

9 апреля 2018

С 1990 по 2017 год экономики Азербайджана и Казахстана показали максимальный (более чем двукратный) рост.....2

Потенциальный рост ВВП Азербайджана был обусловлен основным капиталом, но перестал транслироваться в реальный рост.....3

«Качество экономики» Азербайджана ухудшается....4

Спад потенциала экономики и цены на нефть спровоцировали в 2016 году рецессию в Азербайджане....5

Казахстан: «качество экономики» остается положительным.....7

В экономике Республики Казахстан бизнес-цикл составляет два года.....8

Преодолеть стагнацию экономики Казахстана помог потенциал роста, а не фактор нефтяных цен.....8

Жаннур Ашигали

Заместитель директора,
группа исследований
и прогнозирования

+7 (495) 139-0492

zhannur.ashigali@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Старший директор,
руководитель группы
исследований
и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Алексей Чурилов

Младший менеджер по
внешним коммуникациям

+7 (495) 139-0480, доб. 169

alexey.churilov@acra-ratings.ru

Среди нефтеэкспортеров СНГ только Казахстан не столкнется с рисками замедления экономики

Экономический рост нефтяных экономик СНГ

- **За 27 лет постсоветской трансформации нефтяные экономики СНГ показали лучшие темпы роста.** Экономики почти всех стран, вошедших в состав СНГ, восстановились после экономического шока 1990–1995 годов, однако восстановление происходило неравномерно. Так, в Азербайджане и Казахстане пик падения в 1995 году был компенсирован последующим почти двукратным ростом.
- **Потенциал роста сырьевых экономик СНГ ограничен.** Низкая факторная производительность и слабая реализация инвестиций в производственный капитал лишают экономику Азербайджана стабильных источников роста. Единственный источник роста — восстановление цен на нефть. Что касается российской экономики, потенциал ее роста сдерживает негативная демографическая тенденция.
- **Исключение — Казахстан.** Важность конъюнктуры нефтяных цен в формировании ВВП Казахстана переоценена: на протяжении почти 20 лет ключевым фактором служил структурный рост на основе базовых источников — труда и производственного капитала.
- **Отсутствие перегрева в экономике Азербайджана будет способствовать ослаблению инфляции,** которая достигнет целевого коридора (6–8%).
- **В Казахстане вероятен перегрев экономики** в связи с превышением итогового роста над структурным, что будет способствовать усилению инфляционных процессов.

С 1990 по 2017 год экономики Азербайджана и Казахстана показали максимальный (более чем двукратный) рост

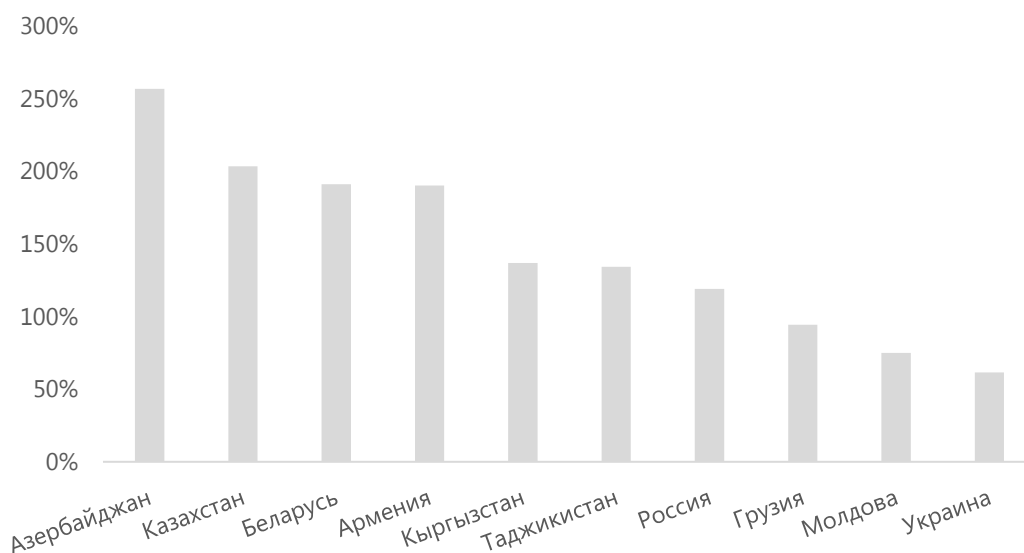
Улучшение нефтяной конъюнктуры (цена барреля нефти марки Brent, составившая в 2017 году 55 долл., в 2019-м, по прогнозам, должна вырасти до 60 долл.) вкупе с внушительным ростом добычи нефти укрепят внешние балансы Азербайджана и курс национальной валюты страны.

Все страны, вошедшие в состав СНГ, в том числе Грузия, в период распада СССР и последовавшего периода трансформации экономик столкнулись со значительным снижением уровня экономической активности. Пик падения экономик этих стран пришелся на 1995 год, когда сокращение по сравнению с 1990-м составило в реальном выражении в среднем 48%. Первыми начали восстанавливаться экономики Армении и Грузии, последней — Украина, экономика которой начала расти только в 2000-м.

С 2003 по 2007 год экономики большей части стран СНГ достигли показателей 1990 года и превзошли их. Последними восстановились Таджикистан (к 2013-му) и Грузия (к 2017-му), а экономики Украины и Молдовы окончательно не восстановились после спада.

С 1990 по 2017 год лишь Азербайджан и Казахстан смогли более чем вдвое увеличить реальный ВВП: экономическая активность в этих странах повысилась в 2,6 и в 2,03 раза соответственно.

Рисунок 1. Накопленный реальный рост ВВП стран СНГ в 1990–2017 годы¹



Источник: Всемирный банк, расчеты АКРА

В 2018–2021 годах потенциал роста реального ВВП в России ограничен 1,5% в год (см. прогнозное исследование АКРА по российской экономике «Шесть драйверов инвестиционного роста»). Таким образом, в анализируемый период наиболее значительные показатели восстановления и прироста экономической активности продемонстрировали нефтяные экономики Азербайджана и Казахстана. При этом структура вкладов источников роста в этих экономиках отличается в достаточной степени, поэтому в 2016–2017 годах экономический рост в двух странах показал разную динамику.

См. исследование АКРА [«Шесть драйверов инвестиционного роста в России»](#) от 4 апреля 2018 года.

¹ Значения накопленного роста для Узбекистана и Туркменистана составили 3,2 и 3,4 соответственно (рост экономик более чем в три раза). Однако в связи с наличием длительного периода завышенного курса национальных валют (что нашло свое отражение в появлении черного валютного рынка и существенной разницы между официальным валютным курсом и курсом на черном рынке этих стран), а также наличием вопросов по формированию официальной статистики этих стран по валютным курсам национальных валют и ценовых индексов, в сопоставительном анализе значения роста ВВП этих стран не рассматривались.

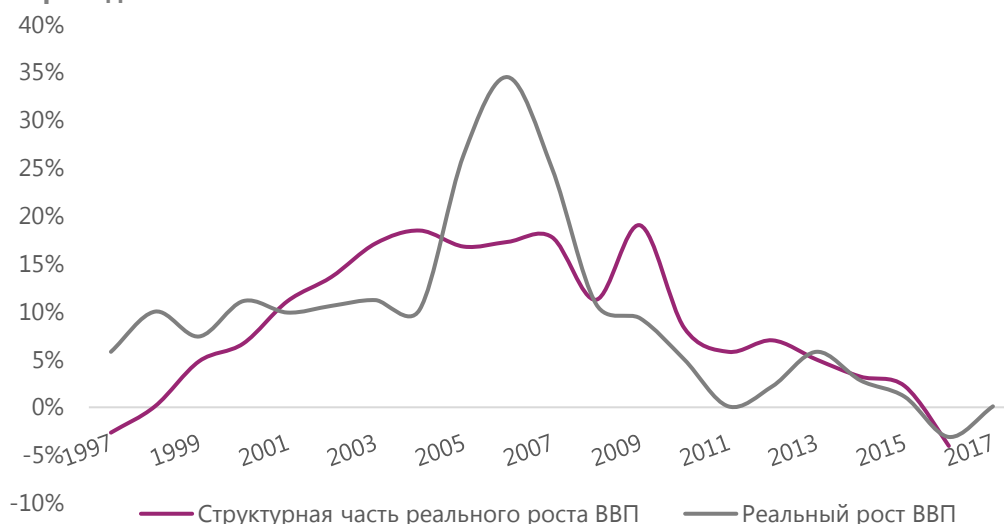
Потенциальный рост ВВП Азербайджана был обусловлен основным капиталом, но перестал транслироваться в реальный рост

Среди базовых тенденций формирования ВВП Азербайджана с 1990 по 2017 год можно выделить значительную по масштабам экономики тенденцию ввода новых основных средств, преимущественно связанных с добывающими мощностями. На протяжении всего периода (исключение составляют 2008-й и 2010–2011 годы) производственные мощности росли в стране существенно более высокими темпами, чем трудовые ресурсы.

До 2000 года включительно и с 2005-го по 2007-й реальный рост ВВП превышал потенциальный. Первое превышение можно связать с низким уровнем амортизации и с использованием накопленного ранее фонда мощностей советского периода. Сильный разрыв 2005–2007 годов — полностью результат нефтяного бума.

С 2001-го по 2004-й и с 2008-го по 2012-й годы, напротив, прирост экономики был недостаточно интенсивным относительно своего потенциала, то есть потенциал роста экономики Азербайджана не был полностью реализован.

