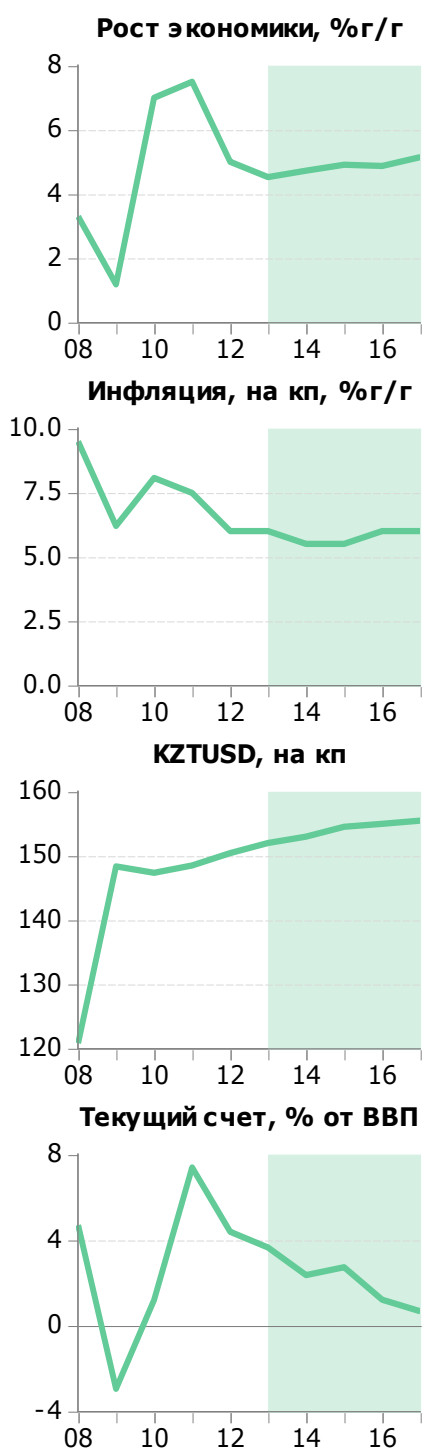


### Несогласованные реформы

15 марта 2013 года

**Мадина Курмангалиева**  
Madinak2@halykbank.kz  
7(727) 330 01 57

**Нурфатима Джандарова**  
Nurfatimad@halykbank.kz  
7(727) 330 01 57



**Мировая экономика** продолжает восстанавливаться замедляющимися темпами. Это в большей степени относится к западным развитым экономикам, отягощенным долгом, и в меньшей к странам Азии и развивающимся рынкам, которые зависят от внешнего спроса. Глобальное замедление не могло не сказаться на Казахстане.

**Темпы роста** замедлились в 2012 году до 5,0% после двух лет относительно быстрого роста. Замедление было связано с ослаблением внешнего спроса, ужесточением фискальной политики и нехваткой доступного финансирования, которая продолжит сдерживать инвестиции реального сектора. Потребительский спрос продолжает поддерживать рост в секторе непремещаемых товаров и услуг. Инфляция в 2012 году осталась умеренно высокой несмотря на меры по административному контролю цен.

Обменный курс остается видимо стабильным на спотовом рынке благодаря угрозе валютных интервенций центрального банка. Однако, высокая волатильность на офшорных форвардах подчеркивает сильную зависимость монетарных условий Казахстана от внешних факторов. Продолжающееся ухудшение торгового баланса и сохраняющийся дефицит финансового счета будут оказывать возрастающее давление на обменный курс в 2013 году.

**Ужесточение фискальной политики** может оказаться более сильным, чем заложено в бюджете 2013 года в связи с излишним оптимизмом в доходной бюджета. Первыми под сокращение попадут инвестиционные статьи бюджета.

Произошедшее в феврале **усиление мандата центрального банка** было направлено на решение внутренних задач экономики, а именно обеспечения экономики кредитом, поддержания финансовой стабильности и стабильности цен. НБК начал применять новое для него инструменты по предоставлению ликвидности банкам с целью усиления трансмиссионного механизма, собирается ввести жесткие нормативы по качеству активов, начал операции с государственными бумагами на вторичном рынке, возможно введет дифференцированные по срочности минимальные резервные требования.

