

27 декабря 2019

Республика Казахстан

Ведущие аналитики:

Жаннур Ашигали, заместитель
директора
+7 (495) 139-0302, доб.157
zhannur.ashigali@acra-ratings.ru

Дмитрий Куликов, заместитель
директора
+7 (495) 139-0492, доб.122
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Правительству [Республики Казахстан](#) (далее — Казахстан) присвоены следующие рейтинги по международной шкале:

- **долгосрочный кредитный рейтинг** в иностранной валюте на уровне **BBB+** и в национальной валюте — **BBB+**;
- **краткосрочный кредитный рейтинг** в иностранной валюте на уровне **S2** и в национальной валюте — **S2**.

Прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу: в иностранной валюте — «**Стабильный**», в национальной валюте — «**Стабильный**».

Обоснование кредитного рейтинга

Позитивные факторы рейтинговой оценки	<ul style="list-style-type: none"> • Стабильно высокий рост экономики. • Низкий уровень государственного долга. • Устойчивая внешняя позиция. • Умеренная инфляция. • Эффективная монетарная политика Национального банка Республики Казахстан (НБРК).
Негативные факторы рейтинговой оценки	<ul style="list-style-type: none"> • Риск материализации условных обязательств. • Низкий уровень диверсификации экспорта. • Низкое качество государственных институтов.
«Стабильный» прогноз	«Стабильный» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.
Факторы, способные вызвать повышение рейтинга	<ul style="list-style-type: none"> • Снижение величины условных обязательств. • Рост товарной диверсификации экспорта. • Улучшение качества и эффективности деятельности государственных институтов.
Факторы, способные вызвать понижение рейтинга	<ul style="list-style-type: none"> • Резкое снижение экономического роста. • Увеличение государственного долга. • Резкое снижение величины активов НФРК и золотовалютных резервов относительно внешнего долга и импорта.

Результаты применения суверенной модели

Блок	Индикативный рейтинг блока	Модификатор	Балл	Корректировки к индикативному рейтингу	Итоговый рейтинг блока
Макроэкономика	A	Потенциал экономического роста	+1	+1	A+
		Устойчивость экономического роста	0		
		Эффективность структурной, экономической и монетарной политики	+1		
Государственные финансы	A+	Условные обязательства и риск их реализации	-1	0	A+
		Фискальная политика и гибкость бюджета	0		
		Доступ к рынкам и источникам фондирования	+1		
		Долговая устойчивость	+1		
Внешняя позиция	B+	Уязвимость платежного баланса	-1	+1	BB
		Устойчивость внешнего долга	+2		
		Стабильность валютного режима	0		
Институты	B+	Желание и готовность платить по долгам	0	0	B+
		История дефолтов	0		
		Политическая нестабильность и недавние политические решения	0		
		Вовлеченность в геополитические конфликты, подверженность геополитическим рискам	0		

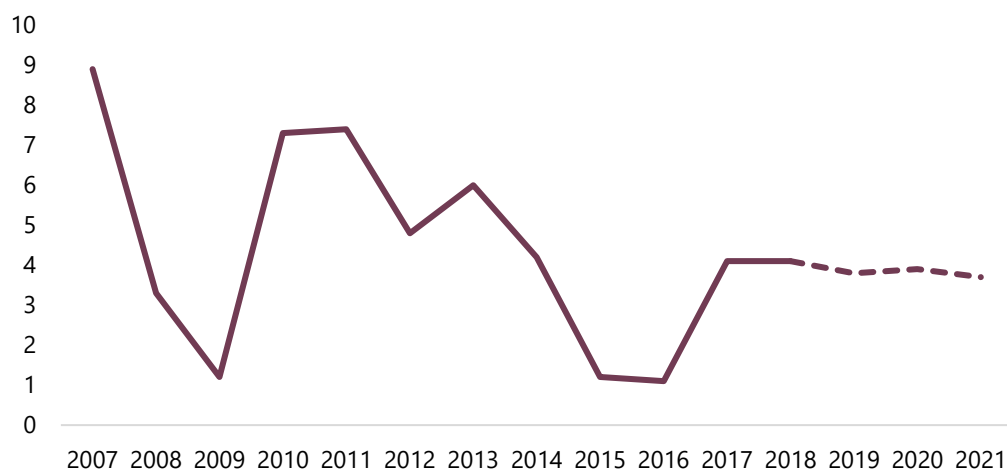
Формирование присвоенного рейтинга

Индикативный кредитный рейтинг	BBB
Корректировки индикативного кредитного рейтинга	+1
Итоговый кредитный рейтинг	BBB+
Присвоенный кредитный рейтинг	BBB+

МАКРОЭКОНОМИКА И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПОТЕНЦИАЛ

Восстановившийся после периода спада высокий темп экономического роста сохранится. В 2018 году ВВП Казахстана вырос на 4,1%, достигнув уровня предыдущего года. Существенное замедление роста в 2015–2016 годах, когда ВВП страны прирастал на чуть более 1% в течение двух лет подряд, было вызвано внешним шоком, обусловленным резким падением цен на нефть, что является основным экспортным товаром страны.

Рисунок 1. Прирост реального ВВП Казахстана, % в годовом сопоставлении



Источник: МВФ

АКРА ожидает, что в ближайшие три года экономика Казахстана будет расти на 3–4% в год за счет устойчиво высокого роста добывающего сектора и сопутствующих отраслей переработки и транспортировки.

В среднесрочной перспективе важным фактором, поддерживающим экономический рост, останется устойчивый приток прямых иностранных инвестиций, который является ключевым генератором роста экономики.

Другим благоприятным экономическим фактором выступает рост населения страны примерно на 1–2% в год, что обеспечивает постоянный приток рабочей силы.

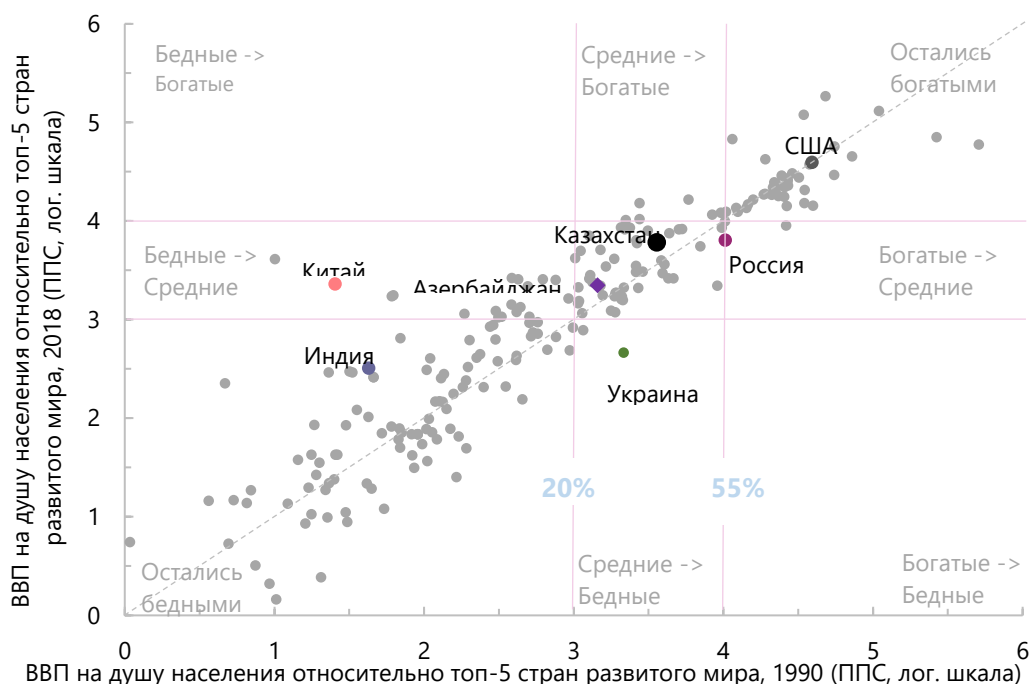
Непрерывный экономический рост является основой неуклонного повышения благосостояния страны. Важной особенностью экономического развития страны является ее поступательный рост, который не прерывался даже в кризисные 2015–2016 годы. Благодаря этому ВВП на душу населения неуклонно растет, обеспечивая расширение потенциальной налоговой базы государства.

По величине ВВП на душу населения относительно пяти наиболее развитых стран мира Казахстан остается в группе стран со средним доходом, однако приближается к верхней границе этой группы. По этому показателю экономика Казахстана выгодно отличается от других крупных экономик стран СНГ.

Непрерывность роста ВВП на душу населения удалось обеспечить, несмотря на слабый уровень диверсификации экономики, который, как правило, способствует волатильности экономического роста и в отдельных случаях может затормозить рост благосостояния страны.

Непрерывный экономический рост обеспечил неуклонное повышение благосостояния страны

Рисунок 2. Динамика роста благосостояния некоторых стран с 1990 по 2018 год

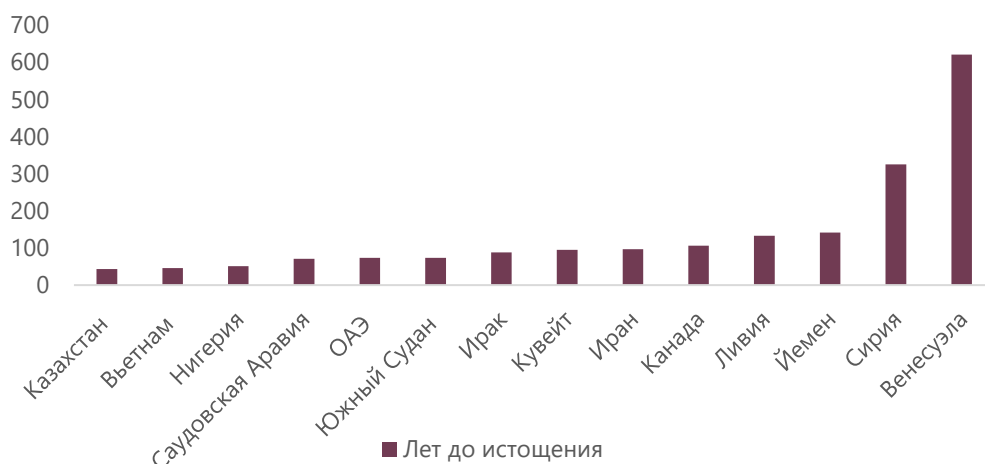


Источник: Всемирный банк, расчеты АКРА

Экономика слабо диверсифицирована и зависит от нефтегазового сектора; такое положение сохранится в долгосрочной перспективе. В 2018 году вклад горнодобывающего сектора, львиная доля которого приходится на нефтегазовую отрасль, в экономический рост составил 14%, а его вклад в рост промышленного производства — 59%. Несмотря на некоторые колебания по годам, доля нефтяной отрасли в формировании ВВП неизменно остается в диапазоне 16–30%.

Добывающие отрасли являются магнитом для прямых инвестиций в страну. В среднем за последнее десятилетие (2009–2018) в эту сферу было направлено 26,9% всех прямых инвестиций, а в 2018 году эта доля достигла 49,8%. Аналогичные показатели в структуре прямых инвестиций в промышленность составили 62,6% и 54%. При таком существенном потоке инвестиций в один сектор довольно сложно ожидать значительного прогресса в диверсификации экономики в ближайшей перспективе.

Рисунок 3. Запасы нефти, годы добычи



Источник: оценка АКРА на основе текущего объема годовой добычи и оценки запасов согласно энергетическому обзору за июнь 2019 года, подготовленному компанией Бритиш Петролеум

Нефтегазовый сектор –
двигатель экономического
роста страны...

... и проводник внешних шоков

Приток инвестиций обусловлен наличием значительных запасов нефти в Казахстане, которые позволяют стране войти в первые 14 ведущих стран мира по запасам нефти, по оценке Бритиш Петролеум (рис. 3). Анализ графиков добычи углеводородов на крупнейших месторождениях Кашаган, Тенгиз и Карачаганак показывает, что годовой объем добычи сырой нефти вырастет с 90 млн тонн в 2018 году до 99 млн тонн в 2023 году. По оценке МВФ, к 2050 году объем добычи может достичь 105 млн тонн в год. Это позволит отрасли оставаться двигателем промышленного производства и экономического роста в стране. При этом долгосрочность проектов в нефтегазовой сфере подразумевает непрерывность инвестиционных процессов и стабильный приток внешних инвестиций в экономику. Риски резкого сокращения инвестиционной или производственной деятельности, которые могут быть спровоцированы отраслевой цикличностью или ценовой конъюнктурой, крайне низки, учитывая обязательства, которые принимают на себя нефтедобывающие компании при подписании соглашений о недропользовании с правительством Республики Казахстан.

Вместе с тем на протяжении многих лет правительство Казахстана принимает меры, способствующие структурным преобразованиям в экономике и ее диверсификации. К наиболее крупным стимулирующим программам относятся Государственная программа индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2010–2014 годы (ГПФИИР) и Государственная программа индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2015–2019 годы (ГПИИР-2). Кроме того, были приняты аналогичные государственные программы, в частности, программа «30 корпоративных лидеров», нацеленная на превращение ведущих 30 компаний Казахстана в современные транснациональные корпорации, «кластерная инициатива», утвержденная в конце 2013 года и призванная сформировать перспективные экономические кластеры в реальном секторе экономики к 2020 году. Несмотря на то, что программы действуют уже десятилетие, медленные структурные изменения в экономике не позволяют говорить о высокой эффективности этих программ.

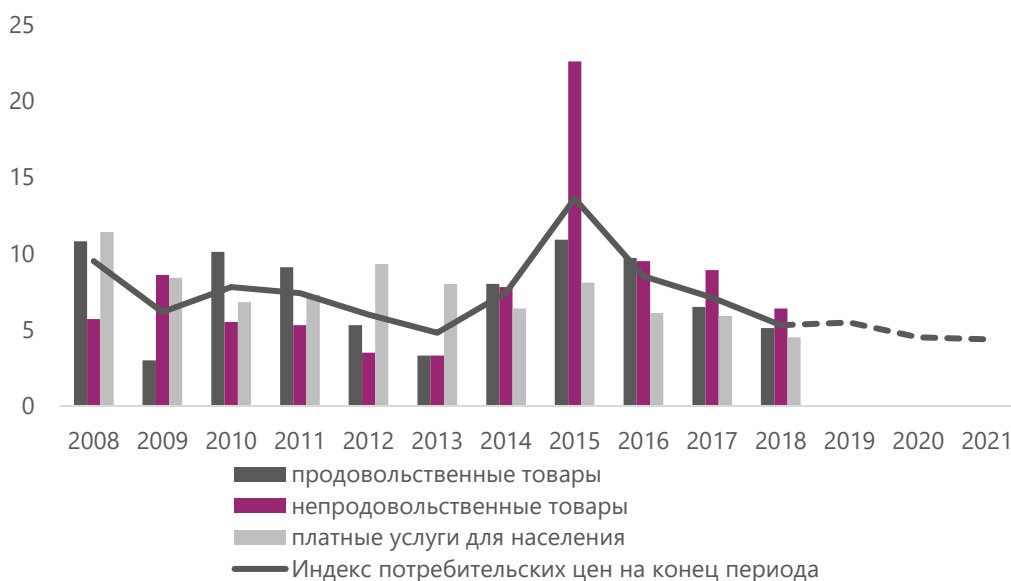
Цены на нефть оказывают существенное влияние на уровень инфляции в стране. На протяжении последних 10 лет (до 2018 года) индекс потребительских цен не превышал 10%, за исключением 2015 года, когда его значение достигло 13,6% (рис. 4). Наибольший вклад в инфляцию вносит сектор непродовольственных товаров, в котором превалирует доля импорта.

Всплеск инфляции в 2015 году был вызван девальвацией национальной валюты, связанной со снижением цен на нефть. При этом стабильность номинального курса тенге поддерживалась за счет резервов монетарных властей. Однако после перехода российского рубля (национальной валюты базового торгового партнера Казахстана) в режим свободного формирования обменного курса в 2014 году, наблюдалась тенденция удорожания тенге в реальном выражении относительно рубля. В этой связи помимо непосредственной переоценки номинального курса тенге требовалось также приведение валютного режима в соответствие с требованиями новых условий формирования курса тенге по отношению к российской валюте, находящейся в режиме свободного курсоформирования. Это обусловлено высокой долей России в структуре импорта Казахстана, которая колеблется в пределах 33–40% в зависимости от года.

АКРА ожидает, что по мере ослабления влияния нефтяных цен на российскую валюту (в связи с бюджетным правилом, введенным в РФ) в условиях потенциального падения цен на нефть курс тенге потеряет в стоимости относительно и доллара, и рубля, что выльется в сокращение доли российского импорта и некоторое снижение зависимости курса тенге от курса рубля. В случае повышения цен на нефть российская валюта не получит полномасштабный стимул к удорожанию в связи с ослаблением влияния нефтяной конъюнктуры на рубль, а тенге может укрепиться по отношению и к доллару, и к рублю.

В первом сценарии инфляция в Казахстане усилится, а во втором она будет зависеть от соотношения динамики потребительской способности и цен импортируемой продукции и услуг в тенговом выражении.

Рисунок 4. Динамика и структура инфляции (индекс потребительских цен, %)



Источник: Комитет по статистике Республики Казахстан

Эффективная монетарная политика позволила стабилизировать инфляцию.

Снижение годовой инфляции на конец периода (декабрь/декабрь) с 13,6% в 2015 году до 5,3% в 2018 году стало результатом сдерживающей политики регулятора. В частности, с конца 2015 года курс национальной валюты перешел в свободное плавание, а его резкие скачки были погашены агрессивным повышением ключевой ставки, которая в дальнейшем претерпела планомерное снижение. АКРА ожидает, что в 2019 году снижение инфляции продолжится, и в ближайшие два года темп инфляции установится на уровне 5% в год. Это будет способствовать улучшению макроэкономической стабильности в стране. Политика плавающего валютного курса позволяет поддерживать конкурентоспособность экспортеров, а текущий уровень процентной ставки (9,25%) удерживать инфляцию в рамках таргет-коридора (4–6%).

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

Низкий государственный долг Казахстана продолжит сокращаться. На конец 2018 года прямой государственный долг консолидированного правительства Казахстана был низким и составлял 22,3% ВВП. Резкий скачок долга произошел в 2015 году, когда он поднялся до 22,1% с 14,3% в 2014 году. Резкое увеличение долга было вызвано мерами контрциклической политики, которые проводило правительство, реагируя на резкое снижение экономической активности вследствие падения цен на нефть в 2014 году. Кроме того, рост долга был обусловлен резкой девальвацией национальной валюты, обусловленной тем, что часть долга была номинирована в иностранной валюте. Скачок долга мог быть больше, если бы не трансферт со стороны НФРК в размере 6% ВВП. Бюджетные дефициты в 2016-м и 2017-м годах в размере 5,3% и 4,3% финансировались за счет средств НФРК и посредством увеличения прямого долга по сравнению с 2015 годом.

Текущий уровень прямого долга дает правительству Казахстана широкие возможности для применения контрциклической бюджетной политики в будущем и тем самым ставит его в более благоприятные условия по сравнению с правительствами других стран. Наличие НФРК только расширяет эти возможности.

Низкий уровень государственного долга дает возможности для проведения активной бюджетной политики

Все это делает экономику Казахстана более устойчивой к потенциальным внешним шокам.

В период с 2019 по 2021 год АКРА прогнозирует относительную стабильность государственного долга на фоне повышения сбалансированности бюджета и высоких темпов роста экономики.

Рисунок 5. Государственный долг и бюджетный баланс Казахстана, % ВВП



Структура государственного долга сбалансирована как по валютам, так и по срокам погашения

Источник: Министерство финансов Казахстана

Структура государственного долга благоприятна. На конец 2018 года доля валютного долга правительства понизилась до 38%, т.е. ниже уровня 2012 года. Правительство стремится диверсифицировать валютную составляющую долга за счет использования валют своих торговых партнеров. Основная часть прямого долга предоставлена по рыночным ставкам.

На сентябрь 2019 года доля долгосрочного (более одного года) валютного долга правительства составляла 93%¹. Около половины валютного долга представлено еврооблигациями, остальная часть — это кредиты международных банков развития.

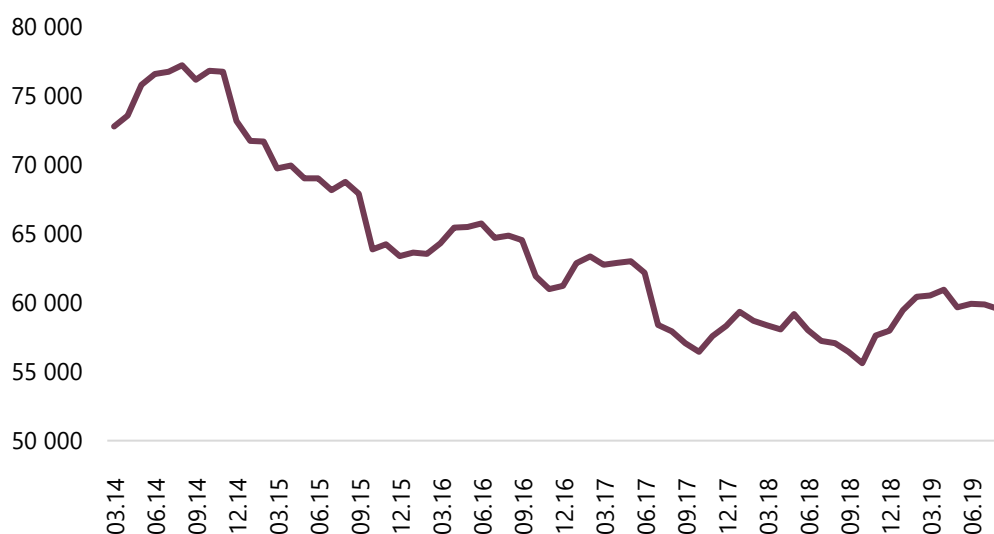
Почти весь объем внутреннего долга является долгосрочным и представлен преимущественно государственными казначейскими облигациями.

Несмотря на значительную долю рыночного долга расходы на обслуживание долга невелики: в 2018 году они составили 4,6% совокупных расходов, что представляет собой существенное снижение по сравнению с 2016 годом, когда эти расходы доходили до 7,4%.

Активы НФРК с лихвой перекрывают задолженность правительства. На конец 2018 года величина активов НФРК составляла 58 млрд долл. США, что почти в полтора раза больше, чем государственный долг консолидированного правительства. Если взять только валютную составляющую государственного долга, то покрытие составляет около 504%. Соотношение активов и обязательств правительства Казахстана делает его нетто-кредитором. На август 2019 года активы НФРК достигли 59,6 млрд долл. США.

¹ При суммировании совокупного долга по структуре государственного долга по источникам задолженности (долг правительства, НБРК, местных исполнительных органов) на 01.01.2019 наблюдается недоучет на сумму свыше 1,4 млрд долл. США.

Рисунок 6. Динамика активов НФРК (млн долл. США)



Источник: НБРК

Национальный Фонд Республики Казахстан был создан в 2001 году с целью накопления финансовых средств для будущих поколений (сберегательная функция) и снижения зависимости национальной экономики и бюджетов всех уровней от воздействия неблагоприятных факторов внешнеэкономического характера (стабилизационная функция).

Источниками доходов НФРК являются поступления по прямым налогам, уплачиваемым компаниями нефтяного сектора, включая корпоративный налог, налог на сверхприбыль, рентный налог на экспорт, долю по разделу продукции, бонусы, дополнительный платеж недропользователя (кроме налогов, зачисляемых в местные бюджеты), а также другие поступления от операций (штрафы, неналоговые поступления от организаций нефтяного сектора), поступления от приватизации, продажи земельных участков, инвестиционный доход, возврат трансферта в бюджет.

В 2018 году 56% поступлений было получено от прямых налогов, а 44% — за счет инвестиционных доходов, то есть от управления средствами фонда. В 2018 году средства фонда расходовались на перечисление гарантированного трансферта в размере 2,6 трлн тенге в консолидированный бюджет Казахстана.

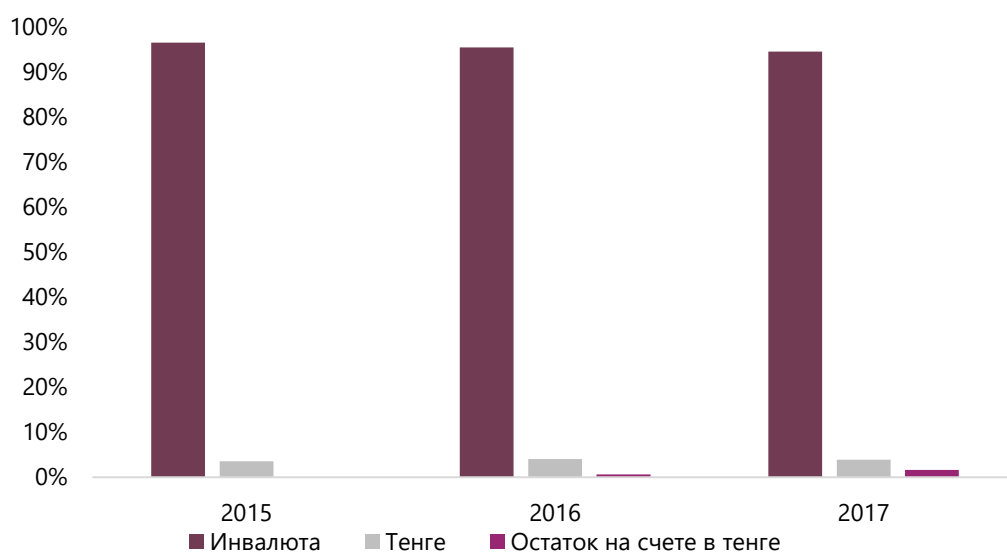
Активы фонда росли с 0,76 млрд долл. США на начало 2001 года до пика в 77,2 млрд долл. США в августе 2014 года, после чего объем активов несколько снизился до 56,5 млрд долл. США в октябре 2017 года. По состоянию на август 2019 года активы составляли 59,6 млрд долл. США (рис. 6).

Сокращение активов фонда в 2015–2017 годы было связано со снижением налоговых поступлений от организаций нефтяного сектора в связи с падением цен на нефть при сохранении обязательств фонда по перечислению трансферта в бюджет страны.

С конца 2018 года объем активов фонда возрос, но его уровень значительно уступает тем значениям, которые были достигнуты в начале 2014 года.

Львиную долю активов НФРК составляют активы в иностранной валюте (рис. 7). В период 2019–2021 годы АКРА ожидает наполнение НФРК до 72 млрд долл. США в связи с плановым снижением использования средств фонда, а также в связи ожидаемым ростом в добывающих отраслях реального сектора экономики.

Рисунок 7. Структура активов НФРК по видам валют



Источник: Правительство РК

Гибкость расходной части бюджета будет снижаться

Гибкость расходной части бюджета снижается. В 2018 году расходная часть бюджета составила 18,6% ВВП, снизившись по сравнению с 23,3% в 2017 году. Это вызвано как абсолютным падением расходов бюджета (в 2018 году расходы бюджета снизились до 11,3 трлн тенге с 12,5 трлн тенге в 2017 году), так и ростом ВВП. Согласно ожиданиям АКРА, в 2019 году доля расходов составит 20,7% ВВП, а в период до 2023 года она будет находиться в диапазоне 19–20%.

В 2018 году доля расходов на социальные нужды² составила 56% всех расходов. По ожиданиям АКРА, социальные расходы бюджета, которые довольно сложно сокращать в периоды снижения доходной части бюджета, скорее всего, будут увеличиваться. Причина состоит в необходимости исполнения предвыборных обещаний новоизбранного президента Казахстана осуществить меры, направленные на увеличение социальной поддержки населения.

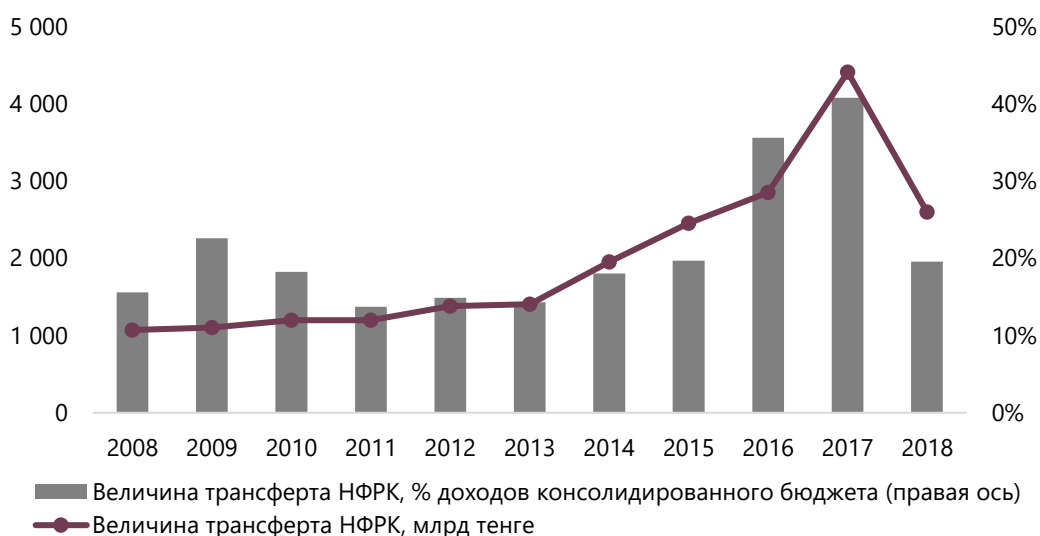
С учетом активов НФРК Казахстан является страной-кредитором

Доходной части бюджета не хватает на покрытие расходов без трансфертов из НФРК. Ненефтяной дефицит, рассчитанный без учета трансферта, составил 5,6% ВВП в 2018 году. Это говорит о том, что достигнутый уровень расходов сложно сбалансировать налоговыми и неналоговыми доходами, остающимися в распоряжении консолидированного бюджета после наполнения НФРК. В период с 2014-го по 2017 год он колебался в диапазоне 7–13% ВВП.

В 2019–2022 годах правительство рассчитывает стабилизировать ненефтяной дефицит на уровне около 5,4% ВВП при одновременной стабилизации величины совокупного трансферта (гарантированного и целевого). Так, после 4,4 трлн тенге совокупного трансферта 2017 года фактически исполненная сумма трансферта в 2018 году (2,6 трлн тенге) и запланированные на 2019–2022 годы суммы трансфертов (2,7–3 трлн тенге) отражают тенденцию более сдержанного использования средств НФРК.

² Затраты в сферах образования, здравоохранения, социальной помощи и обеспечения, культуры, спорта, туризма и информационного пространства.

Рисунок 8. Величина трансферта из НФРК в бюджет



Источник: Министерство финансов Казахстана

Одной из мер, направленных на снижение зависимости доходной части бюджета от трансферта из НФРК, является увеличение собираемости налогов, доля которых должна вырасти с ожидаемых 18% ВВП в 2019 году до 25% к 2025 году. Другим источником, правда, преимущественно временного характера, может стать программа приватизации активов, проводимая фондом «Самрук-Казына». В частности, в ноябре 2018 года «Казатомпром» выставил на IPO 15% своих акций, собрав 451 млн долл. США. По заявлениям правительства, в 2019–2020 годы доходы от приватизации могут составить около 67 млрд долл. США. В список приватизируемых компаний включены «Казакхтелеком», «Эйр Астана», «Казахстан Темир Жолы», «КазПост», «Самрук-Энерджи», «КазМунайГаз».

Использование бюджетного правила не способствует укреплению бюджетной дисциплины. Поступательное сокращение активов НФРК, наблюдающееся с 2014 года, привело правительство Казахстана к необходимости ввести ограничения на расходование средств фонда.

В 2016 году было принято фискальное правило по ограничению гарантированного трансферта в бюджет страны суммой в 8 млрд долл. США в год с возможным превышением указанного лимита на 15%. В 2017 году данное правило было ужесточено, и величина гарантированного трансферта была резко снижена до 2 трлн тенге (7,6 млрд долл. США) на период до 2020 года. При этом это правило допускает возможность увеличения гарантированного трансферта за счет целевого трансферта в следующих случаях: 1) по инициативе президента страны, 2) в целях контрциклического фискального стимулирования экономики, 3) финансирования национальных проектов и инфраструктурных инвестиций.

По мнению АКРА, «лазейка» в виде целевого трансферта ограничивает качество применения этого правила и в конечном итоге не способствует укреплению бюджетной дисциплины. Кроме того, складывающаяся практика пересмотра величины гарантированного трансферта не обеспечивает соблюдение бюджетных ограничений. Правительство зачастую прибегает к пересмотру сумм трансфертов. Например, объем гарантированного трансферта на 2019 год был пересмотрен в сторону повышения с 2,45 трлн тенге до 2,7 трлн тенге, а цель в 2 трлн тенге была отсрочена до 2021 года.

По оценкам АКРА, при ежегодном направлении трансферта НФРК в бюджет на исторически максимальном уровне, активы НФРК иссякнут в 2023–2024 году (при текущем валютном курсе 386 тенге за доллар США и без учета дохода от управления

Гарантированный трансферт из НФРК поддерживает доходную часть бюджета Казахстана

Государственные гарантии и поручительства незначительны...

... в отличие от долга государственных компаний

средствами фонда), а при минимальном размере исторического трансферта — в 2040–2041 году.

Условные обязательства в виде государственных гарантий и поручительств незначительны. На конец 2018 года общий размер гарантий и поручительств правительства Казахстана составлял 1,1% ВВП (1,713 млрд долл. США или 658 млрд тенге). С учетом таких гарантий и поручительств общий объем государственного долга Казахстана достиг 23,4% ВВП.

До 2017 года политика правительства в области выдачи гарантий была крайне консервативной, и гарантии предоставлялись очень редко. Однако с 2018 года начался процесс упрощения требований к гарантируемым юридическим лицам в связи с необходимостью поддержания крупных инфраструктурных и отраслевых проектов, стимулирующих экономический рост. Были выданы гарантии государственному предприятию «КазАвтоЖол» по проекту «Астана ЛРТ», реализуемому совместно с Китайским экспортно-импортным банком, планируется выдача гарантии государственному предприятию «КазВодХоз» на реализацию проектов в сельском хозяйстве страны.

Поручительства правительства традиционно выдавались под проекты государственно-частного партнерства и инфраструктурные проекты. На данный момент выданы поручительства по проектам, связанным со строительством дорог и линий электропередач. Кредиты, предоставленные для реализации проектов, обеспеченных государственными гарантиями и поручительствами, погашаются за счет поступлений от тарифов.

Факты просрочки кредитов, выданных под государственные гарантии, крайне редки. В частности, в 2016 году случай просрочки погашения кредита был вызван девальвационным шоком 2015 года, однако регулярные платежи возобновились в кратчайшие сроки. В другом случае реализацию проекта пришлось приостановить, и в настоящее время ведется поиск инвестора.

Объем условных обязательств в виде долга государственных компаний велик, и почти половина долга выражена в иностранной валюте. Долг крупнейших госкомпаний (компаний, входящих в состав трех крупнейших холдингов — «Байтерек», «Самрук-Казына», «КазАгро») на конец 2018 года составлял 24% ВВП, почти половина которого номинирована в иностранной валюте.

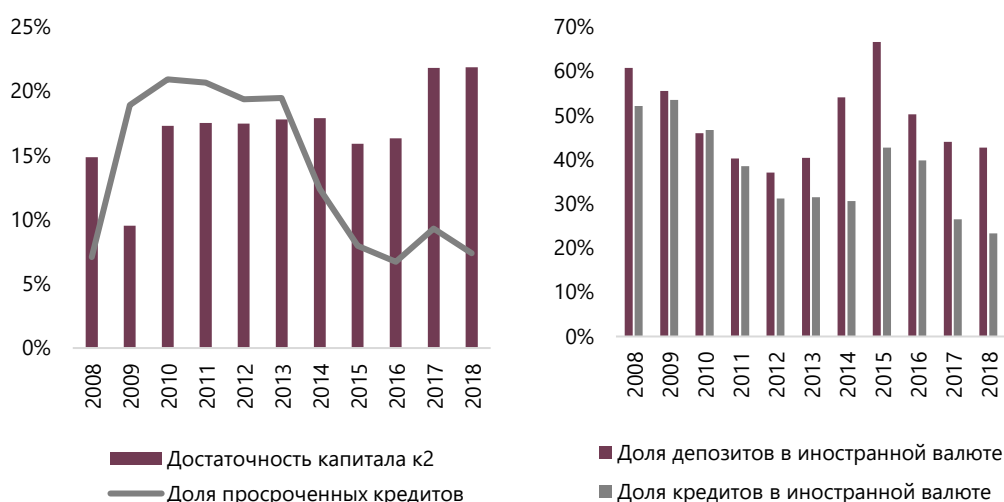
Большая часть внешнего долга квазигосударственного сектора приходится на АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына», холдинг, в который входят 22 крупных компании из важнейших отраслей экономики, включая такие флагманы как «Эйр Астана», «Казахстан Темир Жолы», «Казахтелеком», «Казатомпром», «КазМунайГаз», «Самрук-Энерго».

АКРА отмечает, что большинство государственных компаний финансово устойчивы и способны самостоятельно обслуживать свой долг. Однако АКРА не исключает того, что внешние шоки могут привести к необходимости государственной поддержки в будущем, учитывая, что такие прецеденты имели место в прошлом.

Ожидается, что все эти компании будут частично приватизированы путем участия в программе IPO, однако на данный момент реализация этой программы откладывается из-за неблагоприятной конъюнктуры рынка.

Сохраняется риск возникновения условных обязательств со стороны банковского сектора. Несмотря на некоторое улучшение финансовых показателей банковской системы, произошедшее с 2015 года (рис. 9), уровень долларизации, который служит показателем доверия вкладчиков банковской системе, все еще остается высоким. На конец 2018 года доля вкладов в долларах США составляла около 43%, хотя и этот показатель существенно понизился по сравнению с пиковым значением 67% в 2015 году.

Рисунок 9. Динамика проблемных кредитов, уровень достаточности капитала



Источник: НБРК

Кроме того, помощь, оказанная в начале 2019 года Цесна банку, занимавшему второе место по величине активов на конец 2018 года, свидетельствует о том, что многие проблемы в банковском секторе еще не решены. При этом отзыв лицензий у трех банков в 2018 году (Банк Астаны, Эксимбанк, Qazaq banki) служит сигналом к тому, что регуляторные послабления уходят в прошлое, а курс на консолидацию банковского сектора ведет к повышению устойчивости системы.

ВНЕШНЯЯ ПОЗИЦИЯ

Сбалансированность текущего счета скорее всего сохранится в ближайшем будущем. В отличие от череды дефицитов на протяжении трех лет подряд с 2015 по 2017 год текущий счет был сбалансирован в 2018 году. Дефициты были вызваны резким снижением экспортной выручки вследствие снижения цен на нефть вкупе со снижением объемов добычи и относительно низкой гибкостью импорта.

Исторически основным фактором, влияющим на баланс текущего счета, является соотношение положительного баланса товаров и отрицательного баланса первичных доходов. Сильный положительный баланс товаров формируется за счет минеральных продуктов, прежде всего нефти, доля которой варьируется от 65 до 80% в товарном экспорте страны за последние десять лет.

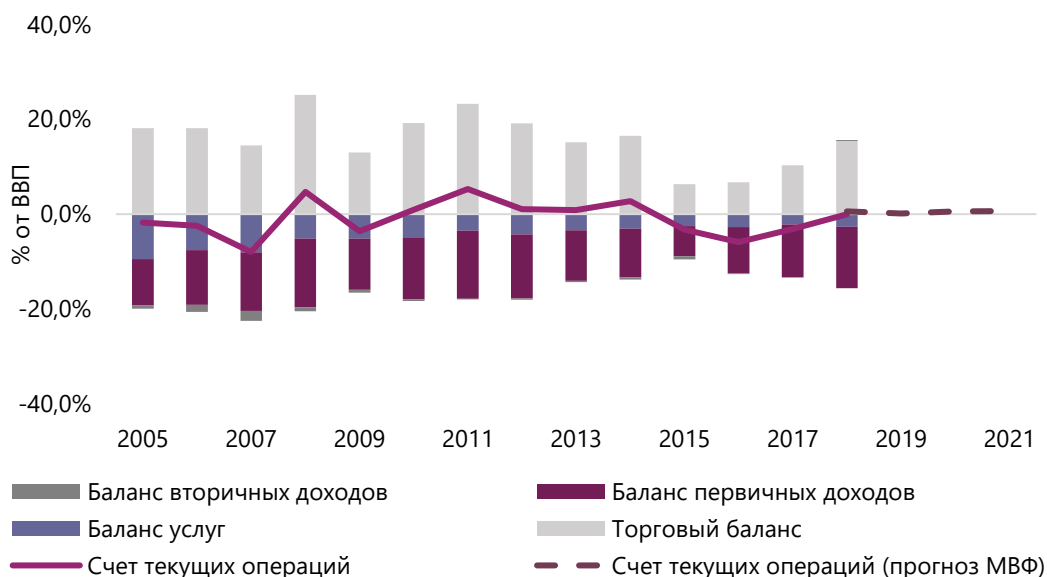
Отрицательный баланс первичных доходов вызван тем, что выплаты по прямым иностранным инвестициям, превышают доходы от инвестиций Казахстана за рубежом. В силу долгосрочного характера проектов в нефтяной отрасли данный компонент текущего баланса относительно стабилен и предсказуем.

АКРА ожидает, что в ближайшие годы текущий счет останется сбалансированным (рис. 10) благодаря тому, что негативный баланс первичных доходов будет компенсирован положительным сальдо торгового баланса. Величина последнего скорее всего сложится на уровне 2018 года в силу стабильности цен на нефть и уровня ее добычи, а также довольно устойчивого объема импорта, поддерживаемого инвестиционным спросом на импорт со стороны компаний нефтяного сектора.

АКРА также отмечает, что даже в кризисные 2015–2017 годы дефицит текущего счета был поддержан в основном прямыми инвестициями, а не портфельными, что делает платежный баланс страны в целом довольно устойчивым и менее подверженным краткосрочным инвестиционным предпочтениям. Вместе с тем, необходимо отметить, что основной поток прямых инвестиций направлен в растущий нефтяной сектор. В долгосрочной перспективе при вхождении нефтяной отрасли в стабильную фазу развития инвестиционный поток может ослабнуть.

Ключевыми факторами формирования платежного баланса Казахстана остаются положительный торговый баланс и выплаты первичного дохода нерезидентам

Рисунок 10. Динамика структуры текущего баланса Казахстана

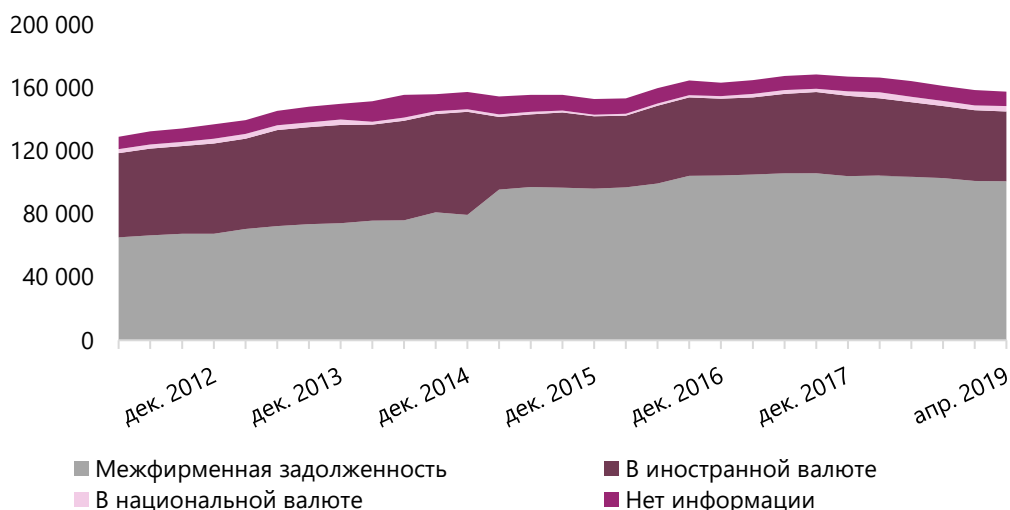


Источник: НБРК, МВФ

Межфирменная задолженность исключается из анализа внешней позиции страны. На конец марта 2019 года внешний долг Казахстана с учетом межфирменной задолженности составлял 88% ВВП 2018 года, а без учета межфирменной задолженности — 31,7% ВВП. Величина долга выросла с 30–45% в 2005–2010 годах до 64% в 2018 году со скачкообразным ростом в 2014 году. Этот рост был обусловлен запуском крупных проектов в нефтяном секторе и обслуживающей его транспортной отрасли, где финансирование осуществлялось преимущественно за счет средств, инвестированных иностранной материнской компанией в свои дочерние предприятия в Казахстане, но не за счет заимствований на финансовом рынке.

При этом вложения иностранных материнских компаний окупаются за счет выручки от продажи нефти в рамках соглашений о разделе продукции. Таким образом, дочерние компании, зарегистрированные в Казахстане, не несут риски, сопряженные с обязательствами по погашению межфирменной задолженности, несмотря на то, что она отражается в статистике внешнего долга страны. В силу особенностей погашения этого вида долга АКРА исключает его из анализа внешней задолженности страны и расчета коэффициентов покрытия внешнего долга страны ее внешними обязательствами.

Рисунок 11. Внешний долг Казахстана, млн долл. США



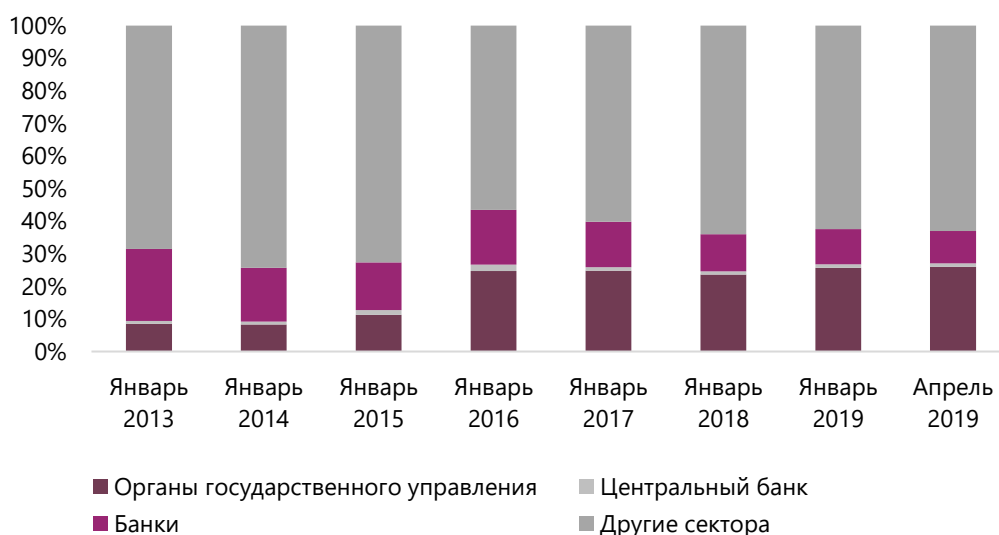
Источник: НБРК

Внешняя позиция Казахстана очень устойчива. На конец 2018 года внешний долг Казахстана без учета межфирменной задолженности составлял 33,9% ВВП. Львиную долю внешнего долга представляет валютный долг, основная часть которого приходится на корпоративный сектор, преимущественно крупные государственные компании, в то время как государственный валютный долг незначителен (см. раздел «Государственные финансы»).

На конец 2018 года коэффициент покрытия внешнего долга³ страны золотовалютными резервами составлял 54%, в то время как с учетом активов НФРК коэффициент покрытия достигал 154%. Это делает внешнюю позицию очень устойчивой и создает хорошую подушку ликвидности для всех секторов экономики даже в случае долговременного ухудшения внешней финансовой конъюнктуры. В 2018 году коэффициент покрытия импорта золотовалютными резервами был также высоким и составлял 11 месяцев.

Объем золотовалютных резервов НБРК в последние годы в целом стабилен и составляет 28,2 млрд долл. США на август 2019 года. Единственное существенное сокращение объема ЗВР наблюдалось в 2015–2016 годах, когда он сократился до 27,6 млрд долл. США в феврале 2016 года с 29,2 млрд долл. США на конец 2014 года.

Рисунок 12. Структура валютного долга по секторам экономики (без учета межфирменной задолженности), % общего объема



Источник: НБРК

ИНСТИТУТЫ

Уровень качества институциональной среды, измеренный шестью индексами качества управления, публикуемыми Всемирным банком (World Governance indicators), довольно низок. Судя по двум сводным индексам, составленным АКРА на основе шести индексов Всемирного банка, Казахстан попадает в третью нижнюю группу стран в выборке⁴, использованной АКРА для своей суверенной модели. В выборке из примерно 200 стран, используемых для расчетов Всемирным банком, Казахстан находится на уровне среднего или ниже среднего в зависимости от индекса (рис. 13).

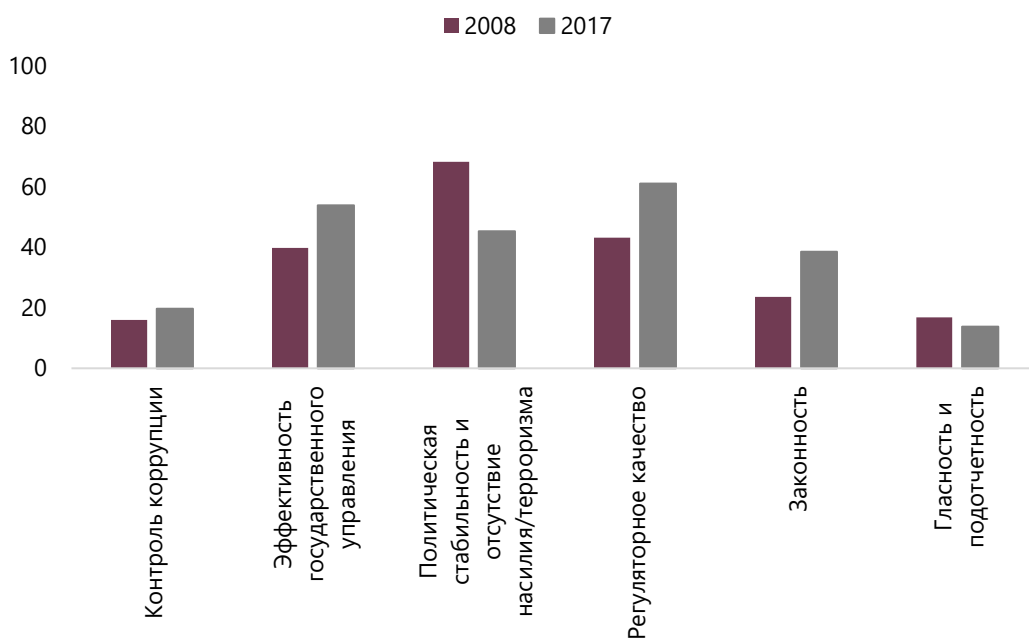
Внешний долг Казахстана незначителен по сравнению с масштабом экономики

Оценки институционального качества Казахстана стабильно низкие

³ Без учета межфирменной задолженности.

⁴ В выборке представлено 102 страны, на долю которых приходится 96,4% ВВП и 97,9% мирового государственного долга национальных правительств.

Рисунок 13. Казахстан: индексы качества управления Всемирного банка



Улучшение инвестиционного климата позволило Казахстану усилить свои позиции по показателям «Ведение бизнеса» Всемирного банка

Источник: Всемирный банк

За последние 10 лет Казахстан улучшил свои позиции почти по всем индикаторам Всемирного банка, кроме «Политической стабильности и отсутствия насилия/терроризма» и «Гласности и подотчетности».

Данный результат можно трактовать как совокупный итог мер правительства, укладываемых в План нации «100 конкретных шагов», который в частности был направлен на повышение качества и независимости государственной службы, обеспечение верховенства закона, включая более эффективную систему правосудия и подотчетность полиции, прозрачность действий и подотчетность правительства.

Более высокую позицию Казахстан занимает в рассчитанном АКРА индексе человеческого капитала, позволяющем провести оценку здоровья и образования населения как ключевых факторов долгосрочного экономического развития. По этому индикатору Казахстан находится практически в середине выборки⁵, наряду с такими странами, как Армения, Россия, Уругвай.

Плавная смена лидера страны уменьшила потенциальные риски, связанные с транзитом власти

Высокие позиции Казахстана по показателям «Ведение бизнеса» Всемирного банка, отражают достижения страны в улучшении инвестиционного климата. Так, по итогам оценки за 2018 год Казахстан занял 28 позицию (оценка проводится по 190 странам)⁶, и тем самым, поднялся на восемь позиций по сравнению с предыдущим годом. Казахстан достиг первой позиции в категории «Защита миноритарных инвесторов», занял четвертое место в категории «Обеспечение исполнения контрактов». Кроме того, высокие позиции были достигнуты в категориях «Регистрация предприятий», «Получение разрешений на строительство», «Налогообложение».

Среди последних важнейших политических событий следует отметить избрание нового президента страны Касыма-Жомарта Токаева, чьи политические заявления позволяют говорить о преемственности власти и продолжении курса в экономике и обществе, который проводил предыдущий президент Нурсултан Назарбаев. Это смягчает риски передачи власти, которые тяготели над Казахстаном продолжительное время.

⁵ См. предыдущую сноску.

⁶ По итогам оценки на осень 2019 года (данные оценки войдут в отчет за 2020 год) Казахстан улучшил свои позиции и занял 25-ю строчку.

К числу приоритетов нового президента входят диверсификация экономики, реализация долгосрочных проектов в сфере нефти и газа, приватизация государственных компаний (уже объявлено о моратории на создание субъектов квазигосударственного сектора), реформа государственного сектора, третий этап модернизации Казахстана, который предполагает выход экономики страны на уровень глобальной конкурентоспособности и устойчивое продвижение в число 30 наиболее передовых стран мира.

Руководство страны выдвинуло предложение о том, что острая проблема обеспечения жильем населения может быть частично решена за счет использования пенсионных накоплений граждан. Реализация данных планов может привести к сокращению спроса со стороны Единого накопительного пенсионного фонда (ЕНПФ) на государственные облигации долга. На конец 2018 года ЕНПФ был держателем порядка 47% стоимости государственных ценных бумаг, выпущенных в обращение Министерством финансов Казахстана и номинированных в национальной валюте.

Меры, направленные на развитие политической системы страны (в случае их реализации в полном объеме) должны стать положительным фактором оценки институционального качества кредитоспособности суверенного правительства.

Приложение 1. Сравнительный анализ Казахстана по группе сопоставимых стран

Сравнение макроэкономических и институциональных показателей по итогам 2018 года

		Казахстан	Азербайджан	Чили	Малайзия	Россия	Турция
Макроэкономика	ВВП на душу населения, долл. США	27 550	18 076	25 978	30 860	29 267	27 956
	Реальный рост ВВП, %	4,1	1,4	4,0	4,7	2,3	2,6
	ИПЦ, % в годовом сопоставлении	6,0	2,3	2,3	1,0	2,9	16,3
	Открытость экономики, % ВВП*	30,3	45,3	27,9	67,9	23,4	27,1
	Безработица, оценка МОТ	4,9	5,2	7,2	3,4	4,7	10,9
Государственные финансы	Долг консолидированного правительства, % ВВП	22,3	18,8	25,5	55,6	11,3	30,4
	Внешний долг консолидированного правительства, % ВВП	6,8	30,7*	7,7	12,2	2,7	12,3
	Бюджетный баланс консолидированного правительства, % ВВП	0,3	4,0	-1,5	-3,6	2,8	-3,6
Внешняя позиция	Текущий счет, % ВВП	0,0	12,9	-3,1	0,0	6,9	-3,5
	Краткосрочный внешний долг к совокупному внешнему долгу, %	5,1	н/д	9,8	43,3	10,6	25,9
	Внешняя долговая позиция, % ВВП	88	37*	61,9	63,1	27,8	58,0
	Индекс диверсификации экспорта***	0,8	0,8	0,8	0,4	0,6	0,4
Институты**	Политическая стабильность и отсутствие насилия*	0,0	-0,8	0,4	0,2	-0,7	-1,8
	Эффективность правительства*	0,0	-0,2	0,9	0,8	-0,1	0,1
	Законность*	-0,4	-0,6	1,0	0,4	-0,8	-0,3

* Данные за 2017 год.

** Варьирует от -2,5 (низкий уровень) до 2,5 (высокий уровень).

*** Варьирует от 0 (высокая диверсификация) до 1 (отсутствие диверсификации) — показывает степень различий между структурой торговли страны и средним мировым значением.

Источник: МВФ, Всемирный банк, национальные источники

Приложение 2. Основные индикаторы

Платежный баланс, млн долл. США

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Торговый баланс	35 960	36 619	11 627	9 253	16 728	26 359
Экспорт	85 126	79 073	44 826	35 486	47 301	59 630
Импорт	49 166	42 454	33 199	26 232	30 573	33 271
Баланс услуг	-8 113	-6 843	-4 720	-3 762	-3 578	-4 596
Экспорт	5 971	7 002	6 177	6 085	6 505	7 275
Импорт	14 084	13 846	10 898	9 847	10 083	11 871
Баланс доходов	-25 893	-23 662	-12 918	-13 623	-18 252	-21 815
Доходы к получению	5 505	4 978	4 110	3 958	4 537	4 931
Доходы к выплате	31 398	28 640	17 029	17 581	22 789	26 746
<i>в том числе процентные платежи</i>	4 967	5 093	5 476	5 944	6 764	7 380
Счет текущих операций	1 954	6 114	-6 012	-8 132	-5 102	-52
Счет текущих операций, % ВВП	1	3	-3	-6	-3	0
Золотовалютные резервы, на конец периода	24 715	29 209	27 871	29 710	30 997	30 927

Источник: НБРК

Внешние активы и пассивы, млн долл. США

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Внешний долг	150 033	157 115	153 007	163 308	167 218	158 787
Долгосрочный	94%	94%	96%	96%	96%	95%
краткосрочный (до 1 года)	6%	6%	4%	4%	4%	5%
Внешние обязательства	150 033	157 115	153 007	163 308	167 218	158 787
Суверен, включая	5 764	8 287	12 212	12 848	12 994	12 325
монетарные власти	547	954	899	756	926	770
консолидированное правительство	5 218	7 334	11 313	12 092	12 067	11 555
Банки	11 160	10 119	7 973	7 153	6 502	5 752
Прочие секторы	133 108	138 708	132 822	143 307	147 722	140 710
<i>в том числе внутрикорпоративные</i>	74 179	79 135	96 264	104 468	104 108	101 060
Внешние активы, кроме акций	228 963	237 356	208 989	216 395	210 752	200 495
Суверен, включая	175 648	188 806	169 249	165 884	158 221	156 933
международные золотовалютные резервы	24 715	29 209	27 871	29 710	30 997	30 927
активы НФРК	70 790	73 187	63 392	61 218	58 334	57 988
прочие внешние активы	80 143	86 410	77 986	74 956	68 890	68 018
Банки	25 577	18 894	5 190	6 992	7 067	5 844
Прочие секторы	27 738	29 656	34 550	43 519	45 464	37 719
Нетто-долг	-78 931	-80 242	-55 982	-53 087	-43 534	-41 708
Суверен	-169 884	-180 519	-157 037	-153 036	-145 227	-144 608
Банки	-14 417	-8 774	2 783	161	-565	-91
Прочие секторы	105 370	109 052	98 272	99 788	102 258	102 991
Международная инвестиционная позиция (нетто),%	14	18	20	33	35	36
Внешний долг, % ВВП	63	71	83	119	103	88

Источник: НБРК

Бюджетные показатели, % от ВВП

Консолидированное правительство	2015	2016	2017	2018	2019П	2020П
Доходы ⁷	16,7	16,2	16,9	18,5	18,6	18,5
Расходы	20,3	20,7	23,3	18,6	20,7	20,6
<i>из них расходы на обслуживание долга</i>	0,7	1,1	0,8	1,0	н/д	н/д
Первичный бюджетный баланс	-2,9	-3,4	-5,6	0,8	н/д	н/д
Общий бюджетный баланс	-3,7	-4,5	-6,4	-0,3	-2,1	-2,1
Долг консолидированного правительства	22,1	24,3	24,8	22,3	24,6	24,4
% доходов	132,5	150,6	146,8	134,6	132,4	132
Центральное правительство						
Доходы	15,0	16,3	17,8	14,2	15,6	15,0
Расходы	16,8	17,3	20,0	15,3	17,6	17,1
<i>из них расходы на обслуживание долга</i>	0,7	1,1	0,8	0,9	н/д	н/д
Первичный бюджетный баланс	-1,1	0,1	-1,3	-0,1	н/д	н/д
Общий бюджетный баланс	-1,8	-1,0	-2,1	-1,1	-2,0	-2,1
Долг центрального правительства	21,2	18,9	18,7	16,9	19,0	19,4
% доходов	141,2	115,9	105,2	132,8	121,9	128,7
Справка: номинальный ВВП (млрд тенге)	40 884	46 971	54 379	61 820	67 668	74 526

Источник: Министерство финансов Республики Казахстан

⁷ Без учета инвестиционного дохода от управления Национальным фондом РК.

Рейтинговая история

Отсутствует.

Регуляторное раскрытие

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены Республике Казахстан по международной шкале на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов суверенным эмитентам по международной шкале](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#).

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены Республике Казахстан впервые. Пересмотр суверенных кредитных рейтингов и прогнозов по суверенным кредитным рейтингам ожидается в течение 182 дней с даты опубликования пресс-релиза по присвоению суверенных кредитных рейтингов в соответствии с [Календарем планового пересмотра и раскрытия суверенных кредитных рейтингов](#).

Суверенные кредитные рейтинги были присвоены на основании публичных данных, информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Суверенные кредитные рейтинги являются незапрошенными. Суверенный эмитент принимал участие в процессе присвоения кредитных рейтингов.

АКРА не оказывало суверенному правительству Республики Казахстан дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения суверенных кредитных рейтингов выявлены не были.

(С) 2019

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.