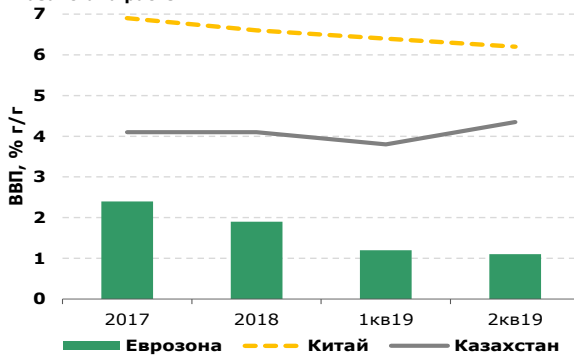


Асан Курманбеков

a.kurmanbekov@halykfinance.kz

29 августа 2019 г.

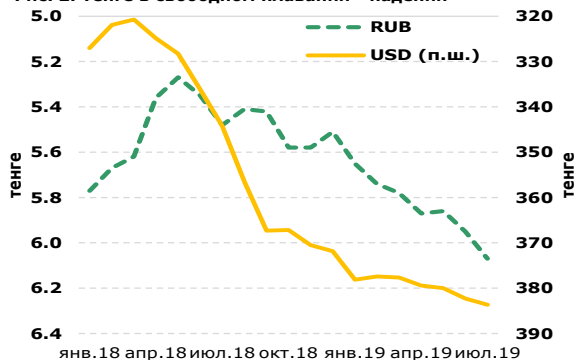
Рис. 1. Несмотря на негативный внешний фон, ВВП Казахстана растет



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Несмотря на довольно сложную как экономическую, так и геополитическую обстановку в мире, когда происходит замедление крупнейших экономик мира, Казахская экономика продемонстрировала устойчивость и даже немного ускорилась во втором квартале до 4,4% г/г. К примеру, ВВП Китая во втором квартале показал рост всего на 6,2% г/г (рис.1), что является самым слабым показателем за почти 30 лет, на что влияют торговая война с США, вялый внешний спрос, накопленные внутренние дисбалансы и попытка управляемого со стороны властей делевереджа компаний. Экономика Евросоюза во втором квартале по предварительным данным показала рост едва выше 1% в годовом выражении, тогда как экономика России расширилась менее чем на 1%.

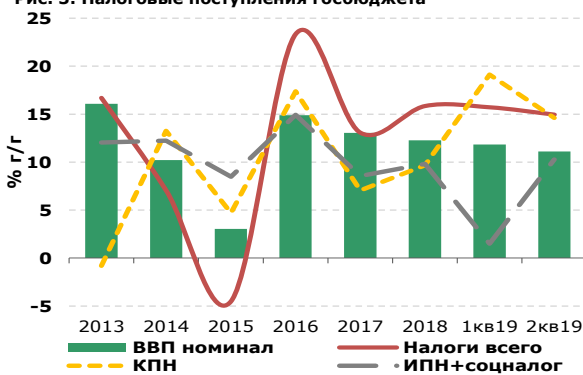
Рис. 2. Тенге в свободном плавании «падении»



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

На общем относительно благоприятном фоне положительной динамики экономики, слабым и уязвимым местом остается обменный курс тенге (рис.2). Так в первом полугодии тенге подешевел к доллару на 14% г/г, к рублю на 5% г/г, в то время как нефть подешевела на 7% г/г. Как следствие инфляционное давление на фоне сильных инфляционных ожиданий продолжает накапливаться, годовой уровень роста потребительских цен составил 5,4% по итогам июня.

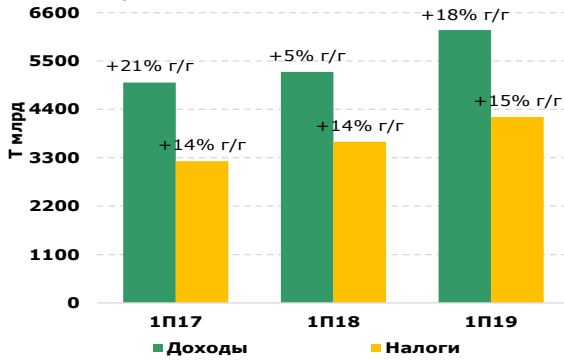
Рис. 3. Налоговые поступления госбюджета



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

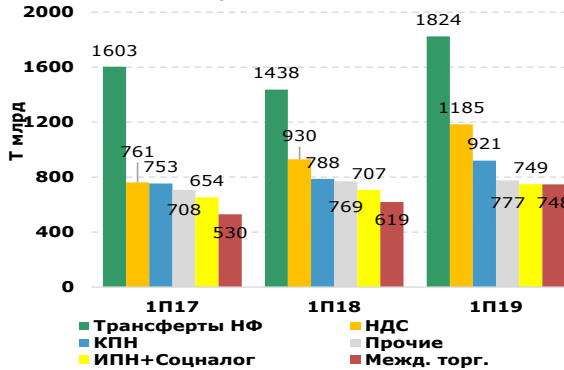
Ситуация с государственным бюджетом в 1 полугодии 2019 года отражает положительное изменение динамики основных показателей – двузначный рост инвестиций, хороший рост оборота торговли, низкий и сокращающийся уровень безработицы при относительно устойчивом росте экономики выше 4% с 2017 года. Нельзя не упомянуть о состоявшихся в первой половине года внеочередных выборах президента, вполне логично, что такое событие сопровождается масштабным расширением государственных расходов, в особенности, ориентированных на повышение благосостояния населения, что стимулирует внутреннее потребление. Общий размер дополнительного пакета мер экономического стимулирования на три года превышает Т2,3 трлн или почти 4% от ВВП 2018 года.

Рис. 4. Поступления госбюджета на подъеме



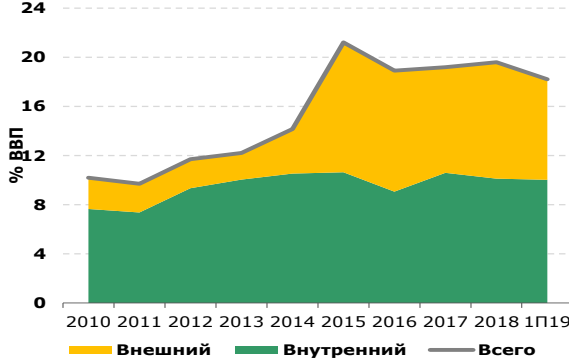
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 5. Динамика поступлений госбюджета



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 6. Структура правительственного долга



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 7. Затраты госбюджета 2019 г. к 2014 г., вклад в рост, %

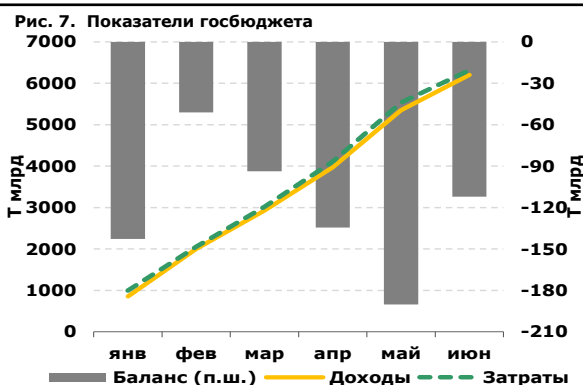


Источник: Минфин РК, КС МНЭ

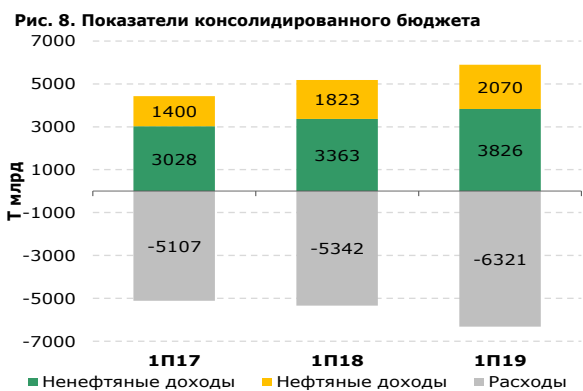
В результате меры социальной поддержки в частности, сокращение ИПН для людей с низкими зарплатами привело к небольшому снижению темпов поступлений по данному налогу в начале текущего года (рис.3), которое выправилось во втором квартале, тогда как поступления по налогам по доходам корпоративного сектора заметно повысились, а общий сбор налогов происходил в рамках общеэкономической положительной динамики. Отметим, что ослабление нацвалюты также играло позитивную роль для госфинансов при высокой доле доходов от внешних операций и пока еще невысокой доли внешних обязательств.

Доходы госбюджета во втором квартале 2019 года немного сбавили темп поступления в сравнении с первым кварталом. Так если в первом квартале налоговые поступления выросли на 16% г/г, то во втором на 15% г/г., что произошло в результате улучшения поступления по доходам населения, но некоторого ухудшения поступлений корпоративного сектора. В целом, налоговые поступления в первой половине этого года показывают несколько худшую динамику – исполнение по налогам составило 46,7% к плану, против 48,3% и 47,6% в соответствующем периоде 2017 г. и 2018 г. Напомним, что фискальные органы в рамках расширения бюджетных трат планировали часть расходов покрыть за счет улучшения администрирования налоговых сборов. Тем не менее, как мы полагаем во втором полугодии сбор налогов компенсирует небольшое отставание в первом полугодии, так по последним сообщениям Минфина план поступлений доходов за 7 месяцев был перевыполнен на 3,6%.

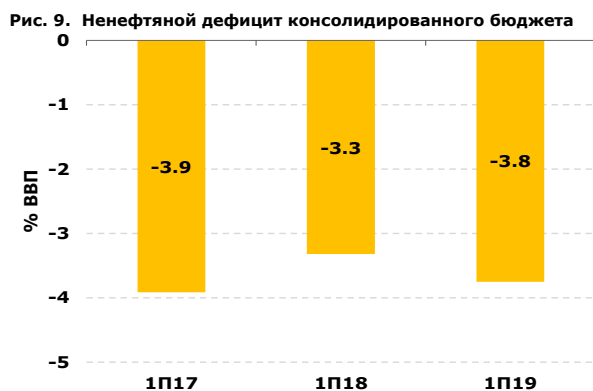
Затратная часть госбюджета в первой половине года не сильно отрывалась от доходной части показав рост в примерно 17% г/г. В разрезе статей расходов традиционно выделяется сфера соцобеспечения с ростом в 24% г/г и обслуживание долга с увеличением на 28% г/г. Как мы уже отмечали расходы на обслуживание долга непрерывно растут, как за счет общего долга, так и валютной составляющей (рис.6) и в настоящее время затраты по долговому обслуживанию по своим масштабам превышают расходы на оборону или соответствуют половине затрат на здравоохранение. При том, что за последние 5 лет расходы на соцобеспечение формировали 30% в приросте расходов (рис.7) наиболее сильно росли прочие расходы – в 2,6 раз, включающие такие статьи как затраты на спасение банков, ЭКСПО2017, МФЦА и другие международные имиджевые проекты. Компоненты фискального стимулирования в текущем году расширены за счет налоговых послаблений для лиц с низкими доходами, налоговой амнистии для МСБ и населения, повышения зарплат, мер сокращения затрат населения на услуги ЖКХ и топливо, списания плохих кредитов.



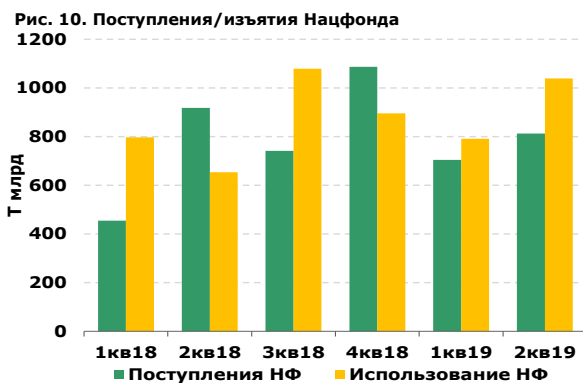
Источник: Минфин РК, КС МНЭ



Источник: Минфин РК, КС МНЭ



Источник: Минфин РК, КС МНЭ



Источник: Минфин РК

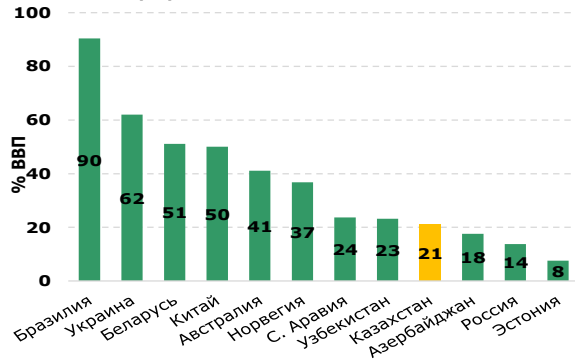
Баланс госбюджета в каждом отдельном месяце 1П2019 года был дефицитным варьируя от -Т50 млрд до -Т190 млрд (рис.7), по итогам июня был равен -Т112 млрд, хотя на конец года в соответствии с планом определен в -Т1,4 трлн или 2% от ВВП. Заметим, что при планируемом дефиците в -Т1,4 трлн, трансферты из Нацфонда в текущем году более чем в два раза выше дефицита и равны Т3,1 трлн, тем самым очевидно, что при текущих высоких расходах потенциальный дефицит госбюджета огромен, о чем свидетельствует нефтегазовый дефицит в размере около -10% от ВВП в среднем с 2008 года.

На фоне снижения котировок цен на нефть на 7% г/г нефтегазовые доходы в первом полугодии 2019 года повысились на скромные 13% в сравнении с 30%-м ростом в аналогичном периоде прошлого года, что компенсировалось удешевлением тенге на 14% г/г к доллару США. В результате, доля нефтегазовых доходов в консолидированных доходах бюджета (с учетом операций Нацфонда) не изменилась, сохранившись на уровне 35% в 1П2019 года. Нефтегазовые поступления увеличились чуть сильнее на 14% г/г сравнительно с 11% в 1П2018 года. Поступление средств в Нацфонд за первое полугодие составило Т1,5 трлн, в то время как изъятия были выше на Т313 млрд.

Размер нефтегазового дефицита в первом полугодии 2019 года повысился до -3,8% от ВВП с -3,3% в 1П2018 года (рис.9). Падение нефтегазовых цен пока не привело к значимой переоценке подходов к снижению зависимости бюджета от сырьевых доходов. По итогам 2018 года вследствие повышения стоимости нефти до свыше \$70 за баррель, нефтегазовый дефицит сократился до -7,4% от ВВП с -12,8% в 2017 году, однако в текущем году, по нашей оценке, может вновь увеличиться до -8,4% от ВВП. Тем самым насущный вопрос достижения сбалансированного бюджета пока в очередной раз откладывается, а деятельность госорганов в этом вопросе свидетельствует об отсутствии четкой стратегии, нацеленной на результат. Как следствие подрывается доверие инвесторов к национальной валюте, а у населения преобладают девальвационные ожидания. Для сравнения, нефтегазовый дефицит бюджета России в 2018 году, по данным Fitch упал до -6% от ВВП с -9,4% в 2013 году, тогда как в Казахстане данный уровень планируют достичь только в 2021 году.

Ситуация с государственным бюджетом в первом полугодии пока развивается в запланированных рамках. Благодаря существенному расширению госрасходов мы наблюдаем увеличение внутреннего спроса, сопровождающегося повышением деловой активности. Учитывая данные позитивные изменения, мы полагаем высоковероятным ускорение экономического роста в текущем и следующем году, что будет способствовать сохранению устойчивости госфинансов. При этом активы Нацфонда вероятно снизятся до 39% от ВВП с 43% от ВВП в 2018 году, валютные активы могут незначительно вырасти до примерно 34% от ВВП ввиду того, что ВВП в долларовом эквиваленте может остаться на уровне

Рис. 12. Размер правительственного долга



Источник: ВБ

прошлого года в \$173 млрд из-за обесценения тенге. В связи с высказанным главой Нацбанка мнением о возможном ужесточении денежной политики, которое может побудить укрепление нацвалюты, эффект от фискального стимулирования может еще возрасти, за счет устойчивости тенге, потребительской уверенности и роста на этом фоне экономической активности.

Наше мнение

Экономика Казахстана демонстрирует завидную устойчивость, на фоне замедления деловой активности в ведущих экономиках мира. Рост экономики ускорился во втором квартале до 4,4% г/г с 3,8% г/г в первом квартале, получая подпитку за счет мощного фискального стимула и быстрого повышения инвестиций второй год подряд, что в конечном итоге выражается в двузначных темпах роста налоговых поступлений. Дефицит госбюджета в первом полугодии 2019 года был несколько выше аналогичного периода прошлого года, однако учитывая расширение затратной части примерно на Т2 трлн в текущем году, ситуация с бюджетом развивается в контролируемых пределах. Ненефтяные доходы в первом полугодии впервые за последние три года немного обогнали поступления нефтяных доходов 14% г/г vs. 13% г/г и кроме того были выше своих предыдущих значений, что подтверждает тезис об улучшении состояния экономики. Тем не менее доля нефтяных доходов пока не изменилась и соответствует 35% в совокупных доходах бюджета. На волне увеличения бюджетных расходов на антикризисные и имиджевые проекты, расходы госбюджета на обслуживание долга растут опережающими темпами, демонстрируя трехкратный рост за последние пять лет (в 1,8 раз быстрее остальных расходов госбюджета), чему поспособствовала опора на внешние валютные займы и непрерывное ослабление тенге со второго квартала 2018 года. Попытки снизить ненефтяной дефицит пока ни к чему не привели, в текущем году его размер, по нашей оценке, может вновь увеличиться до 8,4% от ВВП с 7,4% в 2018 году. Проблема видится в том, что государство пытаясь повысить роль несырьевого сектора увеличивает госрасходы на эти цели без должного внимания к эффективности данных тратт, как следствие, структура экономики не меняется, и соответственно бюджет остается глубоко несбалансированным расходуя огромные средства Национального фонда.

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.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2019, все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Молдахметова Айжана	Институциональные инвесторы
Шынар Жаканова	Институциональные инвесторы
Дарья Манеева	Розничные инвесторы
Алия Абдумажитова	Розничные инвесторы
Алия Мухаметжанова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
a.moldakhmetova@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
d.maneyeva@halykfinance.kz
a.abdumazhitova@halykfinance.kz
a.mukhametzhanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance