



# Special Report $\oplus$ 11

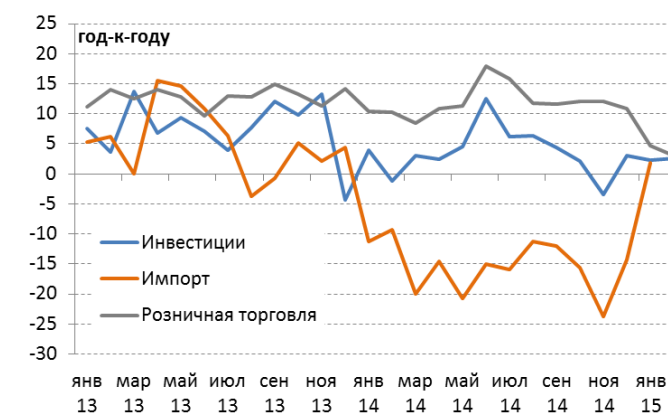
## Обзор экономики Казахстана

*Экономика Казахстана замедлилась: потребители предпочли не тратить свои валютные сбережения. Инвестиционная активность предприятий была сильной, но похоже, поддержала импорт, который впервые за год вырос в долларовой выражении. В целом ожидания девальвации сказываются на экономике, и решения монетарных властей после президентских выборов 26 апреля 2015 года будут играть важную роль в определении динамики роста. И хотя власти пытаются провести плавную девальвацию и вводят меры по дедолларизации, население может снова начать скупать валюту. Обменный курс тенге, который вернет его к уровню середины 2014 года в реальном выражении, составляет 250 тенге/доллар. Но проведение девальвации до этих уровней может сильно ударить по банковской системе. Поэтому более мягкие 15% с последующим постепенным переходом к плавающему курсу выглядят реалистичнее.*

### Замедление экономики

Снижение цен на нефть привело не только к замедлению роста, но и к изменению динамики его компонентов – снижению роста потребления и увеличению инвестиций. Произошло сильное замедление розничной торговли с 12% в 2014 г. до 4.7% в январе и 3.1% в феврале 2015 г. При этом в январе импорт впервые за год показал рост в долларовой выражении (+1.8%), несмотря на то, что валюта торговых партнеров – как России, так и еврозоны – существенно потеряла в цене по

Рис. 1. Замедление роста, в основном спроса населения



Источник: stat.gov.kz

отношению к доллару. Краткосрочный экономический индикатор (покрывает 60% ВВП и включает в себя сельское хозяйство, промышленность, строительство, торговлю, транспорт и связь) в январе-феврале замедлился до 1.9% после 2.8%-ного роста в 2014 г. Трехкратное замедление розничной торговли вместе с ростом импорта не привело к более серьезному снижению деловой активности (чем с 2.8 до 1.9%) по ряду причин.

Вероятно, рост поддерживается активным строительством. В феврале 2015 г. рост жилищного строительства составил 38% год к году. Кроме того, свою роль сыграли и инвестиции: за январь-февраль инвестиции в обрабатывающую промышленность выросли на 13%, а в целом по промышленности – на 6,4%. Возобновление роста инвестиций могло стать причиной роста импорта в условиях замедления потребительского спроса. Рост строительства и инвестиций, в свою очередь, поддерживается бюджетом: по плану расходы республиканского бюджета вырастут на 400 млрд. тенге (1% ВВП) за счет увеличения трансферта из Нацфонда.

Более ясной ситуация в экономике станет к концу этого квартала. Во-первых, краткосрочный индикатор своей динамикой, возможно, лишь предвещает более серьезное замедление к середине 2015 г. В условиях слабого спроса продолжающееся производство может оказаться работой «на склад». Например, жилищное строительство будет иметь положительный эффект на экономику, если у населения будет доступ к ипотечному кредитованию. Сейчас же, когда банки замедлили кредитование, сложности с выдачей ипотеки сделают новые квартиры невостребованными.

Во-вторых, население сейчас сберегает больше, ожидая ясности с обменным курсом. По опросам Demiscore, 48% жителей ожидают ухудшения экономической ситуации после выборов, из которых 28% ожидают ускорения инфляции, а 20% – девальвации. Преобладающие настроения в обществе о валютном курсе не изменились: большинство уверено в том, что предстоит девальвация. Более того, теперь появилась возможная дата – после выборов 26 апреля. Общая неопределенность в вопросе обменного курса создает много искажающих процессов в экономике: так,

**Рис. 2. Население не продает купленную в декабре валюту**



Источник: Нацбанк.

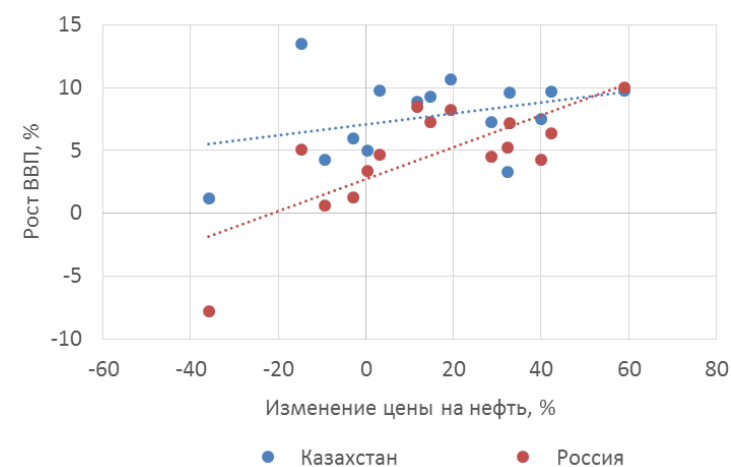
серый импорт автомобилей – в основном, из России – достиг рекордных объемов, превысив официальные продажи в 4,4 раза, а депозитам в казахских банках население даже предпочитает (крайне нестабильный) наличный рубль. Но динамика этих процессов уже затухает, и возможно, это дает правительству надежду на то, что им удастся провести плавную девальвацию.

## Рост при низкой цене на нефть

Казахстанская экономика менее диверсифицирована, чем российская. Так, доля нефти и газа в экспорте достигает 78% (в России – 65%), доля добычи в ВВП – 15% (в России – 10%), нефтяные доходы бюджета и Нацфонда – 45% всех доходов (около 30% в России). Тем не менее экономический рост менее подвержен колебанию цен на нефть: с 2000 г. ВВП в Казахстане рос темпами от 4.3 до 13.5%, в России диапазон гораздо шире – от -7.8 до 10%. Объясняется это во многом тем, что казахские власти изолируют расходы бюджета от нефтяных поступлений, и тем, что многие экономические программы предусматривают долгосрочные проекты, которые не останавливаются во время снижения цен на нефть. Кроме того, свою роль сыграло то, что НБК вовремя остановил бум розничного кредитования, и то, что сильного притока «горячих денег» из-за рубежа не было. Во время экономических шоков закредитованность обычно усугубляет спады (что стало одной из причин снижения потребления в России на рекордные 7,7% в феврале).

Более низкая чувствительность к цене на нефть в среднесрочной перспективе поможет сохранить рост в этом году. Наибольшее же давление придется на платежный баланс. Но в отличие от 2009 года, счет текущих операций не уйдет в сильный минус, а скорее всего, будет ближе к нулю. Во-первых, объемы экспорта нефти в реальном выражении – на 5% выше, что означает дополнительные 2 млрд. долл. к торговому балансу при цене на нефть 60 долл./барр. по сравнению с 2009 г., когда дефицит счета текущих операций был около 4 млрд. долл. Во-вторых, объемы иностранных инвестиций снизились, а сроки привлечения внешнего долга увеличились, что означает меньший отток по счету доходов. Основной риск для

Рис. 3. Рост ВВП и цена на нефть



Источник: stat.gov.kz, gks.ru, eia.org

платежного баланса – это увеличение импорта или закупка валюты в ожидании девальвации.

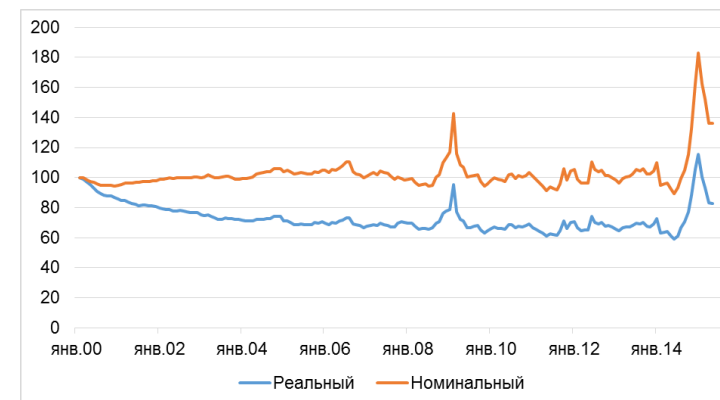
## В ожидании девальвации

Обесценение рубля по отношению к доллару привело к девальвационным ожиданиям в Казахстане. Резко возросший импорт из России сделал задачу по сдерживанию курса тенге еще более сложной. Однако, руководствуясь рядом причин – обещанием не девальвировать тенге два раза в течение одного года, а также состоянием банковского сектора, власти продолжили держать курс тенге по отношению к доллару в коридоре 182–186. Решение повременить с проведением девальвации сыграло на руку властям: инфляция в России почти достигла 17%, а рубль вернулся к 50–55 за доллар, что в совокупности привело к удорожанию реального курса рубля по отношению к тенге примерно на 25% с конца декабря 2014 г. Таким образом, курс тенге к рублю, который бы соответствовал неизменному реальному курсу по сравнению с серединой 2014 г., изменился с 5,4 до 5 тенге/рубль (с более 300 до 250 тенге/доллар) за первый квартал 2015 г. (курс по состоянию на 13 апреля составил 185.8 тенге/доллар).

От ожиданий девальвации банковская система испытала сильный шок: долларизация депозитов возросла до 55% с 45% в середине 2014-го, а из-за массовой конвертации наличной валюты населением тенговая ликвидность в банках снизилась. Ставки на межбанке до начала апреля закрепились на уровне 10–15%. В результате банки резко сократили рост кредитования. В то же время роста кредитования в иностранной валюте не произошло, хотя после всплеска долларизации в России были сообщения о том, что банки пытались выдавать валютные кредиты.

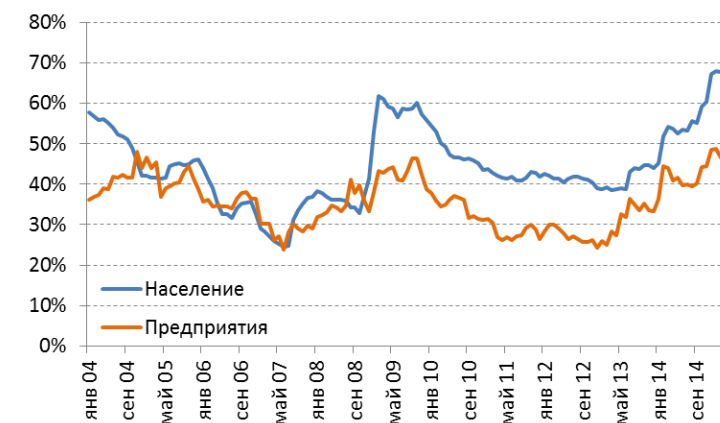
Нацбанк исправил ситуацию с нехваткой тенге, усовершенствовав механизм предоставления ликвидности (в дополнение к депозитным операциям Пенсионного фонда стали применяться валютные свопы), а также приняв меры по дедолларизации экономики. Правительство внесло постановления по увеличению

Рис. 4. Курс тенге по отношению к рублю: нормализация после укрепления в декабре



Источник: Нацбанк, ЦБР, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 5. Долларизация депозитов



Источник: Нацбанк.

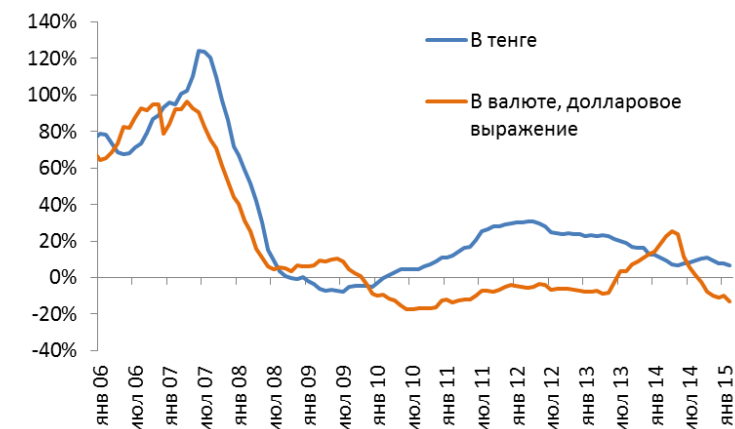
размера гарантии по депозитам в тенге до 10 млн., снижению максимальных ставок по валютным вкладам до 3% и увеличению максимальных ставок по депозитам в тенге до 10%, запрету на цены в «условных единицах». Нацбанк ввел отдельные резервные требования по обязательствам в иностранной валюте и тенге. Все эти меры помогли снизить ставки на межбанковском репо до 3–4%.