Рисунок 2. Структурная часть реального роста ВВП и реальный рост ВВП Азербайджана



Источник: Государственный комитет статистики Республики Азербайджан, расчеты АКРА

В 2000-х годах значительный приток инвестиций (преимущественно в нефтегазовую отрасль) и мультипликативный эффект, оказанный на нефтяные сегменты, придали экономике Азербайджана существенный импульс роста, который ослаб к 2015–2016 годам. Регулярный вклад в экономический рост вносят и основные фонды (с 2012-го по 2016-й — от 0,4 до 4%), однако эффект нивелируется негативным темпом факторной производительности.

Ни динамика производительности, ни базовые типы ресурсов не позволяют экономике страны выйти на траекторию устойчивого потенциального роста, что делает актуальным вопрос поиска новых источников роста.

«Качество экономики» Азербайджана ухудшается

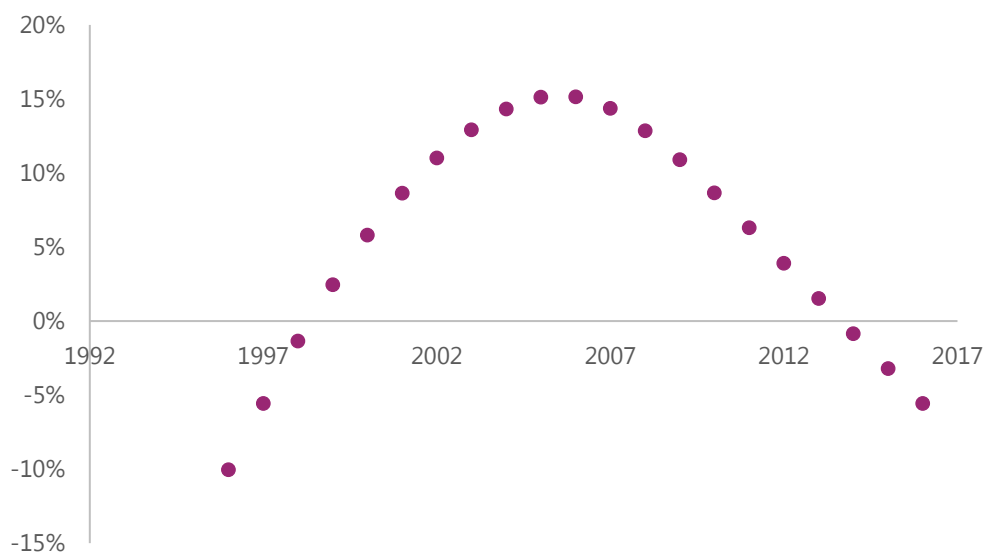
См. исследование АКРА [«В 2018 году государство станет чистым заемщиком в России, а в Казахстане останется кредитором»](#) от 27 июля 2017 года.

Под «качеством экономики»² мы понимаем совокупность факторов, определяющих технологический прогресс: качество институтов, структуру рынка. Полученная количественная оценка (СФП, или совокупная факторная производительность) нестабильна, часто меняет знак.

С 1998 по 2013 год элемент СФП был положительным, с 2014-го он приобретает отрицательное значение.³ Если отрицательные величины элемента в период до 1998 года можно увязать с кризисом управления и производства в постсоветскую эпоху, с конфликтом в Карабахе, то отрицательный СФП последних лет связан с совокупным воздействием бизнес-цикличности и конъюнктурного фактора. Максимальный темп роста СФП (его пик пришелся на 2000–2011 годы) отражает мультипликативное воздействие нефтяного бума на прочие сегменты экономики, технологический рост и, как следствие, повышение производительности.

В условиях текущего отрицательного темпа СФП, сдержанной динамики вкладов базовых источников роста потенциал роста в экономике Азербайджана находится в стагнации.

Рисунок 3. С 2014 года в экономике Азербайджана наблюдается отрицательная факторная производительность (после сглаживания)

