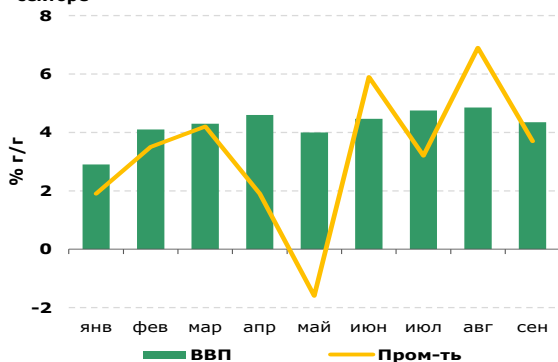


Асан Курманбеков

a.kurmanbekov@halykfinance.kz

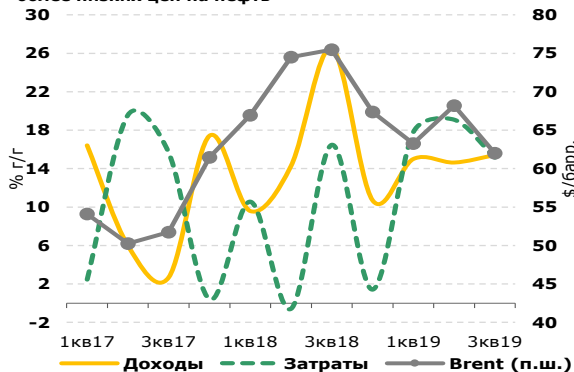
Ноябрь 2019 г.

Рис. 1. Ускорение роста ВВП сдерживала промышленность, отражая сервисные работы в нефтяном секторе



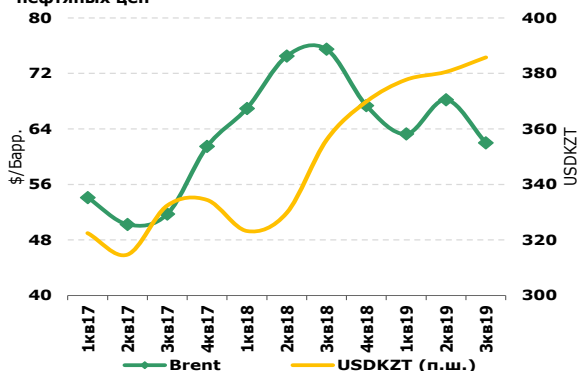
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 2. Затраты госбюджета опережают доходы на фоне более низких цен на нефть



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 3. Ослабление тенге компенсировало снижение нефтяных цен



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

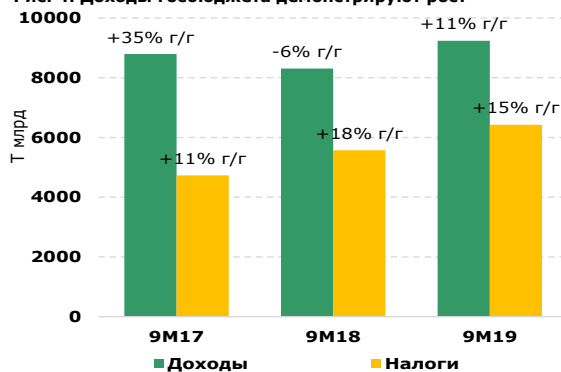
Внешние экономические условия. Цены на нефть марки Brent в отчетном периоде были почти на \$10 или на 11% ниже уровня прошлого года. Поводом для негативной динамики нефтяных цен стало наращивание добычи нефти в США, в то время как мировой спрос сокращался на фоне эскалации торговых диспутов.

За первые девять месяцев рост ВВП Казахстана находился не ниже 4% (исключая +2,9% г/г в январе). При этом в апреле рост экономики ускорился до 4,6% г/г, а в июле-августе держался у отметки в 4,8% г/г (рис.1). Однако на замедление темпов экономического роста весной и осенью оказывали сервисные работы сначала на месторождении Кашаган, потом на Тенгизе и Карачаганаке. Тем не менее, по итогам 9 месяцев рост ВВП составил 4,3% г/г, что является результатом мощного фискального импульса в текущем году на фоне незначительного снижения добычи нефти на 0,4% г/г и падения нефтяных котировок на 11% г/г. В октябре текущего года сервисные работы на месторождениях были завершены, и соответственно в оставшиеся два месяца года добывающий сектор перестанет оказывать сдерживающее влияние на рост экономики.

