



Асан Курманбеков
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
+7 (727) 357 31 77 (3319)

Эльмира Арнабекова
e.arnabekova@halykfinance.kz

Мурат Темирханов
m.temirkhanov@halykfinance.kz
+7 (727) 357 31 79

Макроэкономический отчет

за 1 квартал 2018

Краткое резюме

Цены на нефть в 2015-2017 годах в среднем держались на уровне \$50 за баррель, достигнув отметки \$67 за баррель в первом квартале 2018 года, причем рынок по-видимому настроен на дальнейший рост цен на углеводороды. Положительные изменения на рынке энергоносителей не преминули позитивно отразиться на общем состоянии экономики Казахстана, которая по предварительным оценкам показала рост на 4% г/г в январе-феврале этого года.

Экономический рост все выше, но при снижении качественной структуры роста. В начале года вклад промышленности в рост экономики снизился, в то время как повысился вклад торговли и в частности оптовой торговли нефтью. Рост инвестиций концентрируется только в двух регионах – Атырауской и Южно-Казахстанской областях, в сфере нефтедобычи и нефтепереработки и без их вклада мог бы быть минимальным.

Рост инвестиций пока не сопровождается соответствующим ростом в строительстве, где наблюдается отрицательная динамика, хотя спад локализуется в основном в Атырауской области и г. Астана.

Реальные заработные платы начали демонстрировать подъем – почти 7% в годовом выражении в феврале, но их рост объясняется низкой базой 2017 года и заниженным дефлятором, тем самым не являясь показательным. Реальные доходы населения пока еще в минусе. Средние заработные платы в долларах США в феврале этого года за год выросли на \$37 до \$473.

Доля социальных трансфертов в структуре денежных доходов населения в 2017 году (пенсии, пособия и пр.) достигла рекорда в 20%, что сопровождается снижением доли зарплат, доходов от самозанятости и предпринимательской деятельности, т.е. ситуация в частном секторе еще далека от восстановления. С учетом зарплат в госсекторе и соцтрансфертов, более трети доходов населения зависят от госбюджета.

Инфляция в первом квартале 2018 года опустилась до 6,6%, но инфляционное давление сохраняется по всему спектру компонентов. На это влияют рынок ГСМ, тарифы госмонополий, сезонные факторы и т.д.

За первые два месяца этого года баланс госбюджета стал профицитным, на что повлиял опережающий рост поступлений, включая трансферт Нацфонда, в сравнении с расходами, при этом пока непонятно чем вызвано слабое поступление нефтяных доходов в НФ начале этого года.

В рамках уточнения параметров республиканского бюджета на 2018 год вновь нарушаются установленные рамки нефтегазового дефицита, т.е. с одной стороны госорганы решили вопрос с ограничением использования трансфертов Нацфонда, но с другой стороны ослабили внимание к целевым показателям по нефтегазовому дефициту.

Процентная политика регулятора с начала года характеризуется активным снижением базовой ставки сразу на 0.75пп с начала года до 9.5%, при этом темп уменьшения ставок опережает замедление инфляции (на 0.5пп). Резкое повышение доступности кредитных средств несет в себе риски ускорения инфляции, в результате НацБанк стоит перед противоречивым выбором мер по обеспечению экономического роста и стабильности цен.

В конце 1 квартала НацБанк объявил о введении нового инструмента ДКП – проведение валютного свопа на KASE. На наш взгляд, данный вид операций постоянного доступа будет малоэффективен в борьбе с дедолларизацией (ставка всего на 1пп превышает цену ликвидности на рынке репо) и видимо направлен больше на предоставление экстренной помощи проблемным банкам в случае необходимости.

НБРК в условиях избыточной ликвидности продолжает выпуск краткосрочных нот, немного смещается их срочность (с 7 дней на 1 и 3 месяца). Ставки репо вслед за снижением базовой ставки также сместились вниз на около 0.5пп. Доходность нот сроком на 1 год доходит до 8.2%, что говорит об ожиданиях рынка по снижению базовой ставки до 8-8.5% к концу года. Однако, принимая во внимание последние решения НБРК, предсказуемость действий регулятора снижается.

На валютном рынке благодаря повышению цен на нефть (+3% с начала года) в течение 1 квартала текущего года тенге показал укрепление почти на 4% с начала года. Определенную поддержку тенге, кроме цены на нефть, могли оказать интерес иностранных инвесторов и налоговые выплаты в феврале. Объем ГЦБ, держателями которых являются нерезиденты, вырос в марте почти на Т300 млрд с начала года. В целом, на валютном рынке укрепление тенге напоминает динамику нацвалюты в прошлом году, при этом видимо на фоне интереса иностранных инвесторов к нотам НацБанка и роста экспортной выручки средние ежедневные объемы торгов в январе-феврале текущего года почти в 2 раза превышают прошлогодние.

По нашим расчетам, в январе-феврале 60-70% изменения курса объяснялось изменением курса рубля к доллару, однако в марте связь между российской валютой и тенге снизилась. При этом с начала года усилилась корреляция между ценой на нефть и нацвалютой (~63% в марте против ~36% в декабре). Видимо на валютном рынке тренд повышения цен на нефть стал основным, а на ослабление связи тенге от рубля в марте могли повлиять внутренние

факторы: в последние два месяца на рубль большее влияние оказывали налоговые выплаты и слабые макропоказатели, что и повлияло на снижение его зависимости от нефти.

В целом, в условиях режима свободного плавания тенге, рост предложения валюты за счет увеличения торгового баланса в текущем счете на фоне повышения цен на нефть отражается на укреплении нацвалюты. Мы считаем, что тенге фундаментально находится на более-менее справедливом уровне с потенциалом к ослаблению до 330-337 по причине ожидаемого сохранения отрицательного сальдо по текущему счету в 2018 году.

По внешней торговле, согласно последним данным на январь 2018 года, сохраняется превышение темпов прироста экспорта над импортом. В структуре вывозимой продукции сырьевой экспорт, по нашим расчетам, достиг около ~80% (куда мы включаем сырые материалы ~66%, продукцию металлургии ~15%). При этом доля несырьевого экспорта снизилась за год на 4пп за счет товаров потребительского спроса.

В экспорте с начала нового года также наметился тренд снижения физического объема вывозимой нефти и увеличения поставок на внутренний рынок – в начале года увеличение экспорта было полностью вызвано повышением цены на черное золото.

НБРК также уточнил данные по платежному балансу, в результате чего дефицит текущего счета в 4 квартале возрос до 1.5% от ВВП (против почти 0% по предварительным данным). Корректировка в основном коснулась недооцененных ранее выплат прямым инвесторам, прямым иностранным инвесторам было выплачено примерно на \$600 млн больше, чем было предварительно опубликовано.

Улучшение условий торговли наряду с увеличением физического объема экспорта и сдержанные темпы импорта на фоне слабого платежеспособного спроса способствовали увеличению торгового баланса почти вдвое, что сократило дефицит текущего счета на 40% г/г в 2017 году до 3.3% от ВВП (против 6.4% в 2016 году). Финансирование со стороны счета капитала сократилось после рекордных притоков в 2016 году, но достаточно для покрытия дефицитных торговых операций в текущем счете. Вызывают беспокойство относительно высокий незарегистрированный в платежном балансе отток капитала в размере около 1.4% от ВВП (статья ошибки и пропуски). Мы ожидаем, что данная статья будет корректироваться в сторону уменьшения, однако на данный момент она может свидетельствовать либо о завышенном экспорте, либо о заниженном импорте, доходов к выплате, либо незарегистрированных операциях в финансовом счете (например, неучтенная покупка активов и др.).

С начала года консолидированные международные резервы показывают рост за счет валютных активов НФ и наращивания резервов НБРК в золоте (+\$1.6 млрд). При этом валютные активы НацБанка продолжают свое снижение практически со 2го полугодия прошлого года. Увеличение резервов НФ за 2 месяца (+\$1 млрд), возможно связано с начислением инвестиционного дохода, либо с переводом тенговых остатков в валюту из бюджета на счета НФ в НБРК, так как налоговые поступления в НФ по сравнению с уровнем использования были ниже в 4 раза. Уменьшение резервов регулятора в СКВ мы связываем со снижением валютных обязательств перед БВУ, либо с выплатами по внешнему долгу. В целом, уровень резервов находится на комфортном уровне, среди положительных факторов отметим, что, по нашей оценке, наметилось небольшое восстановление качества активов НБРК: наиболее ликвидная часть резервов с начала 2018 года подросла на \$0.7 млрд.

Сценарные прогнозы

В первом квартале этого года нефть торгуется на достаточно высоком уровне в диапазоне \$62-\$71 за баррель нефти марки Brent, при средней за квартал в \$67. В связи с этим мы пересмотрели прогноз цены на нефть в текущем году в сторону повышения до \$63 за баррель в среднем за год. На фоне относительно высоких цен на нефть экономические показатели в начале этого года демонстрируют закрепление положительных тенденций как в реальном секторе, так и в сфере услуг.

Сценарные прогнозы основных макроэкономических индикаторов мы реализовали с симметричным отклонением от базового сценария, предполагающего среднегодовую цену на нефть \$63/баррель в 2018 году, \$65/баррель в 2019 году (исходя из оценки ожиданий международных организаций и участников рынка). Пессимистичный – среднегодовая цена \$53/баррель в 2018 году, \$55/баррель в 2019 году и оптимистичный – среднегодовая цена на нефть \$73/баррель в 2018 году, \$75/баррель в 2019 году.

Учитывая повышение прогнозной цены на нефть и сопутствующие положительные изменения в экономике, мы ожидаем рост ВВП Казахстана на уровне 3,6% в 2018 году и 3,4% в 2019 году против 3% ранее. Устойчивый приток внешних инвестиций, движение в сторону сбалансированности госбюджета и платежного баланса положительно скажутся на динамике обменного курса тенге, который мы ожидаем на уровне 329 в конце 2018 года.

Укрепление тенге вместе с нормализующимися инфляционными ожиданиями позволяют ожидать продолжения тенденции к ослаблению инфляции, уровень которой мы прогнозируем на отметке в 6,3% по итогам года. Зякорение инфляционных ожиданий в рамках прогнозного коридора НБРК на наш взгляд произойдет несомненно (немонетарный характер инфляции), тем не менее, мы ожидаем, что НБРК продолжит придерживаться более активной политики смягчения денежных условий на рынке, начатой в начале года, и полагаем, что базовая ставка продолжит снижение в 2018 году до 8,5%, а возможно и ниже.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели

	2016 Факт	2017 Факт	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
			2018	2019	2018	2019	2018	2019
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	44.0	54.0	63.0	65.0	53.0	55.0	73.0	75.0
Реальный ВВП, % за год	1.1	4.0	3.6	3.4	2.7	2.9	4.5	4.3
Обменный курс USDKZT, на конец периода	333.3	332.0	328.6	335.3	357.0	349.9	310.2	316.5
Обменный курс USDKZT, сред за год	342.2	326.0	325.8	332.8	345.9	351.7	315.8	314.1
ИПЦ, % изм., на конец периода, % за год	8.5	7.1	6.3	5.5	7.6	6.4	5.8	5.3
Госдолг, млрд. тенге, на конец периода	11.4	13.5	14.3	14.9	14.5	15.7	13.6	14.1
Госдолг, % ВВП	24.3	25.8	24.9	23.6	26.2	25.7	24.1	22.6
Консолидированный баланс бюджета, % ВВП	-5.2	-7.0	-1.2	-0.6	-1.5	-0.9	0.6	1.9
Текущий счёт, % ВВП	-6.4	-3.3	-2.5	-1.5	-3.0	-2.2	-0.3	0.7
Базовая ставка, %	12.0	10.3	8.5	8.0	10.0	9.0	8.0	7.0

Реальный сектор

Ситуация в экономике в начале 2018 года демонстрирует позитивные изменения: рост экономики по оценке Миннацэкономики составил 4% г/г в январе-феврале. После некоторого замедления во второй половине 2017 года, когда рост экономики в третьем квартале ослаб до 4,3% г/г (по нашей оценке) в сравнении с 4,8% г/г во втором квартале, а в четвертом даже замедлился до 3,5% г/г (с учетом сезонной коррекции 2% кв/кв во 2кв2017г., 0,6% кв/кв в 3кв2017г., 0,8% кв/кв в 4кв2017г.), экономика вновь показала ускорение в первом квартале 2018 года.

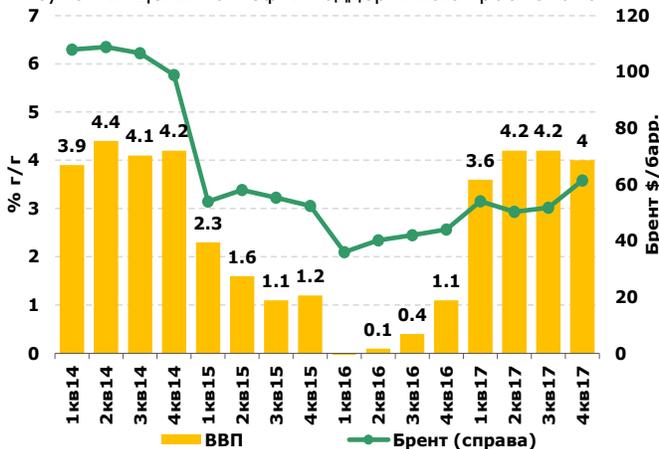
На основе данных за 2 месяца 2018 года можно заключить, что основным драйвером роста экономики остается промышленный сектор, но его влияние только на треть определяло рост экономики в январе-феврале, тогда как в 2017 году обеспечивало примерно 50% роста. Около 40% роста обеспечила сфера услуг, прежде всего – торговля, транспорт и телеком. Из-за спада примерно 10% от роста отняла строительная отрасль. Отметим, что эффект низкой базы 2016 года, по нашей оценке, за счет промышленности и торговли добавил 0,5пп в рост ВВП в 2017 году, что в свою очередь сформировало достаточно высокую базу, которая будет влиять на показатель ВВП в 2018 году.

В связи с запуском Кашагана и активным инвестированием в расширение добывающих мощностей по добыче нефти, газа и металлов, формируется определенная база для роста экономики в ближайшие годы, хотя и с упором на традиционный сырьевой сектор, что будет отражаться на сдержанном росте доходов широких слоев населения. В этой связи актуальнее становится вопрос стимулирования инвестиций в несырьевой сектор, в том числе посредством восстановления банковского кредитования и нормализации процентных ставок.

На нефтяном рынке, несмотря на сохраняющиеся опасения по поводу возродившейся добычи нефти в США, средние цены на нефть марки Brent сумели приблизиться к отметке в \$67 за баррель и выросли на 24% в сравнении с первым кварталом 2017 года. Цены на промышленные металлы также демонстрировали положительную динамику и в январе-феврале этого года повысились в среднем на 15% в годовом выражении.

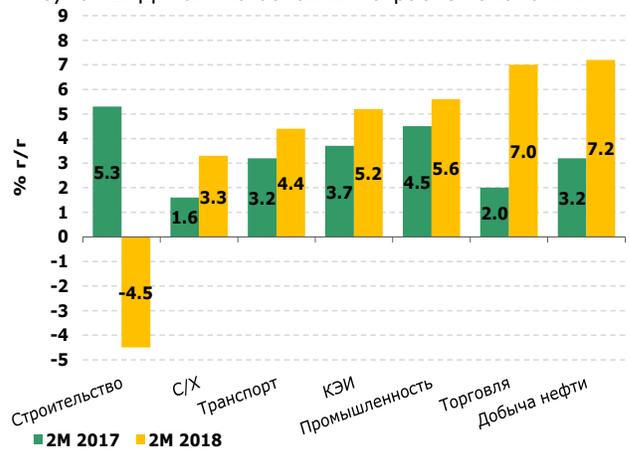
Сохраняющееся подавленное состояние внутреннего спроса с лихвой компенсируется внешним сектором. Товарный экспорт в январе-феврале 2018 года увеличился на 30% г/г, при этом импорт товаров вырос немного слабее на 25% г/г. Внешний сектор играл важную роль в подъеме экономики в прошлом году. В 2017 году экспорт вырос до 31% от ВВП с 27% от ВВП в 2016 году при стабильном уровне импорта в 20% от ВВП. Профицит торгового баланса с 7% от ВВП в 2015-2016 годах повысился до 11% от ВВП, что пока остается существенно ниже 18% от ВВП при ценах на нефть в \$100 и выше за баррель.

Рисунок 1. Цены на нефть поддерживают рост экономики



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 2. Динамика основных отраслей экономики

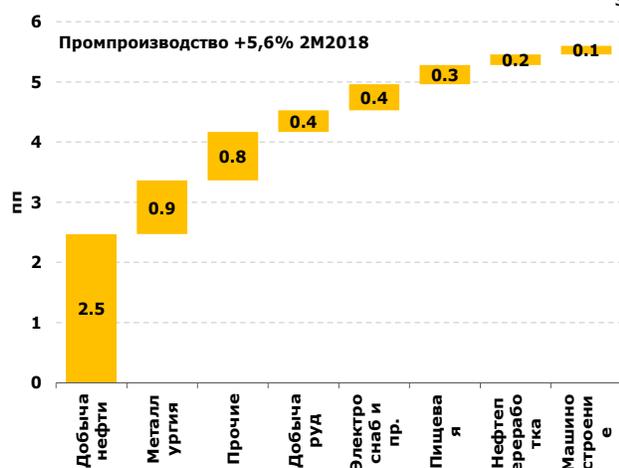


Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

За первые два месяца года промышленное производство показало рост на 5,6% г/г, что выше 4,5% в аналогичном периоде 2017 года и объясняется ростом как в добывающей отрасли так и в обрабатывающей. В горнодобывающей промышленности индекс промышленного производства составил 5,5% г/г за счет увеличения добычи сырой нефти на 7,2% г/г, природного газа на 7,3% г/г, металлических руд на 0,8%. Добыча нефти пока находится ниже декабрьского максимума 2017 года. В обрабатывающей промышленности производство возросло на 6,1% г/г. Увеличилось производство продуктов питания на 6,2% г/г, химической продукции на 14,2% г/г, металлургической на 6% г/г, машиностроения на 8,8% г/г, нефтепереработки на 2,4% г/г. За счет увеличения объемов производства, передачи, распределения электроэнергии на 9% г/г, в электроснабжении и пр. индекс промышленного производства составил 5,7% г/г.

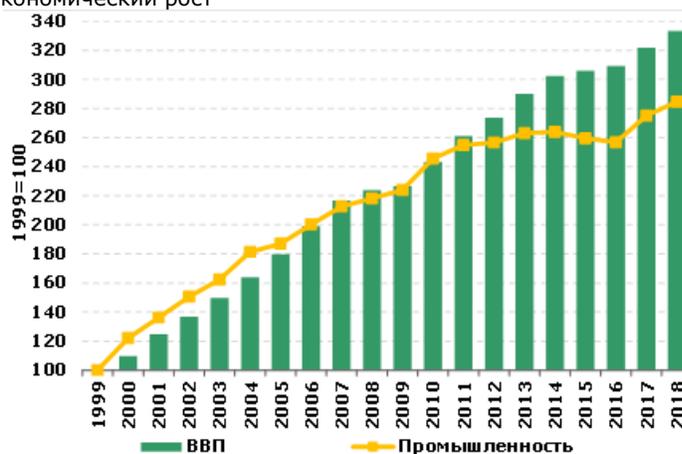
Оживление преимущественно добывающих отраслей позволило промышленности выйти из стагнации, наблюдавшейся с 2011 года и стать важным фактором экономического подъема в 2017 году, обеспечив более 40% роста ВВП. В текущем году данная тенденция будет сохраняться, но уже менее выражено, тем не менее, промышленность будет выступать одним из главнейших драйверов роста среди других отраслей экономики в ближайшие годы.

Рисунок 3. Вклад в рост промышленности



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 4. Промышленность восстанавливает влияние на экономический рост

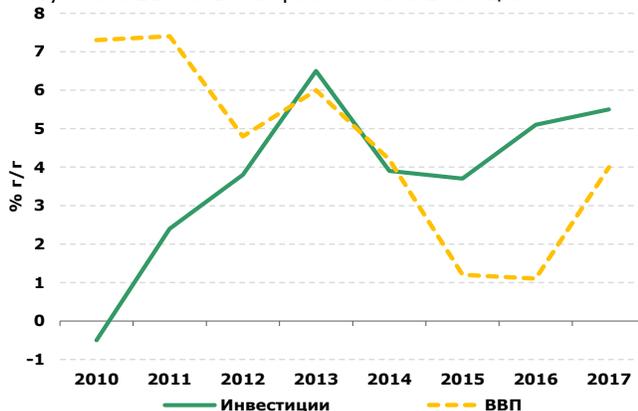


Источник: КС МНЭ, 2018 прогноз Halyk Finance

В условиях снизившихся цен на сырье, инвестиции в основной капитал играли важную роль в поддержании снизившихся, но положительных темпов роста экономики в последние годы. Инвестиции в 2016 году продемонстрировали рост на 5,1%, в 2017 году этот рост еще более окреп, достигнув 5,5%. Не считая 2013 года, когда рост инвестиций составил 6,5%, среднегодовой прирост инвестиций не превышал 3% с 2008 года.

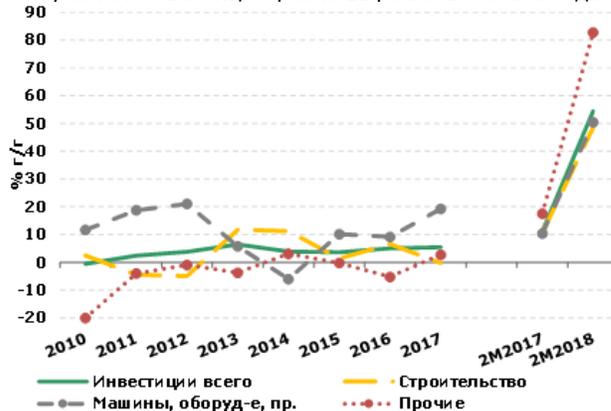
Начало 2018 года ознаменовалось сильным ростом инвестиций, достигших 54,4% в годовом выражении. По видам затрат работы по строительству и капитальному ремонту зданий и сооружений выросли на 48% г/г в январе-феврале 2018 года с относительной долей в 48% в структуре инвестзатрат (10,6% г/г янв-фев 2017г.), машины, оборудование, и т.д. выросли на 50,4% г/г, 35% в структуре инвестзатрат (10,4% г/г янв-фев 2017г.), прочие расходы выросли на 82,7% г/г (17,6% г/г янв-фев 2017г.).

Рисунок 5. ВВП ответил ростом на инвестиции



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 6. Инвестиции резко выросли в начале года

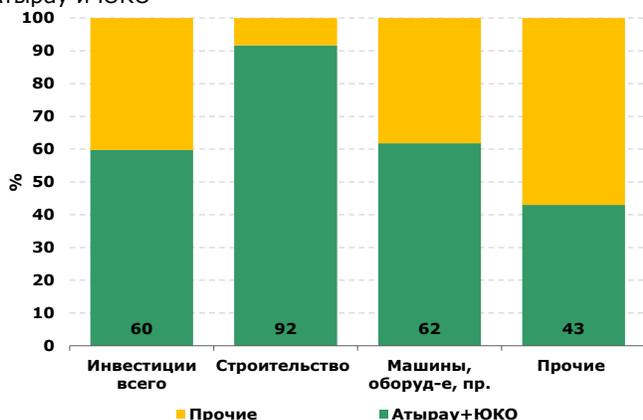


Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

В региональном разрезе 60% от всех инвестиций были направлены в два региона – Атыраускую и Южно-Казахстанскую области. В Атырау можно выделить проект расширения добывающих мощностей на Тенгизе, куда в 2017 году было направлено около Т2 трлн или примерно 20% от всех инвестиций и вероятно не меньший объем будет освоен в текущем году. На юге основные инвестиции направлялись в модернизацию нефтеперерабатывающего завода. Если вычесть инвестиции по данным двум направлениям, то рост инвестиций в основной капитал мог быть гораздо более скромным – на уровне 2% г/г.

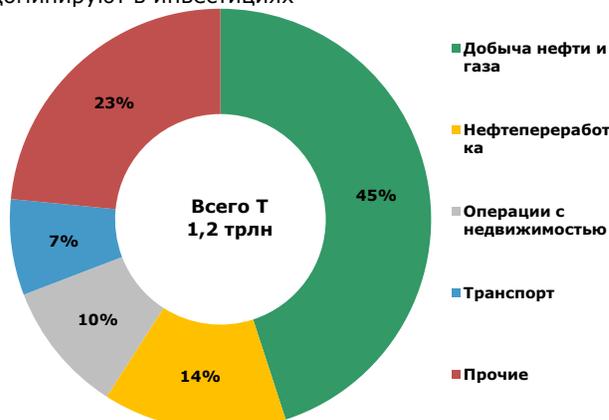
Структура инвестиций не претерпела существенных изменений: 45% было направлено в добычу нефти и газа, 14% в нефтепереработку, 10% в операции с недвижимым имуществом, 7% в транспортную отрасль. Таким образом, структура инвестиций наглядно демонстрирует контуры будущего роста экономики, опирающиеся в основном на сырьевой сектор. Доля обрабатывающей промышленности существенно не меняется и находится на уровне 11% от ВВП, поддерживаемая крупными проектами в нефтепереработке, металлургии. В перспективе доля обрабатывающей отрасли может быть поддержана за счет реализации совместных проектов с Китаем, где в настоящее время реализуется политика по снижению избыточных мощностей в промышленности, в том числе из соображений экологии, но при этом часть из них выносятся в другие страны мира. К примеру, на западе Казахстана с участием Китайских инвестиций планируется проект по строительству газохимического комплекса стоимостью \$6,5 млрд. В то же время есть риски со сбытом продукции в перспективе, так как в нефтехимию активно вкладываются нефтедобывающие страны Персидского залива. На фоне роста добычи сланцевой нефти и газа и их низкой себестоимости в целях извлечения высокой добавленной стоимости, десятки млрд долларов инвестиций вкладываются в отрасль в США.

Рисунок 7. Основной вклад в рост инвестиций внесли Атырау и ЮКО



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 8. Нефтедобыча и нефтепереработка доминируют в инвестициях



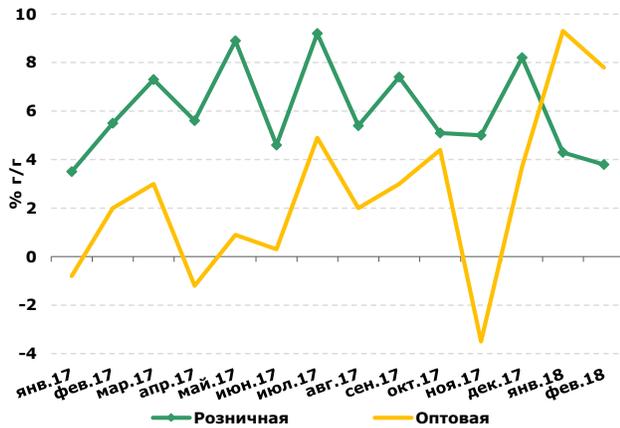
Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Завершив 2017 год со скромным ростом на 1,6%, строительная отрасль показала слабые результаты в январе-феврале 2018 года. Объемы строительных работ в номинальном выражении незначительно выросли, но в реальном выражении снизились на 4,5% г/г. На замедление показателей строительной отрасли оказали влияние уменьшившиеся объемы строительства нежилых зданий, гостиниц, ресторанов и прочих сооружений, напротив выросли объемы строительства инфраструктурных объектов транспортной сферы. В региональном разрезе объемы строительных работ упали на 28% г/г в Атырау, на 24,4% г/г в г. Астана. С учетом того, что на данные административные единицы приходится более 40% от всех строительных работ, это сказалось на общем снижении в строительстве. В большинстве остальных регионов наблюдался достаточно сильный рост, измеряемый двузначными цифрами.

Сектор торговли за январь-февраль 2018 года вырос на 7% г/г за счет роста оптовой торговли на 8,6% г/г и розничной на 4,1% г/г. Рост оборота розничной начинает стабилизироваться по мере исчерпания эффекта базы прошлых периодов, так если в декабре 2017 года он равнялся 8,2% г/г, то в феврале этого года 3,8% г/г. Поддержанию положительных темпов роста торговли способствует рост реальных зарплат, повысившихся на 0,4% г/г в январе и на 6,9% г/г в феврале. Кроме того, росту торговли благоприятствует повышение пенсий, небольшое укрепление тенге, ослабление инфляции, при этом рост потребительского кредитования за два месяца с начала года составил лишь 1%.

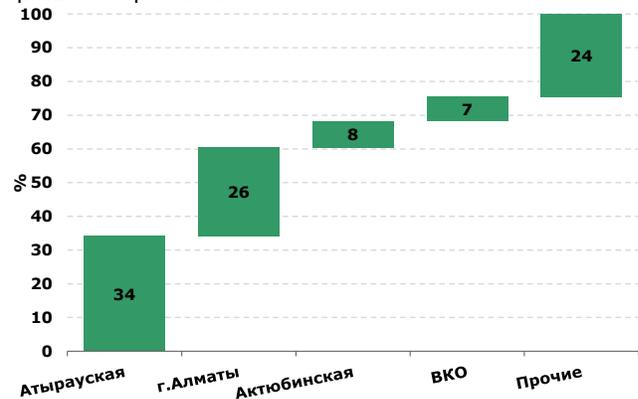
Сильный рост оптовой торговли в январе-феврале 2018 года продиктован ростом в регионах, тогда как в Астане произошел спад на 10% г/г, в Алматы рост менее 1%. Но решающую роль в подъеме оптового товарооборота сыграла Атырауская область с почти трехкратным ростом. В результате, вклад данной области достиг почти 4пп из 8,6% г/г в январе-феврале 2018 года, с учетом 34% доли розничной торговли в приросте торговли, при этом в данной области самые низкие товарно-складские площади среди регионов. Если розничная торговля ориентирована на конечных потребителей, то в оптовой торговле это перепродажи, т.е. фактически спекулятивные операции, но тем не менее, они учитываются в расчете ВВП. При предположении, что в марте также сохранится высокий рост торговли в Атырау, примерный вклад торговли данного региона в ВВП страны в первом квартале этого года может быть близким к 0,3пп. Основанием для такого сильного роста оборота оптовой торговли в Атырау является торговля нефтью, при этом остается непонятным почему сейчас торговля нефтью стала отражаться в оптовой торговле, тогда как ранее такого не происходило в данном регионе. Можно предположить, что рост оптовой торговли связан с расчетами КМГ по авансовым платежам за нефть, где часть нефти он приобретает у других производителей, в любом случае данная ситуация должна будет проясниться, так как косвенно сильно завышает рост ВВП.

Рисунок 9. Динамика розничной и оптовой торговли



Источник: КС МНЭ

Рисунок 10. Прирост оборота розничной и оптовой торговли по регионам



Источник: КС МНЭ

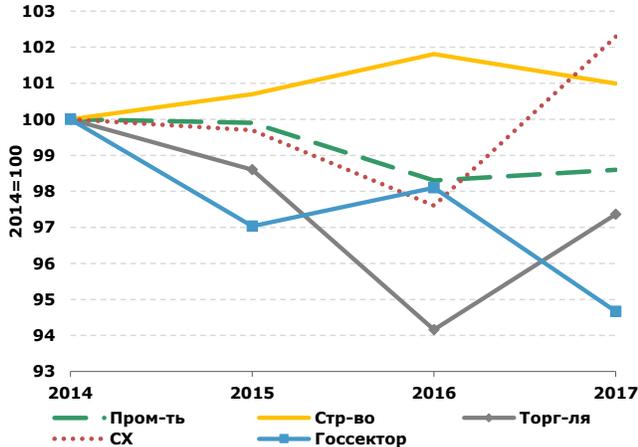
Доходы населения

Зарботные платы работников достаточно серьезно снизились за период спада в экономике в 2015-2017 годы. В данном периоде зарплаты падали почти повсеместно, так к базе 2014 года реальные зарплаты в госсекторе упали на 5%, в торговле на 3%, в промышленности на 1%, в строительстве небольшой рост на 1%, в СХ подъем на 2%. Улучшение положения с зарплатами начало проявляться с 2017 года, когда реальный рост зарплат в промышленности составил 0,3%, в торговле 3,4%, в сельском хозяйстве 4,8% (рис. 11). За счет чего выросли зарплаты в сельском хозяйстве при не самом высоком урожае и низких ценах на зерновые, неизвестно. Рост реальных зарплат, начавшийся в 2017 году в отдельных отраслях, в начале 2018 года еще более усилился.

