель, а в 2009г. 61,6 долл. США/баррель.

параметров, сложившихся вследствие корректировки обменного курса российского рубля.

График 2.1.13
Динамика основных товарных групп экспорта⁸
(2005=100)



Источник: МВФ

Финансовый счет⁹ платежного баланса страны по итогам 2014г. характеризовался чистым притоком капитала в страну. Данная динамика сложилась в большей степени за счет увеличения обязательств по портфельным инвестициям вследствие выпуска суверенных бондов и новых эмиссий ценных бумаг небанковского сектора экономики, а также сокращения активов НФРК и средств казахстанских банков на счетах в иностранных банках.

При сохранении неблагоприятной ценовой конъюнктуры на мировых сырьевых рынках (График 2.1.13) и неопределенности экономики основных торговых партнеров Казахстана в среднесрочной перспективе сохраняются риски в отношении

устойчивости платежного баланса (Бокс 2).

Бокс 2

Сценарный прогноз платежного баланса на 2015-2017гг. (по состоянию на апрель 2015г.)

При сохранении в среднесрочной перспективе среднегодовой мировой цены нефти на уровне 50 долл. США за баррель ожидается существенное (почти вдвое) сокращение экспорта товаров за счет снижения и контрактных цен, и физических объемов экспорта (в 2015-2016гг.), в последующем компенсируемое ростом количественных поставок нефти в связи с вводом в эксплуатацию месторождения Кашаган (предположительно с 2017г.).

Снижение доходов от экспорта нефти обусловит сокращение выплат дивидендов прямым иностранным инвесторам и, соответственно, сокращение дефицита сальдо инвестиционных доходов. В итоге, дефицит текущего счета в 2015 году будет находиться на уровне 3,3% к ВВП, а в 2016-2017гг. снизится до 3,1-3,3% к ВВП (при среднегодовой цене нефти в 55-60 долл. США за баррель в 2015г. дефицит сложится на уровне около 2% к ВВП).

В прогнозном периоде ожидается сокращение чистого притока прямых иностранных инвестиций, что связано с завершением действующих проектов и возможным переносом реализации новых проектов с участием иностранных прямых инвесторов на более поздний срок в связи с изменением ценовой конъюнктуры сырьевых рынков, а также существенными выплатами по ранее привлеченным займам (включая облигационные). Вместе с тем, в условиях снижения чистых поступлений в НФРК с 2016г. при сохранении уровня гарантированного и целевого трансфертов в республиканский бюджет, по портфельным инвестициям будет наблюдаться чистый приток капитала.

При снижении в 2016-2017гг. среднегодовой мировой цены нефти до 40 долл. США за баррель дефицит текущего счета будет составлять порядка 3,8%-4,1% к ВВП.

При пессимистическом сценарии в сравнении с базовым ожидается снижение чистых поступлений в НФРК и сокращение притока нового финансирования по другим инвестициям.

⁸ Metals Price Index включает индексы цен на медь, алюминий, железную руду, олово, никель, цинк, свинец и уран; Energy Price Index включает индексы цен на сырую нефть, природный газ и уголь. Цена на сырую нефть – среднее значение цены «спот» на Brent, Dubai и WTI.

f – прогнозные данные. Согласно прогнозным данным средняя цена на сырую нефть в 2015г. – 58,1 долларов США за баррель, 2016г. – 65,7.

⁹ Чистый приток капитала в 2014г. увеличился на 7,4 млрд. долл.США, аналогично как в 2009г.(на 7,3 млрд. долл.США).

В 2016-2017гг. при среднегодовой мировой цене на нефть в 60 долл. США за баррель, прогноз предусматривает дефицит текущего счета в пределах 1,2-1,3% к ВВП.

В финансовом счете будет наблюдаться сокращение чистого заимствования частным сектором, которое может быть частично компенсировано за счет новых государственных займов от международных финансовых организаций. Уменьшение новых поступлений и рост трансфертов из НФРК приведут к сокращению внешних активов по портфельным инвестициям (Таблица 1).

Таблица 1

**Прогноз платежного баланса на 2015-2017гг., млн. долл.США
(по состоянию на апрель 2015г.)**

Наименование показателя	2015	2016			2017		
	50 долл. за баррель	60 долл. за баррель	50 долл. за баррель	40 долл. за баррель	60 долл. за баррель	50 долл. за баррель	40 долл. за баррель
Текущий счет	-7 358,8	-2 937,6	-8 023,4	-9 662,4	-3 704,1	-8 532,6	-9 920,8
Сальдо текущего счета, от ВВП	-3,3%	-1,2%	-3,3%	-4,1%	-1,3%	-3,1%	-3,8%
Торговый баланс	9 869,0	16 354,1	9 751,0	6 123,2	16 520,4	10 091,2	6 869,2
Экспорт товаров	42 942,0	51 569,1	43 709,0	37 861,9	53 651,9	45 761,4	40 402,3
Импорт товаров	33 073,0	35 215,0	33 958,0	31 738,7	37 131,5	35 670,1	33 533,2
Экспорт услуг	4 346,9	5 041,3	4 713,0	4 380,5	5 513,4	5 164,3	4 782,8
Импорт услуг	9 024,7	10 205,6	9 780,7	9 119,4	11 423,6	10 920,6	10 289,3
Финансовый счет	-7 641,5	-7 709,1	-9 109,0	-10 383,9	-6 578,9	-8 150,0	-9 797,0
Прямые инвестиции (нетто)	-6 285,7	-6 452,5	-6 152,5	-6 050,5	-6 356,4	-6 177,6	-6 482,6
Общий баланс	4 633,5	-690,2	2 600,9	2 187,0	895,5	3 795,2	2 794,1
Сальдо общего баланса, % от ВВП	2,1%	-0,3%	1,1%	0,9%	0,3%	1,4%	1,1%

Источник: НБРК

Высокая зависимость объемов товарооборота Казахстана от стоимости нефти сохраняется. При этом низкая конкурентоспособность казахстанских товаров ненефтяного сектора обуславливает слабый внешний спрос на нее, в том числе со стороны стран ЕАЭС.

По итогам 2014г. наблюдается изменение казахстанского товарооборота по основным видам товаров вследствие реализации отрицательных внешних факторов. Сокращение объемов экспорта по итогам 2014г. обусловлено преимущественно уменьшением физических объемов нефти (-3,5%) и металлов (-9,7%) по сравнению с 2013г. В свою очередь снижение стоимостного импорта в 2014г. обусловлено сокращением объемов стоимостного импорта машин, оборудования (-7,8%) и металлов и изделий из них (-33,3%).

График 2.1.14

Экспорт из Казахстана в разбивке по группам товаров

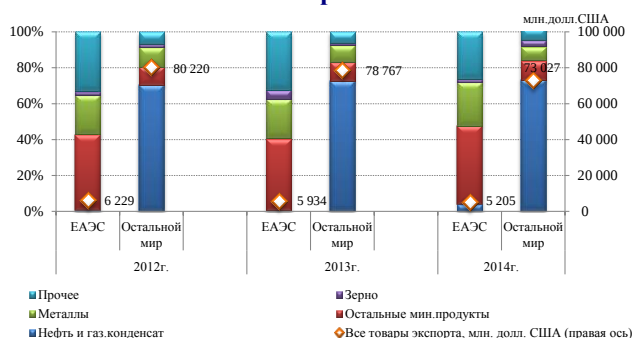
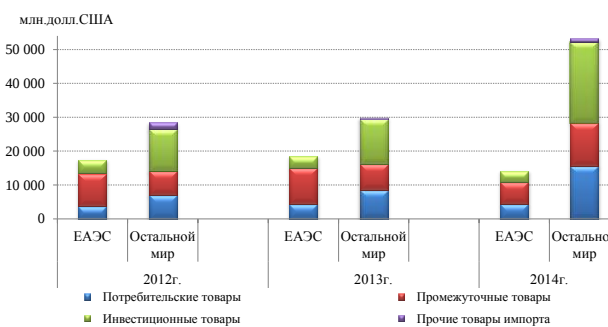


График 2.1.15

Импорт в Казахстан в разбивке по группам товаров



Источник: КГД МФ РК, КС МНЭ РК, расчеты НБРК

Источник: КГД МФ РК, КС МНЭ РК, расчеты НБРК

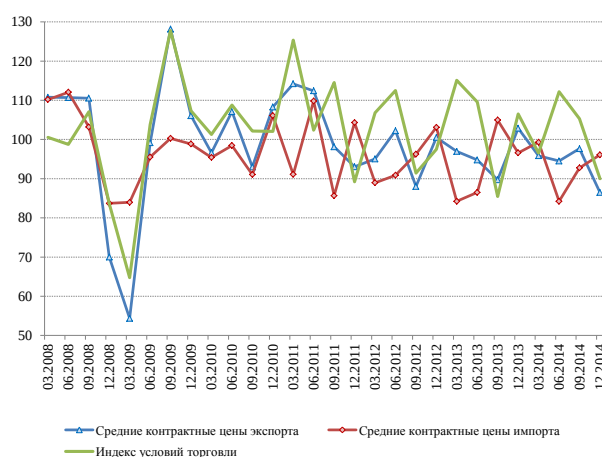
Вместе с тем динамика экспорта и импорта металлопродуктов по итогам 2014г. демонстрирует снижение конкурентоспособности казахстанской продукции. Так, в 2014г. по сравнению с предыдущим годом стоимостной экспорт данных продуктов снизился на 17,1% (с 2011г. снизился на 33,1%). В свою очередь, стоимостной импорт металлов сократился на 33,3% по итогам 2014г. (с 2011г. вырос на 14,3%).

Таблица 2.1.2
Внешняя торговля Казахстана по крупным партнерам (% в совокупном объеме экспорта/импорта)

	2011	2012	2013	2014
Экспорт всего, млн.долл.США:	84 336	86 449	84 700	78 238
Россия	8,3%	7,1%	6,9%	6,6%
Китай	17,5%	16,5%	17,0%	12,5%
Страны ЕС	49,9%	52,4%	53,9%	56,8%
Остальные страны мира	24,2%	24,0%	22,2%	24,0%
Импорт всего, млн.долл.США:	36 906	46 358	48 806	41 213
Россия	41,5%	36,6%	36,8%	33,3%
Китай	13,4%	16,1%	17,1%	17,9%
Страны ЕС	19,8%	20,1%	18,6%	20,9%
Остальные страны мира	25,3%	27,2%	27,5%	27,9%

Источник: КС МНЭ РК

График 2.1.16
Условия торговли (2000=100)



Источник: НБРК

РЭОК Казахстана, являющийся индикатором ценовой конкурентоспособности страны, показывает разнонаправленную динамику в течение 2014г. В первой половине года вследствие проведенной корректировки курса национальной валюты тенге в реальном выражении ослаб, укрепив конкурентные позиции страны по отношению к его торговым партнерам. На фоне неблагоприятной конъюнктуры цен на нефть, значительного номинального обесценения валют основных стран – торговых партнеров, главным образом, российского рубля и замедления темпов инфляции Казахстана во втором полугодии тенге в реальном выражении укрепился. В среднем за 2014 г. тенге в реальном выражении остается на уровне соответствующем или близком к своему равновесному значению.

Сохранение неблагоприятной ситуации экономики казахстанских партнеров в краткосрочной перспективе может негативно отразиться на деловой активности Казахстана.

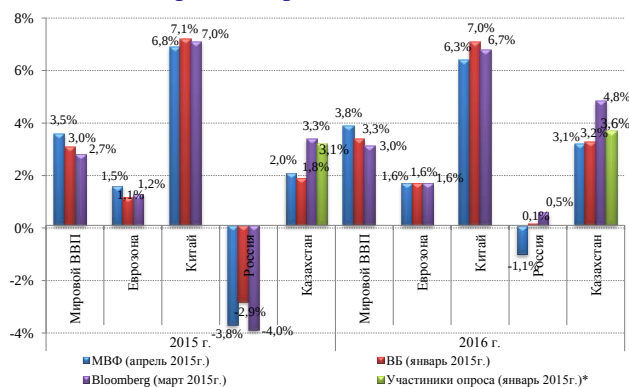
Ожидания в отношении дальнейшего роста казахстанской экономики на 2015-2016гг. формируются разнонаправленно. В краткосрочном периоде прогнозы по реальному ВВП Казахстана предполагают замедление его темпов роста на уровне ниже сложившегося по

Структура экспорта Казахстана со странами ЕАЭС показывает, что основными товарами экспорта являются металлы и минеральные продукты (за исключением нефти и газового конденсата), тогда как со странами остального мира основным товаром экспорта является нефть и газовый конденсат – порядка 70% (График 2.1.14).

В товарообороте между Казахстаном и странами ЕАЭС продолжается преобладание импорта в Казахстан, но при этом за 2014г. отмечается более существенное сокращение импорта (-22,6%), чем экспорта (-12,2%), обусловленное сокращением ввоза промежуточных и инвестиционных товаров (График 2.1.15).

В свою очередь, при росте совокупного объема импорта в среднесрочной перспективе Казахстан склонен к увеличению импорта из стран вне ЕАЭС (Китай, Евросоюз) (Таблица 2.1.2). Значительное ухудшение индекса условий торговли, сложившиеся по итогам 2014г., обусловлено снижением средних контрактных цен на минеральные продукты и металлы на фоне роста цен на импорт потребительских товаров (График 2.1.16). Вместе с тем отмечается ухудшение условий торговли с торговыми партнерами Казахстана Россией и Еврозоной.

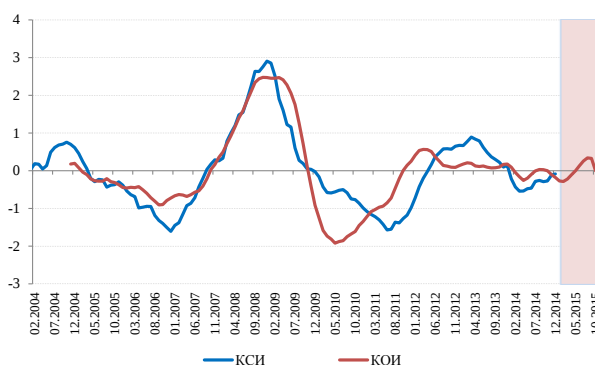
График 2.1.17
Прогнозы роста экономик



*Примечание: *Среднее значение ответов участников опроса «Оценка рисков финансовой системы Казахстана», проведенного НБРК. В опросе участвовали 127 представителей финансовых организаций.*
Источник: МВФ, ВБ, Bloomberg, НБРК

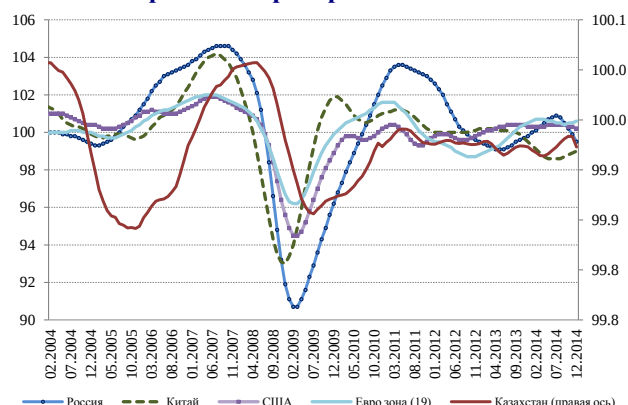
активности страны. Вместе с тем, опережающие индикаторы экономик торговых партнеров Казахстана сигнализируют о более повышенной амплитуде изменения темпов их экономического роста, (Графики 2.1.18-2.1.19).

График 2.1.18
Опережающий и совпадающий индикаторы казахстанской экономики



Примечание: КОИ сдвинут вправо на 10 мес. с целью отражения его опережающего свойства
Источник: НБРК

График 2.1.19
Опережающие индикаторы экономик крупных торговых партнеров Казахстана



Источник: ОЭСР, НБРК

2.2 Роль и концентрация финансового сектора

2.2.1 Тенденции развития финансовых отношений

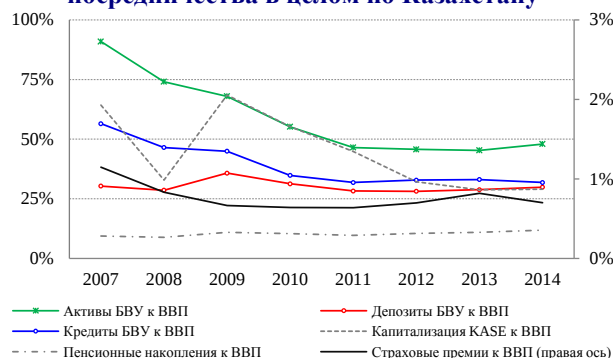
Экстенсивное развитие финансового сектора продолжает оставаться одним из факторов, сдерживающих уровень роста экономики страны. Более того, сохраняющаяся региональная и отраслевая дифференциация в развитии финансовых отношений сказывается на динамике развития предпринимательства, доступности финансовых услуг для бизнеса и населения.

С начала 2014г. наблюдается умеренный рост основных индикаторов финансового посредничества по отношению к ВВП. Тем не менее, их уровень находится на практически минимальных значениях за последние годы (График 2.2.1.1). Положительным моментом является прекращение падения отношения капитализации фондового рынка к ВВП. Однако ее продолжительное падение (в течение 4 лет) привело к тому, что объем банковских

депозитов превысил размер капитализации KASE (по ценным бумагам корпоративных эмитентов), что свидетельствует о предпочтительности размещения денежных средств в депозиты, нежели чем в инструменты фондового рынка.

График 2.2.1.1

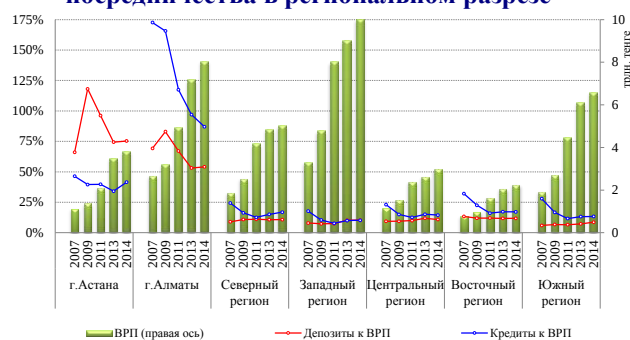
Динамика ключевых индикаторов финансового посредничества в целом по Казахстану



Источник: КС МНЭ РК, НБРК, расчеты НБРК

График 2.2.1.2

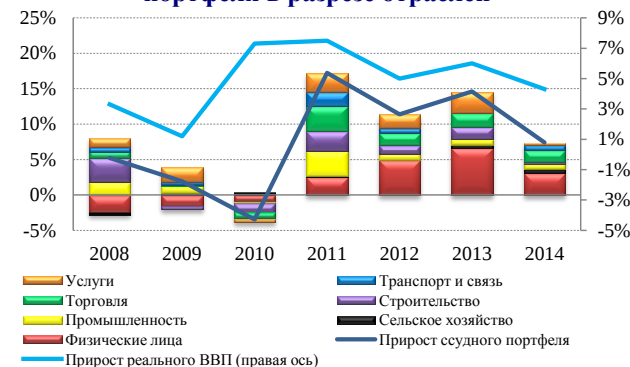
Динамика ключевых индикаторов финансового посредничества в региональном разрезе¹⁰



Источник: КС МНЭ РК, НБРК, расчеты НБРК

График 2.2.1.3

Динамика изменения совокупного ссудного портфеля в разрезе отраслей



Источник: КС МНЭ РК, НБРК, расчеты НБРК

малого и среднего предпринимательства, грамотности населения.

Доля активов банковского сектора в ВВП Казахстана практически составила 50%, при этом остается не только существенно ниже докризисного уровня 2007г., но и стран с сопоставимым уровнем экономического развития. Среднее значение данного показателя за 2013г. по развивающимся странам составляет 110% от ВВП, в том числе по региону Европа – 62%, Латинская Америка – 65%, Азия – 164%. В США аналогичный показатель равен 95%, в других развитых странах обычно значительно превышает 100% от ВВП¹¹.

Опережающий рост депозитов (15%) над кредитами (7%) способствовал снижению отношения кредитов к депозитам до 110% (соответствует уровню Еврозоны)¹². Более низкие значения данного показателя будут соответствовать улучшению уровня ликвидности, однако, это также будет сигнализировать о недостаточном использовании банками ресурсов для генерирования прибыли на фоне снижения кредитной активности. Темп роста объема депозитов превышает рост ВВП, в результате чего наблюдается увеличение доли депозитов в ВВП, что также прослеживается в региональном разрезе (График 2.2.1.2).

Положительным моментом является прекращение понижающей тенденции данного соотношения (депозиты/ВВП) в г.Астана и г.Алматы, а также отношения кредитов к ВВП в г.Астана. Сохраняется региональная дифференциация по данным соотношениям, особенно между регионами страны и г.Астана, г.Алматы. В связи с этим требуются дальнейшие усилия государства, направленные на равномерное развитие регионов, поддержку регионального а также повышение уровня финансовой

¹⁰ Области были сгруппированы в соответствующие регионы следующим образом: Акмолинская, Костанайская, Павлодарская и Северо-Казахстанская – Северный регион, Актюбинская, Атырауская, Западно-Казахстанская и Мангистауская – Западный регион, Карагандинская – Центральный регион; Восточно-Казахстанская – Восточный регион; Алматинская, Жамбылская, Кызылординская и Южно-Казахстанская – Южный регион.

¹¹ Источник: МВФ, расчеты НБРК.

¹² Согласно данным МВФ значения аналогичного показателя по развивающимся государствам следующие: Китай – 57%, Индия – 78%, Индонезия – 96%, Малайзия – 80%, Бразилия – 99%, Аргентина – 68%, Чили – 115%, Мексика – 113%, Польша – 115%, Россия – 148%, Турция – 119%, ЮАР – 106%.

График 2.2.1.4
Динамика изменения объема страховых премий по договорам прямого страхования



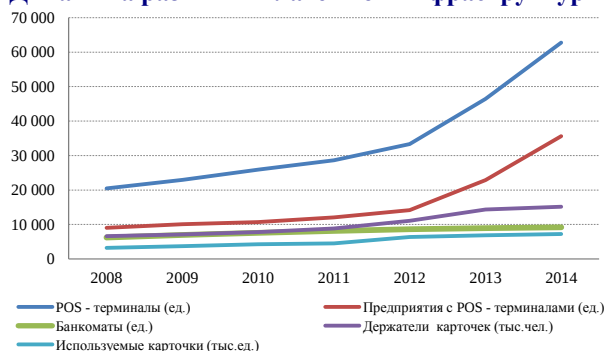
Источник: НБРК

График 2.2.1.5
Динамика доли активов небанковских финансовых организаций в ВВП



Источник: НБРК

График 2.2.1.6
Динамика развития платежной инфраструктуры



Источник: НБРК

их рост в 2,3 раза по итогам 2014г. При этом совокупный объем микрокредитов увеличился в 2,6 раза и на 01.01.2015г. составил 13,7 млрд. тенге.

Введение требований по обязательной установке POS-терминалов при осуществлении определенных видов деятельности привело к росту их количества и числа торговых предприятий, имеющих данное оборудование (График 2.2.1.6). В связи с ростом с 2013г. числа торговых предприятий, имеющих один POS-терминал, среднее количество POS-терминалов на одно предприятие снизилось в 2014г. до уровня 1,8. Количество держателей банковских карточек по итогам 2014г. превысило 15 млн. человек, при этом активно используются менее половины находящихся в обращении карточек. На один банкомат приходится около 1 900 жителей страны. Аналогичный показатель по Еврорегии составляет около 1 000 жителей, при этом в Португалии, Испании и Германии менее 1 000 человек на

По итогам 2014г. прослеживается изменение структуры роста кредитного портфеля (График 2.2.1.3). В структуре роста уменьшились доли кредитования строительства и сферы услуг, при этом увеличение кредитования физических лиц продолжает вносить основной вклад в рост объемов кредитования. Следует отметить, что чистая стоимость займов БВУ (балансовая стоимость за вычетом провизий) возросла за 2014г. на 19%, что отражает проводимые меры по уменьшению доли неработающих займов, соответственно, размера провизий.

В 2014г. по всем классам обязательного страхования зафиксировано увеличение объема собранных страховых премий, тогда как по категориям добровольного страхования наблюдается снижение объема страховых премий (График 2.2.1.4). Сокращение страховых премий по добровольному личному страхованию произошло из-за уменьшения премий по аннуитетному страхованию в связи с приостановлением переводов пенсионных накоплений в страховые организации в период с июля 2013г. по май 2014г., а также внесения изменений в Закон РК «О пенсионном обеспечении» (увеличение достаточности пенсионных накоплений для заключения аннуитета, изменение условий единовременной выплаты и др.). Снижение страховых премий по добровольному имущественному страхованию обусловлено, главным образом, уменьшением премий по классу страхования от прочих финансовых убытков вследствие закрытия некоторых банковских продуктов.