**Неожиданные планы правительства по национализации пенсионных фондов** скорее всего приведут к катастрофическому падению качественных и количественных показателей развития

финансового рынка. Мы считаем, что данный шаг не решит проблем накопительной пенсионной системы, а только усугубит их и может полностью дискредитировать идею накопительных пенсий.

## Оглавление

Введение .....	4
Мировая экономика .....	5
Экономика Казахстана .....	7
Стагнация экспортно ориентированного сектора .....	7
Проблемы банковского сектора сдерживают инвестиции.....	8
Фискальное стимулирование поддержало потребление.....	9
Среднесрочный рост останется медленным.....	9
Ослабление обменного курса .....	10
Замедление инфляции.....	11
Денежно-кредитная политика.....	12
Стабильность ставок против стабильности курса .....	12
Улучшение качества активов «под контролем» .....	12
«Укрепление» рынка государственных ценных бумаг.....	13
Стимулирование долгосрочного фондирования банков.....	13
Фискальная политика .....	15
Последние изменения в бюджетной системе .....	15
Замедление роста бюджетных расходов .....	15
Реформа пенсионной системы и ее последствия.....	16
Сектора в графиках .....	18
Сельское хозяйство.....	18
Экспортно ориентированная промышленность .....	19
Промышленность, ориентированная на внутренний спрос .....	22
Строительный сектор .....	25
Потребительский спрос.....	27
Квартальные прогнозы.....	30

## **Введение**

За последнее время Правительство Республики Казахстан озвучило ряд инициатив касающихся отечественного финансового сектора. Одной из таких инициатив стало поручение президента Казахстана Национальному Банку обеспечить банковский сектор дешевым долгосрочным фондированием с целью стимулирования роста долгосрочных кредитов и инвестиционной деятельности отечественных компаний, которая показывает вялый рост со времен кризиса в связи с недостаточностью фондирования. Таким образом, изменения в денежно-кредитной политике НБК, озвученные в феврале и направленные на усиление трансмиссионного механизма, введение принудительных мер по очистке балансов банков от плохих активов, а также предоставление возможности выкупа среднесрочных тенговых облигаций банков пенсионными фондами были, если не ожидаемыми, то хотя бы согласующимися с предыдущими заявлениями правительства.

Однако, решение об объединении всех пенсионных активов граждан в Единый пенсионный фонд под управлением НБК стало настоящим шоком для большинства участников рынка. По нашему мнению, реформа пенсионной системы не согласуется с целями правительства по улучшению состояния финансовых услуг. Решение объединить пенсионные фонды, вполне вероятно, приведет к ухудшению емкости и эффективности финансового рынка, снижению обоснованности инвестиционных решений. Данная реформа может нанести ущерб инвестиционной деятельности Казахстана, а следовательно и перспективам роста отечественной экономики.

На фоне вялого инвестиционного спроса и стагнации экспортно-ориентированного сектора, экономический рост Казахстана существенно снизился. Фискальная политика становится жестче, а вместе с ней снизится и потребительский спрос, который последние два года оказывал существенную поддержку росту экономики. Вероятность скорого улучшения внешнего спроса невысока, а перспективы роста инвестиций, с учетом реформы пенсионной системы, лишь ухудшаются.

## **Мировая экономика**

Вступая в 2013 год, мировая экономика продолжает процесс медленного восстановления. Глобальный рост снизился с 4,2% в докризисный период<sup>1</sup> и 3,8% в 2011 году до ~3,0-3,2% в 2012 году. Замедление в 2012 году связано с необходимостью проведения фискальной консолидации в экономиках потребления, а хрупкое состояние – с высокой задолженностью. Высокая задолженность населения сдерживает потребительский спрос и ослабляет балансы кредитуемых их банков. Высокий госдолг, включая неявные обязательства бюджета, ограничивает возможности и эффективность фискального стимулирования. Разногласия относительно путей и перспектив решения долговых проблем Европы и США создают неопределенность, ослабляющую уверенность потребителей и производителей. Предпосылок для ослабления этих сдерживающих факторов пока не наблюдается. В то же время, развивающиеся рынки, имеющие более низкий уровень госдолга и способные благодаря этому проводить менее проциклическую фискальную политику, сохраняют значительный потенциал роста. Ослабление спроса развитых рынков замедлило рост экспортеров Китая и других развивающихся рынков, но возможности роста за счет внутреннего спроса и региональной торговли еще далеко не исчерпаны. Однако, полное раскрытие этого потенциала возможно только на долгосрочном горизонте, так как потребует глубоких институциональных и структурных реформ.