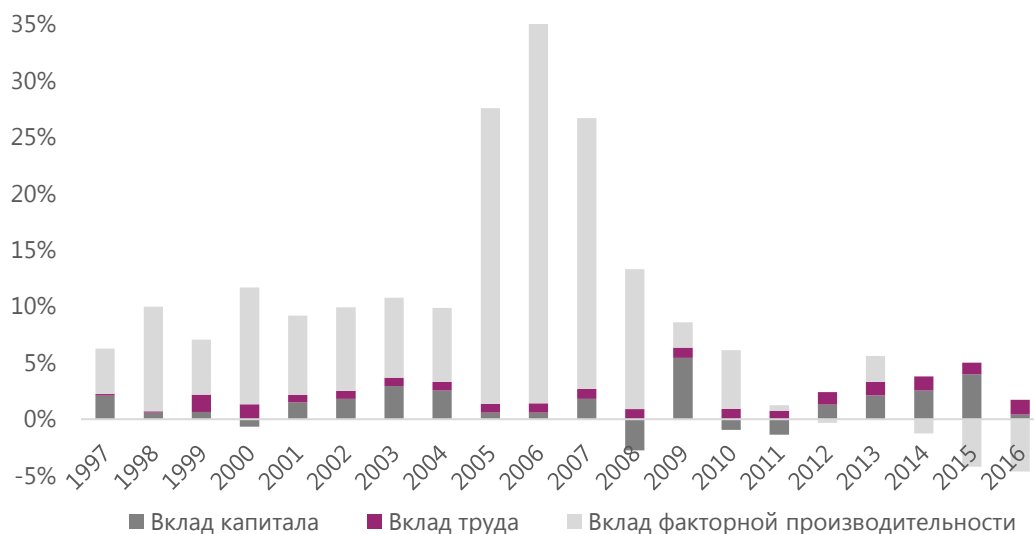


Источник: Государственный комитет статистики Республики Азербайджан, расчеты АКРА

² Понятие «качество экономики» используется как некий совокупный показатель способности экономики развиваться и расти за счет внутренней структуры/архитектуры, что может включать в себя институциональный уровень развития, степень конкуренции в экономике, способности к воспроизводству активов и так далее.

³ За 2017 год элемент СФП не подсчитан, так как часть расчетных компонентов от официального статистического ведомства не опубликована. Предполагается, что расчеты за 2017 год будут произведены позднее.

Рисунок 4. В 2014–2016 годах факторная производительность вносила негативный вклад в формирование ВВП Азербайджана



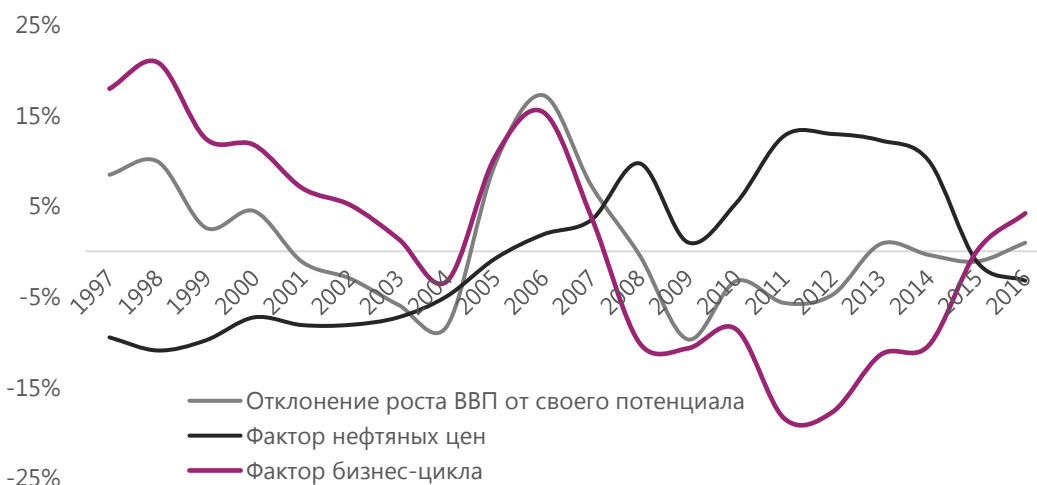
Источник: Государственный комитет статистики Республики Азербайджан, расчеты АКРА

Спад потенциала экономики и цены на нефть спровоцировали в 2016 году рецессию в Азербайджане

До 2005 года реальный рост ВВП Азербайджана демонстрировал отрицательную динамику (негативное влияние оказывала нефтяная конъюнктура). С 2006-го по 2014-й наблюдалась положительная динамика, которая сменилась стагнацией.

Элемент внешней конъюнктуры представляет собой эффект от конъюнктуры нефтяных цен на мировых рынках, когда за прокси берется цена на нефть марки Brent, а относительное положение текущего уровня цены рассчитывается применительно к 40-летнему среднему.⁴