Активы микрофинансовых организаций остаются незначительными – 0,04% от ВВП (График 2.2.1.5), несмотря на

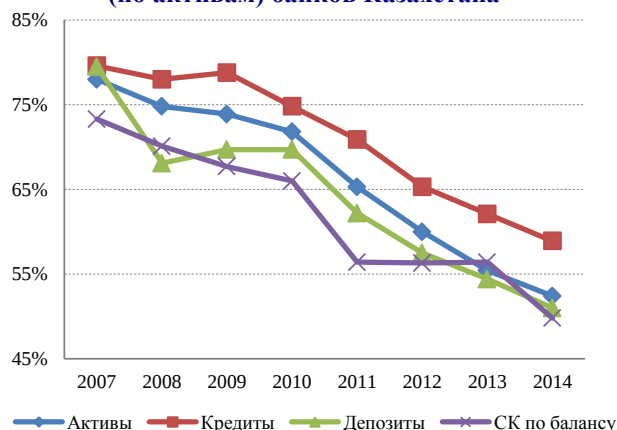
банкомат, Австрии, Франции и Италии – 1 000-1 200 человек, в Нидерландах, Словакии и Финляндии – более 2 100 жителей на один банкомат¹³.

2.2.2 Концентрация в банковском и страховом секторах

В 2014г. уровень концентрации как в банковском секторе, так и на страховом рынке оставался незначительным. Однако в связи с осуществленными сделками по объединению банков ожидается, что данный тренд изменится в сторону увеличения банковской концентрации.

График 2.2.2.1

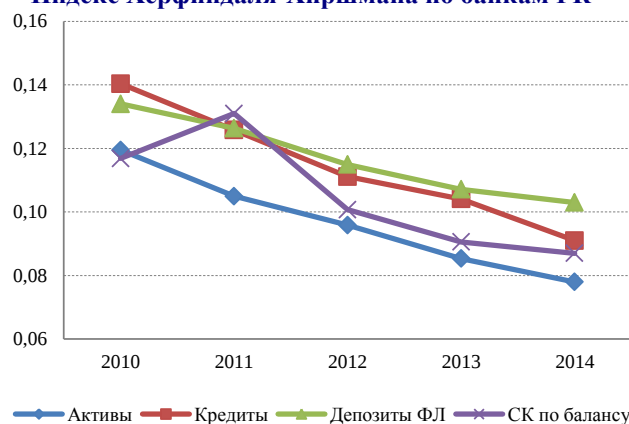
Показатели концентрации пяти крупнейших (по активам) банков Казахстана



Источник: НБРК

График 2.2.2.2

Индекс Херфиндаля-Хиршмана по банкам РК



Источник: НБРК

В 2014г. доля пяти крупнейших банков страны по активам (кредитам) превышает долю этих же банков по собственному капиталу (СК), т.е. капитализация крупнейших банков ниже, чем в среднем по банковской системе (График 2.2.2.1).

В 2013г. пять крупнейших банков занимали 47% рынка по активам в ЕС, 64% рынка в странах Центральной Европы, 57% в странах Юго-Восточной Европы и 58% в СНГ. В различных странах, в том числе в пределах одного региона, показатели концентрации по активам сильно различаются, например, в Германии, Италии, Австрии, Польше и Украине данное значение ниже 50%, в США, Дании – 60-65%, в Великобритании, Словакии, Хорватии и Албании – 70-75%, в Финляндии, Беларуси, Литве и Нидерландах – выше 75%, в Канаде, Австралии, Греции и Эстонии – выше 85%¹⁴.

Еще одним значимым показателем концентрации является индекс Херфиндаля-Хиршмана (ИХХ)¹⁵. В РК ИХХ по активам, кредитам и собственному капиталу БВУ отражают низкий уровень концентрации, ИХХ по депозитам физических лиц находится на минимальном уровне средней концентрации (График 2.2.2.2). Ожидается повышение ИХХ по собственному капиталу

при относительной неизменности ИХХ по другим показателям в связи с заключением в 2014г. сделок по приобретениям в банковском секторе, что повлечет смену направления наблюдаемого с 2010г. понижательного тренда ИХХ. В странах ЕАЭС минимальное значение ИХХ (0,08 по активам) и, соответственно, низкий уровень концентрации отмечается в Казахстане (в России – 0,11, а в Беларуси – 0,22). В ЕС ИХХ по активам составляет 0,07, при этом низкий уровень концентрации кредитных институтов зафиксирован в Германии (0,03), Австрии и Италии (0,04), Франции (0,06), Испании (0,08);

¹³ Источник: ЕЦБ.

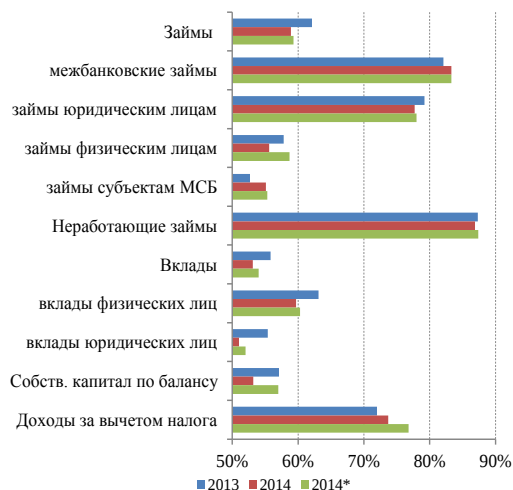
¹⁴ Источник: МВФ, ЕЦБ, Raiffeisen RESEARCH.

¹⁵ Индекс Херфиндаля-Хиршмана используется для оценки монополизации сектора экономики. Индекс представляет собой сумму квадратов долей всех банков, которые действуют на рынке. Общепринятой для ИХХ является следующая градация: от 0 до 0,10 – низкий уровень концентрации; от 0,10 до 0,18 – средний уровень концентрации; от 0,18 до 1 – высокий уровень концентрации.

средний уровень в Португалии и Словакии (0,12), в Кипре и на Мальте (0,15); высокая концентрация присуща Нидерландам и Греции (0,21), Эстонии (0,25) и Финляндии (0,31)¹⁶.

Высокий уровень концентрации в Казахстане наблюдается среди межбанковских займов, займов юридическим лицам и неработающих займов с просрочкой платежей более 90 дней, где пять банков, имеющих максимальную долю по соответствующему показателю, занимают более 75% от общего значения (График 2.2.2.3).

График 2.2.2.3
Концентрация пяти крупнейших (по каждому показателю) банков РК



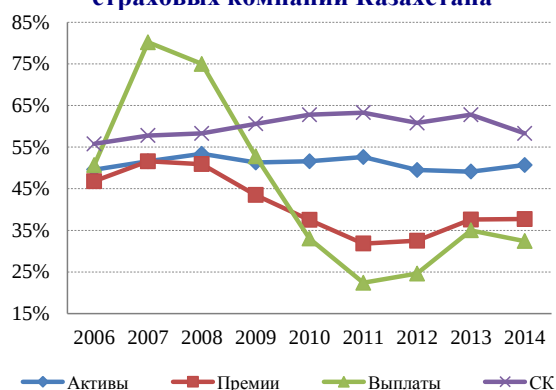
Примечание: *с учетом сделок по приобретениям в 2014 г., кроме сделки с АО "БТА Банк"
Источник: НБРК

График 2.2.2.4
Показатели концентрации пяти крупнейших (по каждой отрасли/сегменту) банков РК



Примечание: *с учетом сделок по приобретениям в 2014 г., кроме сделки с АО "БТА Банк"
Источник: НБРК

График 2.2.2.5
Показатели концентрации пяти крупнейших страховых компаний Казахстана



Источник: НБРК

строительной отрасли и займы в сфере услуг. Заключенные в 2014г. сделки по приобретениям в банковской сфере оказывают наибольшее влияние на рост концентрации (доли пяти преобладающих банков) в сегменте займов физическим лицам, в особенности, займов физическим лицам на потребительские цели.

В страховом секторе с начала 2014г. показатели концентрации пяти крупнейших компаний изменились незначительно (График 2.2.2.5). Данные за весь рассматриваемый период показывают стабильно невысокий уровень концентрации по активам страховых организаций. Показатели концентрации пяти крупных страховых компаний по полученным премиям и осуществленным выплатам последние годы находятся на низком уровне. Сохраняющийся существенный разрыв между долями пяти крупнейших компаний по собственному капиталу и по премиям/выплатам сигнализирует о повышенных рисках в

В отраслевом делении с начала 2014г. максимальное увеличение концентрации ссудного портфеля (График 2.2.2.4) зафиксировано в сельском хозяйстве, горнодобывающей промышленности и прочих отраслях промышленности (электро-, газо-, водоснабжение и др.).

Высокие показатели концентрации (пяти банков с наибольшей долей) прослеживаются в следующих сегментах: займы физическим лицам на прочие цели, основную часть которых составляют кредитные карты, займы физическим лицам на приобретение автотранспорта, займы физическим лицам на потребительские цели.

¹⁶ Источник: ЕЦБ.

секторе, когда основной объем страховых выплат приходится на менее капитализированные компании.

2.3. Рынки реальных и финансовых активов

2.3.1. Рынок недвижимости

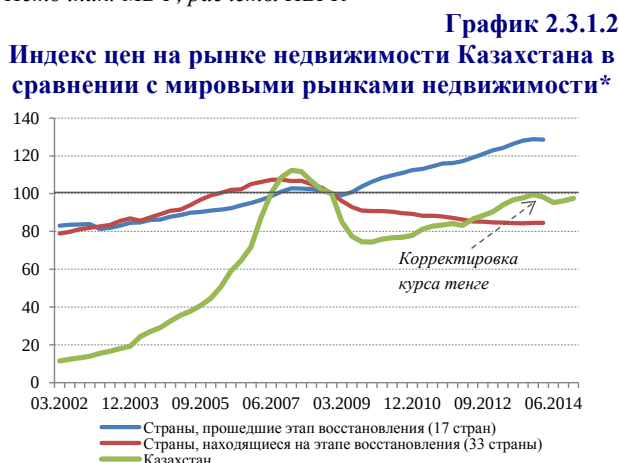
Рост цен на недвижимость Казахстана отражает инвестиционную привлекательность данного рынка. Однако при текущем уровне цен, обусловленном ростом себестоимости строительства, низкой платежеспособности и сложившихся условиях ипотечного кредитования приобретение жилья остается недоступным для широких слоев населения, несмотря на увеличение предложения на рынке нового жилья.

Практически все мировые рынки недвижимости, в том числе рынок недвижимости Казахстана, продолжают проходить этап посткризисного восстановления.



Примечание: *4-й квартал 2008г. = 100

Источник: МВФ, расчеты НБРК



Примечание: *4-й квартал 2008г. = 100

Источник: МВФ, КС МНЭРК, расчеты НБРК

Динамика агрегированного индекса мировых цен на жилье, начиная со второй половины 2012г., свидетельствует о постепенном оживлении рынков недвижимости (График 2.3.1.1). По данным МВФ¹⁷, с точки зрения интенсивности восстановления различных рынков недвижимости, наиболее очевидно выделяется две группы: страны, характеризующиеся полным восстановлением рынков недвижимости, и страны, только проходящие этап восстановления (График 2.3.1.2).

Первая группа (выборка из 17 стран¹⁸) характеризуется полным восстановлением и ростом цен на жилье. Резкого падения цен в данных странах в 2008г. не наблюдалось, что стало предпосылкой для более быстрого восстановления: в 1-м квартале 2014г. цены превышали уровень 4-го квартала 2008г. в среднем на 28,6%.

Во второй группе (выборка из 33 стран¹⁹) наблюдается явная тенденция продолжающегося падения цен на рынке недвижимости, которые в 1-м квартале 2014г. были ниже уровня 4-го квартала 2008г. на 15,5%.

Цены на жилье в Казахстане в период «бума» 2002-2007гг. выросли практически в

10 раз. При этом, в отличие от стран, как первой, так и второй группы, в Казахстане на протяжении 5 лет наблюдается тенденция роста цен, однако пиковый уровень 2007-2008гг. еще не был превышен.

¹⁷ Публикация МВФ «Global housing watch: quarterly update (October 2014)».

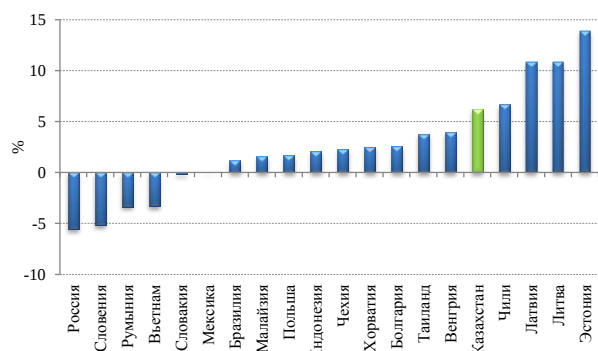
¹⁸ Австралия, Австрия, Бразилия, Канада, Китай, Колумбия, Германия, Гонконг, Израиль, Люксембург, Малайзия, Новая Зеландия, Норвегия, Филиппины, Сингапур, Швеция, Швейцария.

¹⁹ Бельгия, Болгария, Хорватия, Кипр, Чехия, Дания, Эстония, Финляндия, Франция, Греция, Венгрия, Исландия, Индия, Индонезия, Ирландия, Италия, Япония, Корея, Латвия, Литва, Мальта, Мексика, Нидерланды, Польша, Португалия, Россия, Словакия, Словения, Южная Африка, Испания, Таиланд, Великобритания, США.

Стоимостная оценка на рынке жилья Казахстана завышена, однако инвестиционная привлекательность рынка недвижимости Казахстана сохраняется.

График 2.3.1.3

Цены на недвижимость* в странах, сопоставимых по уровню развития (изменение в 2014г. по сравнению с 2013г.)

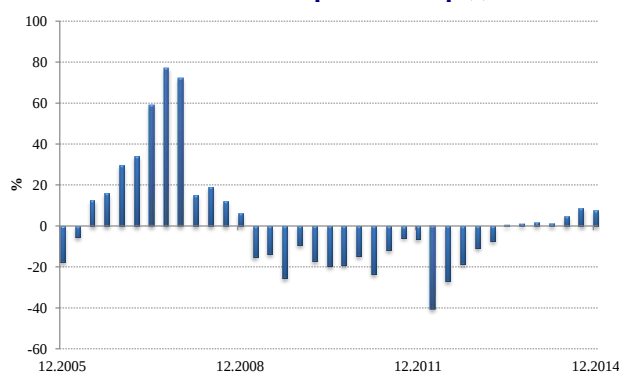


Примечание: *реальное изменение цен в национальных валютах

Источник: МВФ, расчеты НБРК

График 2.3.1.4

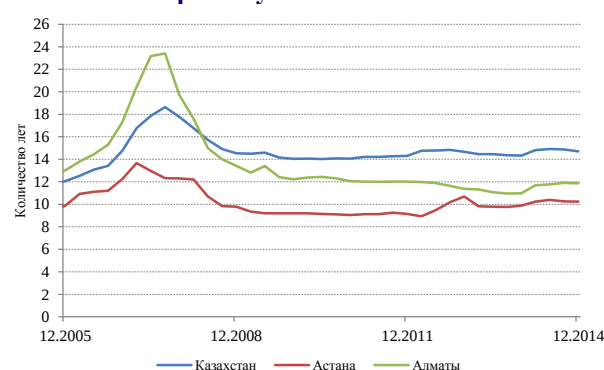
Цена на жилье к себестоимости строительства: отклонение от исторической средней²⁰



Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

График 2.3.1.5

Срок окупаемости жилья



Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

По итогам 2014г., несмотря на некоторое замедление цен в результате корректировки курса тенге, реальный рост цен на жилье был достаточно высоким (6,2%), особенно на фоне стран, сопоставимых по уровню развития²¹: среднее изменение цен по данной группе стран составляет 2,4% (График 2.3.1.3).

Рост цен в Казахстане обусловлен преимущественно ростом себестоимости строительства: незначительное отклонение отношения цены на жилье к себестоимости от исторического значения говорит о том, что в последние 2 года себестоимость строительства росла пропорционально ценам на жилье (График 2.3.1.4).

При этом наблюдается завышение текущего уровня цен на жилье. Так, срок окупаемости жилья²² в Казахстане составляет около 15 лет (График 2.3.1.5), в то время как по сложившимся в мировой практике нормам оптимальный срок окупаемости жилья не превышает 10 лет. Несмотря на некоторую переоцененность жилья, инвестиционная привлекательность рынка недвижимости Казахстана сохраняется.

Во-первых, согласно исследованиям Global Property Guide²³ наиболее высокую инвестиционную выгоду можно получить, если срок окупаемости жилья не превышает 12,5 лет; при сроке окупаемости, не превышающем 20 лет – инвестирование все еще приносит экономическую выгоду, но в меньшей степени, чем на начальном этапе роста цен.

Во-вторых, цены на жилье находятся в фазе роста и предпосылок к их резкому снижению не наблюдается. Об этом говорит положительная величина отклонения отношения цены на жилье к цене аренды (График 2.3.1.6). При этом значительное отклонение, как в 2007-2008гг.,

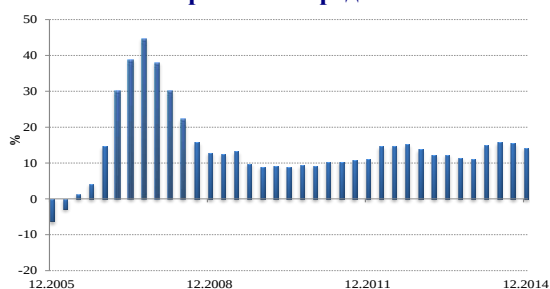
²⁰ Отклонение от исторического среднего: ([текущее значение] минус [среднее значение за 2001-2014гг.]) / [среднее значение за 2001-2014гг.].

²¹ Для сравнения были выбраны страны, сопоставимые с Казахстаном по уровню ВВП на душу населения, дохода на душу населения и по сопоставимому уровню привлекательности рынков капитала для инвесторов (группировка стран на основе MSCI Frontier Emerging Markets Index, S&P Frontier Broad Market Index и Dow Jones Frontier Market Index).

²² Срок окупаемости жилья: отношение цены на жилье к цене аренды за год.

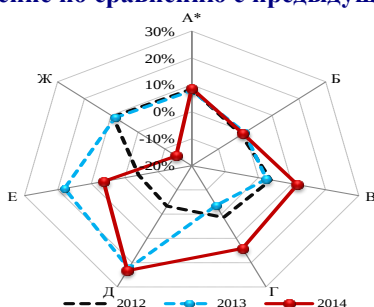
²³ По данным Global Property Guide, срок окупаемости, не превышающий 12,5 лет, говорит о занижении стоимостной оценки жилья, от 12,6 до 20 – о справедливых ценах на рынке недвижимости, более 20 – о завышении стоимостной оценки жилья.

График 2.3.1.6
Цена на жилье к цене аренды: отклонение от исторической средней²⁴



Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

График 2.3.1.7
Активность на рынке недвижимости (изменение по сравнению с предыдущим годом)



Примечание: * А - Объем строительных работ (услуг), тыс.тенге; В - Введено в эксплуатацию объектов, единиц; В - Общая площадь введенных в эксплуатацию жилых зданий, кв. м; Г - Общая площадь введенных в эксплуатацию нежилых зданий, кв.м.; Д - Инвестиции в жилищное строительство, тыс.тенге; Е - Инвестиции за счет средств населения в общем объеме инвестиций; Ж - Количество сделок купли-продажи жилья
Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

средств населения, то в 2014г. – только на 11,6%.

В целом, в 2014г. на рынке недвижимости Казахстана сохраняется региональная дифференциация активности. В трех регионах Казахстана активность на рынке недвижимости низкая (График 2.3.1.8). В данных регионах наблюдается снижение объемов строительных работ на 5,8% по сравнению с 2013г. Удельный вес данной группы в общем

свидетельствовало бы о существенной переоценке стоимости жилья и вероятном обвале цен на жилье в краткосрочном периоде.

В-третьих, инвестиции в недвижимость Казахстана остаются более выгодной альтернативой банковским депозитам, средневзвешенные ставки по которым в 2014г. составили 8,8%, тогда как годовой прирост номинальных цен на жилье – 15,3%. За 3 года доходность по депозиту составила 30,5%, доходность инвестиций в недвижимость – 41,9%.

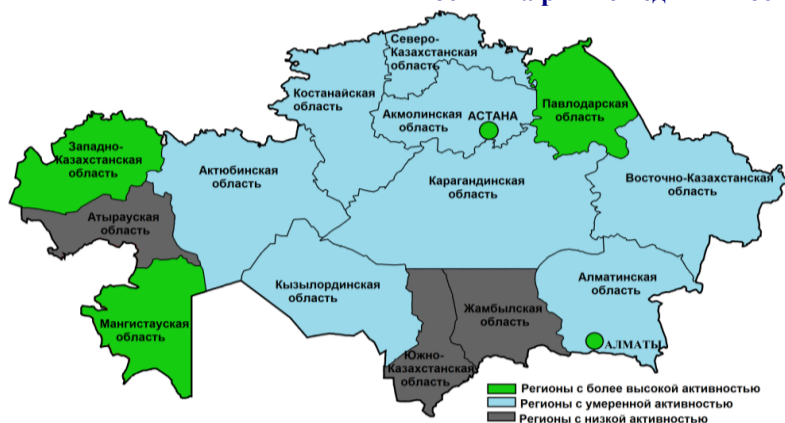
В 2014г. отмечается снижение активности населения на рынке недвижимости при сохранении умеренной активности строительной отрасли, дифференцированной по регионам.

Во-первых, в 2014г. произошло снижение количества сделок купли-продажи на 14,2% вследствие того, что с 2013г. наблюдаются диспропорции в темпах роста заработной платы и цен на жилье (График 2.3.1.7). Так, средние темпы роста заработной платы за 2013-2014гг. составляют 9,7%, в то время как средние темпы роста цен на жилье – 16,9%.

Во-вторых, если в 2013г. прирост инвестиций в жилищное строительство на 35,0% объяснялся приростом собственных

График 2.3.1.8

Активность* на рынке недвижимости по регионам



Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

***Показатели активности:**

- прирост объема строительных работ
- прирост общей площади вводимых в эксплуатацию жилых зданий
- прирост сделок купли-продажи жилья

Методика распределения регионов:

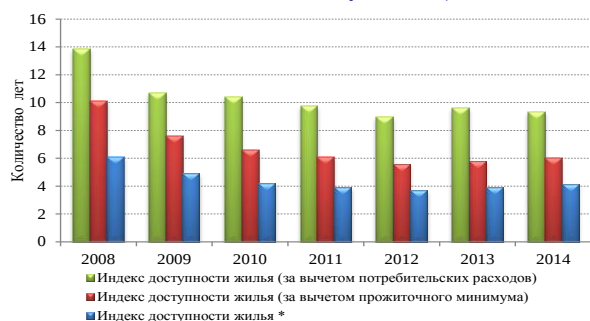
- **Группа с низкой активностью:** как минимум 2 показателя < 33 перцентиля
- **Группа с умеренной активностью:** как минимум 1 показатель < 33 перцентиля
- **Группа с более высокой активностью:** как минимум 2 показателя > 67 перцентиля

²⁴ Отклонение от исторического среднего: ([текущее значение] минус [среднее значение за 2001-2014гг.]) / [среднее значение за 2001-2014гг.].

объеме операций составляет 17,9%. Наибольший удельный вес (50,3%) в общем объеме операций на рынке жилья принадлежит 8 регионам, которые демонстрируют умеренный уровень активности на рынке недвижимости. Объем строительных работ по группе вырос на 3,6%, обеспечив тем самым рост общей площади вводимых жилых зданий на 5,8%.

В группе регионов с более высокой степенью активности общий объем строительных работ увеличился на 24,6%, общая площадь введенных в эксплуатацию жилых зданий выросла по сравнению с 2013г. на 28,3%. Удельный вес данной группы в общем объеме операций составил 31,8%.

График 2.3.1.9
Индекс доступности жилья за счет собственных средств (увеличение индекса свидетельствует о снижении доступности)



Примечание: *Индекс доступности жилья = (Цена 1 кв.м. жилья*54)/(Среднемесячная ЗП*12*1,5)

Модифицированная формула:

А) (Цена 1 кв.м. жилья*54)/(Среднемесячная ЗП*12*1,5 – Прожиточный минимум*3)

Б) (Цена 1 кв.м. жилья*54)/(Среднемесячная ЗП*12*1,5 – Потребительские расходы*3)

Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

(146,6 тыс. домохозяйств из 5,1 млн. домохозяйств по Казахстану), тогда как в 2013г. она достигала 4,2% (211,4 тыс домохозяйств из 5 млн. домохозяйств).

Таким образом, с учетом законодательно установленных нормативов предоставления жилой площади на 1-го человека²⁸, жилье в Казахстане является умеренно недоступным, а по нормативам ООН жилье становится еще более недоступным (Таблица 2.3.1.1).

Таблица 2.3.1.1
Индекс доступности жилья в Казахстане в соответствии с казахстанскими стандартами и мировыми нормами обеспеченности жильем

Часть совокупного дохода, идущая на накопления	Общая площадь квартиры для семьи из 3 человек	
	54 кв.м. по РК	90 кв.м. по нормам ООН ²⁹
Весь совокупный доход	4 года ³⁰	около 7 лет
Совокупный доход за вычетом прожиточного минимума ³¹	6 лет	около 10 лет
Совокупный доход за вычетом потребительских расходов	9 лет	15 лет

Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

²⁵ Здесь и далее: домохозяйство/семья включает 2 взрослых и 1 ребенка.

²⁶ Международная практика: доступное жилье (срок накоплений не превышает 3 лет), умеренно недоступное (3,1-4 года), серьезно недоступное (4,1-5 лет), значительно недоступное (выше 5,1 лет).

²⁷ По данным КС МНЭ РК средняя обеспеченность населения жильем в 2013г. равна 20,9 кв.м. на человека.

²⁸ Согласно Закону о жилищных отношениях в РК норма предоставления жилого помещения составляет не более 18 квадратных метров полезной площади на 1-го человека.

²⁹ Согласно международному стандарту ООН минимально допустимым уровнем признано 30 квадратных метров общей площади на 1-го человека.

³⁰ Международная практика: доступное жилье (до 3 лет), умеренно недоступное (3,1-4), серьезно недоступное (4,1-5), значительно недоступное (выше 5,1).

³¹ Величина прожиточного минимума в Казахстане в 2014г. – 19 966 тенге.

Начиная с 2013г., дифференциация доступности жилья в региональном разрезе увеличивается.

График 2.3.1.10
Коэффициент вариации индекса доступности жилья³² (снижение коэффициента свидетельствует о снижении дифференциации)



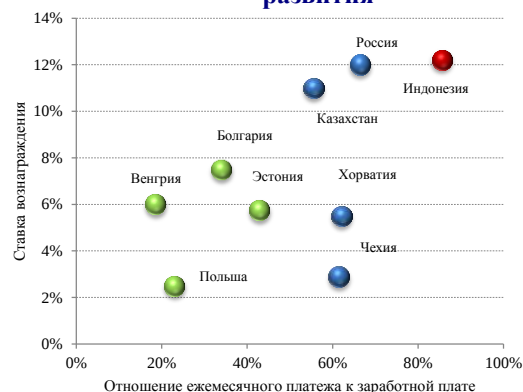
Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

График 2.3.1.12
Выданные ипотечные кредиты населению и средневзвешенная ставка вознаграждения по ним (за период)



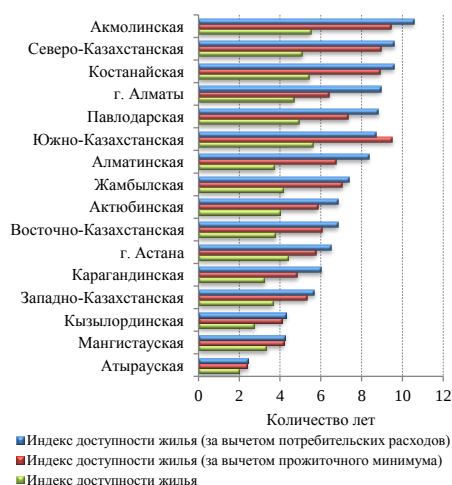
Источник: НБРК

График 2.3.1.13
Доступность жилья за счет заемных средств по сравнению со странами, сопоставимыми по уровню развития



Источник: ВБ, МВФ, Thomson Reuters Eikon, расчеты НБРК

График 2.3.1.11
Доступность жилья за счет собственных средств в разрезе регионов



Источник: КС МНЭРК, расчеты НБРК

В целом, по сравнению с историческими значениями, снижение дифференциации и, соответственно, постепенное выравнивание доступности жилья по регионам могут свидетельствовать об улучшении условий жизни населения в регионах с наименьшим уровнем заработной платы (График 2.3.1.10). Однако в 2013-2014гг. наблюдается незначительное увеличение дифференциации доступности жилья между регионами Казахстана, которое обусловлено замедлением темпов роста уровня заработной платы в целом по всем регионам по сравнению с темпами роста цен на недвижимость.

По итогам 2014г. только в 8 регионах Казахстана приобретение жилья может считаться относительно приемлемым, где коэффициент доступности жилья не превышает 3-4 лет, и только в двух регионах для приобретения жилья общей площадью 54 кв.м. семье из трех человек понадобится менее 3-х лет (График 2.3.1.11).

Низкая доступность жилья за счет собственных средств требует развития альтернативных инструментов для финансирования покупки жилья. Однако высокие цены на жилье и текущие условия ипотечного кредитования не

³² Коэффициент вариации вычисляется по формуле: [среднеквадратическое отклонение] / [среднее значение].

способствуют повышению доступности жилья за счет заемных средств, оставляя государственные жилищные программы одним из приоритетных инструментов по приобретению жилья.

График 2.3.1.14
Доступность жилья за счет заемных средств*



Примечание: *Ежемесячный платеж был рассчитан, исходя из следующих условий:

- площадь приобретаемого жилья 54 кв.м.
- срок займа: 15 лет
- размер первоначального взноса: 20%

Источник: расчеты НБРК
54% соответственно.

В условиях низкой платежеспособности населения и недоступности ипотечного кредитования для широких слоев населения одним из решений по повышению доступности жилья в Казахстане остаются государственные программы поддержки строительства доступного жилья, а также механизм жилищных строительных сбережений.

2.3.2. Валютный и денежный рынки

В течение 2014г. на валютном рынке наблюдались периоды повышенной активности, выразившиеся в увеличении рыночного спроса на валюту, который возникал на фоне ухудшавшихся внешнеэкономических условий Казахстана. Усиление долларизации экономики, а также формировавшиеся негативные ожидания в отношении ситуации на внутреннем валютном рынке привели к тому, что к концу года проблемы с тенговой ликвидностью приобрели острый характер.

По итогам 2014г. средний внутридневной оборот на валютном спот рынке увеличился на 46% по сравнению с 2013г. и в отдельные периоды достигал объемов свыше 1 млрд. долл. США. Первый значительный всплеск торговой активности произошел после проведения корректировки курса тенге в феврале 2014г. и характеризовался повышенным спросом рынка на валюту, не обусловленным операционной потребностью реального сектора экономики (Бокс 3). Несмотря на последовавшее ослабление давления на курс национальной валюты, ко второй половине 2014г. вновь стало отмечаться периодическое увеличение внутридневных биржевых оборотов на фоне ухудшавшейся конъюнктуры внешних сырьевых и финансовых рынков.

В течение года периоды волатильности на валютном рынке были отмечены значительными всплесками ставок по операциям NDF³⁴. Более того, к концу года на рынке беспоставочных форвардов стало наблюдаться существенное увеличение спреда между

³³ Сумма ежемесячного платежа по ипотечному кредиту не должна превышать 40% от заработной платы заемщика.

³⁴ NDF (Non-deliverable forward) – беспоставочный валютный форвард. Операции NDF являются сегментом внебиржевого рынка, вследствие этого ставки по данным операциям более чувствительны к изменениям на финансовом рынке.

ставками спроса и предложения, что отражало рыночные ожидания корректировки обменного курса тенге в ближайшей перспективе.

Бокс 3

Анализ краткосрочной реакции рынка на проведение корректировки обменного курса тенге в феврале 2014г.

В связи с необходимостью восстановления внешней конкурентоспособности обменного курса тенге, поддержания положительного платежного баланса Казахстана, а также конкурентоспособности отечественных товаропроизводителей 11 февраля 2014г. была проведена одномоментная корректировка курса тенге. Сразу после ее проведения наблюдалось снижение активности на валютном спот рынке. Среднедневной объем торгов за неделю по инструменту USDKZT_TOD¹ снизился на 15%.

Однако к третьей декаде февраля 2014г. давление на тенге возросло. Одним из факторов являлось то, что после проведения корректировки курса ставки биржевого репо оставались на прежнем уровне, и наблюдавшийся разрыв между данными ставками и ставками NDF свидетельствовал о потенциальных арбитражных возможностях для участников рынка.

Последовавшее вскоре повышение ставок репо на фоне налогового периода оказало поддержку тенге, хотя разрыв между ставками оставался по-прежнему высоким. Более того, наблюдалось некоторое расширение спреда между ставками спроса и предложения по операциям NDF, что свидетельствовало о наличии неопределенности на валютном рынке.

В последующем в период с апреля по май 2014г. ситуация на валютном и денежном рынках, в целом, стабилизировалась.

¹ Поставка в день платежа.

В течение года объем внебиржевых торгов по доллару США уступал биржевым оборотам, что свидетельствовало о том, что спрос на доллар США, в большей степени, удовлетворялся на КФБ. В то же время, начиная с сентября 2014г., последовало увеличение объема внебиржевых операций по покупке доллара США у банков-нерезидентов, что происходило вследствие общего повышения спроса на валюту.

Тенденция 2014г., обусловленная периодическим усилением активности участников на валютном рынке, отразилась на структурных параметрах рынка: в среднем, среди участников рынка отмечалась преобладающая тенденция по покупке валюты, и к концу года произошло сокращение среднего количества сделок, совершаемых одним участником, при общем увеличении среднего объема одной сделки (Бокс 4).

Бокс 4

Структурные параметры валютного спот рынка КФБ в 2014г.

В 2014г. наблюдалось изменение тенденций на валютном спот рынке КФБ: в течение года отмечались периоды повышенной активности, которые, в целом, характеризовались значительным увеличением внутридневного оборота сделок, а также повышенным спросом участников рынка на доллар США. Наличие периодов повышенной активности отразилось на общем изменении структурных параметров рынка. Более того, наблюдались различия между структурными параметрами рынка в разные периоды повышенной активности в течение 2014г.

Для проведения более детального анализа структурных параметров валютного спот рынка КФБ были (1) определены периоды повышенной активности в 2014г. и (2) рассчитаны индикаторы ключевых параметров валютного рынка на ежедневной основе за 2014г.

В целях определения периодов повышенной активности биржевого валютного спот рынка были использованы следующие подходы, основанные на анализе динамики обменного курса, являющегося одним из параметров торговых сделок¹:

- 1) Сопоставление поведения участников рынка с их собственным поведением, а

также поведением рынка в исторической динамике. Показателем повышенной активности служит *количество участников рынка* с выявленными «выбросами»².

2) Выявление сделок, обменные курсы по которым отклонялись от рыночной внутридневной динамики обменного курса. В данном случае показателем повышенной активности рынка является *количество сделок* с выявленными «выбросами».

Согласно данным подходам анализа в 2014г. был определен ряд четких периодов повышенной активности участников валютного рынка (График 1).

Далее в целях проведения анализа структурных параметров валютного рынка произведены расчеты следующих индикаторов³:

- Группа индикаторов, высчитанная на основе общих рыночных данных (без расчета показателей для каждого отдельного участника):

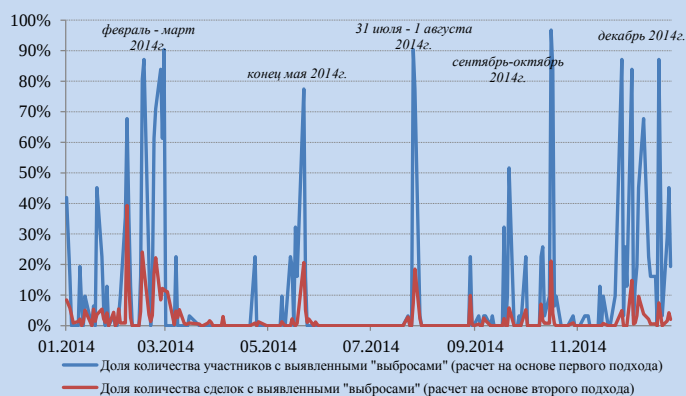
- AVE_VOL – средний объем одной сделки, совершенной за торговый день.
- BUYER_NUM – количество покупателей валюты на рынке за торговый день.
- SELLER_NUM – количество продавцов валюты на рынке за торговый день.

- Группа индикаторов, высчитанная на основе усреднения данных, рассчитанных для каждого отдельного участника рынка, принимавшего участие в торгах в данный торговый день (усреднение произведено без учета данных НБРК, выступавшего в качестве одного из участников валютного рынка КФБ):

- HET – показатель гетерогенности операций участника рассчитывается как отношение разницы объемов покупки и продажи валюты участника к общему объему сделок данного участника на валютном рынке за торговый день. Показатель гетерогенности операций варьируется в диапазоне [-1; 1] и указывает на преобладающий спрос на валюту (при значении, стремящемся к 1) либо предложении валюты (при значении, стремящемся к -1) со стороны участников рынка.