В текущем году в результате реализации мер по повышению благосостояния населения затраты госбюджета увеличились сразу на Т2,4 трлн, что эквивалентно примерно 3,5% от ВВП. Принятые меры положительным образом сказались на стимулировании деловой активности и были направлены на общеэкономические цели, а не на спасение отдельных банков, как это было ранее. Вследствие расширения затратной части госбюджета, темпы роста расходов за первые три квартала этого года были примерно в два раза выше аналогичного уровня прошлого года и превысили 17% г/г (рис.2).

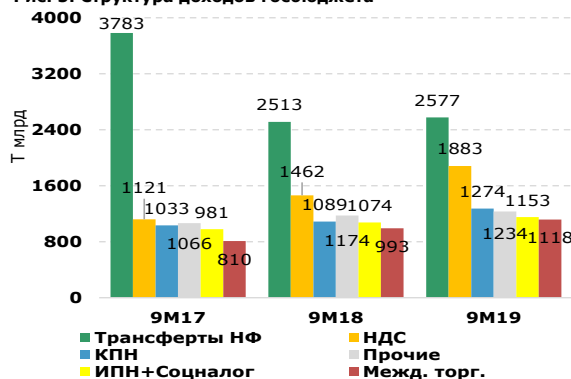
Тенге в течение всего периода гибко подстраивался под ситуацию на нефтяном рынке, следуя за котировками на углеводороды. Таким образом, ослабление тенге компенсировало не только падение цен, но и сокращение объемов добычи нефти в Казахстане, помогая сгладить давление на госфинансы (рис.3).

Рис. 4. Доходы госбюджета демонстрируют рост



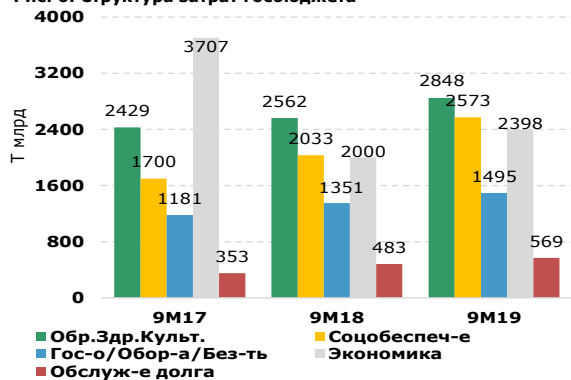
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 5. Структура доходов госбюджета



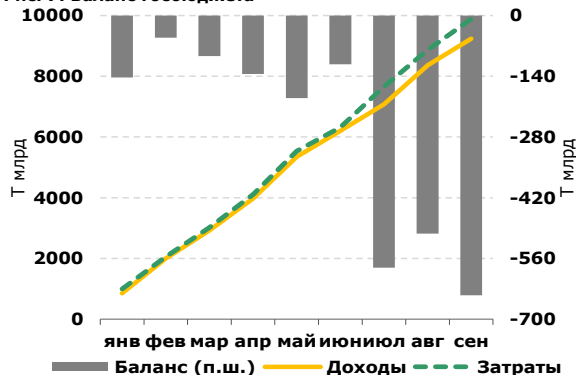
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 6. Структура затрат госбюджета



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 7. Баланс госбюджета



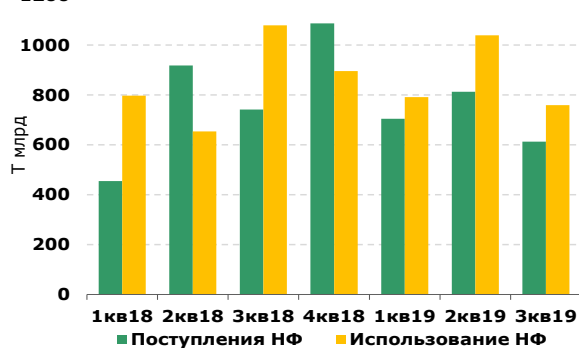
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Доходы госбюджета за 9М2019 года во многом сложились за счет поступлений от налогов, которые повысились на 15% г/г. В свою очередь объем трансфертов из Нацфонда увеличился незначительно на 2,6% г/г. Это, в свою очередь, привело к повышению доли налогов в поступлениях госбюджета до 70% (67% по итогам 9М2018 г.). По темпам роста сбора налогов на первом месте оказались налоги на добавленную стоимость показавшие рост на 29% г/г (30% г/г 9М2018 г.). Высокий темп роста продемонстрировали налоги на доходы компаний порядка 17% г/г, после 5,5% г/г в аналогичном периоде 2018 года. В результате падения цен на нефть налоги на международную торговлю повысились лишь на 12,6% г/г, против 22,6% г/г за 9М2018 г. Слабый темпы роста (>4% г/г) показала собираемость ИПН, что не согласуется с ростом размера номинальных зарплат на 14,6% г/г и положительным ростом занятых в экономике на 1,3% г/г. В целом, налоговые поступления в первой половине этого года демонстрируют несколько худшую динамику – исполнение по сборам налогов составило 69,8% к плану, против 70,6% и 72% в соответствующем периоде 2017 года и 2018 года. При этом в первой половине этого года отставание по собираемости налогов также было заметным, что можно соотнести с более слабыми доходами нефтяного сектора, которые пока не компенсированы улучшением администрирования собираемости налогов.

Затратная часть госбюджета в третьем квартале заметно увеличилась по сравнению с доходной, показав за 9 месяцев рост более чем на 17% г/г. В разрезе статей расходов традиционно выделяется сфера соцобеспечения с ростом в 27% г/г и расходы на экономику с увеличением почти на 20% г/г, расходы на обслуживание государственного долга повысились примерно на 18% г/г. В свою очередь затраты на госуслуги, оборону и безопасность увеличились более скромно на 12% г/г. Важно отметить, что из примерно Т1,5 трлн дополнительных расходов госбюджета (за 9М2019 г.) на затраты на экономику проходило только 27%, но при этом они включали существенные ассигнования на МФЦА и на компанию Астана ЭКСПО 2017, что позволяет говорить о низкой предполагаемой отдаче от фискального стимулирования, которое в основном пойдет на текущее потребление и окажет лишь кратковременный эффект на экономический рост.

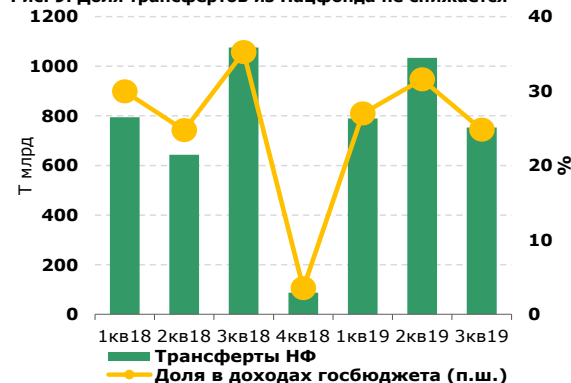
Баланс госбюджета после скромного дефицита в пределах -Т120 млрд в 1П2019 года резко увеличился до -Т645 млрд в сентябре 2019 года (рис.7). Размер дефицита госбюджета в соответствии с планом на текущий год определен в -Т1,4 трлн или примерно 2% от ВВП. Это существенно выше показателя -1,3% от ВВП в 2018 году, однако по историческим меркам и с учетом фискального стимула находится на достаточно умеренном

Рис. 8. Поступления в-/изъятия из Нацфонда



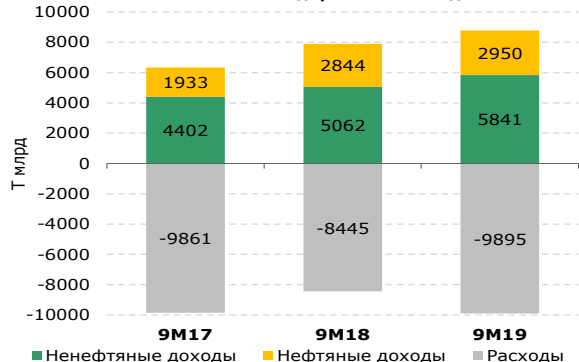
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 9. Доля трансфертов из Нацфонда не снижается



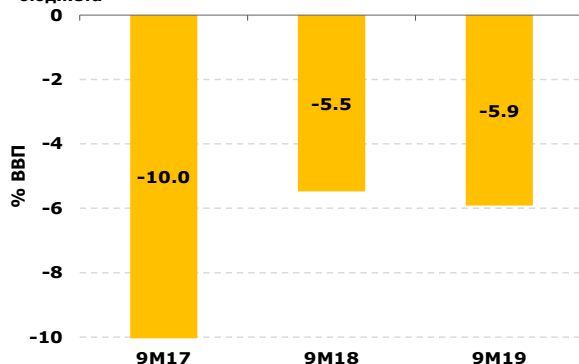
Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 10. Показатели консолидированного бюджета



Источник: Минфин РК, КС МНЭ

Рис. 11. Нефтегазовый дефицит консолидированного бюджета



Источник: Минфин РК

уровне в сравнении с дефицитом в -2,9% от ВВП в 2012 году и -2,2% от ВВП в среднем с 2010 года.

Поступления в Нацфонд за 9М2019 года почти не изменились в сравнении с аналогичным периодом 2018 года и составили Т2,1 трлн. Однако в третьем квартале они были самыми слабыми на уровне Т0,6 трлн, в сравнении с Т0,7 трлн и Т0,8 трлн в первом и втором кварталах 2019 года. За тот же период размер трансферта в бюджет составил Т2,6 трлн, т.е., не учитывая инвестиционного дохода, расходы средств Нацфонда превышают поступления в него на Т0,5 трлн. При этом доля трансфертов в совокупных поступлениях госбюджета в среднем равна 28% за январь-сентябрь. Совокупные активы Нацфонда с начала года увеличились на Т1 трлн до Т26,4 трлн и произошло это в основном из-за валютной переоценки. Однако относительно ВВП активы фонда снизились с 41% до 39%, что является минимальным значением с 2014 года.

Нефтяные доходы за 9М2019 года повысились на скромные 4% г/г в сравнении с ростом на 47% г/г в аналогичном периоде прошлого года. Как уже отмечалось выше, внешние экономические условия в текущем году под влиянием падения цен на нефть складываются неблагоприятно, соответственно ослабление тенге позволяет достигать приемлемого положительного эффекта даже в таких неблагоприятных для бюджета условиях. Нефтяные поступления напротив увеличились более существенно на 15,4% г/г, незначительно улучшившись с 15% г/г за 9М2018 года. В результате опережающего роста поступлений ненефтяных доходов доля нефтяных доходов в консолидированном доходе бюджета (с учетом операций Нацфонда) снизилась с 36% в аналогичном периоде прошлого года до 34% за 9М2019 года.

Размер ненефтяного дефицита за 9М2019 года умеренно повысился до -5,9% от ВВП с -5,5% за 9М2018 года (рис.11). Рост ненефтяного дефицита целиком обусловлен существенным расширением бюджетных расходов на стимулирование экономики и повышение доходов населения.

Рис. 12. Размер правительственного долга



Источник: ВБ

Правительственный долг с начала этого года повысился на 10,5% до Т12,9 трлн. Порядка 80% этого роста было обеспечено за счет привлечения заемных средств внутри страны, оставшаяся часть обеспечивалась внешними источниками – в основном за счет выпуска евробондов. В конце сентября Минфин разместил евробонды двумя траншами на сумму 500 млн евро со сроком обращения 7 лет и ставкой купона 0,6%, и на сумму 650 млн евро со сроком обращения 15 лет и ставкой купона 1,5%. Такая низкая стоимость заимствования для республики сложилась на фоне установившихся низких процентных ставок в Еврозоне.

Наше мнение

Рост экономики Казахстана в третьем квартале ускорился до 4,6% г/г с 4,4% г/г во втором квартале, что было достигнуто за счет меньшего сокращения объемов добычи нефти во время проведения технических работ чем ожидалось ранее, высокого уровня бюджетных расходов и инвестиций. Ухудшение внешней конъюнктуры, выразившееся в падении нефтяных цен более чем на 10%, было автоматически компенсировано соответствующим обесценением тенге, которое положительно отразилось на доходной части бюджета. На фоне усиления экономического роста, налоговые поступления также демонстрируют высокий темп – на уровне выше +15% г/г. В свою очередь расходная часть госбюджета увеличилась сильнее доходной – на 17% г/г. При этом менее 30% затрат госбюджета за 9 месяцев этого года было инвестировано в экономическое развитие страны, тогда как львиная доля расходов была направлена на финансирование текущего потребления государства и частного сектора в виде затрат на оборону, государственные услуги, повышение зарплат, социальное обеспечение. Значительные ассигнования бюджетных средств на непроизводительные сферы в конечном счете окажут лишь кратковременное влияние на рост экономики, в то время как более продолжительный негативный эффект будет находить отражение в увеличении расходов на обслуживание увеличившегося госдолга. К примеру, если в 2010-2013 годах расходы на обслуживание долга были на уровне менее 0,5% от ВВП ежегодно, то с 2016 года они в среднем равняются 1% от ВВП, т.е. остро стоит вопрос необходимости повышения экономической отдачи от расширяющихся расходов государственного бюджета, что происходит на фоне поступательного сокращения резервов Нацфонда до менее 40% от ВВП с 63% от ВВП в 2015 году.

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
Жансая Кантаева	Долговые инструменты
Таир Байгунов	Долевые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
zh.kantayeva@halykfinance.kz
t.baigunov@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Айжана Молдахметова	Институциональные инвесторы
Асель Байжанова	Институциональные инвесторы
Жанна Нуралина	Розничные инвесторы
Шынар Жаканова	Розничные инвесторы
Алия Абдумажитова	Розничные инвесторы
Алия Мухаметжанова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
a.moldakhmetova@halykfinance.kz
a.baizhanova@halykfinance.kz
zh.nuralina@halykfinance.kz
sh.zhakanova@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