В январе этого года реальный рост зарплат составил 0,4% г/г, в феврале 6,9% г/г до Т151,5 тысячи. Так как данные по зарплатам в разрезе отраслей еще не опубликованы, то пока сказать определенно, за счет каких видов деятельности он произошел, невозможно. Однако известно, что правительство планировало с нового года повысить зарплаты учителей на 30-50%, в связи с ростом цен на сырье можно ожидать роста зарплат в добывающей отрасли. На наш взгляд, такой сильный рост зарплат объясняется эффектом низкой базы сравнения, так как в феврале 2017 года средняя зарплата была на самом низком уровне за весь 2017 год – Т136 тысяч, против, к примеру, Т146 тысяч в среднем в первом полугодии 2017 года. Кроме того, исходя из реального роста на 6,9% г/г и при номинальном росте зарплат на 11%, получается, что дефлирование номинальной зарплаты было произведено с использованием дефлятора в примерно 4%, что далеко не соответствует фактической среднегодовой инфляции в 7,2%.

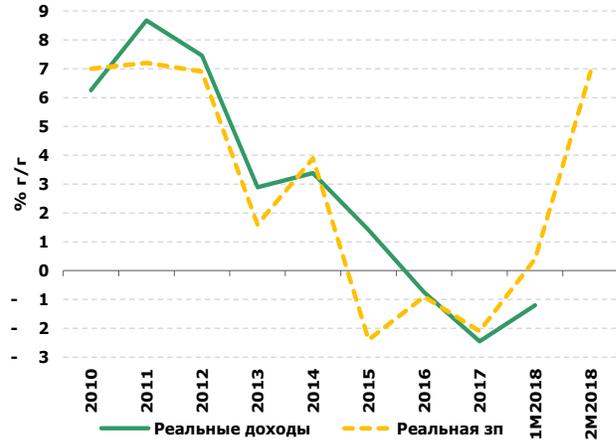
Денежные доходы населения после двух лет падения в реальном выражении в январе 2018 года делают попытку к развороту данной тенденции, сократившись только на -1,2% г/г, после -2,5% по итогам 2017 года (рис. 12). Отметим, что при одновременном росте зарплат и социальных трансфертов с начала этого года, на которые приходится почти 90% в структуре доходов населения, наблюдается определенное расхождение в траектории движения реальных денежных доходов и зарплат (рис 12), что невозможно объяснить, если только не предположить, что рост зарплат искусственно завышается.

Рисунок 11. Доходы и зарплаты - попытки к росту



Источник: КС МНЭ (данные за янв-дек)

Рисунок 12. Доходы и зарплаты - попытки к росту



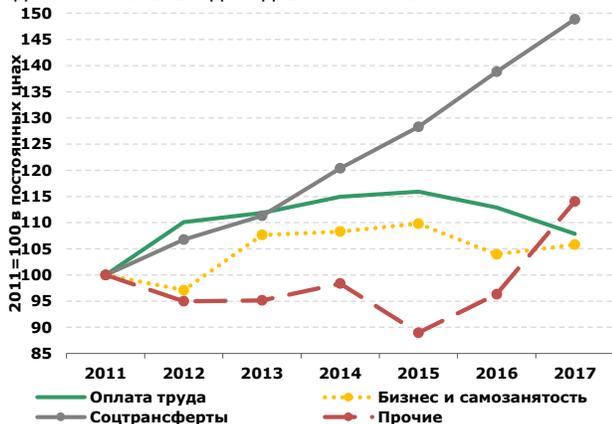
Источник: КС МНЭ

В разрезе основных составляющих доходов населения – реальные зарплаты в 2017 году к 2011 году выросли только на 8% или на 1,4% в среднем в год (исходя из статистики денежных доходов), реальные доходы от самозанятости и предпринимательской деятельности на 6% или 1% в год, соцтрансферты в реальном выражении выросли на 50% или на 7% в среднем в год (рис. 13). Так как основную долю в прочих доходах населения составляет материальная помощь родственникам их сильный рост в 2016 и 2017 годах можно объяснить повышением поддержки близких людей друг друга в условиях сокращения реальных доходов.

В структуре доходов – доходы от трудовой деятельности: от работы по найму составляют 65,6% и самозанятости вместе с предпринимательской деятельностью равны 10,6%. Социальные трансферты: пенсии 16,3%, пособия, стипендии и пр. 3,3%, и прочие доходы примерно 4%. Таким образом, по итогам 2017 года почти 20% в структуре доходов населения составляют социальные трансферты, что на 5пп выше показателя 2007 года. В свою очередь доля трудовых доходов упала на схожую величину до 66%. Исходя из того, что на долю зарплат госсектора приходится 15% от доходов и еще 20% в виде соцтрансфертов то в совокупности более трети доходов населения формируются за счет бюджета. В результате доходы населения еще в большей мере стали зависеть от государства, а не от частного сектора – бизнеса и работы по найму.

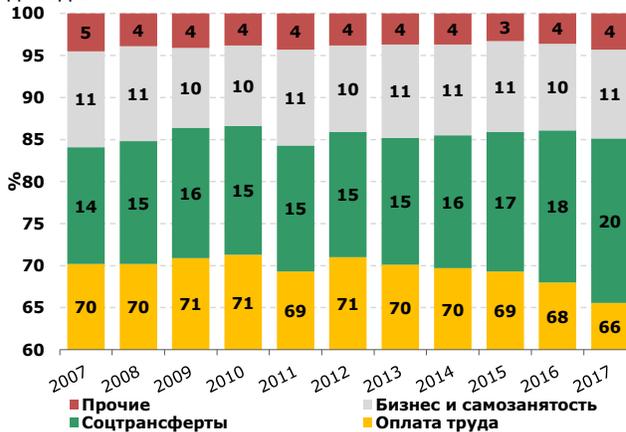
В значительной мере на замедление падения реальных доходов населения в начале этого года, как и на углубление их падения в 2015-2016 годах повлияла инфляция, которая на протяжении почти года с конца 2015 года показывала двузначные темпы роста. Падение доходов населения угнетающе повлияло на внутренний спрос и в эти же два года наблюдались самые низкие с 2000 года темпы роста экономики на уровне 1% в год. Мы пока придерживаемся того мнения, что реальные зарплаты могут остаться в небольшом минусе по итогам текущего года, в том числе как и реальные доходы. К слову, в России реальные доходы падали четыре года подряд, включая и прошлый год. Также нужно учесть, что статистика в расчете средней зарплаты не учитывает зарплаты в малом бизнесе и тем более самозанятых, таким образом зарплаты около 5 млн человек из 8,5 млн занятых не входят в расчет среднемесячной зарплаты.

Рисунок 13. Рост соцтрансфертов компенсировал падение остальных доходов населения



Источник: КС МНЭ

Рисунок 14. Соцтрансферты на рекордном уровне – 20% в доходах населения



Источник: КС МНЭ

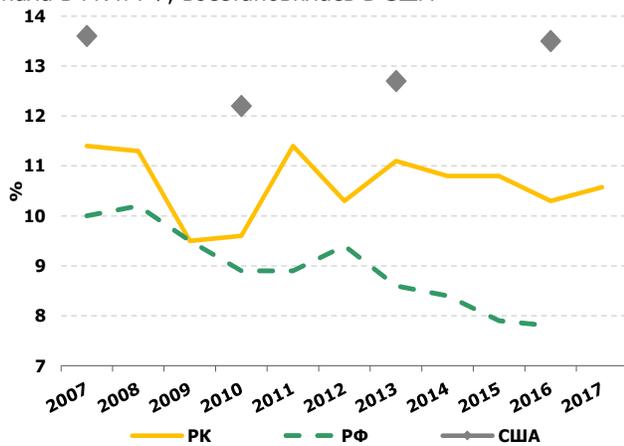
Доля доходов от самозанятости и предпринимательской деятельности в Казахстане после падения в 2009-2010 годах так и не смогла полностью восстановиться до докризисных значений 2007 года, когда она была чуть выше 11% в структуре доходов. Соответствующие доходы в РФ упали немного сильнее и занимают в структуре доходов примерно 8%. В США, напротив доля доходов от самозанятости и предпринимательской деятельности восстановилась до предкризисного уровня в 13,5%. Отметим, что как и экономика, доходы населения в Казахстане не диверсифицированы – на долю доходов от собственности и прочие доходы приходится лишь 4%, в России более 8%, в США более 12%. Как общую тенденцию можно отметить рост социальных трансфертов, доля которых возросла в Казахстане до 20% в структуре доходов, на близкую величину в РФ и до 13,5% в США.

Исходя из данных по доходам населения и их структуры можно заключить, что для Казахстана крайне важно добиться устойчивого нахождения инфляции в рамках таргетируемого Нацбанком коридора. Важным вкладом в обуздание инфляции могла бы стать планомерная работа по ограничению инфляции издержек, на которую Нацбанк не может влиять. Здесь триггерами инфляции издержек выступают госмонополии, административные барьеры, регулирование предпринимательской деятельности и т.д., которые в существенной мере влияют на инфляционные ожидания.

Снизившаяся доля доходов от самозанятости и предпринимательской деятельности в Казахстане сигнализирует о застое в частном секторе и государству видимо необходимо подумать о внедрении более действенных мер взамен существующих для стимулирования повышения эффективности частного сектора, ограничения непрофильной деятельности государства и структурных преобразований. Пример США, где доля доходов от самозанятости и бизнеса

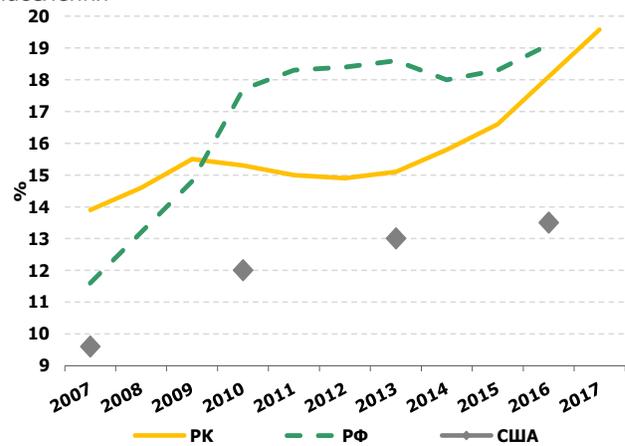
восстановилась до предкризисных уровней может говорить о достаточно высокой эффективности бизнеса и рыночной среды, сложившихся в этой стране в условиях высокой конкуренции.

Рисунок 13. Доля доходов от самозанятости и бизнеса упала в РК и РФ, восстановилась в США



Источник: КС МНЭ, ГКС РФ, ФРС

Рисунок 14. Рост доли соцтрансфертов в доходах населения



Источник: КС МНЭ, ГКС РФ, ФРС

Денежно-кредитная политика

Процентная политика

После относительного перерыва в политике регулятора по смягчению условий на денежном рынке в конце 2017 года, НацБанк встал на путь активного снижения ставки с начала 2018 года до уровня 9.5% - сразу на 0.75пп с конца прошлого квартала.