Рисунок 5. Факторы бизнес-цикла и нефтяных цен в структуре ВВП Азербайджана



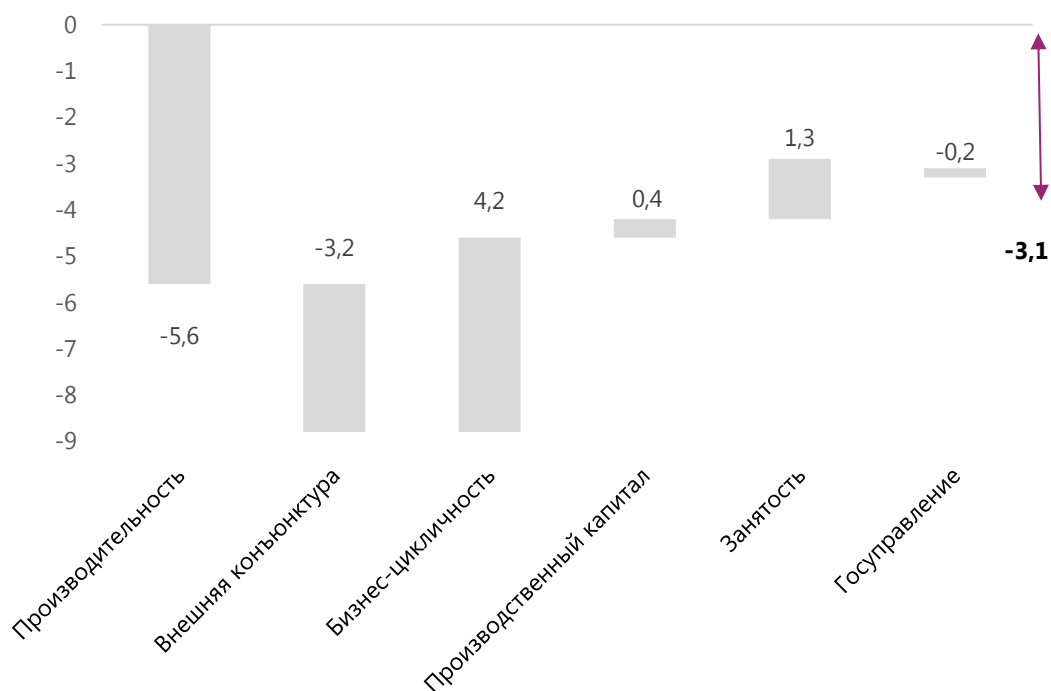
Источник: Государственный комитет статистики Республики Азербайджан, расчеты АКРА

См. исследование АКРА [«Низкая инфляция в России заставит государство и бизнес искать новые формы гибкости»](#) от 9 октября 2017 года.

См. исследование АКРА [«Увеличение доли краткосрочных заимствований в Казахстане не привело к росту финансовой нестабильности»](#) от 19 марта 2018 года.

⁴ В большинстве аналогичных исследований расчет средней цены на нефть брался за период в 10 лет, что рассматривается как чрезмерно короткий период для включения достаточной информации для отображения долгосрочного стереотипа поведения цен в данной индустрии.

Рисунок 6. Структура роста ВВП Азербайджана в 2016 году, п. п.



Источник: Государственный комитет статистики Республики Азербайджан, расчеты АКРА

Начиная с 2010 года (даже с учетом того, что на протяжении большей части этого периода цены на нефть держались на довольно высоком уровне) фактический темп роста ВВП Азербайджана незначительно отклонялся от потенциального. Спад экономики в 2016 году обусловлен как нефтяным фактором, так и динамикой потенциала экономики (в 2015–2016 годах негативным фактором стал тренд относительных нефтяных цен). При этом экономика не претерпела еще более значительного спада лишь благодаря фактору бизнес-цикла, что можно увязать с проведенной девальвацией национальной валюты и последующей жесткой монетарной политикой властей.

По итогам 2017 года ненефтяная часть ВВП показала рост на 2,7% в реальном выражении, что отражает положительный вклад компонента бизнес-цикла.

В 2017 году цены на нефть выполняли скорее роль сдерживающего фактора, что выразилось в номинальном приросте ВВП (на 0,1%). С 2018-го по 2019-й ВВП Азербайджана должен зафиксироваться в зоне роста, учитывая вполне позитивные ожидания касательно динамики цен на нефть (по прогнозам АКРА, в 2018-м и в 2019-м цена барреля нефти марки Brent составит соответственно 58 и 60 долл.). Однако отсутствие полноценных источников для такого роста сдержит темпы на уровне потенциальных темпов роста.

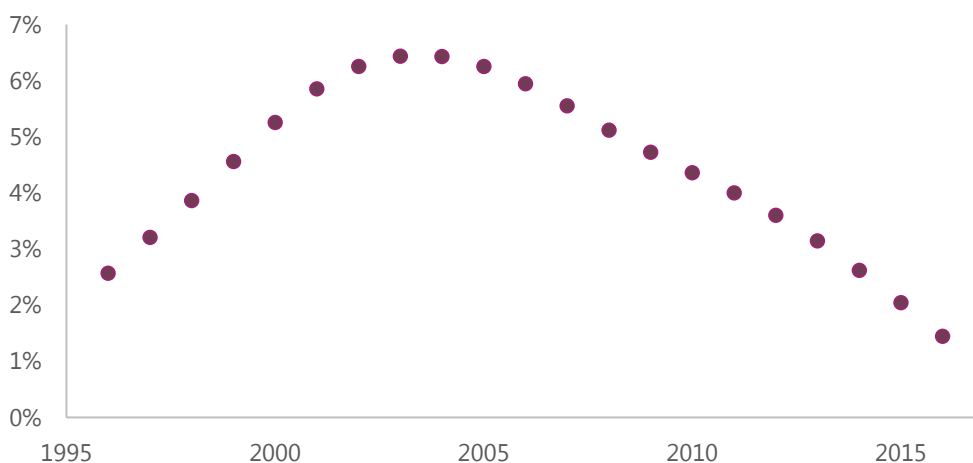
В результате ожидать значительного уровня перегрева в экономике страны не приходится, что минимизирует риски планомерного ослабления инфляционных процессов и, соответственно, выхода среднегодовой инфляции на уровень установленного Центральным банком Азербайджана на период 2018–2019 годов (6–8%) таргет-коридора.

