

ФИНАНСОВЫЙ СТРЕСС В КАЗАХСТАНЕ ОСТАЕТСЯ УМЕРЕННЫМ НА ФОНЕ МОНЕТАРНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ



ЖАННУР АШИГАЛИ
Заместитель директора,
группа суверенных рейтингов
и макроэкономического анализа
+7 (495) 139 04 92
zhannur.ashigali@acra-ratings.ru

ИЛОНА ДМИТРИЕВА
Управляющий директор —
группа суверенных рейтингов
и макроэкономического анализа
+7 (495) 139 04 80, доб. 124
ilona.dmitrieva@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ
СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА
Заместитель директора по внешним
коммуникациям
+7 (495) 139 04 80, доб. 169
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

АЛЕКСАНДР МАЗУНИН
Директор по внешним
коммуникациям
+7 (495) 139 04 80, доб. 177
alexander.mazunin@acra-ratings.ru

СОДЕРЖАНИЕ

— с. 2

РАЗНАЯ РЕАКЦИЯ ИНДЕКСА ФИНАНСОВОГО СТРЕССА НА СОБЫТИЯ 2020–2021 И 2015–2016 ГОДОВ

— с. 4

ВАЛЮТНЫЙ ДИСБАЛАНС

— с. 4

ДИСБАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ

— с. 4

МИНИМАЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ ТРИГГЕРНЫХ СОБЫТИЙ

— с. 5

ИНАЯ СИТУАЦИЯ В МАКРОЭКОНОМИКЕ

— с. 8

ПРИЛОЖЕНИЕ. ЧТО ПОКАЗЫВАЕТ ИНДЕКС ACRA SFSI KZ, КАКОВЫ ЕГО СОСТАВЛЯЮЩИЕ

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

- **Индекс финансового стресса АКРА для Казахстана (ACRA SFSI KZ) в целом сдержанно отреагировал на сложную экономико-финансовую ситуацию 2020-го** и довольно быстро стабилизировался в 2021 году, что кардинально отличает текущую ситуацию от предыдущих кризисов. По мнению АКРА, низкий индекс финансового стресса обусловлен слабой волатильностью курса тенге, незначительным расширением спредов по ставкам межбанковских кредитов и более умеренным диапазоном изменения базовой ставки Национальным банком Республики Казахстан (НБРК) по сравнению с предыдущими кризисными периодами.
- **В прошлых эпизодах кризиса валютный риск проявлялся чаще, чем процентный, а стресс в финансовой системе был обусловлен динамикой номинального курса тенге.** При этом спреды ставок межбанковских кредитов к базовой ставке играли скорее фоновую роль с точки зрения влияния на уровень стресса. АКРА связывает это с относительной открытостью экономики Казахстана и ее зависимостью от внешнего рынка энергоресурсов и металлов. Что касается кризисного периода с 2015 по 2016 год, то данная зависимость экономики особенно резонировала с переходом тенге к свободному курсообразованию и последовавшим за этим взвинчиванием инфляции. Принятая на данный момент в стране политика свободного курсообразования позволяет рассчитывать на то, что в будущем при возникновении кризисных эпизодов роль валютного риска будет меньше.

РАЗНАЯ РЕАКЦИЯ ИНДЕКСА ФИНАНСОВОГО СТРЕССА НА СОБЫТИЯ 2020–2021 И 2015–2016 ГОДОВ

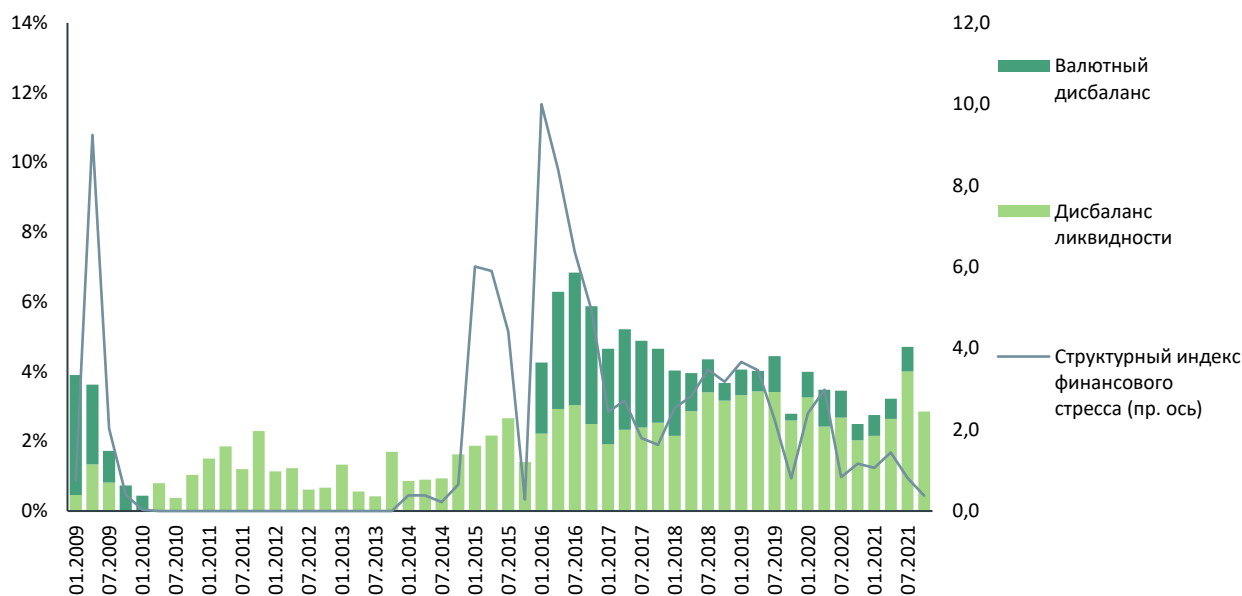
**Основные проявления
финансового
стресса**

С 2020 по 2021 год самое высокое значение структурного индекса финансового стресса Казахстана пришлось на начало апреля 2021-го, однако оно оказалось намного ниже уровней, зафиксированных в кризисные периоды прошлого: в 2009-м, 2015–2016 и 2018–2019 годах (см. рис. 1). В целом ACRA SFSI KZ сдержанно отреагировал на сложную экономико-финансовую ситуацию 2020-го и окончательно стабилизировался в 2021 году.

Подобная динамика радикально отличается от прошлых кризисов, когда индекс чутко реагировал на изменения в экономике Казахстана, прежде всего на колебания курса тенге, динамику инфляции и долговых обязательств финансового и корпоративного секторов.

Так, в 2015–2016 годах индекс ACRA SFSI KZ достиг абсолютного максимума за рассматриваемый исторический период (принимается равным десяти годам) из-за волатильности курса, оказавшейся максимальной в октябре 2015-го, и увеличения спредов рыночных межбанковских ставок к базовой ставке почти до 6 п. п. (последнее во многом было связано с ростом инфляции в тот период до двузначных показателей).

Рисунок 1. Индекс финансового стресса АКРА для Казахстана



Источник: национальные ведомства Казахстана, расчеты АКРА

Рост ACRA SFSI KZ в 2015–2016 годах был также обусловлен усилением дисбаланса валютной позиции в финансовом и корпоративном секторах (см. рис. 1, положительные значения отражают дисбаланс), что опосредованно связано с курсовой переоценкой обязательств и активов.

В 2020–2021 годах подобной динамики индекса не было в связи с более низкой волатильностью курса тенге, менее значительными спредами рыночных межбанковских ставок к базовой ставке и намного более умеренным диапазоном изменения базовой ставки НБРК по сравнению с предыдущими кризисными периодами.

Если оценивать динамику ACRA SFSI KZ с января по октябрь 2021 года, то весной индекс финансового стресса незначительно вырос, а затем снизился до минимального за последние шесть лет показателя, составив на начало октября 0,38 п. (при максимуме в 10,0 п. на начало 2016 года и локальном максимуме в 1,44 п. на апрель 2020-го). На динамику индекса в значительной степени повлияли спреды по ставкам межбанковских кредитов и дисбаланс ликвидности, тогда как валютный дисбаланс почти приравнялся к нулю.

ВАЛЮТНЫЙ ДИСБАЛАНС

В 2020–2021 годах валютный дисбаланс формировался несколько иначе, чем в предыдущие кризисные периоды (см. *рис. 4*). В первой половине 2020-го основным фактором роста валютного дисбаланса был финансовый сектор, испытывавший преимущественно дефицит валютных активов относительно обязательств. При этом в других секторах наблюдалась нетто-обеспеченность валютными активами даже при существенных колебаниях этого показателя.

Во второй половине 2021 года обеспеченность финансового сектора по валютным обязательствам достигла минимума, но в октябре 2021-го практически сбалансировалась. Этому способствовало улучшение валютной ликвидности финансового сектора, а также валютные долговые активы и значительный рост расчетных валютных процентных доходов.

Динамика валютного дисбаланса в 2020–2021 годах существенно отличалась от кризисных 2009-го и 2015–2016 годов, когда он резко увеличился. Последний эпизод стремительного роста валютного дисбаланса стал, пожалуй, наиболее весомым фактором, оказывавшим влияние на структурный индекс финансового стресса Казахстана с начала 2016 года до начала 2018-го. В дальнейшем, как отмечено выше, дисбаланс стабилизировался и в октябре 2021 года практически стал равен нулю, чему способствовало улучшение ситуации с валютными активами финансового сектора на фоне стабильности его обязательств.

ДИСБАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ

В течение всего 2020 года и с января по октябрь 2021-го краткосрочные обязательства превышали объем активов. В середине 2021 года дисбаланс ликвидности усилился (см. *рис. 2*), но в целом по секторам был относительно стабильным, особенно в сравнении с валютным дисбалансом. Дефицит ликвидности демонстрируют финансовый сектор и эпизодически — нефинансовый (см. *рис. 2*, положительные значения). Профицит ликвидности отмечается у государства и населения (см. *рис. 2*, отрицательные значения).

Подобная динамика в основном связана с тем, что в 2020–2021 годах диапазон изменения базовой ставки НБРК был довольно сдержанным в отличие от прошлых кризисных периодов. Инфляция не раздувала позиции в тенге, не было резкого роста обязательств населения, корпоративного и финансового секторов, а спред рыночных ставок находился в умеренном диапазоне.

МИНИМАЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ ТРИГГЕРНЫХ СОБЫТИЙ

**Основные
риски реализации
финансового
стресса**

Нормированный взвешенный спред рыночных ставок — триггерное событие для реализации риска рефинансирования — находится на минимальном уровне. Последние относительно значимые эпизоды увеличения рыночных спредов и, как следствие, роста потенциала реализации данного триггера наблюдались в апреле и декабре 2020 года (при этом рост спредов был краткосрочным и умеренным). В 2021 году спреды по ставкам остаются на среднем уровне, что говорит о невысокой вероятности реализации триггерного события риска рефинансирования.

Подробнее читайте в исследовании АКРА «Растущая инфляция вынуждает центральные банки повышать базовые ставки» от 18 августа 2021 года.

Нормированный взвешенный уровень волатильности курса тенге к доллару США — триггерное событие для реализации валютного риска — за последний период в 31 день также был минимальным с января 2020-го. Это говорит о стабилизации формирования валютного курса тенге и исчерпаниии шоковых волн начала 2020 года.

Возможной причиной минимальных уровней спредов в 2020 и 2021 годах является жесткая монетарная политика, которой придерживается НБРК, что на середину 2021 года было не вполне типично для стран с развивающимися рынками. На данный момент уровень базовой ставки оставил рыночным ставкам довольно ограниченное пространство для маневра.

ИНАЯ СИТУАЦИЯ В МАКРОЭКОНОМИКЕ

Основные условия формирования финансового стресса

В экономике Казахстана, где внешнеэкономические риски высоки, чаще проявляется валютный риск, чем процентный, а общий стресс в финансовой системе во многом связан с динамикой номинального курса тенге. Спреды ставок межбанковских кредитов к базовой ставке хоть и важны, но по степени влияния на уровень стресса они играют скорее фоновую роль.

Это стало очевидно с ростом волатильности национальной валюты в 2015–2016 годах на фоне перехода тенге к свободному курсообразованию и последовавшего за этим взвинчивания инфляции. Весной 2020 года курс тенге также был волатильным, но амплитуда его колебаний оказалась существенно ниже, что предопределило базовое отличие динамики индекса финансового стресса в 2020–2021 годах от его динамики в период с 2015 по 2016 год.

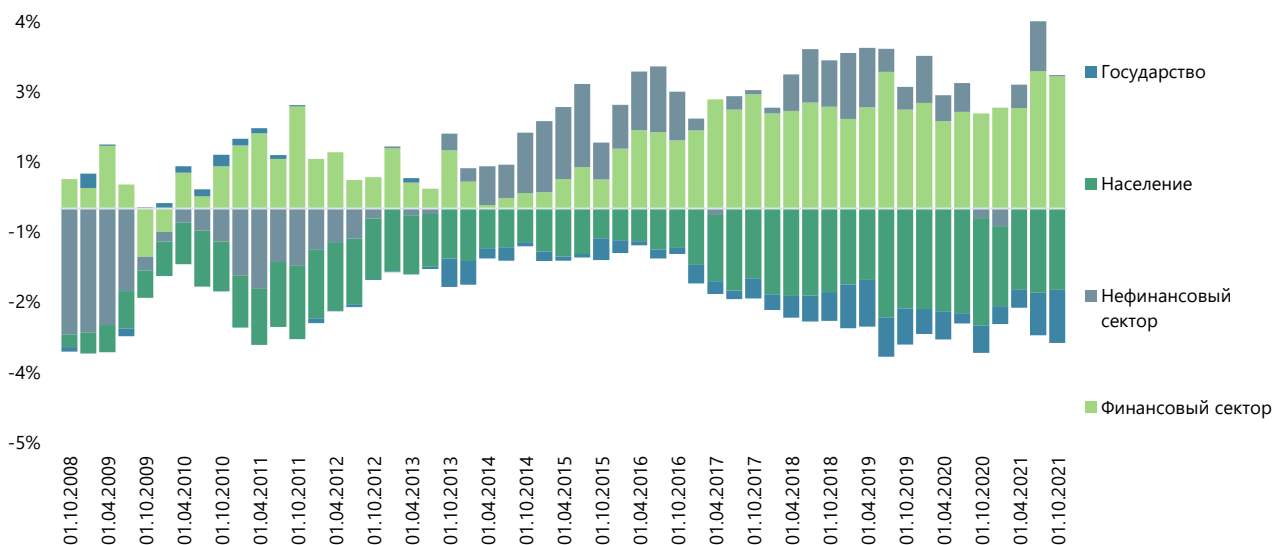
Если в 2015–2016 годах в экономике Казахстана были околостагнационная экономическая активность и высокая волатильность номинального курса тенге, а среднегодовая инфляция в 2016 году достигала 14,6%, то в 2020-м отрицательную динамику ВВП не усугубляли ни волатильность национальной валюты, ни резкое усиление инфляционных процессов. Лишь весной 2020 года произошло ослабление тенге на 8%, которое позже было частично отыграно; в 2021 году курс валюты Казахстана был стабильным.

Что касается динамики процентного спреда, то в 2015–2016 годах периодически отмечался его рост, достигавший максимума в 7 п. п. Среднегодовые темпы роста потребительских цен в 2020 году составили лишь 6,8%, инфляция с января по октябрь 2021 года постепенно выросла до 7,9% к показателю за аналогичный период 2020-го, а спред ставок существенной волатильностью не отличался, за исключением периода с марта по апрель 2020 года.

Описанные тенденции позволяют говорить о том, что монетарные условия в непростые для экономики Казахстана моменты — с 2015 по 2016 год и в 2020–2021 годах — заметно отличались с точки зрения триггерного события для реализации валютного риска и наращивания валютного дисбаланса. В 2020-м и 2021-м при отрицательной динамике экономического роста с постепенным восстановлением до 3,5% в период с января по август 2021 года, а также при рекордных госрасходах, способствовавших снижению дисбаланса ликвидности у населения, в стране не было роста волатильности курса тенге, двузначной инфляции и резкого увеличения спреда ставок.

Важно отметить, что создание стабильных монетарных условий только за счет внутренних каналов затруднительно без действий регулятора по сглаживанию шоков: национальный валютный рынок незначителен по масштабу, отдельные валютные позиции могут сами по себе нести существенные шоки, а процентная политика ограничена кратко- и среднесрочной частью шкалы срочности, считающейся более ликвидной. Следовательно, в будущем даже при прочих равных базовых условиях кризисные явления в экономике могут оказать не столь умеренное воздействие на уровень финансового стресса в Казахстане.

Рисунок 2. Баланс ликвидности по секторам



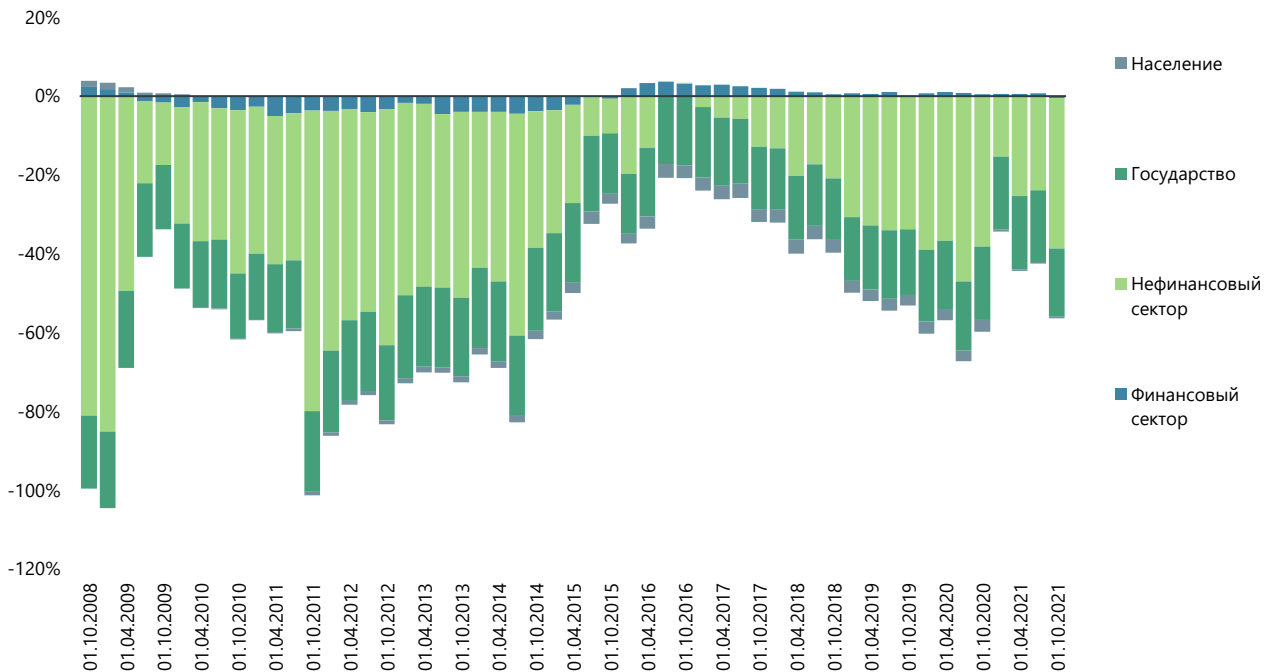
Источник: НБРК, расчеты АКРА

Рисунок 3. Номинальный курс тенге к доллару США (график слева) и нормированная волатильность тенге (график справа)



Источник: НБРК, расчеты АКРА

Рисунок 4. Валютный дисбаланс по секторам



Источник: национальные ведомства Казахстана, расчеты АКРА

ПРИЛОЖЕНИЕ. ЧТО ПОКАЗЫВАЕТ ИНДЕКС ACRA SFSI KZ, КАКОВЫ ЕГО СОСТАВЛЯЮЩИЕ

Индекс финансового стресса АКРА для Казахстана (ACRA SFSI KZ) оценивает близость финансовой системы страны к состоянию кризиса. Финансовая система, связывая разные отрасли экономики, может способствовать распространению неплатежей (независимо от причин их возникновения) по контрактам агентов на одних рынках на агентов на других рынках. Масштабные эпизоды такого рода (финансовые кризисы) могут приводить к нарушению функционирования реального сектора экономики (изначально из-за возникновения локальных кризисов ликвидности), что определяет важность внимания к ним.

В отличие от индекса финансового стресса АКРА для России (ACRA FSI), который измеряет финансовую нестабильность косвенно с учетом таких проявлений финансового кризиса, как волатильность на основных финансовых рынках, спреда процентных ставок и др., индекс ACRA SFSI KZ построен на базе расчета структурных дисбалансов финансовой системы. Индекс агрегирует информацию о финансовом состоянии экономических агентов и оценивает их уязвимость к конкретным видам рисков.

Финансовое состояние экономических агентов изучается на основе срочности и валютной структуры активов и обязательств на уровне секторов (финансовых компаний, нефинансовых компаний, населения и государства). Наличие дисбалансов между активами и обязательствами по срочности и валюте может приводить к системному риску при возникновении триггерных событий, при этом при крупных дисбалансах даже слабые триггеры могут сгенерировать системный кризис; напротив, мощные триггерные события не столь существенны при малых дисбалансах. При расчете ACRA SFSI KZ триггерными событиями считаются проявления нестабильности на валютном рынке и рынке межбанковского кредитования. Первое может скорректировать ожидания относительно стоимости валютных денежных потоков, второе — относительно доступности краткосрочного финансирования.

Индекс анализирует два вида дисбалансов: дисбаланс ликвидности и валютный дисбаланс. Показатель дисбаланса ликвидности призван оценить сумму дополнительных денежных средств, необходимых экономическим агентам в ближайшем году, чтобы полностью погасить краткосрочный долг и заплатить проценты по долговым обязательствам. Валютный дисбаланс призван оценить суммарную потребность различных секторов экономики в иностранной валюте, не обеспеченную потоком от долговых валютных активов, ожидаемыми валютными операционными доходами или запасами наличной валюты. В отличие от дисбаланса ликвидности для показателя валютного дисбаланса имеют значение не только краткосрочные, но и долгосрочные активы и обязательства.

(С) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.