Экономика США начала 2012 год на подъеме, но замедлилась во второй половине. Рост на 2,2% в 2012 и на 1,8% в 2011 году сделал возможным постепенное снижение уровня безработицы с 9,6% в 2010 и 9,0% в 2011 до 8,1% в 2012 году, намного выше докризисного уровня. Инфляция снизилась до 1,7% в 2012 году после скачка до 3% в 2010 году. Замедление экономики потребовало от ФРС возобновления программы количественного смягчения, в этот раз в виде покупки до \$40 млрд ипотечных бумаг в месяц в течение неограниченного времени и клятвенных обещаний низких ставок до середины 2015 года. Переизбрание Обамы не разрешило проблему «фискального обрыва» из-за разногласий относительно безопасного уровня долга и полезности дальнейшего фискального стимулирования. Откладывание фискальной консолидации позволяет США поддерживать положительный рост, но в отсутствие инвестиционного спроса перспективы устойчивого роста маловероятны.

После двух лет восстановления вновь оказалась в рецессии Еврозона, сжавшись на 0,5% в 2012 году после 1,4% роста в 2011, 2,0% роста в 2010, и сжатия на 4,4% в 2009 году. Безработица остается высокой и продолжает расти: 10,2% в 2011 и 11,2% в 2012. Инфляция остается стабильной в рамках целевого коридора: 2,2% в 2012, 2,7% в 2011, 2,3% в докризисный период. Экономическая неоднородность стран Еврозоны и сложность фискальной координации продолжают сдерживать рост в Европе. Поддержка со стороны ЕЦБ и МВФ странам периферии облегчила им условия заимствования, но снижение бюджетного дефицита остается ключевым условием предоставления помощи. Благополучные страны возражают против социализации потерь за счет налогоплательщиков, что ставит периферию перед выбором между болезненной фискальной консолидацией и реструктуризацией банков с одной стороны и выходом из Еврозоны с другой. На долгосрочном горизонте улучшение экономической активности в

<sup>1</sup> Здесь и далее, показатель докризисного периода - среднее за 2000-2007 годы

странах Евразии будет связано с более глубокой интеграцией в области финансового регулирования и фискальной политики. Однако, на ближайшие два года перспективы роста остаются слабыми.

На фоне проблем внешнего спроса и ужесточения монетарной политики, рост экономики Китая замедлился до рекордно низкого уровня 7,8% в 2012 после 9,2% в 2011 и 10,5% в 2000-2007 годы. Инфляция снизилась до 2,5% в 2012 после 4,1% в 2011 и 2,1% в 2000-2007 годы. Безработица остается стабильной на уровне 4,1%.

Замедлилась и российская экономика до 3,4% в 2012 году после 4,3% роста в 2010 и 2011 годы и 7,0% в докризисный период. Инфляция остается высокой на уровне 6,6% за 2012 год и 6,1% за 2011 год, но все же ниже двузначной инфляции докризисного периода. Безработица упала с 6,6% в 2011 до 5,6% в 2012 году.

Умеренный рост китайской экономики и стагнация в развитых странах мира в среднесрочной перспективе говорит о сниженном спросе на энергоресурсы и металлы – основные статьи экспорта Казахстана.

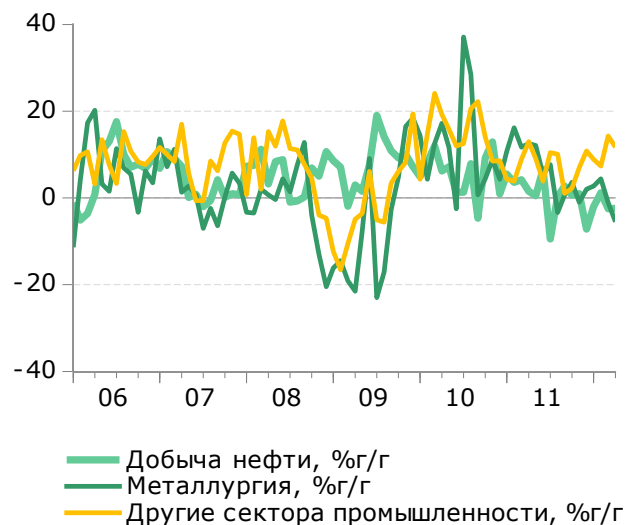
## Экономика Казахстана

Экономический рост замедлился в 2012 году до 5%. Замедление было связано в первую очередь с замедлением роста экспортно-ориентированной промышленности, со снижением урожайности и вялым инвестиционным спросом, ограниченным недостатком кредитования. Поддержку экономике продолжал оказывать потребительский спрос, наиболее сильный, но идущий на убыль компонент совокупного спроса.

### Стагнация экспортно ориентированного сектора

Добыча нефти снизилась незначительно, всего на 1%, однако ее доля в номинальном выпуске весьма существенна и составляет более половины всей промышленной продукции. Отсутствие роста добычи нефти связано с ограниченностью производственных мощностей, а необходимость в модернизации инфраструктуры отразилась на снижении объема добычи в прошлом году. Резкое и весьма ощутимое падение в секторе металлургии (в основном черные металлы и некоторые цветные), другом крупном секторе промышленности, является результатом снижения внешнего спроса. Черная металлургия упала на 12%/г, тогда как рост добычи железной руды все же оставался чуть выше нуля. В то же время, данная тенденция не коснулась большинства наименований цветных металлов, где рост сохранился на весьма впечатляющем уровне. Например, производство рафинированной меди выросла на 8,5%/г, добыча свинца на 9,4%/г, цинка на 5,0%/г и хрома на 7,2%/г, однако добыча алюминия, марганца и драгметаллов показывала снижение в 2012 году.

**Рисунок 1. Промышленное производство: нефть, металлургия, остальные сектора**



Источник: САРК, расчеты ХФ

Прочие не экспортные сектора промышленности показали ускорение до 6,1%/г, после нулевого роста в 2011 году. Наиболее бурно развивались такие сектора как машиностроение (+33,4%/г), химическая промышленность (+24,7%/г) и производство продуктов питания (+18,9%/г), что объясняется ростом потребления и результатом инвестиций по карте индустриализации. Однако их доля в промышленности очень низка (в сумме 10% от выпуска всей промышленности).

Снижение в сельском хозяйстве (-17,8%/г) является результатом плохих погодных условий, которые привели к снижению урожайности. Объем сбора зерновых сократился на

52,3%, а овощей, наоборот, увеличился на 6,4%. Частично, снижение сбора пшеницы являлось результатом сокращением посевных площадей.

### **Проблемы банковского сектора сдерживает инвестиции**

Поддержку росту не оказывает и инвестиционный спрос. По результатам 9 месяцев 2012 года инвестиции в основной капитал выросли всего на 11,6%/г в номинальном значении, а в реальном значений выросли всего на 3,3%/г. Инвестиционная активность резко замедлилась с начала кризиса и до сих пор не восстановилась: если средний реальный рост капитальных инвестиций до кризиса составлял около 20%/г, то в последние годы он не превышает 4%. Проблема низкого инвестиционного спроса, вероятно, вызвана нехваткой доступного финансирования, как со стороны банков, так и на финансовом рынке.