С начала текущего года прогнозные оценки инфляции НацБанка находились на уровне выше фактических. Годовая инфляция на фоне укрепления тенге и снижения его волатильности снижалась более быстрыми темпами, чем предполагал регулятор. При этом в риторике НБРК причины отклонения фактических от прогнозных значений объясняется «ослаблением внешнего инфляционного фона и ростом совокупного предложения на внутреннем рынке. Кроме того, на фоне сохранения отрицательной динамики реальных денежных доходов населения восстановление внутреннего потребления происходит медленными темпами, что, в свою очередь, оказывает дезинфляционное давление на потребительские цены». Впервые НацБанком озвучена вероятность замедления инфляции к 4 кварталу 2018 года ниже нижней границы целевого коридора (менее 5%), хотя она «носит ограниченный и краткосрочный характер». Инфляционные ожидания также приняли понижательный тренд. В результате, НБРК «продолжит в 2018 году политику постепенного снижения базовой ставки, обеспечивая при этом сохранение нейтральных денежно-кредитных условий».

Вызывает беспокойство ускоренный темп снижения ставок, который происходит быстрее замедления инфляции, что снижает текущий уровень реальных ставок. В целом, такие решения регулятора соответствуют совместному с Правительством заявлению об основных направлениях экономической политики, в котором озвучено, что «будут приняты меры по обеспечению долгосрочного кредитования бизнеса, по ставкам, учитывающим реальную рентабельность в отраслях экономики». Однако резкое снижение ставок несет в себе риски ускорения роста цен, что может противоречить действиям регулятора по обеспечению стабильности инфляции в рамках объявленной политики по ее таргетированию. В такой ситуации предсказуемость НБРК снижается, трудно понять, какая из целей регулятора важнее – недопущение волатильности инфляции либо обеспечение экономического роста.

Целевая ставка денежного рынка регулятора – средневзвешенная 1-дн репо – на протяжении первых трех месяцев текущего года продолжает находиться у нижней границы базовой ставки (в среднем, +0.05пп от базовой ставки), что говорит о сохраняющемся профиците ликвидности. Средневзвешенная ставка по 1-дн репо в 1 квартале 2018 года составила 8.84% со снижением на 0.5пп по сравнению с прошлым кварталом вслед за базовой ставкой.

Сделки по валютным свопам проходили на сниженных объемах. При этом ставки по предоставлению тенговой ликвидности на данном рынке в основном находились ниже нижнего коридора базовой ставки. Небольшой рост отмечился к концу февраля, что видимо связано с ростом спроса на тенге на фоне налоговых выплат.

В условиях избыточной ликвидности, основным инструментом изъятия для НБРК остаются краткосрочные ноты. Их объем в обращении к концу марта немного снизился и составил около Т3.7 трлн. В структуре нот продолжается процесс изменения срочности – увеличение выпуска нот сроком на 28 дней и 91 день. При этом кривая доходности нот регулятора вслед за базовой ставкой почти параллельно сместилась вниз в среднем на 0.4-0.5пп. Доходность нот в

основном также находится у нижней границы коридора базовой ставки, при этом ставки со сроком в 1 год – еще ниже, доходя до 8.2%.

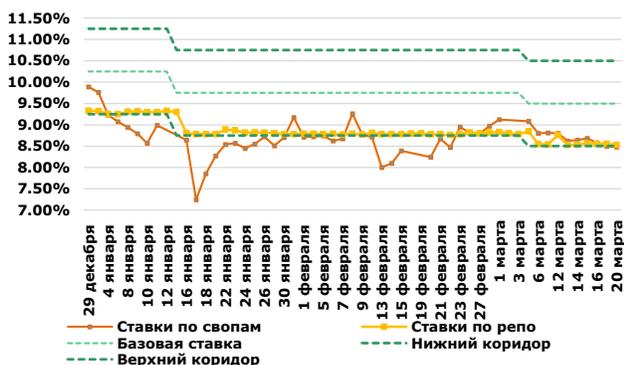
В конце марта НБРК также объявил о введении нового инструмента денежно-кредитной политики – валютного свопа сроком на 1 день на KASE, как по предоставлению, так и по изъятию ликвидности. Коридор процентных ставок по данному инструменту расширен до 2% от базовой ставки для предоставления краткосрочного фондирования. С одной стороны, расширение коридора должно стимулировать участников рынка привлекать тенговую валюту под залог валюты. Однако, на наш взгляд, разница всего в 1пп с рынком репо недостаточно эффективна для стимулирования дальнейшей дедолларизации рынка. С другой стороны, данный инструмент скорее может играть роль экстренной меры предоставления ликвидности для банков, испытывающих проблемы.

Снижение стоимости фондирования на денежном рынке в результате уменьшения базовой ставки, соответственно, отражается на удешевлении ставок по краткосрочным депозитам юридических лиц. Однако процентный канал не распространяется на динамику вознаграждения по вкладам физических лиц. Неизменность ставок по депозитам физлиц связано с отсутствием скоординированного пересмотра рекомендуемых ставок КФГД. В результате, инструменты НацБанка недостаточно эффективны, так как влияние базовой ставки на стоимость фондирования проявляется не полностью, лишь на часть рынка.

Объемы кредитования, согласно последним данным, в 2018 году немного растут, при этом средневзвешенные ставки по кредитам юридическим лицам снизились на 0.3пп. Значительно дешевле стали кредиты корпоративным клиентам со сроком от 1 года до 5 лет (-2.2пп с начала года в феврале).

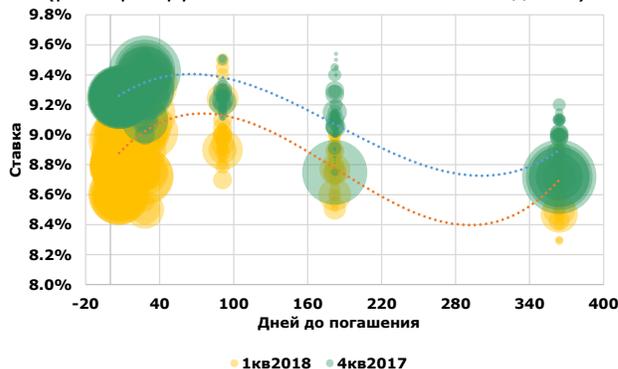
Однако номинальная ставка заемных средств для участников рынка остается высокой, в 2-3 раза превышая уровень инфляции. Так как свободные денежные ресурсы банков в основном не направляются на кредитование реального сектора, базовая ставка не используется в качестве бенчмарка для определения стоимости выдаваемых банками кредитов. Таким образом, процентная политика пока является слабым катализатором роста экономики и увеличения кредитования. При этом, инструменты изъятия ликвидности отчасти помогают регулятору контролировать активность на валютном рынке.

Рисунок 15. Динамика ставок на денежном рынке



Источник: НБРК

Рисунок 16. Краткосрочная кривая доходности по нотам НБРК (размер окружностей зависит от объема сделок)



Источник: ЦД

Валютная политика

Благодаря устойчивым ценам на нефть на уровне выше \$65 в течение 1 квартала текущего года, национальная валюта показала укрепление почти на 4% с начала года, при этом цена на нефть также выросла на около 3% за аналогичный период.

В целом, ревальвационная динамика национальной валюты в 1 квартале напоминает тренд укрепления тенге в январе-феврале прошлого года. Однако отметим, что в текущем году рост нацвалюты происходит при больших объемах, ежедневные торги валютой в два раза превышают уровень начала 2017 года.

Национальную валюту также могли поддержать квартальные налоговые выплаты в феврале, возможное увеличение притока иностранных инвестиций в страну. Капитальные вложения в Атырауской области рекордно выросли в январе-феврале. Необходимо также отметить увеличение держателей-нерезидентов в ГЦБ, хотя их доля остается небольшой, их объем в марте возрос почти в 3 раза (до Т420 млрд с Т142 млрд в конце прошлого года).

Арбитраж процентных ставок (дифференциал между внутренней и внешней ставками) составляет около 7.75%, видимо ожидания иностранных инвесторов по обесценению тенге в текущем году несколько снизились, поэтому растет их интерес к ГЦБ.

Несмотря на номинальное укрепление нацвалюты, реальный эффективный обменный курс (взвешенный по основным торговым партнерам) в январе 2018 года практически не изменился. Это говорит о том, что замедление инфляции в

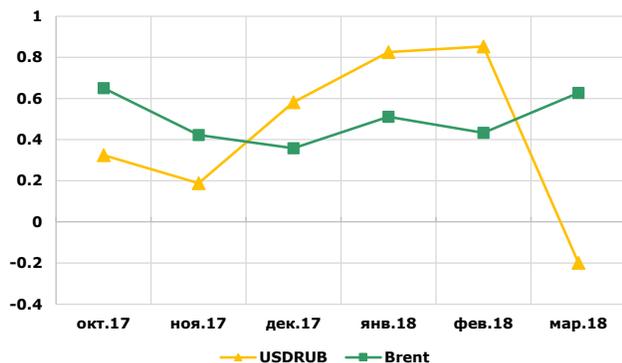
стране по сравнению с внешним миром отчасти нивелировало реальное укрепление валютного курса. Индекс реального курса находится на уровне последедевальвационного периода, соответственно, в реальном выражении запас прочности и устойчивости тенге сохраняется.

Реальный курс тенге к рублю в январе 2018 года находился на уровне реального курса в начале прошлого года (февраль 2017 года). Дифференциал годовой инфляции в РФ и Казахстане в феврале составил около 5% (6.8% и 2.2%), при этом номинальное обесценение среднего курса тенге к рублю за данный период также составило 5% (с 5.47 в феврале 2017 до 5.77 в январе 2018 года). Более быстрая динамика замедления инфляции в РФ способствует номинальному обесценению тенге к рублю, что позволяет реальному индексу обменного курса нацвалюты к российскому оставаться достаточно стабильным без сильного укрепления.

По нашим расчетам, в январе-феврале 60-70% изменения курса объяснялось изменением курса рубля к доллару, однако уже в марте связь между российской валютой и тенге снизилась. При этом с начала года усилилась корреляция между ценой на нефть и нацвалютой (~63% в марте против ~36% в декабре). Видимо на валютном рынке тренд повышения цен на нефть стал основным, на ослабление связи тенге от рубля в марте скорее всего повлияли внутренние факторы: в последние два месяца на рубль большее влияние оказывали налоговые выплаты и слабые макропоказатели, что и повлияло на снижение его зависимости от нефти.

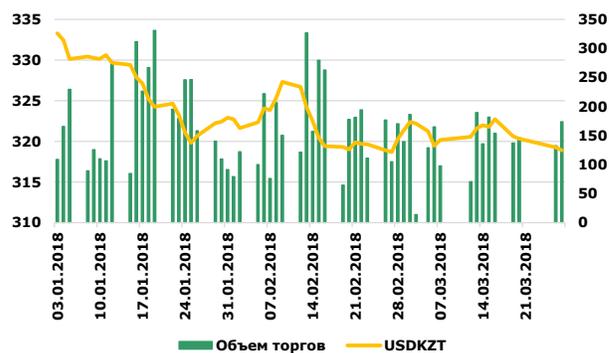
В целом, в условиях режима свободного плавания тенге, рост предложения валюты за счет увеличения торгового баланса в текущем счете отражается на укреплении нацвалюты. Мы считаем, что тенге фундаментально находится на более-менее справедливом уровне с потенциалом к ослаблению до 330-337 по причине ожидаемого сохранения отрицательного сальдо по текущему счету в 2018 году.

Рисунок 17. Корреляция тенге с ценой на нефть и курсом рубля



Источник: Bloomberg

Рисунок 18. USDKZT и объем торгов



Источник: KASE, Halyk Finance

Инфляция

По данным Комитета по статистике, потребительская инфляция в марте 2018 года составила 0,5% м/м (0,7% в феврале, 0,6% в январе), в годовом выражении 6,6%, уровень среднегодовой инфляции незначительно снизился до 7,2%. По нашей оценке, сезонно-скорректированные цены в марте увеличились на 0,6% м/м, в сравнении с 0,4% м/м в среднем в предыдущие три месяца. С начала года цены повысились на 1,8%, на продовольственные на 2,2%, на непродовольственные на 1,3% и на 1,7% на платные услуги.

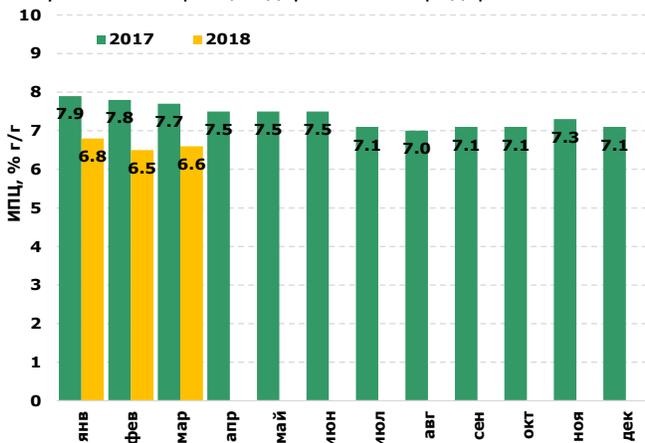
Обменный курс тенге к доллару США в марте этого года укрепился на 0,4% до 320,7 (в среднем за март) и на 3,9% к началу года. Укрепление национальной валюты имеет немаловажное значение при формировании инфляционных ожиданий ввиду высокой доли импорта на потребительском рынке.

Результаты опросов населения за февраль продемонстрировали продолжение тенденции ослабления инфляционных ожиданий населения, хотя несколько снизилась доля лиц, ожидающих снижения либо неизменного положения цен, а также немного увеличилась доля лиц, ожидающих девальвации тенге. Доля респондентов, ожидающих ускорения роста цен в следующие 12 месяцев показала снижение третий месяц подряд до 15,9% в феврале (10,3% в феврале 2017г.) после достижения пика в 21,3% в ноябре 2017г. Доля респондентов, ожидающих снижения либо неизменного положения цен уменьшилась до 8,6% (15,5% в феврале 2017г.). В феврале, 44,2% (35,3% в феврале 2017г.) респондентов ожидают подорожания доллара США хотя это ниже 63,4% на пике в сентябре 2017г.

Хотя в целом инфляция стабилизируется, отдельные высоковолатильные товары и услуги: топливо, плодоовощная продукция, тарифы сдерживают более уверенное снижение инфляции. На это влияют недостаток внутреннего производства ГСМ, повышение цен на топливо в РФ включение инвестиционной составляющей в тарифы госмонополий, сезонные факторы и т.д. По итогам первого квартала инфляция с начала года выросла на 1,8%, против 2,3% в аналогичном периоде прошлого года. Во втором квартале этого года как мы полагаем инфляция скорее сохранится в рамках соответствующего квартала 2017 года в пределах 1,5%, где основное влияние на цены будут

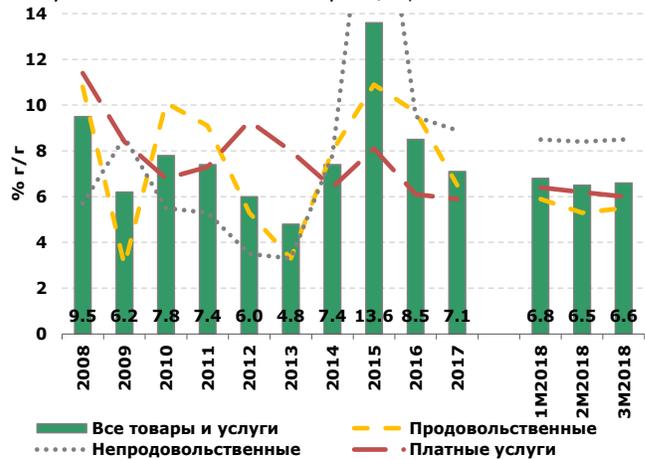
оказывать – продовольственные товары, топливо и услуги. Годовой уровень инфляции, по нашему мнению сохранится на текущем уровне в 6,6%.

Рисунок 19. Инфляция держится в коридоре НБРК



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 20. Компоненты инфляции, %



Источник: КС МНЭ, Halyk Finance

Фискальная политика

Итоги 2017 года

Дефицит официального госбюджета по итогам 2017 года достиг -Т1,5 трлн или -2,6% от ВВП, -1,6% от ВВП в 2016 году. Размер государственного долга за 2017 год увеличился на 2пп до 26% от ВВП страны, за счет выпуска гособлигаций на Т1 трлн и увеличения обязательств Нацбанка более чем на Т600 млрд в рамках схемы поддержки проблемных банков. Затраты госбюджета в размере Т1 трлн в пакете Т2,1 трлн на оздоровление банков определили дефицит официального госбюджета страны. При учете разового характера данных затрат можно говорить о приближении к сбалансированности госфинансов, не учитывая изменений по Нацфонду.

Консолидированный баланс бюджета страны (включающий движение средств по Нацфонду) ухудшился до -7% от ВВП, с -4,2% от ВВП в 2016 году и 6,3% от ВВП в 2015 году. Как уже отмечалось, значительные расходы госбюджета прошлого года обусловлены разовым выделением Т2,1 трлн банковской системе, без данной суммы размер дефицита опустился бы до более приемлемых 3% от ВВП.

Ненефтяной дефицит консолидированного бюджета (включающий движение средств по Нацфонду) в 2017 году вырос до 12,5% от ВВП с 9% от ВВП в 2016 году и 12% от ВВП в 2015 году, (без учета Т2,1 трлн для Фонда проблемных кредитов) он снизился до 8,5% от ВВП. В 2009 году на волне поддержки банков и экономики, размер ненефтяного дефицита достигал 13% от ВВП.

Доходы официального государственного бюджета в 2017 году без учета трансфертов Нацфонда выросли на 11% г/г до Т7,2 трлн, благодаря повышению налоговых поступлений на 13% при снижении неналоговых поступлений на 20% (неналоговые поступления 3% в совокупных доходах). Исполнение по налоговым поступлениям превысило план на 1,4%. Трансферты Нацфонда из-за выделения Т1 трлн на оздоровление банков увеличились наполовину до Т4,4 трлн. В разбивке по налоговым поступлениям наблюдается рост по КПН +7,1% г/г, ИПН +8,4% г/г, социальный налог +8,7% г/г, НДС +11,3% г/г.

Увеличение поступлений по ИПН и социальному налогу сопровождается ростом номинальной оплаты труда в экономике. Рост поступлений по КПН и НДС сопоставим с номинальным ростом экономики примерно на 10% и повышением импорта на 13% г/г за 2017 год. При этом, как мы уже отмечали структура роста экономики в прошедшем году слабо зависела от несырьевого сектора, в результате, поступления по НДС на товары и услуги, произведенные в РК увеличились всего на 1% г/г в номинале, а по импорту НДС вырос на 17% г/г. Немаловажную роль сыграло также улучшение налогового и таможенного администрирования.

Повышение нефтяных котировок на 23% г/г в 2017 году, рост экспорта нефти примерно на 10% и увеличение экспортной таможенной пошлины на нефть положительно отразились на поступлениях нефтяных доходов консолидированного бюджета (включающего движение средств по Нацфонду), выросших на 60%. Одновременно доля нефтяных доходов в консолидированных доходах бюджета, повысилась до 30%, с 22% в 2016 году, но пока ниже 32% по итогам 2015 года. Тогда как, ненефтяные налоги увеличились только на 11% г/г. Отметим, что рост налоговых поступлений был нивелирован снижением неналоговых поступлений, которые за 2017 год оказались на Т87 млрд ниже показателя 2016 года.

Рост цен на нефть при умеренном укреплении тенге привел к росту номинальной стоимости барреля нефти до максимума в Т20,5 тысяч в 4 квартале 2017 года. Ранее он достигал отметки в Т20 тысяч во втором квартале 2014 года при стоимости в \$110 за баррель. Таким образом за счет девальвации тенге в 2014 – 2015 годах нефтяные доходы госбюджета увеличились примерно на Т1 трлн, что сопоставимо с расходами на оборону либо финансированием госпрограммы «Нурлы Жол». В 2017 году укрепление среднегодового курса тенге с 342 до 326 тенге за доллар, по нашим оценкам уменьшило нефтяные доходы госбюджета, тем не менее стоимость нефти в тенге, за счет обменного курса продолжает компенсировать более низкие цены на углеводороды в сравнении со \$100 за баррель в 2011-2014 годах.

Затраты официального госбюджета в 2017 году повысились на 10% до Т10,4 трлн (без учета Т2,1 трлн для Фонда проблемных кредитов). Финансирование государственных услуг, включающих оборону, общественный порядок и другие выросло на 10,3% за год.

Расходы на образование, здравоохранение и культуру в 2017 году увеличились примерно на 11%, расходы на данные статьи соответствовали трети от всех затрат госбюджета.

Поступления в Нацфонд в 2017 году от предприятий нефтегазового сектора повысились на 77% г/г до Т2 трлн (не учитывают поступления ЭТП на нефть). Рост обеспечили поступления по КПН на 79% г/г, НДС +125% г/г, прочие налоги +43% г/г. Если, поступления по КПН и прочим налогам хоть как-то согласуются с ростом цены и объемов нефтедобычи, то сильный рост по НДС вероятно связан с большой разовой выплатой, в частности за январь месяц поступило более 50% от суммы поступлений за весь год.

Использование средств Нацфонда достигло Т4,4 трлн или \$13,5 млрд в 2017 году, что является крупнейшей суммой изъятия средств Нацфонда. В текущем году размер трансферта из Нацфонда уменьшается до Т2,6 трлн, а в дальнейшем сокращается до Т2 трлн в год с 2020 года.

Показатели госбюджета в январе-феврале 2018 года

При общей волатильной картине поступлений госбюджета доходы в январе-феврале выросли на 24,4% г/г и составили 18% от запланированных (16% в среднем в 2012-2016гг.). Поступления трансфертов Нацфонда выросли в 2,2 раза и составили 18% от запланированных на год, что несколько выше 16% в среднем в 2012-2016гг. Поступления в Нацфонд в январе-феврале 2018 года упали на 27% г/г и обусловлены меньшим поступлением по НДС, в свою очередь, в январе-феврале 2017 года их поступление превысило половину от годового объема 2017 года, что также сказывается на слабом показателе в этом году. Отметим также, что поступления от вывозной таможенной пошлины снизились на 23% г/г за январь-февраль, что невозможно пока объяснить, учитывая рост добычи нефти на 7% г/г в том же периоде и увеличением отгрузки нефти, к примеру, по системе КТК на 17% г/г не говоря уже о росте цены на нефть более чем на 20% в начале этого года. Вероятно в ближайшее время ситуация прояснится учитывая короткий промежуток времени прошедший с начала года.

