
11 сентября 2024 года

Международное рейтинговое агентство Moody's 9 сентября сообщило об улучшении суверенного кредитного рейтинга Казахстана с уровня Baa2 до уровня Baa1, который является самым высоким для страны за все время его присвоения. Как пишут аналитики Moody's, на это повлияло усиление институциональной и политической среды, проведение успешных реформ, а также повышение устойчивости к шокам благодаря продолжению диверсификации экономики. По мнению Moody's, к рискам для экономики страны, которые могут негативно повлиять на будущие показатели кредитного рейтинга, относятся ухудшение геополитической ситуации и потенциальные вторичные санкции, а также внутривосточные риски политической нестабильности.

Несмотря на то, что такие положительные оценки со стороны авторитетного международного рейтингового агентства не должны вызывать серьезных сомнений, недавний доклад по кредитному рейтингу [S&P Global, обзор](#) которого мы приводили, несколько противоречит выводам Moody's. В то время, как и сам кредитный рейтинг S&P был ниже (BBB-), агентство отметило ряд ключевых проблем в экономике страны, которые, на наш взгляд, являются объективной оценкой текущей ситуации и которые отсутствуют в анализе Moody's. Между тем многие из них, такие как проблемы в фискальной политике, уже являются общепризнанным фактом, как со стороны государства, так и со стороны экспертного сообщества.

Долгосрочный рейтинг эмитента правительства Казахстана в национальной и иностранной валютах или суверенный кредитный рейтинг улучшился с прошлого уровня Baa2 до уровня Baa1, прогноз «стабильный», чему способствовали следующие факторы согласно отчету Moody's:

- Зависимость экономики от нефтяного сектора в текущем году снижается: по оценкам агентства, доля ненефтяного сектора выросла с 75% до 84% от экономики за последнее десятилетие. Наибольший прогресс за последний год наблюдался в сфере ИТ, транспорта и обрабатывающей промышленности. Позитивные ожидания сохраняются в сфере транспорта и логистики в том числе благодаря быстрому росту грузовых перевозок через Транскаспийский международный транспортный маршрут (Средний коридор), а также из-за смены многих цепочек поставок, проходивших через Россию.
 - Структурный сдвиг в торговых и инвестиционных потоках в пользу Казахстана как следствие военного конфликта в Украине также способствует дальнейшей диверсификации, что ставит Казахстан в более выгодную позицию по сравнению с другими странами-экспортерами сырья.
 - Продолжается проведение институциональных реформ для повышения прозрачности, принципов управления, а также борьбы с коррупцией. В частности, Moody's отмечает, что Казахстан является единственной страной Центральной Азии, которая входит в Группу государств по борьбе с коррупцией Совета Европы (ГРЕКО).
 - Сохраняются устойчивые фискальные показатели, которые характеризуются низким уровнем долга и высоким доступом к кредитным ресурсам. Проект нового Бюджетного Кодекса, по мнению аналитиков агентства, повысит подотчетность и эффективность бюджетной политики, внедряя ориентированное на результат бюджетирование. От нового Налогового Кодекса агентство ожидает внедрение дифференцированного КПН и сокращение искажающих налоговых льгот. Также всеобщее декларирование будет способствовать сокращению неформального сектора и расширять налоговую базу.
 - Значительные фискальные буферы в виде активов Национального фонда, которые на конец июля 2024 года составили \$61,1 млрд и которые, согласно отчету Moody's, должны будут расти в следующие несколько лет (благодаря увеличению добычи нефти) обеспечивают
-

фискальную гибкость в случае наступления шоков. В среднесрочной перспективе агентство не ожидает роста дефицита республиканского бюджета выше 2,5-3% к ВВП, что является скромным показателем согласно агентству.

Все вышеперечисленные факторы очень позитивно характеризуют как предыдущие реформы, так и текущее состояние экономики и возможные будущие сценарии. Тем не менее, они выглядят чрезмерно оптимистично, учитывая волатильность основных макроэкономических показателей страны, жесткие монетарные условия (с одной из самых высоких реальных ставок в мире), а также продолжающиеся неутрачивающие дискуссии касательно бюджетного кризиса в стране. На наш взгляд, недавно опубликованный похожий отчет S&P является в этом отношении гораздо более полным и объективным. Во-первых, S&P отмечает продолжающуюся высокую зависимость экономики от нефтяного сектора, который остается основным источником роста экономики, но также и основным фактором ее уязвимостей, несмотря на усилия страны по диверсификации. S&P не ожидает серьезных структурных улучшений экономики в ближайшие годы.

Во-вторых, большой объем анализа отчета S&P посвящен фискальной политике страны, с упором на основные проблемы – рост государственных расходов, процикличность, высокие и незапланированные изъятия трансфертов для финансирования дефицита бюджета, слабую собираемость налогов, риск увеличения дефицита бюджета. К сожалению, в отчете Moody's этим проблемам не уделено какого-либо внимания, аналитики Moody's полагают, что серьезных проблем в части фискальной политики в стране нет, а уровни государственного долга и дефицита бюджета являются невысокими. Мы согласны с тем, что проблемы в бюджетной политике страны, а именно ее сохраняющаяся процикличность, слабое прогнозирование, непоследовательность и наращивание в изъятиях трансфертов – одни из самых серьезных, которые могут приобрести системный характер и сдерживать развитие страны. Эти проблемы давно признаны как государственными органами страны, так и экспертным сообществом, а также активно обсуждаются на многих площадках для выработки эффективных решений по их устранению.

Ключевыми рисками в отчете Moody's названы региональные геополитические риски, а также риски вторичных санкций. Одновременно с этим сохраняются внутривосточные риски социальных волнений, которые могут негативно повлиять на приток зарубежных инвестиций и долгосрочные экономические перспективы. Мы согласны с утверждением по геополитическим рискам, однако по нему не было развернутого объяснения. На наш взгляд, а также по мнению S&P, основные геополитические риски вновь связаны с нефтяным сектором, а именно с риском транспортировки нефти через КТК. По поводу вторичных санкций – тогда как этот риск остается, мы не считаем, что он является ключевым с учетом активного внедрения санкционного комплаенса в Казахстане, особенно в банковском секторе.

Среди факторов, которые могут в дальнейшем отрицательно сказаться на рейтинге, Moody's выделяет значительное падение объемов добычи и экспорта нефти, снижение нефтяных котировок, которое сложно будет нивелировать. Кроме того, замедление проведения институциональных реформ или социальные волнения, которые могут привести к перебоям в добыче минеральных ресурсов также способны ухудшить рейтинг или прогноз.

Мадина Кабжалялова – Аналитический центр

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

© 2024 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2024 г., все права защищены.

Аналитический центр

Мадина Кабжалялова
Санжар Калдаров
Акбобек Ахмедьярова

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

s.kaldarov@halykfinance.kz

a.akhmedyarova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance