



Special Report \oplus 4

Обзор экономики Казахстана

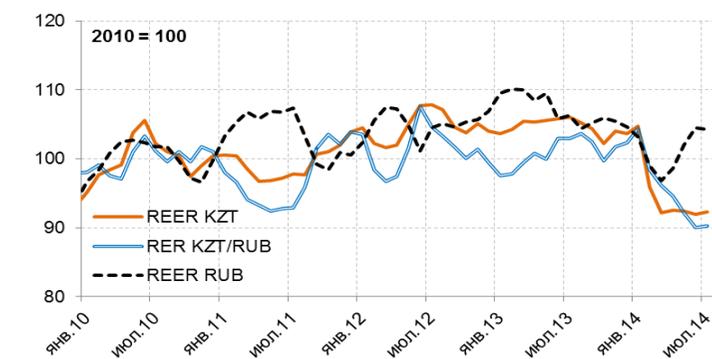
Слабая динамика нефтяного сектора привела к замедлению экономики, хотя рост в целом остается достаточно высоким, на уровне 4,1% за январь-август. Политика властей по отношению к валютному курсу остается неопределенной, и многие факторы указывают на фундаментальную слабость тенге в ближайший год. Несмотря на эти вызовы, казахские власти планируют разместить евробонд и на данном этапе пытаются оценить интерес инвесторов к стране.

Расширение коридора тенге в сторону укрепления?

Национальный Банк Казахстана расширил коридор допустимого колебания курса с нынешних 182–188 до 170–188 KZT/USD в ожидании укрепления валюты. После этого решения, правда, в России арестовали Евтушенкова, попробовали принять закон, разрешающий экспроприировать иностранную собственность, и столкнулись с ужесточением санкций США. В результате рубль обновил очередной исторический максимум в 39,2 RUB/USD, что равносильно 19% девальвации с начала года, или «вынужденной» девальвации тенге в феврале.

Сами казахские экономисты считают, что тенге обладает запасом прочности до того, как рубль приблизится к 42–43 RUB/USD, но в то же время предупреждают, что возможна паника среди населения. И хотя реальный обменный курс тенге

Рис. 1. Реальные обменные курсы тенге и рубля



Источник: НБК, BIS.

значительно слабее, чем у рубля, резкие колебания курса в России могут вынудить казахские власти провести очередную операцию по сдерживанию скупки валюты населением.

Евробонд Казахстана – немного российского риска для иностранных инвесторов

Казахстан планирует разместить первый евробонд с 2000 года. Параметры возможного выпуска не объявляются, но, вероятно, объем выпуска будет около 1 млрд. долл. в 5–10-летних облигациях. После 2000 года правительство неоднократно рассматривало возможность размещения, но стоимость заимствования оказывалась выше ожиданий.

Ввиду санкций против России, евробонд Казахстана может быть привлекательной опцией для инвесторов, так как им будет предложена возможность купить российский экономический риск (ввиду сильных связей между двумя странами), нефтяной риск на уровне российского, но в то же время политический риск России будет ограниченным: Казахстан не вовлечен в конфликт в Украине и даже открыто выступает за его прекращение. Такая позиция предполагает, что Запад вряд ли всерьез будет рассматривать возможность введения санкций против страны лишь за то, что она состоит в торговом союзе с Россией. Так что, несмотря на то что облигации развивающихся рынков в целом выглядят достаточно слабо, сложившаяся ситуация может на самом деле оказаться благоприятной для Казахстана. Поэтому правительство в первую очередь и озаботилось вопросом информирования инвесторов о позиции Казахстана и страновых рисках.

Облигации квази-суверенных казахских компаний, таких как Темир-Жолы и КазМунайГаз, пользуются популярностью среди иностранных фондов. Риски для инвесторов будут связаны скорее с тем, как Казахстан будет использовать вырученные средства, ведь, например, российский ВТБ уже выразил намерение увеличить заимствование в Казахстане и других рынках Центральной Азии. Косвенное финансирование России может вызвать недовольство на Западе.

Рис. 2. JP Morgan EMB Index



Источник: Yahoo Finance.

Дефицит топлива – на этот раз виноват Крым

На внутреннем рынке Казахстана в очередной раз возник дефицит топлива. Частично это объясняется старыми проблемами. Так, правительство продолжает сдерживать цены, и, несмотря на девальвацию, максимальные цены нефтепродуктов на розничном рынке были увеличены лишь примерно на 10% в конце августа. Кроме того, экспорт нефти остается выгодной опцией для нефтяных компаний, и поэтому на нефтеперерабатывающих заводах не остается сырья.

Новым шоком для Казахстана стал срыв поставок из России, вызванных аварией на Ачинском НПЗ, а также увеличенным снабжением Крыма. Так как треть всего потребляемого в Казахстане объема ГСМ поставляется из России, снижение поставок с 3 млрд. долл. в январе-июле 2013 года до 1,2 млрд. долл. в 2014 году незамедлительно сказалось на доступности топлива – особенно в сезон сбора урожая.

Власти решили найти краткосрочное решение проблемы через увеличение поставок из Азербайджана и других стран через единого оператора, принадлежащего КазМунайГазу, который примет на баланс убыток от разницы между ценой импорта и реализации на внутреннем рынке страны (так, максимальная установленная цена бензина АИ-92 составляет 2/3 от российской цены). Таким образом, вероятно, дефицит топлива продолжит возникать из года в год – до тех пор, пока либо Казахстану, либо его соседям не станет выгодно производить бензин и продавать его по текущим условиям.

Российские санкции, инфляция и платежный баланс

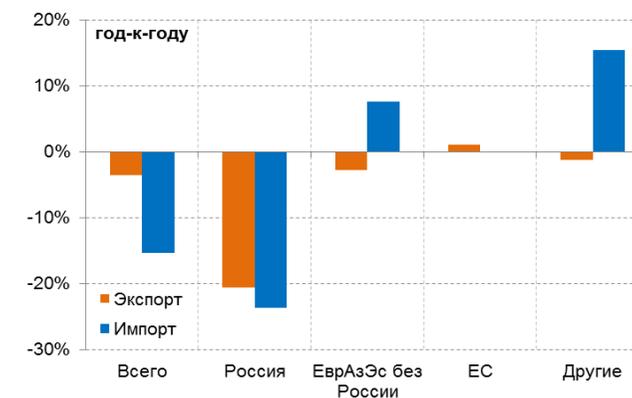
Война санкций между Россией и Западом, вероятно, негативно скажется на Казахстане. Во-первых, девальвация рубля вызывает опасения по поводу тенге, а также по поводу импортируемой из России инфляции. Во-вторых, нехватка долларов на российском рынке подталкивает к расчетам в рублях, а значит, большей степени влияния российского риска на Казахстан. В-третьих, дорогой капитал в России

Рис. 3. Импорт топлива из России, % ВВП



Источник: UNCTAD.

Рис. 4. За счет низкой базы и санкций, восстановление торговли могло бы быть быстрым



Источник: stat.gov.kz, данные за январь-июль.

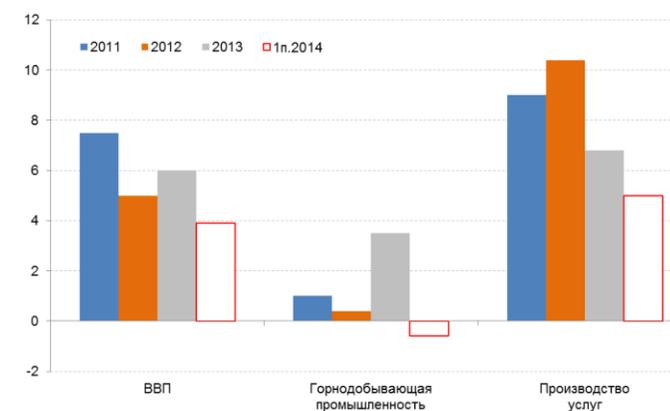
заставит заемщиков искать других партнеров, что будет сопровождаться транзакционными издержками. В-четвертых, нежелание России способствовать реэкспорту запрещенной продукции, даже с минимальной долей казахского производства, не будет способствовать созданию нового класса предпринимателей, ориентированных на санкционированную продукцию. С большой вероятностью, в результате этого ограничения может возникнуть нелегальный реэкспорт и таким образом могут снизиться налоги, которые бы иначе направлялись Минфину.

Кашаган не возобновит работу до 2016 года – на чем будет держаться рост?

По официальным прогнозам, Казахстан произведет 81,8 миллионов тонн нефти в 2015 году, что будет примерно на уровне 2014 года. Пересмотр прогнозов вниз практически каждый год вызван сложностями с введением в эксплуатацию крупного месторождения «Кашаган». После долгожданного, но неудачного запуска в конце 2013 года, начало эксплуатации передвинулось на 2016 год. Тем временем, без нефтяной поддержки (см. рис. 5), экономика стала замедляться. С падающей добычей нефти, Казахстану придется искать новые драйверы роста. С другой стороны, ожидание запуска «Кашагана» может снизить желание правительства заниматься структурными вопросами в экономике.

На данном этапе похоже, что правительство пытается запустить рост, основанный на кредитовании бизнеса и на социальной поддержке. Так, Национальный Банк ужесточил требования по размещению банками акционерного капитала за рубежом, ограничив эту долю 30%, чтобы заставить эти деньги работать внутри страны. Кроме того, были введены штрафы за недоиспользование кредитов, полученных из Фонда национального благосостояния для выдачи займов малому и среднему бизнесу под 6%. Министерство финансов, в свою очередь, в проекте бюджета одобрило 15%-ную индексацию зарплат чиновников и 9%-ную индексацию пенсий, что обеспечит реальный рост доходов в 2015 году при прогнозе по инфляции в 7%.

Рис. 5. Рост ВВП и основных компонент



Источник: stat.gov.kz

Вероятно, что новая модель роста (кредитование и соцподдержка) будет оказывать давление на счет текущих операций через увеличение импорта. Ожидаемый реэкспорт в Россию видов продукции, попавших под санкции (как легальный из Азии, так и нелегальный), также, вероятно, приведет к росту импорта, ведь это проще, чем собственное производство – достаточно посмотреть на пример Киргизии или Беларуси. В целом складывающиеся факторы указывают на то, что давление на тенге будет скорее в сторону ослабления в следующем году.

В более долгосрочной перспективе у Казахстана есть шансы на очередной этап бурного роста, даже если «Кашаган» будет снова отложен. Так, на фоне увеличения кредитования МСБ, количество небольших фирм выросло на 3% за июль 2014 года. Но рост, основанный на кредитном буме, всегда имеет обратную сторону: низкое качество активов в банках и эффективность инвестиций. Так, в экономике может не создаваться достаточное количество проектов, чтобы использовать выделяемые (Нацфондом) средства, поэтому будут запускаться проекты более низкого качества, которые при накоплении критической массы могут отразиться на устойчивости роста. В случае успешного перезапуска «Кашагана», уровень роста будет определяться ценой на нефть, по поводу которой, однако, на сегодняшний день много неопределенности.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева
Наталья Акиндинова
Елена Балашова
Николай Кондрашов
Алексей Кузнецов
Валерий Миронов
Дмитрий Мирошниченко
Алексей Немчик
Сергей Пухов
Сергей Смирнов
Владимир Суменков
Алёна Чепель
Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование подготовлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году