Казахстан: «качество экономики» остается положительным

Динамика сглаженного темпа факторной производительности Казахстана (прокси качества экономики страны) демонстрировала рост до 2003-го года включительно (значение показателя на конец периода составило 6,4%), снизившись до уровня 1,4% в 2016-м. Это укладывается в общее понимание процесса, указывая на улучшение базы сравнения, а также на ослабевающий мультипликативный эффект от бума добычи нефти в 2000–2007 годах.

При этом сохраняется позитивная динамика факторной производительности, то есть в экономике страны остаются возможности для усиления отдачи от вклада базовых производственных ресурсов (труда и капитала).

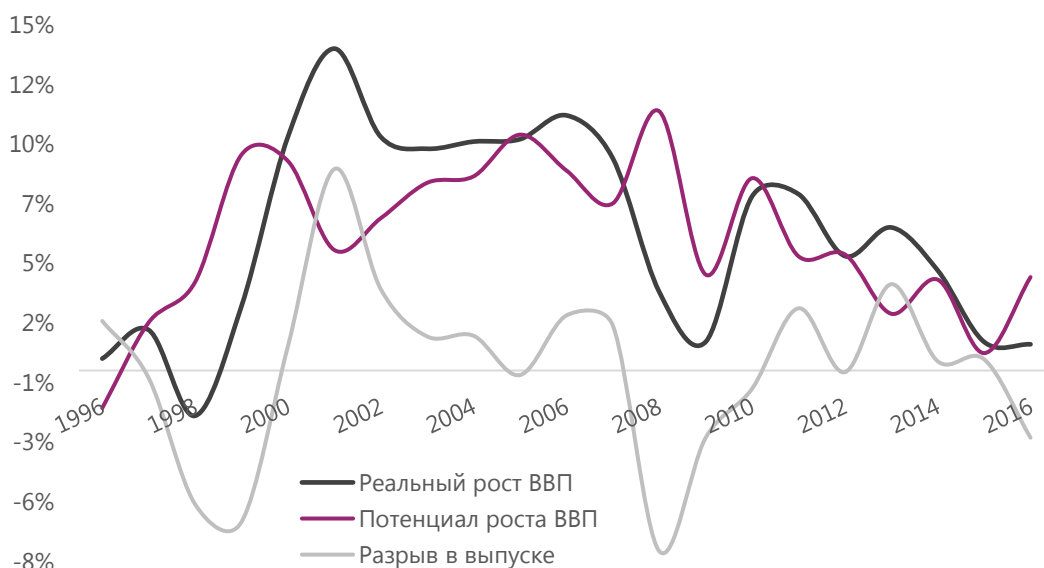
Рисунок 7. Факторная производительность Казахстана остается положительной



Источник: Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан, расчеты АКРА

Потенциальный рост экономики Казахстана в целом совпадает с фактическим. С 2014 года разрыв между двумя показателями практически не наблюдается, а его величины в среднем колеблются примерно на нулевом уровне.

Рисунок 8. Потенциал роста ВВП Казахстана почти полностью реализовывался



Источник: Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан, расчеты АКРА

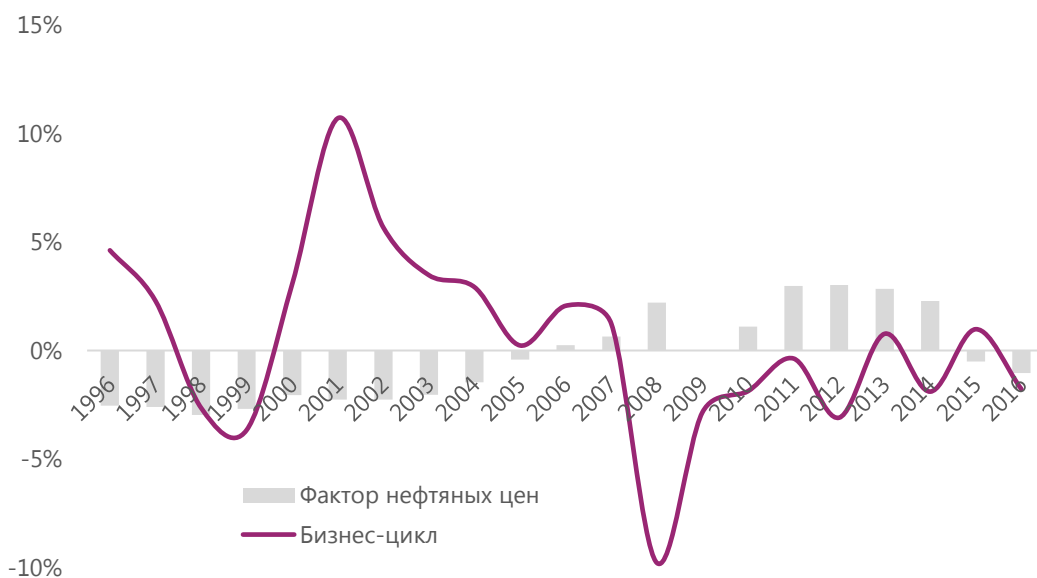
В экономике Республики Казахстан бизнес-цикл составляет два года

См. исследование АКРА [«Стабильность финансовой системы Казахстана постепенно растет, но дисбалансы сохраняются»](#) от 20 декабря 2017 года.

Микроциклы бизнес-активности в Казахстане с 2011 года следуют волнообразной траектории развития. При этом продолжительность микроциклов невелика — два года от пика до пика (в экономической теории — три–четыре года). По прогнозам АКРА, положительная по итогам 2017 года динамика бизнес-цикла страны в 2018-м сменится отрицательной.

Общий тренд динамики микроциклов бизнес-активности положительно направлен: локальные минимумы⁵ от цикла к циклу менее отрицательные, а пики от цикла к циклу более положительные. Понимание роли микроцикличности в формировании ВВП Казахстана становится новым инструментом, позволяющим выявить состояние затяжного кризиса. Так, слабая экономическая динамика 2015 года была следствием факторов бизнес-цикла и нефтяной конъюнктуры, которые носили взаимокомпенсирующий характер, а результат 2016 года — негативной фазы цикла и воздействия конъюнктуры.

Рисунок 9. Бизнес-цикличность в экономике Казахстана



Источник: Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан, расчеты АКРА

Преодолеть стагнацию экономике Казахстана помог потенциал роста, а не фактор нефтяных цен

В 2016 году экономика Казахстана, которая годом ранее была близка к стагнации, продемонстрировала уверенный подъем. Способствовал этому структурный⁶ темп роста ВВП (результат реализации накопленных в предыдущие периоды основного капитала и трудовых ресурсов).

⁵ Локальный минимум — низшая точка в динамическом ряду данных в рамках одного цикла.

⁶ Структурный рост не включает фактор сырьевых цен, который выделен в отдельный компонент роста ВВП, но включает рост добычи сырьевых продуктов (последний расценивается как реализация капитальных вложений предыдущих периодов).

В целом на протяжении всего периода новой экономической истории Казахстана (исключение — 2013 и 2015 годы) решающую роль в развитии экономики страны играл структурный рост, что эмпирически опровергает общепринятое представление о ключевой роли ценового фактора.

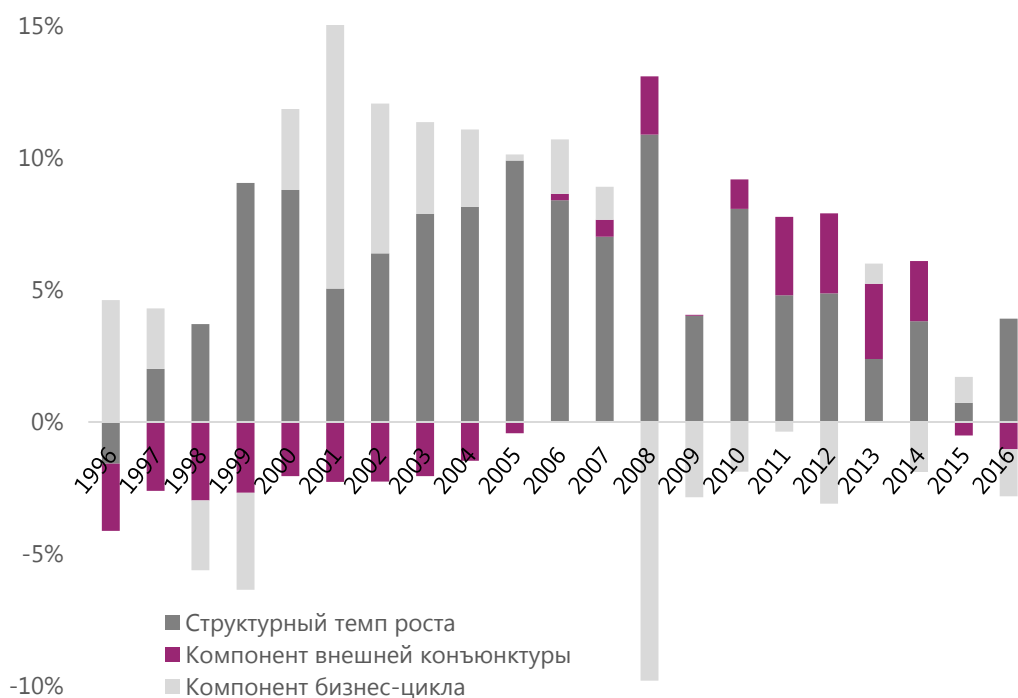
В 2016 году итоговый темп роста экономики в реальном выражении сложился как результат положительного вклада структурного роста (в том числе занятость, производственный капитал и производительность) и госсектора и отрицательного воздействия бизнес-цикла и фактора нефтяных цен.