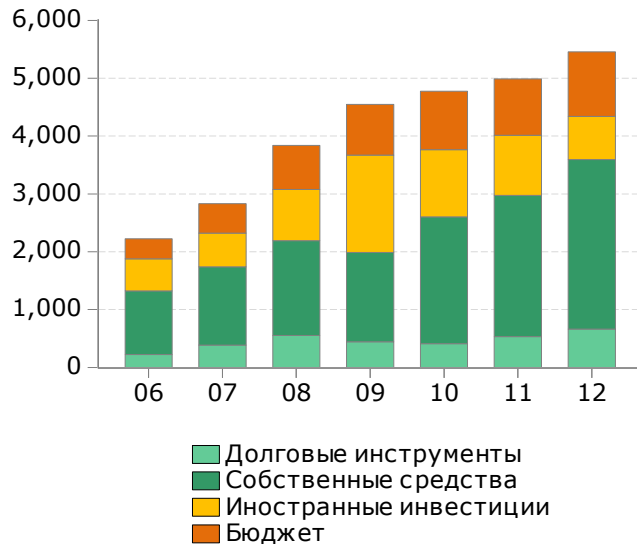
Аналогичная ситуация и с инвестициями, финансируемыми из средств бюджета (снижение с 48% годовых до 10%), из иностранных источников фондирования (26% против -4%). Объем инвестиций, профинансированный из собственных средств предприятий, наоборот, ускорился с 16% до 22% годовых. Таким образом, в послекризисный период реальному сектору приходилось в меньшей степени полагаться на внешние источники финансирования средства. Доля собственных средств в финансировании инвестиций резко выросла – с 43% в 2008 до 86% в 2012 году.

На данный момент рост нового кредитования ограничен высокой долей неработающих кредитов и недостатком долгосрочного фондирования в банковской системе, что отражается в отставании выдач займов на длительный срок. За последние три года потребительское кредитование и кредитование оборотных средств росли в среднем по 16% и 12% в год, соответственно, тогда как более долгосрочные типы кредитования отставали от них. Кредиты на покупку основных средств росли за тот же период в среднем по 7% в год, ипотека и того меньше – всего по 3%.

Снижение долгосрочного фондирования в структуре обязательств банков связано с перекрытием притока дешевого иностранного капитала, который в докризисные годы банки привлекали в больших объемах и на свой риск трансформировали в кредиты внутренней экономике. Сейчас, стоимость внешнего фондирования существенно подорожало, а ужесточение регулирования в посткризисные годы сделало займы и выдачу кредитов в иностранной валюте еще дороже. Недоступен для банков также и внутренний рынок капитала ввиду ограничений, наложенных на пенсионные фонды, самых крупных институциональных инвесторов на, и без того неглубоком, финансовом рынке. Депозитная база растет уверенными темпами, однако депозиты, даже срочные, являются краткосрочным типом фондирования ввиду легкости частичного или полного изъятия средств клиентами банков. Таким образом, совместно с ростом депозитной базы растут и риски рефинансирования. Учитывая, что межбанковский рынок ликвидности недоразвит, а Национальный Банк проводит политику таргетирования обменного курса, вместо стабилизации ликвидности, данные риски вполне высоки.

Тем временем, невысокий инвестиционный спрос замедляет как текущий рост экономики Казахстана через снижение закупок основных средств и услуг по их инсталляции, так и на рост потенциального ВВП страны, что негативно отразится на росте в будущие периоды.



**Рисунок 2. Инвестиции**


Источник: САРК

### Фискальное стимулирование поддержало потребление

Рост бюджетных расходов<sup>2</sup> замедлился до 15,6% г/г, в особенности к концу года, что было связано с решением урезать запланированные бюджетные расходы на фоне невыполнения плана по доходной части бюджета. Однако, хоть расходы и замедлились, но все же оказали позитивное воздействие на экономику, в особенности через канал стимулирования потребительского спроса. Напомним, правительство увеличило зарплаты бюджетникам в начале 2012 года на 20% (после 25% роста в 2010 и 30% в 2011). Это немедленно отразилось на среднем уровне доходов всего населения.