Банковская система не готова к девальвации тенге до 250 тенге/доллар (35%), особенно без мер отнесения убытков на будущие периоды. 10%-ная девальвация тенге приводит к примерно 0.7 п.п. потерь капитала за счет увеличения активов. Так как капитализация банков на сегодня – 13,7%, а регулятивный минимум – 12%, банки могут (технически) пережить 20%-ную девальвацию при текущем уровне капитала. Но 20% – это потолок, потому что банки будут вынуждены создавать резервы под возможные потери, ведь доля кредитов в иностранной валюте составляет 30%. Кроме того, задача свести просроченную задолженность к 10% к концу года создает дополнительное давление на капитал, что делает размер допустимой девальвации еще меньше.

В начале апреля Тимур Кулибаев обратился к Нацбанку с просьбой решить проблему ликвидности, чтобы банки смогли нарастить кредитование экономики. Но даже если Нацбанк решит проблему с тенговой ликвидностью, на балансах банков все еще остается много просроченной задолженности (23% в марте), которая сдерживает активность в секторе на протяжении уже 6 лет. Если же все-таки удастся через банки предоставить дешевые деньги, то при ожидаемой девальвации тенге эти средства могут быть использованы совсем не для поддержания роста.

Так как ставки по тенговым депозитам составляют 7,4% (как и в начале 2014 г.), что не намного выше 4% по валютным, население не спешит обменивать доллары обратно в тенге. Правительство заявляет о предпочтении плавной девальвации до «комфортного» уровня в 3,5–4,5 тенге за рубль, но нет уверенности в том, что запуск плавной девальвации не приведет к очередной волне покупки иностранной валюты. Ввиду укрепления рубля власти могут принять решение о девальвации на 15% до 4 тенге/рубль (210 тенге/доллар), что ответит на (панические) девальвационные

**Рис. 6. Рост кредитования замедляется. С другой стороны, банки не спешат конвертировать валютные депозиты в кредиты**



Источник: Нацбанк.

**Табл. 1. Чувствительность капитала к девальвации**

	Собственный капитал, млрд. тенге	Достаточность капитала	Активы, взвешенные по уровню риска, млрд. тенге
Февраль 2015 г.	2345,0	13,7%	17116,8
После 10%-ной девальвации			+360,5
Переоценка валютных кредитов			+502,4
Переоценка внешних активов			17979,7
<b>Итого</b>	<b>2345,0</b>	<b>13,0%</b>	<b>+360,5</b>

Источник: Нацбанк, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

ожидания и вернет реальный тенге на уровень октября 2014 г., когда власти расширили коридор тенге с 182–188 до 170–188 тенге/доллар. Переход к плавающему курсу возможен после этого: Нацбанк вряд ли решится пустить тенге в свободное плавание, когда ожидания девальвации достигают 30%.

## Шестой срок и реформы

В феврале 2015 г. Назарбаев объявил о досрочных президентских выборах, ссылаясь на сложную экономическую ситуацию и желание сосредоточиться на борьбе с кризисом. И хотя поддержка ожидается на уровне 97%, интересующим многих вопросом остается ситуация с преемником. Будет ли шестой срок последним и передаст ли Назарбаев власть?

На постсоветском пространстве официальная передача власти – редкое явление, особенно в Центральной Азии. В Туркменистане и Азербайджане выборы состоялись после смерти президентов. В Таджикистане, Узбекистане и Беларуси у власти президенты, избранные в начале 90-х.

С одной стороны, решение провести выборы раньше говорит о том, что Назарбаев консолидирует власть. В этом случае в Казахстане наиболее вероятным станет типичный для Центральной Азии и Советского Союза сценарий – с выборами нового президента в самый последний момент.

С другой стороны, предвыборная программа президента основана на реформах, и президент объявил о создании демократического государства после разрешения экономических вопросов. О реформах всегда проще говорить, но даже сегодня можно наблюдать серьезные изменения в экономической политике с переходом к инфляционному таргетированию Нацбанком. Заявленные реформы нацелены на увеличение прозрачности и подотчетности органов власти и верховенства закона. Несмотря на в целом общие формулировки, такие подпункты, как привлечение иностранных управленцев на определенные должности в правительстве, создание новых трех-четырёх экспортных продуктов и усиление интересов частной собственности в суде, могут привести к значимым переменам в обществе. Название

реформ «4+1» (вначале четыре экономические, а затем одна по демократизации) отсылает к Китаю времен Дэна Сяопина, запустившего «четыре модернизации», которые позволили Китаю начать уверенный экономический рост. После проведения реформ Сяопин покинул все посты, решив отстраниться от дел до смерти, в отличие от предыдущих глав.

На какой сценарий рассчитывает правящая верхушка в Казахстане – успешные экономические реформы и передача власти или продолжение текущего курса, покажет следующий год. Краткосрочная задача пока состоит в нормализации монетарной политики, что, в свою очередь, сможет стать базой для более серьезных изменений.

## 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](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 2015 году