АКРА ожидает, что данные за 2017 год должны показать некоторое снижение положительного вклада со стороны структурного роста. Более весомую роль будет играть внешняя конъюнктура, что связано с относительно высокими (на 40% выше среднего уровня) ценами на нефть.

В период с 2018 по 2019 год единственным околонеutralным фактором выступит бизнес-цикл экономики. В связи с превышением фактического уровня роста ВВП над потенциальным возникает вероятность перегрева в экономике, что может усилить инфляционные тенденции.

В феврале 2018 года потребительская инфляция в годовом исчислении (6,5%) укладывалась в текущий целевой таргет-коридор, установленный макрорегулятором на конец 2018 года (5–7%). Однако поддержка инфляционных процессов потенциальным перегревом может стать риском для выполнения таргета и потребовать со стороны регулятора дополнительных мер по изъятию ликвидности.

Рисунок 10. Структурный темп роста⁷ ВВП Казахстана — основной драйвер роста экономики страны

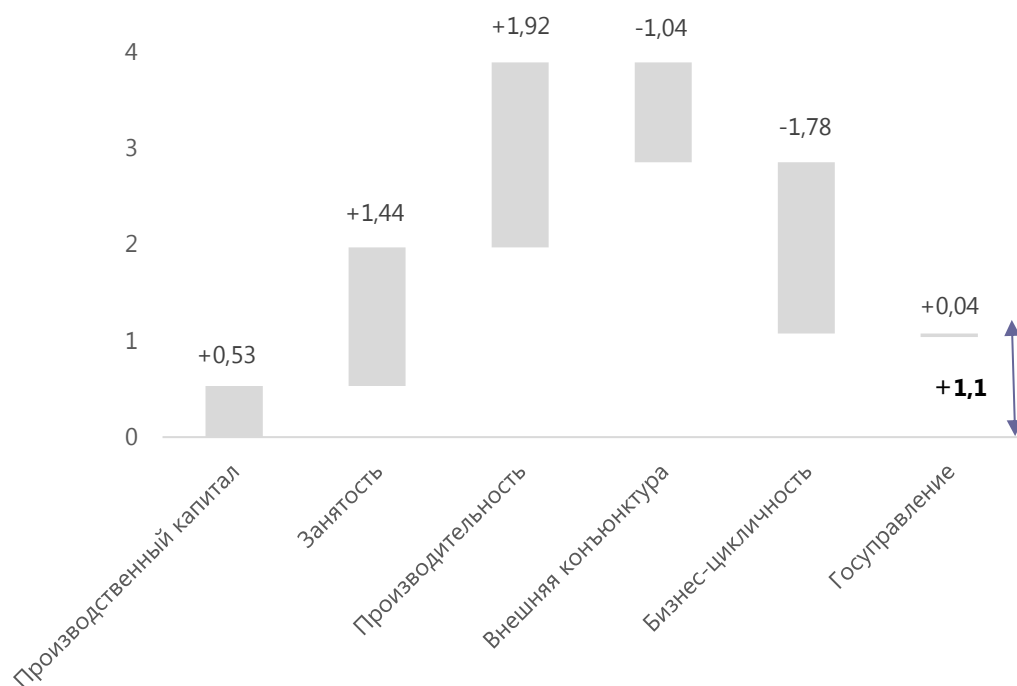


Источник: Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан, Национальный банк Республики Казахстан, расчеты АКРА

⁷ Структурный темп роста экономики — темп роста, при котором достигается потенциальный рост экономики.

Рисунок 11. Структура роста ВВП Казахстана в 2016 году по источникам роста

См. аналитический комментарий АКРА [«Увеличение доли краткосрочных заимствований в Казахстане не привело к росту финансовой нестабильности»](#) от 19 марта 2018 года.



Источник: Комитет по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан, Национальный банк Республики Казахстан, расчеты АКРА

(С) 2018

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.