Потребление населения выросло на 11,4% г/г по результатам 3-х кварталов 2012 года, благодаря описанному выше эффекту от фискального стимулирования, а также благодаря росту потребительского кредитования. Несомненно, часть роста спроса пришлась на потребительский импорт, который за 9М2012 года существенно вырос (на 30% г/г). В то же время, это помогло поддержать рост в таких секторах казахстанской экономики как: розничная торговля (12,9% г/г), пищевая промышленность (13,3%), сектор связи (9,6%), услуги по проживанию и питанию (13,3%), сектор развлечений и отдыха (15,3%), а также пассажирооборот (12,2%).

### Среднесрочный рост останется медленным

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе темпы роста экономики Казахстана останутся на сниженном уровне в районе 4,5-5,5%, основываясь на следующих факторах:

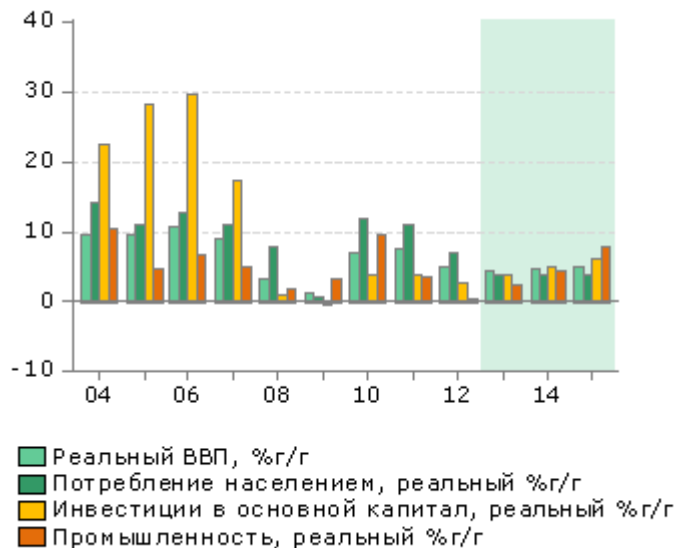
- 1) Дальнейшее снижение темпов роста запланированных бюджетных расходов (До 8% г/г). Вполне вероятно, что реальный рост окажется даже ниже запланированного, исходя из того, что план налоговых поступлений излишне оптимистичен, и его невыполнение вызовет сжимание расходов – то, что мы наблюдали в 2012 году. Также, план бюджета не подразумевает увеличения зарплат бюджетникам. Это вызовет замедление роста доходов населения, что мы уже наблюдаем с середины 2012 года, и

<sup>2</sup> Государственные расходы, включая бюджетные кредиты и операции с финансовыми активами.

отразится на совокупном спросе, а именно на тех отраслях промышленности и секторе услуг, которые росли за счет потребительского спроса.

- 2) Инвестиционный спрос, вероятно, останется невысоким ввиду того, что основные причины его замедления, а именно недостаток дешевого финансирования, пока не устранены. Более того, объединение пенсионных фондов в Единый фонд приведет к еще большему ухудшению ситуации с доступностью фондирования).
- 3) Экспортный спрос, по нашим ожиданиям, будет оставаться низким на металлы, тогда как по нефти ожидается небольшой рост на уровне 3% г/г за счет расширения запуска пробной эксплуатации на Кашагане, который добавит, по нашим расчетам, 2,2 млн тонн нефти во 2 полугодии 2013 года. Справочно, экспорт нефти в прошлом году составил 69 млн тонн, а годовая добыча – 79,2 млн. тонн. Темпы роста импорта, вероятно, несколько замедлятся на фоне снижения потребительской активности, однако все равно будут опережать рост экспорта.

**Рисунок 3. Прогноз роста**



Источник: САПК, расчеты ХФ

### Ослабление обменного курса

На протяжении последних 5 месяцев курс Тенге колебался в коридоре 150-150,9 KZT/USD. За год обменный курс ослаб на 1,6% на фоне ухудшения торгового баланса и дефицита по счету финансовых потоков. Темпы ослабления курса в 2012 году сдерживались за счет интервенций НБК, который продал \$2,7 млрд из золотовалютных резервов, чтобы перекрыть дефицит платежного баланса.