График 1

Результаты анализа активности участников на валютном спот рынке КФБ



Источник: данные КФБ, расчеты НБРК

- CHG – индикатор изменения позиции участника рассчитывается как отношение количества изменений позиции в сделках (когда участник менял позицию с «покупки» валюты на «продажу» валюты и, наоборот) в течение торгового дня к количеству сделок, совершенных данным участником за торговый день. Индикатор изменения позиции варьируется в диапазоне [0; 1] и, его увеличение свидетельствует об усилении внутридневного спекулятивного тренда на рынке.

- DEAL_NUM – количество сделок, совершенных участником за торговый день. Уменьшение данного показателя свидетельствует об общем снижении активности на валютном рынке.

Разница между показателями, рассчитанными на основе выборки данных для «спокойных» дней и дней повышенной активности, была значимой для всех указанных параметров рынка (за исключением среднего показателя гетерогенности операций) (Таблица 1), что, в целом, свидетельствовало о статистически **значимом изменении поведения участников рынка в течение периодов повышенной активности.**

В целом, положительное среднее значение показателя гетерогенности операций (HET) говорило о **преобладающей тенденции по покупке валюты со стороны участников рынка**. Несмотря на то, что различие данного показателя в «спокойные» дни и дни повышенной активности было статистически незначимым, к концу года среднее значение показателя приблизилось к его максимальному лимиту, равному 1, что указывало на **усиление амплитуды давления на национальную валюту**.

Постепенное увеличение показателя также наблюдалось и для среднего объема одной сделки (AVE_VOL), в то время как среднее количество сделок, приходящееся на одного контрагента (DEAL_NUM), уменьшилось. Предположительно, данный факт указывал на проведение операций **по покупке доллара США, не мотивированных операционной необходимостью экономических агентов**.

Несмотря на значимое различие значений показателя изменения позиции (CHG) в «спокойные» дни и дни повышенной активности, в целом, в течение года наблюдался однородный тренд. Однако невысокие значения данного индикатора вместе с преобладающей покупкой валюты со стороны участников рынка могли свидетельствовать о более **долгосрочных позициях рынка по удержанию средств в иностранной валюте**.

Таблица 1

Структурные показатели валютного спот рынка КФБ

Период	AVE_VOL Средний объем одной сделки (в тыс. долл. США)	BUYER_NUM Среднее количество покупателей валюты	SELLER_NUM Среднее количество продавцов валюты	HET Средний показатель гетерогенности операций	CHG Средний индикатор изменения позиции	DEAL_NUM Среднее количество сделок одного контрагента
«Спокойные» дни*	1 437	21	11	0,4159	0,0496	10
Дни повышенной активности	1 694	24	14	0,4381	0,0759	16
t-statistics**	2,3456	2,9575	4,5886	0,4684	5,5856	4,5380
p-value	2,16%	0,55%	0,00%	64,14%	0,00%	0,01%
Детализация значений по отдельным периодам повышенной активности:						
06.01 - 10.02.2014г.	1 300	22	13	0,3607	0,0655	18
11.02 - 14.02.2014 г.	1 491	16	18	-0,2561	0,0750	15
21.02 - 05.03.2014 г.	1 329	24	15	0,3874	0,0775	25
19.05 - 28.05.2014 г.	1 181	21	15	0,2127	0,0648	18
31.07 - 01.08.2014 г.	1 921	31	9	0,8511	0,0442	23
26.09.2014 г.	2 087	25	10	0,8122	0,0846	14
21.10 - 22.10.2014 г.	1 997	29	10	0,7451	0,0546	13
02.12 - 31.12.2014 г.	2 663	25	13	0,5305	0,0698	13

Примечания:

* Разделение дней на «спокойные» дни и дни повышенной активности производилось путем использования результатов анализа активности участников на валютном спот рынке КФБ (см. График 1). К периоду повышенной активности отнесены дни, значения числовых результатов (доли количества участников рынка или доли количества сделок с выявленными «выбросами») которых были равны либо превышали 80-ый перцентиль по соответствующей выборке значений за 2014г.

** t-statistics – t критическое по результатам проведения двухвыборочного t-теста с различными дисперсиями.

Источник: данные КФБ, расчеты НБРК

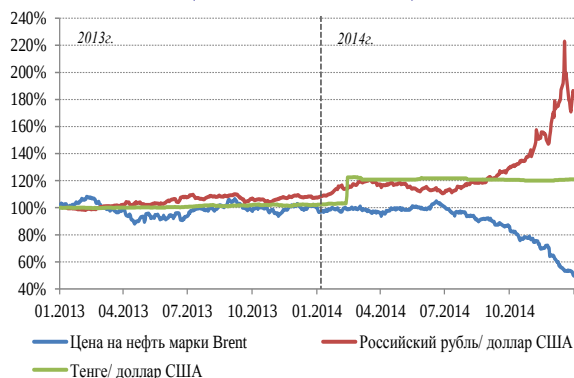
¹ Анализ проводился на основе данных 2014г. по всем сделкам на валютном спот рынке КФБ по паре тенге/ доллар США с поставкой валюты в день заключения сделки (кодификация КФБ: USDKZT_TOD).

² Под «выбросом» в части определения количества участников (по первому подходу) подразумевается случай, когда обменный курс по сделкам участника превышает 90-ый перцентиль обменного курса, вычитанного на основе исторической динамики. Под «выбросом» в части определения количества сделок (по второму подходу) подразумевается случай, когда обменный курс сделки отличается от динамики обменного курса, наблюдавшегося в течение торгового дня, на калибровочную величину.

³ За основу расчета индикаторов приняты методы, использованные в следующих публикациях (методы расчета для ряда индикаторов были модифицированы):

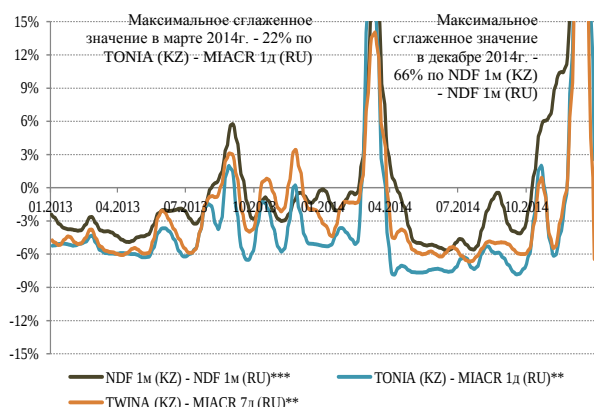
- Schreiber, B.Z. (2014). Identifying Speculators in the FX Market: A microstructure approach. Journal of Economics and Business, 73(2014)97-119.
- Gabrieli, S. (2011). The Microstructure of the Money Market Before and After the Financial Crisis: A Network Perspective. Centre for Economic Research and Studies for Vergata, Research Paper Series, Vol. 9, Issue 1, No. 181.

График 2.3.2.1
Динамика внешнеэкономических факторов
(01.01.2013 = 100%)



Источник: НБРК, ЦБР, Thomson Reuters Eikon

График 2.3.2.2
Разрыв между ставками в Казахстане и России*



Примечания: * ¹⁾ Временные ряды сглажены с помощью фильтра Ходрика-Прескотта ($\lambda=100$).

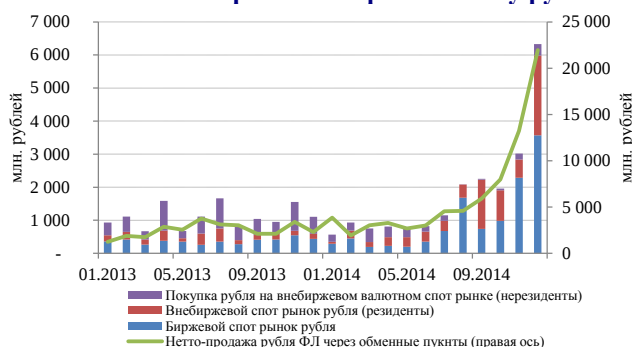
²⁾ Вертикальная ось графика ограничена значением 15%.

** MIACR – средневзвешенная фактическая ставка по кредитам, предоставленным московскими банками.

*** Беспоставочный форвард между парами соответствующих валют и доллара США.

Источник: данные КФБ, Bloomberg, Thomson Reuters Eikon, расчеты НБРК

График 2.3.2.3
Объем операций на биржевом и внебиржевом валютных спот рынках по российскому рублю*



Примечание: *Включаются операции, проведенные только за национальную валюту, то есть по паре тенге/российский рубль. На графике отражены межбанковские операции, за исключением обменных операций ФЛ.

Источник: КФБ, НБРК

Падение цен на нефть, начавшееся в середине 2014г., ослабление курса российского рубля, а также общая напряженность на российском рынке на фоне изменения геополитической ситуации оказывали давление на тенге.

После некоторой стабилизации ситуации на казахстанском валютном рынке, со второй половины 2014г. стало заметным постепенное ухудшение внешнеэкономических условий Казахстана.

По итогам года общее снижение цены на нефть марки Brent составило около 50% (График 2.3.2.1), что сказалось на объеме поступающей иностранной валюты в страну. Ослабление курса рубля к доллару США привело к ужесточению денежно-кредитной политики в России: ключевая ставка ЦБРФ повышалась 7 раз в течение 2014г. и выросла с 5,5% до 17%. Возросшая разница между ставками в Казахстане и России в период с июня по октябрь 2014г. создавала предпосылки для проведения арбитража (стратегия carry trade)³⁵, оказывающего дополнительное давление на тенге (График 2.3.2.2). Однако ближе к концу года разрыв между ставками двух стран перевернулся в обратную сторону в силу формирования ожиданий в отношении ситуации на внутреннем валютном рынке.

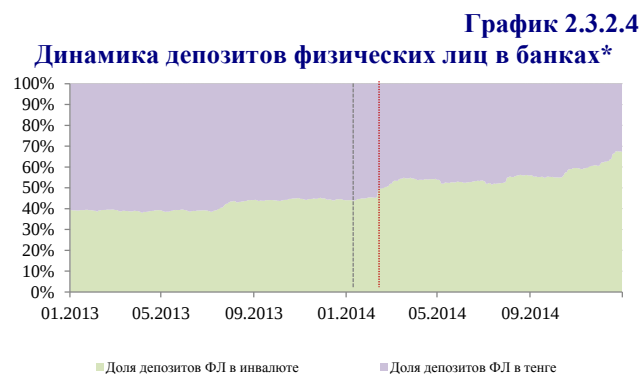
Вследствие повышения привлекательности российских товаров на фоне ослабления курса рубля с осени 2014г. отмечалось резкое увеличение объемов валютных рублевых сделок (График 2.3.2.3). В декабре 2014г. объем заключаемых сделок по рублю, в том числе объем сделок по продаже рубля физическим лицам через обменные пункты, достиг рекордных значений.

При этом необходимо отметить, что расчеты за экспорт с казахстанскими предприятиями, в основном, осуществлялись в долларах США, в то время как расчеты за импорт производились, в том числе, в рублях и евро. Соответственно, возросший спрос на

³⁵ Стратегия «carry trade» состоит в заимствовании средств в национальной валюте государства, установившего низкие процентные ставки, конвертации и инвестировании их в национальной валюте государств, установивших высокие процентные ставки. В случае если покупка российских рублей на внебиржевом рынке будет происходить за доллар США (минуя тенге), то данная операция может оказать давление на обменный курс тенге к доллару США.

рубль, предположительно, также удовлетворялся участниками посредством проведения операций по покупке данной валюты на внебиржевом рынке у нерезидентов за доллар США.

Ситуация напряженности на валютном рынке проявлялась в общем стремлении экономических агентов к конвертации средств в иностранную валюту. В течение 2014г. прослеживалась активная долларизация средств корпоративного сектора и населения, что отразилось на увеличении балансовой открытой валютной позиции банков.



Примечание: *В целях представления данных без учета влияния корректировки обменного курса тенге на объемы депозитов, расчеты для построения графика производились на основе тенговых объемов, переведенных в доллар США в соответствии с курсом тенге к доллару США.

Источник: НБРК



Примечание: *На основе данных валютной позиции банков по всем иностранным валютам.

Источник: НБРК

валютно-процентный своп НБРК, в большинстве своем, имели длительную срочность, наблюдалось образование риска временного разрыва между валютными активами и обязательствами банков, который мог реализоваться в случае возникновения большого объема требований по досрочному возврату вкладов в иностранной валюте со стороны банковских клиентов.

В течение 2014г. наблюдались периоды дефицита тенговой ликвидности, в частности, обусловленные одновременным наступлением двух событий: (1) увеличением спроса на тенге со стороны корпоративного сектора в силу наступления налоговых периодов и периодов завершения основных финансовых расчетов и (2) обострением негативных ожиданий участников рынка в отношении курса тенге. В отдельные периоды стресса отмечалось предпочтение участниками рынка заемных операций вместо проведения обратной конвертации иностранной валюты. В целом, в течение 2014г., и в особенности в периоды дефицита ликвидности, НБРК активно предоставлял рынку срочную тенговую ликвидность.

Несмотря на предпринимаемые меры по увеличению дифференциации ставок депозитов в национальной и иностранной валюте³⁶, на конец года стала очевидна доминирующая доля депозитов физических лиц в иностранной валюте (График 2.3.2.4).

Продажа долларов США обменными пунктами также отражала периодические всплески спроса на доллар США, которые коррелировали с периодами активности на биржевом валютном рынке, в то время как обратный обмен долларов США на тенге со стороны населения имел равномерный характер в течение всего года. Таким образом, вновь поступающие средства населения конвертировались в иностранную валюту либо сберегались в тенге.

Рост долларизации обязательств банков к концу 2014г. отразился на увеличении открытой балансовой валютной позиции банков (График 2.3.2.5). В июле 2014г. НБРК в целях реализации денежно-кредитной политики, а также поддержания тенговой ликвидности начал предоставлять банкам долгосрочную тенговую ликвидность под залог доллара США посредством проведения операций валютно-процентный своп.

При этом, учитывая, что операции

³⁶ С 1 марта 2014г. рекомендуемая КФГД ставка вознаграждения по вновь привлекаемым депозитам физ. лиц в тенге была повышена до 10% годовых (ранее составляла 9%). С 1 апреля 2014г. рекомендуемая КФГД ставка вознаграждения по вновь привлекаемым депозитам физ. лиц в иностранной валюте была снижена до 4% годовых (ранее составляла 4,5%).

В 2014г. на фоне продолжающейся долларизации наблюдалось снижение среднедневного объема операций на рынке биржевого репо на 7%³⁷ по сравнению с показателем предыдущего года, в то время как соответствующее увеличение среднедневного оборота на рынке биржевого валютного свопа составило 67% (или 31% за период с января по ноябрь 2014г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года)³⁸, что свидетельствовало о большей доступности/привлекательности долларов США в качестве обеспечения для операций банков по заимствованию ликвидности в национальной валюте.

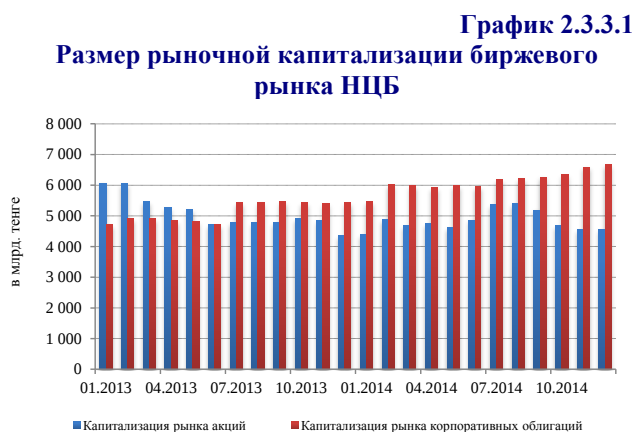
В целом, в течение года наблюдалось два острых периода значительного всплеска биржевых ставок – в феврале-марте и ноябре-декабре 2014г. Значительный рост ставок был связан с повышенным спросом на *срочную* тенговую ликвидность при сохранении негативных ожиданий участников рынка в отношении курса тенге.

В декабре 2014г. с сокращением объемов операций валютно-процентный своп НБРК начал участие на рынке биржевого валютного свопа, а также значительно увеличил кредитование на рынке репо, таким образом, предоставляя рынку краткосрочную тенговую ликвидность. В этот период биржевой спрос на тенге достигал своих максимальных значений, который, в большей степени, был вызван текущими потребностями реального сектора экономики в связи с наступлением налогового периода и периода завершения основных финансовых расчетов предприятий.

Таким образом, повысившиеся в декабре 2014г. негативные курсовые ожидания и возможность получения от НБРК только краткосрочной тенговой ликвидности ограничивали проведение полноценной трансформации срочности финансовых средств участниками рынка, что в итоге отразилось на сокращении операций банков по тенговому кредитованию экономики.

2.3.3 Состояние рынка ценных бумаг

В 2014г. рынок ценных бумаг характеризовался низкой ликвидностью, обусловленной недостатком качественных финансовых инструментов, а также общей устойчивой тенденцией к сокращению объемов внутреннего организованного рынка ценных бумаг. Эмитентами в качестве источников фондирования чаще используются банковские кредиты, а населением в качестве инструментов инвестирования – банковские депозиты.



Источник: КФБ

2014г. показала стабильный рост и на конец 2014г. достигла уровня 6 668 млрд. тенге (График 2.3.3.1). В то же время среднегодовые соотношения капитализации рынков акций и

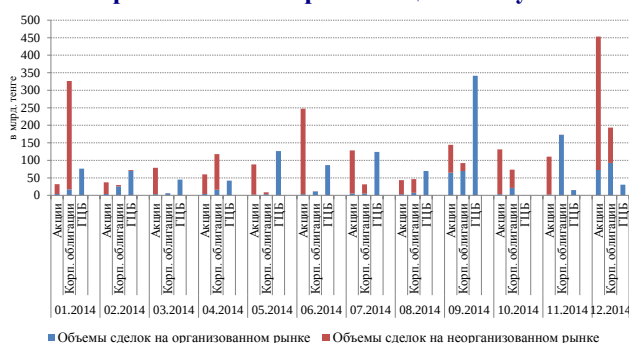
Внутренний рынок ГЦБ
характеризовался большим количеством выпусков, находящихся в обращении, и в условиях низкой торговой активности не мог служить надежной основой для построения кривой доходности, необходимой для определения «безрискового» ориентира на рынке ценных бумаг.

В 2014г. годовая капитализация организованного рынка акций была на относительно стабильном уровне – в среднем 4 830 млрд. тенге. Капитализация рынка корпоративных облигаций в течение

³⁷ За период с января по ноябрь 2014г. снижение среднедневного оборота рынка репо составило 18% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

³⁸ Значительная разница темпов роста операций валютный своп возникла вследствие участия НБРК на данном сегменте рынка, начиная с декабря 2014г.

График 2.3.3.2
Объемы сделок на внутреннем организованном и неорганизованном рынках ценных бумаг*



Примечание: *С учетом новых размещений и последующих обращений ценных бумаг

Источник: КФБ, ЕРЦБ, ЦДЦБ

пришлось около 11,1% и 40,4%, соответственно (График 2.3.3.2).

Значительный объем сделок с ГЦБ на организованном рынке, в большей степени, объяснялся тем, что в листинге КФБ были представлены все выпуски ГЦБ, в связи с чем биржа являлась основной площадкой для инвесторов, на которой заключались сделки с ГЦБ.

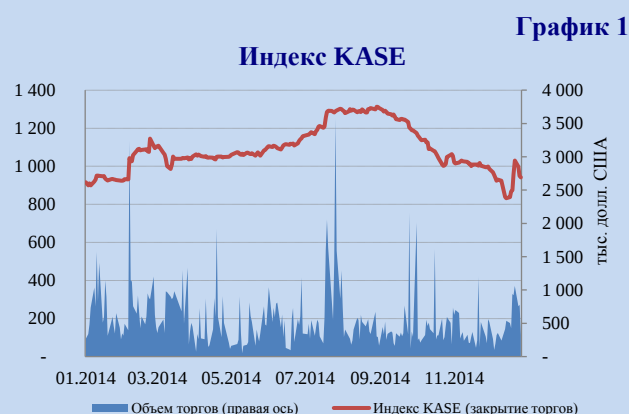
В то же время отмечалось, что на рынке акций основной объем заключенных сделок приходился на неорганизованный рынок, учитывая, что в листинге КФБ находилось только 100 из 1 575³⁹ зарегистрированных выпусков акций. При этом из 100 акций на КФБ активного торговались только 8 (Бокс 5).

Бокс 5

Анализ торгов на биржевом рынке акций в 2014г.

В течение 2014г. наиболее активно в разрезе корпоративных ценных бумаг осуществлялась торговля акциями эмитентов, входящих в Индекс KASE⁴⁰.

Корректировка обменного курса тенге существенно повлияла на поведение Индекса KASE и явилась причиной его увеличения на 23,0% к концу февраля 2014г. по сравнению с его значением на 10 февраля 2014г. (График 1). В последующем к середине марта 2014г. произошло снижение значения Индекса KASE на 13,9% по сравнению с его значением, сложившимся по состоянию на 28 февраля 2014г.



Источник: КФБ

С сентября 2014г. наблюдалось постепенное снижение Индекса KASE и в декабре 2014г. его значение достигло минимальной годовой отметки около 830 пунктов. В данном

корпоративных облигаций к ВВП на конец 2014г. составили 11,9% и 17,5%, соответственно (на конец 2013г. – 12,3% и 15,4%, соответственно). Данные индикаторы существенно ниже средних показателей – 40-45% (для рынка акций) и 130-135% (для рынка облигаций), характерных для стран с развитыми рынками капитала, таких как США, Великобритания, Канада, Австралия, Турция, ОАЭ, Малайзия и т.д.

В 2014г. на *организованном* рынке ГЦБ было совершено свыше 99,8% от объема всех совершенных сделок с ГЦБ, в то время как на *организованные* рынки акций и корпоративных долговых ценных бумаг

В августе-сентябре 2014г. наблюдалось повышение активности торговли ценными бумагами, что в большей степени, было обусловлено увеличением объемов торгов акциями компании KAZ Minerals PLC, которое последовало в связи с увеличением цены на данные акции в условиях объявленной группой Казахмыс реорганизации. Также в июле-августе 2014г. наблюдался рост Индекса KASE в связи с повышением цен на акции АО «Казкоммерцбанк» за счет проведения эмитентом их обратного выкупа.

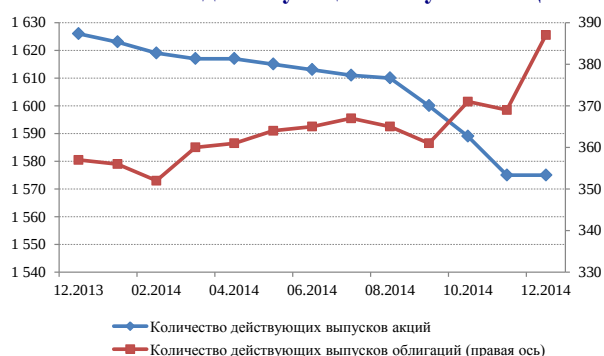
³⁹ Данные по количеству выпусков акций и облигаций представлены по состоянию на 1 января 2015г.

⁴⁰ По состоянию на 31 января 2014г. в представительский список Индекса KASE входили акции следующих компаний: АО «Банк ЦентрКредит», KAZ Minerals PLC, АО «Народный сберегательный банк Казахстана», АО «Кселл», АО «Казкоммерцбанк», АО «Казахтелеком», АО «КазТрансОйл», АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз».

периоде наблюдалось снижение цен на акции всех эмитентов, входящих в представительский список Индекса KASE, наибольшее из которых пришлось на акции АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» и АО «Казтрансойл», и было обусловлено значительным превышением предложения над спросом. В свою очередь, дисбаланс между спросом и предложением был вызван негативными ожиданиями инвесторов по корректировке курса тенге и падением цен на нефть. В этой связи, инвесторы, увеличивая объем предложения на рынке, стремились закрыть длинные позиции в казахстанских акциях и конвертировать высвободившиеся средства в иностранную валюту.

Вместе с тем, в конце 2014г. произошло небольшое увеличение значения Индекса KASE, связанное, в основном, с увеличением цен на акции эмитентов банковского сектора.

График 2.3.3.3
Количество действующих выпусков ИЦБ



Источник: НБРК

количества действующих выпусков акций было обусловлено тем, что НБРК была продолжения работа по выявлению акционерных обществ, которые не привели свою деятельность в соответствие с требованиями статьи 90 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах», в соответствии с которыми в случае неисполнения требований Закона, акционерным обществам было необходимо ликвидироваться либо преобразоваться в хозяйственные товарищества, а также в связи с ликвидацией акционерных обществ и преобразованием их в товарищества с ограниченной ответственностью.

График 2.3.3.4
Количество субсчетов держателей ценных бумаг в системе учета Центрального депозитария



Источник: ЦДЦБ

БВУ. В целом, средний объем выпуска облигаций составил 25 млрд. тенге с размером вознаграждения, в среднем, равном 7,47%⁴¹.

В целях развития рынка ценных бумаг Казахстана и предоставление возможности населению Казахстана владеть акциями крупнейших отечественных компаний в 2014г.

Из 387 зарегистрированных выпусков облигаций 275 выпусков были включены в листинг КФБ. Однако, ввиду того, что размещение облигаций осуществлялось среди ограниченного круга лиц, основной объем сделок по их размещению пришелся на неорганизованный рынок.

В 2014г. на организованном и неорганизованном рынках наблюдалось сокращение количества действующих выпусков акций и в то же время рост количества действующих выпусков облигаций (График 2.3.3.3). Сокращение

В то же время увеличение количества зарегистрированных выпусков облигаций в 2014г. было вызвано, в большей степени, увеличением объемов размещения банками своих облигаций на рынке ценных бумаг, в связи с изменением пруденциального регулирования БВУ. Так, в 2014г. НБРК зарегистрировал 63 выпуска негосударственных долговых ценных бумаг казахстанских эмитентов на общую сумму около 1 598 млрд. тенге (в 2013г. — 40 выпусков облигаций на общую сумму около 737 млрд. тенге), из которых 37 — выпущены

⁴¹ Объем выпуска варьировался от 50 млн. до 170 млрд. тенге, размер вознаграждения — в диапазоне от 0,15% до 16% годовых.

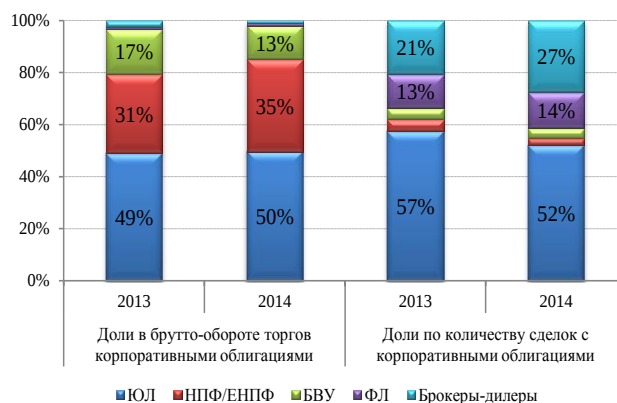
Правительством Республики Казахстан совместно с НБРК и АО «ФНБ «Самрук-Казына» был проведен второй этап программы «Народное IPO» – размещение акций АО «KEGOC». В ходе размещения акций АО «KEGOC» частные инвесторы продемонстрировали высокую заинтересованность в качественных инструментах на рынке ценных бумаг, что выразилось в росте количества лицевых счетов и субсчетов, открытых в системе учета Центрального депозитария (График 2.3.3.4). Также, согласно данным КФБ, спрос на акции АО «KEGOC» превысил предложение в 1,3 раза, достигнув уровня около 42 тысяч заявок на сумму более чем 16 млрд. тенге. Объем удовлетворенных заявок по акциям АО «KEGOC» составил 13 млрд. тенге, где наибольшую долю в структуре инвесторов заняли физические лица (72%).

Изменение структуры институциональных инвесторов, ввиду прекращения деятельности частных НПФ после консолидации пенсионных активов в ЕНПФ, повлекло снижение активности торгов на вторичном рынке корпоративных ценных бумаг казахстанских эмитентов.



Источник: КФБ

График 2.3.3.6
Структура инвесторов на рынке корпоративных облигаций КФБ



Источник: КФБ

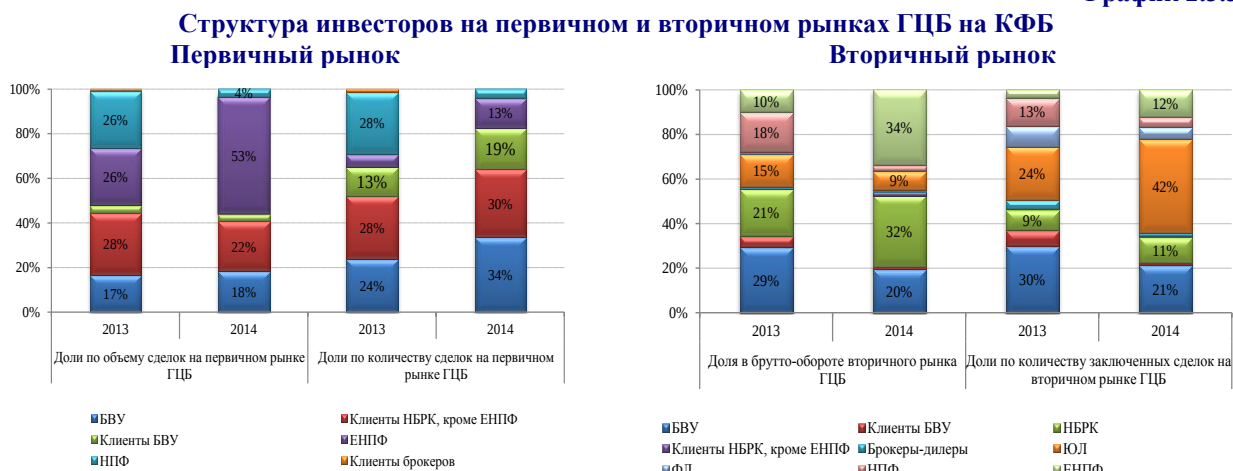
По данным КФБ на организованном рынке акций в 2014г. резко возросла доля брутто-оборота рынка, приходящаяся на юридические лица, не являющиеся институциональными инвесторами (График 2.3.3.5). В целом, оставаясь активными игроками в части количества заключенных сделок, физические лица в 2014г. значительно сократили свою долю в обороте торгов, что было особенно заметно, начиная со второй половины 2014г. Сокращение объемов сделок физических лиц на рынке акций могло произойти вследствие изменения приоритетов инвестирования у розничных инвесторов, которые в указанный период стремились конвертировать тенговые инвестиции в финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, в том числе вклады в БВУ. Однако, как упоминалось ранее, в ходе размещения акций АО «KEGOC» в декабре 2014г., была отмечена высокая активность и заинтересованность физических лиц в участии в IPO, что еще раз подтверждает необходимость проведения новых IPO, в том числе посредством продолжения реализации Программы «Народное IPO», в целях привлечения и активизации индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг.

В 2013-2014гг. наибольшую долю в брутто-обороте торгов на организованном рынке корпоративных ценных бумаг занимали институциональные инвесторы, обеспечивавшие спрос (НПФ/ЕНПФ и банки) и юридические лица – эмитенты корпоративных облигаций (в том числе банки), обеспечивавшие предложение (График 2.3.3.6)⁴². Вместе с тем, несмотря на небольшую долю в брутто-обороте торгов, в 2014г. наблюдалось повышение количества сделок брокеров и дилеров, заключенных не за счет средств институциональных инвесторов.

⁴² Исключением являлся второй квартал 2014г., когда структура инвесторов в брутто-обороте торгов значительно изменилась в связи с тем, что ЕНПФ не участвовал в торгах в указанный период. Следует отметить, что НБРК в данный период осуществлял размещение пенсионных активов ЕНПФ во вклады в БВУ посредством проведения депозитных аукционов.

Спрос на ГЦБ МФРК на первичном рынке обеспечивался со стороны институциональных инвесторов (График 2.3.3.7). На вторичном организованном рынке ГЦБ произошло сокращение доли банковского сектора в брутто-обороте торгов и увеличение доли НБРК и ЕНПФ.

График 2.3.3.7



Источник: КФБ

В 2014г. НБРК выдал 6 разрешений на выпуск и размещение эмиссионных ценных бумаг организации-резидента Республики Казахстан на территории иностранного государства⁴³. Географию данных размещений составляли, преимущественно, такие страны, как Великобритания, США, Королевство Нидерландов и Швейцария.

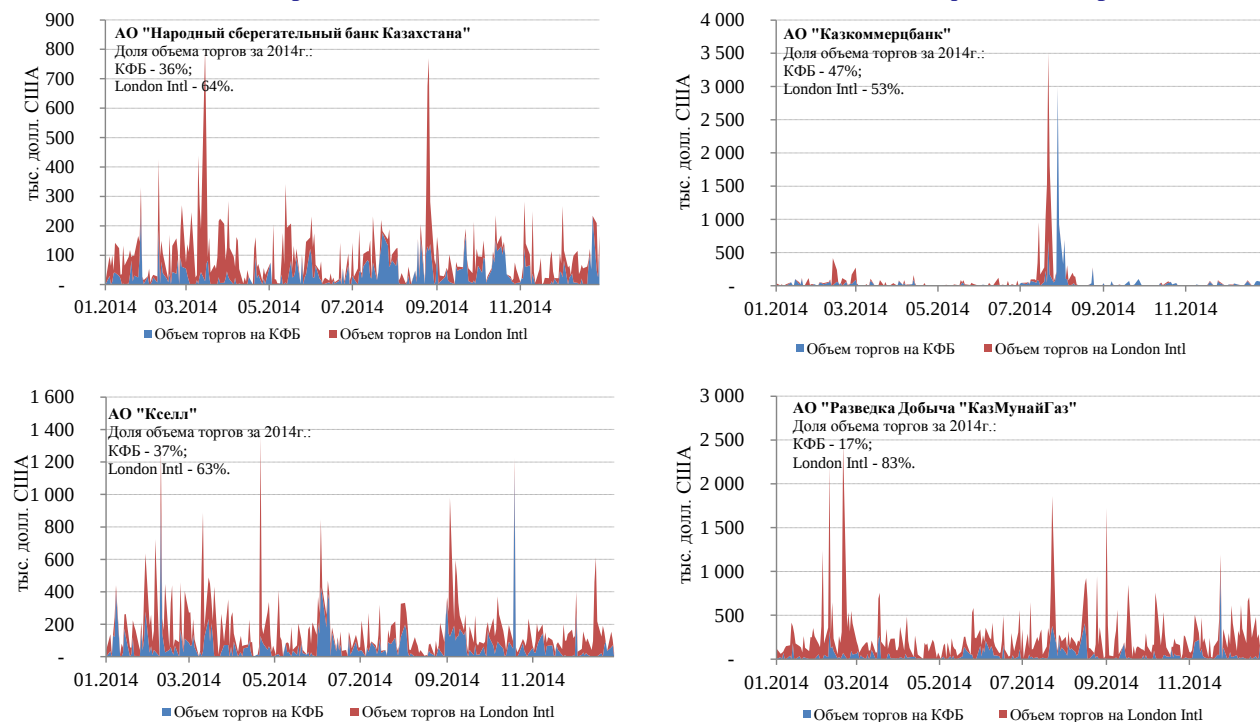
При этом объемы торгов депозитарными расписками казахстанских эмитентов на Лондонской фондовой бирже значительно превышают объемы торгов акциями данных эмитентов на КФБ, в связи с чем обращение депозитарных расписок казахстанских эмитентов на Лондонской фондовой бирже в значительной степени вымывает ликвидность по акциям данных эмитентов на КФБ (График 2.3.3.8).

Дополнительно следует отметить, что в октябре-декабре 2014г. фиксировалась отрицательная динамика цен на указанные акции на внешних фондовых рынках. При этом если снижение стоимости акций казахстанских компаний на внутреннем рынке было обусловлено, в большей степени, негативными курсовыми ожиданиями инвесторов, то на внешних рынках снижение было связано, напротив, с долгосрочными ожиданиями инвесторов, основанными на макроэкономических факторах, складывающихся в Казахстане, такие как замедление темпов роста ВВП, падение цен на энергоносители, являющиеся основными объектами экспорта, снижение суверенных и кредитных рейтингов и т.д.

⁴³ Среди них 5 разрешений на выпуск и размещение еврооблигаций (эмитенты: АО «Национальный управляющий холдинг «КазАгро» с объемом выпуска в 600 млн. евро, АО «Национальная компания «Казахстан темір жолы» – 455 млн. швейцарских франков, АО «Национальная компания «КазМунайГаз» – 1,5 млрд. долл. США, KazStroyService Global B.V. – 300 млн. долл. США, АО «Евразийский банк» – 500 млн. долл. США) и 1 разрешение на выпуск и размещение акций (Caspian Services Inc – 447 млрд. долл. США).

Также в 2014г. НБРК было принято к сведению уведомление о выпуске АО «Астана-Финанс» депозитарных расписок.

Объемы торгов казахстанских эмитентов на КФБ и Лондонской фондовой бирже*



Примечание: *Объемы торгов представлены в накопленном виде.
Для представления объема торгов на КФБ использован усредненный курс тенге к доллару США.
Источник: КФБ, Bloomberg