Расходы госбюджета за первые два месяца 2018 года выросли умеренно на 9,6% г/г или 15% от запланированных (14% в среднем в 2012-2016гг.). Баланс госбюджета за первые два месяца этого года свелся с профицитом в Т106,7 млрд при планируемом дефиците в Т883 млрд на 2018 год. Таким образом, опережающий рост поступлений госбюджета включая трансферт Нацфонда в сравнении с расходной частью определили профицит госбюджета в январе-феврале этого года, при этом пока неясно, чем вызвано слабое поступление нефтяных доходов в начале этого года.

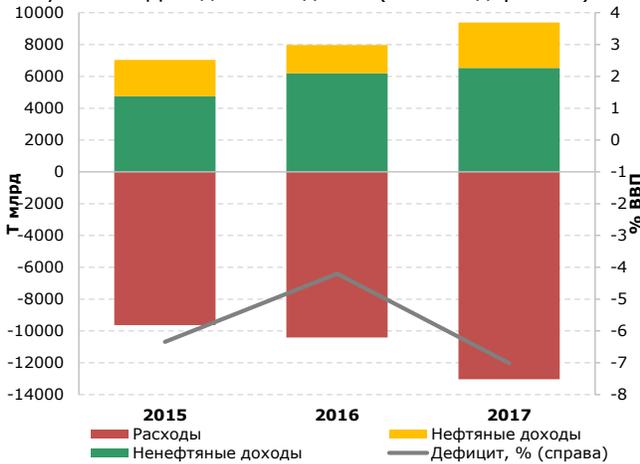
В целом дефицит консолидированного бюджета может составить 1,2% от ВВП, мы также ожидаем, что нефтефтяной дефицит в 2018 году снизится до 7,5% от ВВП.

Уточнение республиканского бюджета на 2018 год

Третьего апреля этого года правительство утвердило изменения в республиканский бюджет. Прогноз мировой цены на нефть при расчете госбюджета был повышен с \$45 ранее до \$55 за баррель. В результате этого доходы были повышены примерно на Т200млрд (нефтяные +1%, нефтяные +4%), затраты на Т400 млрд или +5%, дефицит соответственно увеличился примерно на Т200 млрд или +36%. Дефицит республиканского бюджета увеличился до -1,5% от ВВП, против -1,2% от ВВП первоначально.

Изменения, внесенные Правительством в республиканский бюджет, в очередной раз нарушили установленные ограничения по увеличению нефтефтяного дефицита. Так, в 2017 году он составил 12,6% от ВВП против потолка в 9,6% от ВВП, но тогда это обосновывалось разовым выделением средств на спасение банков. В уточненном прогнозе республиканского бюджета нефтефтяной дефицит повышен до 7,6% от ВВП при ограничении в 7,4% от ВВП. Таким образом вновь происходит нарушение установленных границ нефтефтяного дефицита, которое ничем не обосновывается.

Рисунок 21. Доходы госбюджета (консолидировано)



Источник: Минфин РК, Halyk Finance

Таблица 1. Параметры республиканского бюджета

	2018 год	Уточнение	Увеличение/снижение	
			номинально	%, пп
Поступления Т млрд	8 578	8 760	181	2%
% к ВВП	15.30%	15.30%	-	-
Доходы (нелефтяные)	5 271	5 312	41	1%
% к ВВП	9.4%	9.3%	-	-0.1пп
Доходы (нефтяные)	3306.9	3 447	140	4%
% к ВВП	5.9%	6.0%	-	0.1пп
Расходы Т млрд	9 226	9 643	417	5%
% к ВВП	16.5%	16.9%	-	0.4пп
Дефицит Т млрд	-648	-883	235.6	36%
% к ВВП	-1.2%	-1.5%	-	0.3пп
Дефицит(нелефтяной)	-3 955	-4 331	376	10%
% к ВВП	-7.1%	-7.6%	-	0.5пп

Источник: Минфин РК, Halyk Finance

Внешние счета

Экспорт и импорт в январе 2018 года (по последним данным Комитета по Статистике)

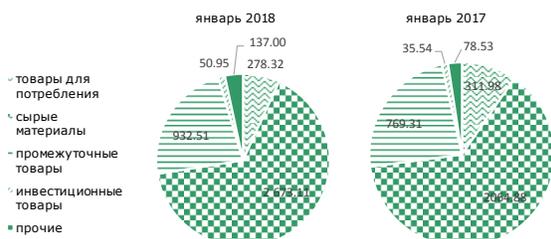
Экспорт в январе по данным Комитета по Статистике вырос на 23.4% г/г, импорт в по темпам отстает, +21.8% г/г. В структуре вывозимых за рубеж товаров, по нашей оценке, возросла доля сырых материалов до 66% против 63% от всего экспорта в прошлом году. Основными экспортными товарами остаются нефть и газ (64% от всего экспорта), медь и черная металлургия (~15%). Соответственно, по нашим расчетам, несырьевой экспорт составляет около 20% от всего экспорта, при этом его доля снизилась за год на около 4пп.

Если в прошлом году увеличение экспорта нефти проходило как за счет наращивания физических объемов, так и постепенного роста цен, то в начале 2018 года рост экспортной выручки был исключительно вызван ценовым фактором. Несмотря на увеличение добычи (+6% г/г), объемы поставок черного золота из страны в январе текущего года снизились на 2% г/г, при этом увеличились поставки на внутренний рынок.

Среди импортируемых Казахстаном товаров преобладают потребительские и обработанные (~36%) и капитальные товары (~30%). Рост импорта инвестиционных товаров в январе на 15% г/г сопровождается двузначным приростом инвестиций в машины и оборудование (на более 70% г/г). Потребительский импорт растет на фоне укрепления национальной валюты. В январе наблюдается значительное снижение импорта бензина (-47% г/г) вследствие окончания работ по модернизации НПЗ, падает также ввоз сырых материалов (-18% г/г) на фоне активного внутреннего промышленного производства.

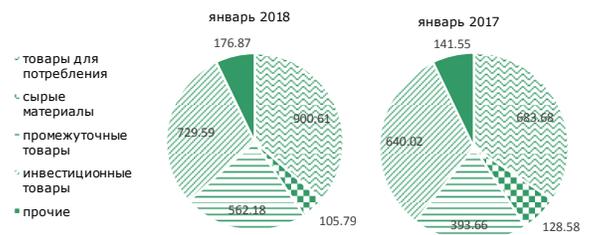
По нашим ожиданиям, чистый экспорт страны будет продолжать обеспечивать значимый вклад как в рост ВВП (~2пп), так и в сокращение дефицита текущего счета, однако с некоторым замедлением (ввиду высокой базы и прироста импорта). Рост потребления на фоне восстановления реальных доходов, на наш взгляд, выступит компенсирующим фактором.

Рисунок 22. Структура экспорта товаров



Источник: КС МНЭ

Рисунок 23. Структура импорта товаров



Источник: КС МНЭ

Платежный баланс за 2017 год

Торговый баланс

Экспорт товаров в 2017 году вырос на 32.3% по сравнению с прошлым годом. В структуре экспорта заметно существенное увеличение экспорта сырых материалов до 69.5% от всех вывозимых за рубеж товаров (для сравнения 59% в 2016 году). Прирост экспорта в основном был обеспечен продажей сырой нефти как за счет ценового фактора, так и за счет наращивания физического объема. Из 72.9 млн т добытой нефти в стране, в течение года было экспортировано около 68.5 млн т (+11.5% г/г), в 2017 году средняя стоимость казахстанской нефти составила \$387 за тонну, ~\$53 за баррель (+25% г/г).

Импорт товаров согласно данным НБРК увеличился на 13.5%, который на фоне подавленного спроса и отсутствия финансирования со стороны притока прямых инвестиций показывал замедление со второй половины 2017 года. Наибольший прирост в структуре импорта, по нашим расчетам, показали потребительские товары (+\$1 млрд до \$8.8 млрд), занимающие около трети всего импорта в страну.

Увеличение усредненного индекса цен экспортных товаров на 19% г/г (косвенно отражающие повышение мировых цен на нефть), по нашим расчетам, опередило темп роста индекса импортных товаров (+5% г/г), в результате условия торговли улучшились на 13% по сравнению с 2016 годом (когда, в среднем, индекс уменьшился на 8% г/г).

В целом улучшение условий торговли, согласно нашим оценкам, на 1% за год способствует росту торгового баланса на 1.5%, т.е. вклад на уровне ~20%. Таким образом, другие факторы как увеличение физических поставок экспорта, а также замедление динамики импорта во второй половине 2017 года, на наш взгляд стали решающими для улучшения торгового баланса почти в два раза (+90% г/г).

Торговый баланс по итогам 2017 года составил \$17.4 млрд (11% от ВВП), что почти в два раза выше значения в 2016 году (\$9 млрд, 6.7% от ВВП).

Текущий счет

Необходимо отметить, что НБРК опубликовал уточненные данные по платежному балансу. Корректировка произошла на около \$680 млн и коснулась в основном значения выплат доходов иностранным инвесторам. В результате, предварительные данные недооценили оттоки по первичным доходам на ~\$600 млн, что стало причиной сохранения дефицита текущего счета в 4 квартале 2017 года на уровне 1.5% от ВВП (по предварительным данным сложился практически нулевой дефицит).

Таким образом, в балансе текущего счета одну из ключевых статей являются инвестиционные доходы к выплате от прямых инвестиций. Однако ее значение заметно коррелирует с ростом экспорта (почти единичный коэффициент эластичности – ~0.9). Увеличение экспортной выручки вызывает репатриацию прибыли иностранными инвесторами. Отрицательный баланс услуг практически не изменился по сравнению с прошлым годом, -\$4.4 млрд.

По итогам года отрицательное значение текущего счета сократилось на 40% до \$5.35 млрд (3.4% от ВВП) против \$8.9 млрд в 2016 году (6.5% от ВВП), что почти совпадает с нашими ожиданиями.

Финансовый счет

Приток капитала по финансовому счету сократился в 2017 году на треть до \$5.7 млрд. Приток прямых инвестиций уменьшился сразу на 73% до \$4.5 млрд, при этом продажа активов НФ в составе портфельных инвестиций финансового счета обеспечила приток в \$5.8 млрд. Банки в течение года в основном занимались погашением обязательств, обеспечив отток в размере \$0.9 млрд.

Отмечается сохранение отрицательного значения статьи ошибки и пропуски, что может говорить о незарегистрированном оттоке капитала и является негативным фактором в динамике платежного баланса. В 2017 году значение расширилось до \$2.3 млрд, или 1.4% от ВВП (-\$0.2 млрд в 2016 году).

Финансирование платежного баланса, ошибки и пропуски, общий баланс

Резервные активы НБРК по операциям платежного баланса по результатам года уменьшились на \$1.6 млрд, что видимо вызвано снижением валютных обязательств НБРК перед БВУ, вместе с тем наращивание объемов монетарного золота и его стоимости, а также операции по конвертации активов НФ компенсировали данное уменьшение (ЗВР Нацбанка увеличились за год на \$1 млрд). В результате общий платежный баланс составил -\$1.6 млрд.

Мы также отмечаем, что несмотря на прирост ЗВР Нацбанка в 2017 году на \$1 млрд до \$30.7 млрд, для финансирования операций платежного баланса были использованы резервные активы НБРК в размере \$1.6 млрд, что является максимумом за последние три года. Таким образом, несмотря на сокращение дефицита текущего счета в 2017 году, значение ошибки и пропуски также достигло достаточно высокого уровня, почти 1.4% от ВВП, что может быть вызвано либо занижением величины оттока (занижение импорта, доходов к выплате, неучтенное увеличение активов, уменьшение обязательств), либо завышением притока (завышение экспорта, доходов к получению, неучтенное увеличение обязательств, уменьшение активов).

Поэтому сложилась двойственная картина по платежному балансу страны, с одной стороны повышение цен на сырьевых рынках и увеличение поставок экспорта способствовали сокращению дефицита текущего счета, однако, с

другой стороны, беспокоит достаточно высокое значение неучтенного оттока капитала. В данных условиях (при комфортном уровне резервных активов страны) основным фундаментальным фактором, влияющим на курс в среднесрочной перспективе, остается торговый баланс. Соответственно, цены на нефть, которые в целом сохраняют благоприятные перспективы в 2018 году (как один из главных компонентов экспорта), на наш взгляд, будут оказывать непосредственное влияние на обменный курс.

Рисунок 24. Дефицит текущего счета уменьшается

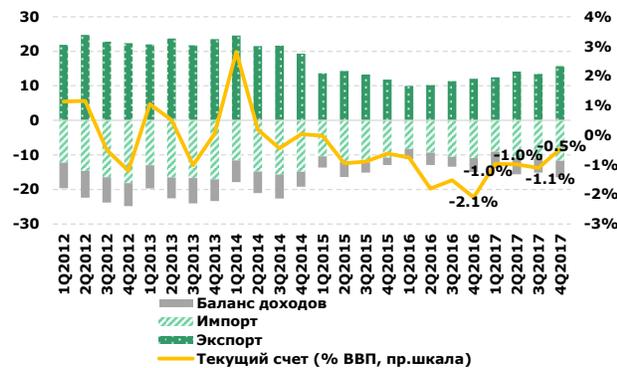
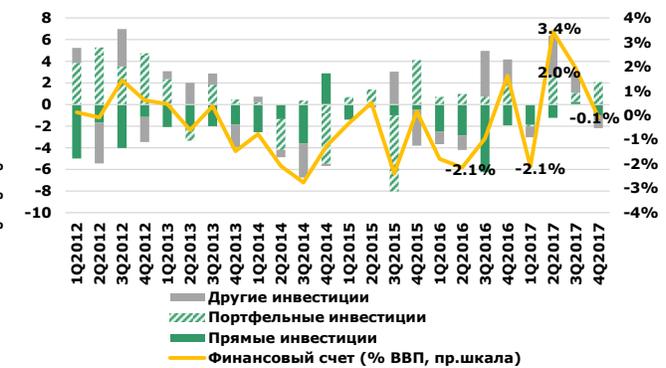


Рисунок 25. Финансовый счет без учета портфельных инвестиций НацБанка и Правительства



Источник: НБРК, Halyk Finance

Источник: НБРК, Halyk Finance

Консолидированные международные резервы

Консолидированные международные резервы в феврале текущего года по уточненным данным составили \$90.4 млрд. С начала года рост резервов был обеспечен за счет активов НФ и наращивания золота на почти \$1.6 млрд, активы в СКВ продолжают снижение (~\$300 млн). Рост валютных активов НФ сразу на \$1 млрд в январе связан либо с начисленным инвестиционным доходом, либо с переводом тенговых остатков в валюту из бюджета на счета НФ в НБРК, так как налоговые платежи по сравнению с уровнем использования были ниже в 4 раза.

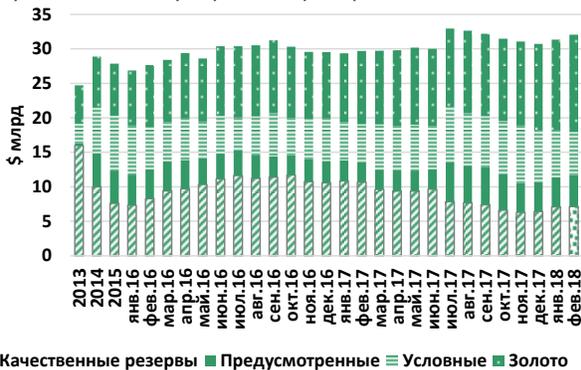
Отметим, что уточнение суммарных резервов (активы НФ+НБРК) в сторону снижения произошло на около \$400 млн в результате переоценки валютных резервов регулятора с \$18.40 млрд – согласно предварительным данным в начале марта до \$17.96 млрд – пересмотренные данные. Таким образом, в феврале резервы страны снизились на около \$305 млн, при этом уровень активов регулятора в золоте и активов НФ за месяц практически не изменился.

Продолжение отрицательной динамики валютных резервов регулятора видимо говорит о сохраняющемся дефиците текущего счета. Причиной также могло стать либо снижение валютных обязательств перед банками (условные обязательства регулятора, включающие, по нашему мнению, депозиты в валюте БВУ снизились на \$1.3 млрд с начала года), либо выплаты внешнего долга (в 1 квартале планировалось погасить около \$5.6 млрд – по данным на 1 октября). Отметим, что, по нашей оценке, намечилось небольшое восстановление качества активов НБРК: наиболее ликвидная часть резервов с начала 2018 года подросла на \$0.7 млрд.

Сравнивая уровень резервов с прошлым годом, значения в феврале намного ниже: валютные резервы регулятора за год снизились на \$1.1 млрд, при этом данное существенное падение активов НБРК компенсируется приростом активов в золоте на 2.4 млрд как за счет скупки, так и за счет прироста цены. Валютные резервы НФ за год уменьшились на \$4 млрд в феврале из-за увеличения целевого трансферта на обеспечение устойчивости банковского сектора на ~\$3.4 млрд.

В целом, в 2018 году ожидалось погашение около \$22 млрд (почти четверть от всех резервов страны) – активно возвращать долги будут другие сектора (доля в выплатах – почти 50%), также традиционно преобладают выплаты дивидендов прямым инвесторам (около 40%). Основной отток, согласно плану, приходится на 3-й квартал – \$6.2 млрд.

Рисунок 26. Международные резервы НБРК



Источник: НБРК

* Предусмотренные состоят из (1) ссуд, ценных бумаг и депозитов, (2) совокупных позиций по форвардам и фьючерсам и (3) прочих выплат. Условные, по нашему мнению, могут включать в себя депозиты банков в НБРК в иностранной валюте.

Банковский сектор

Ситуация в банковской системе нами подробно описывается в публикации, посвященной данной теме: [февраль 2018](#)

Фондовый рынок

Индекс KASE в 1 квартале 2018 года продолжает активный рост, индикатор на конец марта составил 2437 (+12.7% кв/кв, +56.5% г/г). В представительском списке KASE – 8 компаний. С 1 февраля в индикаторы были включены акции АО «Банк Астаны» и АО «БЦК», а также исключены акции АО «РД «КМГ».

Рост стоимости акций наблюдался почти у всех компаний, кроме АО «Kcell» (-6% кв/кв) до 1674 тенге и АО «Банк Астаны» (-4.3% кв/кв) до 1171 тенге. Лидерами роста за квартал стали акции Народного банка (+37%) до 113.2 тенге, а также АО «Казахтелеком» (+31%) до 26900 тенге. Цена за ценную бумагу АО «БЦК» подросла на 9.3% до 303.9, АО «КазТрансОйл» на 16.1% до 1552.2, АО «KazMinerals» на 2.7% до 3903, АО «KEGOC» на 2% до 1414.

На коррекцию цен акций АО «Kcell» в 1 квартале возможно оказывает влияние их переоцененность: в противовес достаточно скромным результатам в 1П2017 акции компании выросли на 30% во 2П2017 года. В январе компания планировала разместить Т30 млрд трехлетних облигаций под 11.5% для рефинансирования кредитных линий, однако удалось привлечь лишь Т4.95 млрд из-за недостаточного спроса.

Значительный рост акций АО «Казахтелеком» происходит на фоне новостей о возможном выкупе доли Telia в Kcell и, таким образом, компания может стать главным акционером крупнейшего мобильного оператора. Стоимость акций Казахтелекома продолжает динамику прошлого года за счет повышения инвестиционного спроса: во 2П2017 (+40%) наблюдался значительный рост цен на акцию компании на фоне улучшения макроэкономических индикаторов экономики РК, хороших финансовых результатов, а также принимая во внимание потенциал роста доходов СП.

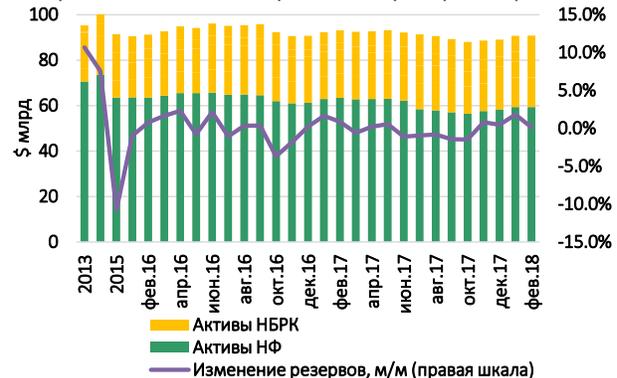
Акции АО «KazMinerals» растут на фоне сильных финансовых результатов за 2017 год, поддерживаемые ростом производства и цен на медь.

Причинами удорожания акций АО «КазТрансОйл» видимо стало увеличение цен на нефть и рост грузооборота в результате рекордной добычи нефти в стране в 2017 году. Также позитивное влияние на стоимость могли оказать новости об увеличении с 1 апреля тарифа на экспорт (+10%) и перекачку (в 2.5 раза).

Акции АО «KEGOC» выросли незначительно: в конце года компания сообщила о погашении Узбекэнерго задолженности, что позволило высвободить резервы на сомнительные долги. Однако, учитывая невысокую долю резерва, новость была достаточно нейтральной для стоимости акций.

Акции АО «БЦК» выросли несмотря на выход АО «Цеснабанк» из капитала банка. Определенную поддержку капитализации оказало участие банка в программе НБРК по повышению устойчивости системы.

Рисунок 27. Консолидированные резервы страны



Источник: НБРК

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».

© 2018, все права защищены.

Департамент исследований	Управление
Мурат Темирханов	Директор
Станислав Чуев	Заместитель директора
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Андрей Кожокару	Долевые инструменты

Департамент продаж	Инвесторы
Мария Пан	Директор
Динара Асамбаева	Институциональные
Айжана Туралиева	Институциональные
Шынар Жаканова	Розничные
Сабина Муканова	Розничные

Адрес:

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

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
a.kozhokaru@halykfinance.kz

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance