



# Special Report $\oplus$ 8

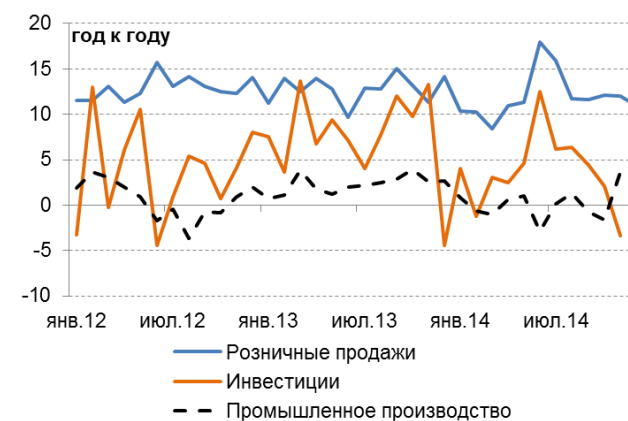
## Обзор экономики Казахстана

*Кризис в России и падающие нефтяные котировки застали Казахстан в период замедляющегося роста. Слабость банковской системы, вызванная медленной очисткой балансов от плохих долгов, может и дальше усугубиться, если фонд проблемных кредитов не начнет реально работать. Кроме того, вероятная девальвация тенге еще больше ударит по качеству кредитов. Курс тенге сильно укрепился относительно рубля, что приводит к увеличению импорта в Казахстан, и тем самым повышает вероятность ответного шага властей наподобие февральской девальвации в 20%. Несмотря на спекуляции о понижении курса, давление на резервы в декабре было несильным, не в последнюю очередь из-за контроля за иностранными вложениями банков. В то же время правительство продолжает курс консервативной бюджетной политики, но снижение цен на нефть может потребовать дополнительной поддержки от государства. Однако, несмотря на низкие цены на нефть, Казахстан может быть привлекательной страной для инвесторов, которые не могут направлять средства в Россию либо по причине санкций, либо ввиду возможного понижения рейтинга до спекулятивного.*

### Краткий обзор макроэкономической ситуации

По итогам октября-декабря экономика Казахстана не зафиксировала значимых изменений. Рост промышленного производства продолжил колебаться около нулевой отметки, а розничные продажи даже несколько ускорились до 12% к

Рис. 1. Изменения во внешней конъюнктуре пока не отразились на динамике основных показателей



Источник: stat.gov.kz.

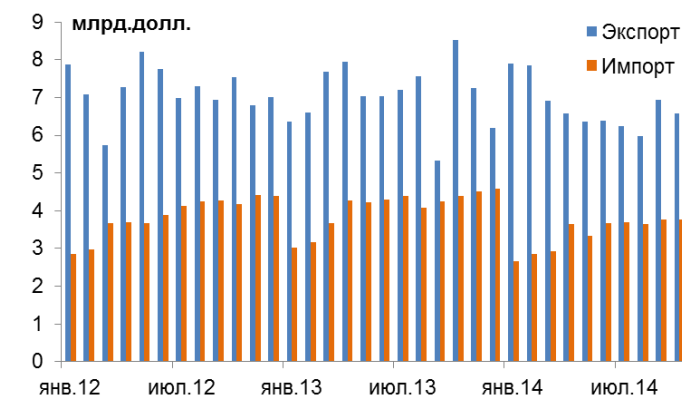
ноябрю. В то же время объемы импорта падают примерно на 15% год к году. По большей части это снижение отражает девальвацию рубля по отношению к доллару, а соответственно – снижение импорта в долларовом выражении. С другой стороны, импорт машин и оборудования из дальнего зарубежья снизился на 5%, что, вероятно, предвещает замедление инвестиционной активности в 2015 году. Кроме того, несмотря на то что розничные продажи растут более чем на 10%, продажи автомобилей в ноябре упали на 20%, что предвещает замедление потребительской активности в целом.

**2015 год станет новой реальностью для экономики Казахстана.** Резкие изменения во внешних условиях, часть из которых материализовалась уже в 2014 г., зададут тон на этот год. Во-первых, ожидаемая девальвация тенге станет второй за последний год, тем самым рискуя в очередной раз подорвать доверие населения к валюте. Во-вторых, волатильность рубля уже привела к ажиотажному спросу на импорт из России. В-третьих, несмотря на запас прочности экономики в виде Национального фонда, правительству необходимо разрабатывать ответ на обвал нефтяных цен. В-четвертых, санкции против России могут быть использованы для привлечения внимания иностранных инвесторов к Казахстану. В целом мы ждем замедления роста до 3% в 2015 году ввиду снижения нефтяных цен, замедления потребительского спроса и несколько увеличенного импорта из России.

## Девальвация рубля и девальвация тенге – как именно они связаны?

**Фундаментальные факторы за (ожидаемой) ответной девальвацией тенге.** Доля России в экспорте Казахстана составляет всего 7%, но доля России в несырьевом экспорте существенно выше – около 25%. Кроме того, из России ввозится 37% товаров. Поэтому 10%-ная девальвация рубля может привести к сокращению торгового баланса на 2,5 млрд. долл. (предполагая единичную эластичность торговли к ценам, или что рост цены на 1% приводит к 1%-ному сокращению потребления). Ввиду того, что товары, торгуемые между странами, зачастую сравнимого качества, девальвация

**Рис. 2. Замедление импорта в долларовом выражении в основном вызвано ослаблением рубля и низким спросом на оборудование**



Источник: stat.gov.kz

действительно приводит к быстрому переключению между поставщиками, а следовательно, к давлению на платежный баланс. Девальвация, которая проходит на фоне ослабления экономики России и сокращения ее спроса на иностранные товары, может привести к еще большему сокращению торгового баланса.

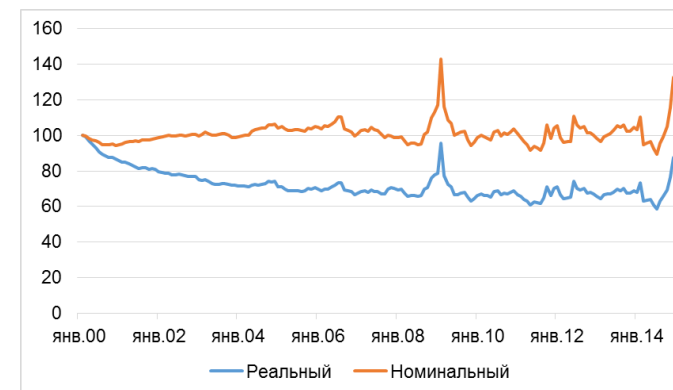
**Деловые ожидания.** Слабость России и уязвимость ее финансовой системы многими иностранными партнерами может восприниматься как соответствующая слабость экономики Казахстана. Поэтому может замедлиться приток иностранных инвестиций, тем самым оказывая давление на платежный баланс.

**Ожидания населения.** Доверие к национальной валюте в Казахстане достаточно низкое: за год население увеличивает запасы наличной иностранной валюты примерно на 10% ВВП. Преобладает мнение, что тенге следует за курсом рубля, и хотя Нацбанк это отрицает, статистика говорит об обратном.

**Несмотря на негативные ожидания, золотовалютные резервы Казахстана увеличились в декабре.** Увеличение резервов на 300 млн. долл. в декабре прошло на фоне ослабления евро, что указывает на интервенции по покупке валюты порядка полумиллиарда долларов. Увеличение резервов, вероятно, является продолжением положительного влияния на резервы принятого в сентябре 2014 года решения по ограничению иностранных операций банков. В то же время активы Национального фонда снизились на 3 млрд. долл. Известно, что из них 0,5 млрд. пошли на поддержку кредитования бизнеса, так что, вероятно, правительство проводит менее явную поддержку валютного курса, чем через интервенции Нацбанка.

**Девальвация тенге вернет дефицит продуктовых товаров.** После объявления Россией санкций на ввоз европейских продуктов появились сообщения о том, что в Казахстане резко снизились запасы мяса, так как большой объем был направлен на экспорт. Девальвация рубля ослабила покупательную способность россиян, а следовательно, и спрос на зарубежные товары. Следовательно, ответная девальвация тенге и восстановление предыдущих уровней курса разгонит инфляцию не только из-за подорожания импортных товаров.

**Рис. 3. Тенге резко укрепился к рублю как в реальном, так и в номинальном выражении**



Источник: НБК, stat.gov.kz, gks.ru, расчеты авторов.

На фоне девальвации рубля и снижения суверенного рейтинга России (Fitch понизил рейтинг России до BBB-), Казахстан оказался на две ступени выше (BBB+). В глазах многих инвесторов Казахстан и Россия являются нефтяными экономиками, но так как в России политические риски слишком высоки, Казахстан может стать удобной альтернативой. Так, в октябре Казахстан успешно разместил 2,5 млрд. долл. еврооблигаций, в то время как Россия совсем отказалась от планового 7-миллиардного выпуска.

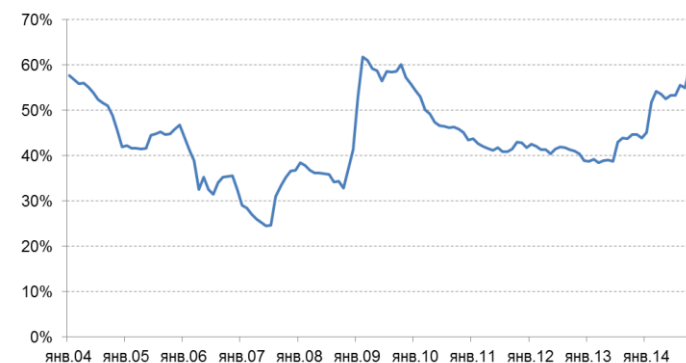
### Как бороться с долларизацией и поможет ли инфляционное таргетирование?

После нескольких девальваций и при присущем многим развивающимся экономикам трепетном отношении к курсу доллара, доверие к тенге среди населения низкое. Низкое доверие к валюте проходит на фоне низкого доверия к банковской системе: депозиты домохозяйств составляют лишь 10% ВВП, а их долларизация колеблется около 60%. Поэтому перед Нацбанком стоят задачи по повышению доверия к банковской системе (повышению ее устойчивости) и повышению доверия к нацвалюте (снижение долларизации и волатильности как инфляции, так и обменного курса).

Национальный банк планирует в 2015 г. принять меры по снижению долларизации. Они включают в себя удвоение суммы гарантирования депозитов, снижение максимальной ставки по валютным депозитам и запрет на использование условных единиц в торговле. Эти меры являются частью необходимых условий для повышения доверия к тенге, но далеко не достаточными: без стабильной банковской системы национальная валюта не может быть привлекательной, а банковская система так и не встала на ноги после кризиса: просроченные кредиты продолжают отягчать баланс банков.

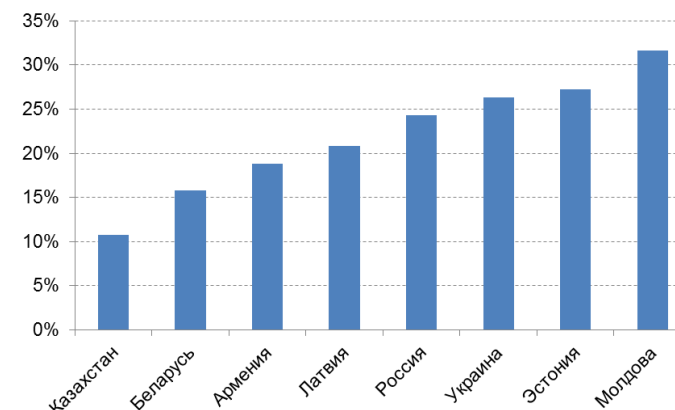
В области банковского регулирования можно выделить два основных тренда, которые лишь закладывают основу для доверия к банкам, и оба – долгосрочные. Первое, повышение планки минимального размера уставного капитала, что приведет

Рис. 4. Долларизация депозитов населения отражает низкий уровень доверия к нацвалюте...



Источник: НБК.

Рис. 5. ...а низкий уровень депозитов к ВВП указывает на слабость банков



Источник: Национальные банки указанных стран, МВФ.

к консолидации банковской системы. Второе, постепенное снижение просроченных кредитов на балансе банков. В 2015 году фонд проблемных кредитов докапитализируют на 250 млрд. тенге, что равносильно 1,5–2% всех выданных кредитов, то есть гораздо меньше 30% просроченных кредитов, находящихся на балансах банков. По официальным заявлениям, до 65% фонда может быть использовано для двух банков: ККБ и БТА. Даже совершенное решение проблемы БТА оставит банковский сектор с более чем 20–25% проблемных кредитов. Безусловно, необходимо более быстрое и радикальное решение, которое подготовит банки к ухудшению экономического положения.

**Инфляция – часть доверия к валюте, но планы перейти к таргетированию не выглядят выполнимыми в ближайшие несколько лет.**

- Во-первых, в Казахстане многие цены остаются контролируемые правительством, как, например, цены на бензин и муку. Действительно, при режиме инфляционного таргетирования необходима координация между Нацбанком и правительством в части регулируемых цен, но регулирование цен на товары и услуги, не производимые правительством, не вписываются в эту парадигму. То есть в качестве первого шага необходима либерализация рынка товаров – иначе будут продолжаться проблемы то с дефицитом топлива, которое выгоднее отправлять за границу, то с дефицитом продуктов, по той же причине.
- Во-вторых, необходимо провести сокращение избыточной ликвидности в банках и укрепление роли межбанковского рынка, но похоже, правительство не собирается решать эту проблему. Скорее наоборот, запущена программа по кредитованию бизнеса под 6% годовых, а также звучат призывы о кредитовании экономики по ставкам на уровне 2–3%. Дешевые деньги и избыток ликвидности – далеко не самые лучшие условия для инфляционного таргетирования. Напомним, что России потребовалось больше года для перехода от избытка ликвидности к ее дефициту, а соответственно, к более действенному трансмиссионному каналу процентных ставок.

**Рис. 6. Волатильные ставки межбанка...**



Источник: НБК.

**Рис. 7. ...и избыточная ликвидность делают страну неготовой к инфляционному таргетированию в ближайшие годы**



Источник: НБК.

**В целом проведение второй девальвации за 12 месяцев сильно ударит по планам укрепления доверия к национальной финансовой системе и может привести к усилению капитального контроля.** Ситуация с обменным курсом рубля и укреплением тенге подталкивает власти к проведению уже привычной операции по девальвации. На этот раз это чревато более серьезными последствиями. Во-первых, уже в контексте февральской девальвации МВФ предупреждал о возможном ухудшении и так невысокого качества активов банковского сектора. Во-вторых, население может еще больше увеличить долю валютных депозитов. И если с реакцией населения бороться проще – достаточно взять пример с Беларуси или Украины, где ввели сбор на конвертацию валюты и где средства с валютных депозитов выдают в местной валюте, – то дальнейшее увеличение просроченных кредитов поставит перед банковским регулированием серьезные задачи по быстрому решению этой проблемы. Пока же промедление с фондом плохих активов и ограничения на зарубежные операции банков (с целью нарастить кредитование и «размыть» плохие долги) указывают на неготовность к радикальному решению проблемы плохих долгов. Более того, чрезмерное давление на банки увеличить кредитование может привести как к разгону инфляции, так и к еще большему увеличению сомнительной задолженности на балансах.

## Нефть

**Быстрое падение цен на нефть заставило всех задуматься, надолго ли это.** С одной стороны, уже сейчас появляются сообщения о том, что количество нефтяных скважин в США сокращается. Период их эксплуатации гораздо меньше, чем на традиционных месторождениях, и поэтому если подождать полгода-год, предложение выровняется со спросом за счет США. С другой стороны, аналитики, которые опасаются по поводу роста в Китае и еврозоне, указывают на то, что спрос может сократиться больше, чем предложение, даже если в США сократятся инвестиции в нефтяную отрасль. В условиях неопределенности нефтяные экспортеры разрабатывают бюджеты для стресс-сценариев.

**Рис. 8. Выплаты инвесторам за рубеж связаны с ценой на нефть, а, значит, являются автоматическим стабилизатором счета текущих операций**



Источник: НБК.

**Бюджет Казахстана сбалансирован при 70 долл./барр., но консервативный подход к тратам делает бюджет устойчивым даже при 50 долл./барр.** Правительство изначально приняло бюджет на 2015 г., предполагающий 15%-ный рост расходов, но в декабре было заявлено о сокращении программы по Республиканскому бюджету, а значит, рост в реальном выражении может быть близким к нулю. С другой стороны, было заявлено о ежегодном использовании 3 млрд. долл. из Национального фонда для поддержки экономики. Казахстан продолжит объявленные ранее инфраструктурные проекты, но, как и раньше, эти проекты будут направлены на постепенное улучшение инфраструктуры и (на этот раз) укрепление металлургического комплекса, и о существенном краткосрочном эффекте на ВВП говорить не приходится. Консервативный подход к расходованию средств в основном указывает на то, что опасности устойчивости бюджета не предвидится и что будет продолжена политика по ограниченному использованию сбережений от нефтяных рент. Как это отразится на росте в долгосрочной перспективе, сказать сложно: в мировом сообществе до сих пор нет консенсуса по поводу того, как распоряжаться суверенными фондами: вкладывать в проекты внутри страны или в иностранные облигации с рейтингом AAA.

**Счет текущих операций: снижение экспорта, вероятно, будет компенсировано более низкими выплатами прямым инвесторам.** Во время кризиса 2009 года они упали вслед за ценой на нефть (нефтяной сектор был основным получателем иностранных денег), и этот год также может пройти по этой траектории. Кроме того, в отличие от 2009 года, Казахстану не грозит отток «горячих» денег, поэтому риски для платежного баланса от падения цены на нефть можно оценить как сдержанные.

**В целом, несмотря на неблагоприятные внешние условия, Казахстан обладает запасом прочности.** Золотовалютные резервы находятся примерно на уровне 50% ВВП, но опыт России показывает, что через интервенции и поддержку экономики за счет стабилизационных фондов, за год резервы могут сократиться вдвое. Поэтому более взвешенный подход к экономическим вызовам – а не паническое расходование средств – приветствуется. С другой стороны, нежелание тратить

Рис. 9. Бюджет сбалансирован при 70 долл./барр.



Источник: Минфин.



средства на банковскую систему может сильно отразиться на росте, особенно если Нацбанк решит провести девальвацию. В случае серьезного обострения проблем в банковском секторе, что раньше казалось рисками замедления роста, обернется спадом и потребует более существенных бюджетных затрат.



## Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Алексей Немчик

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](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>.

**НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»:** тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto: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