Со стороны текущего счета, в 2012 году наблюдался дальнейший рост импорта товаров и услуг (+16% г/г) до \$59,8 млрд, тогда как экспорт вырос всего на 5% до \$97,3 млрд. на фоне отсутствия роста цен и объемов экспорта нефти, что также сдержало рост доходов нерезидентов от прямых инвестиций в Казахстан на уровне \$24 млрд (-4%/г). В итоге, профицит текущего счета снизился на 36% г/г 2012 году до \$8.8 млрд.

Что касается финансового счета, приток прямых инвестиций в Казахстан оставался на уровне \$14 млрд, тогда как прямые инвестиции резидентов за рубеж снизились на 69%/г до \$1,4 млрд. В целом, баланс прямых инвестиций увеличился на 39%/г до \$12,7 млрд. В то же время, пополнение активов НацФонда выросло на 10%/г до \$14 млрд. В 2012 году

наблюдался рост внешнего заимствования реального сектора, судя по росту профицита счета средне- и долгосрочных займов до \$4.6 млрд. В то же время, в 2012 году банки продолжали снижать внешний долг (- \$1,5 млрд), а правительство Казахстана привлекло \$400 млн нового долга от институциональных инвесторов. В целом, если исключить счет прямых инвестиций и пополнение активов НацФонда, наблюдался существенный отток инвестиций, в основном по таким статьям как краткосрочные потоки капитала и ошибки и пропуски.

Мы ожидаем, что ослабление текущего баланса продолжится в среднесрочной перспективе, что приведет к умеренному ослаблению Тенге. В 1 квартале 2013 года давление слабых фундаментальных факторов на курс Тенге, вероятно, ослабнет ввиду сезонного снижения импорта и позитивной динамики роста цен на нефть, связанной с краткосрочными геополитическими факторами. В среднесрочной перспективе темпы роста импорта могут замедлиться ввиду ожидаемого снижения бюджетных трат и потребления. Однако, сильный Тенге будет продолжать поддерживать рост импорта, тогда как экспорт, вероятно, расти не будет. Запуск пробной добычи нефти на Кашагане, который ожидается во 2П2013, принесет только 3% дополнительного роста годового объема экспорта нефти в 2013 году, а цены на нефть в среднем по году ожидаются на уровне \$107,5 за баррель, что ниже уровня 2012 года. В последующие годы мы ожидаем, что стоимость нефти будет только падать в связи с замедлением глобального роста, упав ниже отметки в \$100 за баррель. Также, глобальное замедление уже коснулось цен на металлы и объемы казахстанского экспорта, где скорого восстановления ждать не приходится. По нашим прогнозам Тенге снизится до 152-153 KZT/USD на конец 2013 года.

С учетом смещения мандата НБК в сторону контроля инфляции мы ожидаем постепенное увеличение доли операций с гособлигациями и снижение доли валютных интервенций, а также усиление волатильности курса при снижении волатильности ставок на денежном рынке и их сближении с инфляцией.

### **Замедление инфляции**

Инфляция в 2012 году резко замедлилась и только под конец года подтянулась до 6%, оказавшись на нижней границы целевого коридора НБК. Инфляция в среднем за 2012 год составила 5,1%г/г по сравнению с 8,3% г/г в 2011 году.

Причина замедления инфляции кроется в административном регулировании цен монополистов-производителей коммунальных услуг, где правительство старается отложить на несколько месяцев ежегодный рост тарифов. Так, в связи с отсутствием роста тарифов коммунальщиков, инфляция в сезонно-скорректированном значении упала до 0-2% в годовом выражении в 1 квартале 2012 года, а потом вновь вернулась на уровень 7-8% с апреля по ноябрь, пока не упала до 5,1% в декабре 2012 года.

Мы ожидаем, что инфляция останется умеренно высокой в среднесрочной перспективе в коридоре 5-7%. Замедление роста зарплат и экспортных доходов приведет к более низкой инфляции на импортные товары и услуги частного сектора при опережающем росте цен на коммунальные услуги.

## **Денежно-кредитная политика**

В начале февраля НБК выпустил официальный документ, в котором указаны основные направления денежно-кредитной политики на 2013 год. Основными новеллами в области политики НБК стали: 1) внедрение нового инструмента по предоставлению ликвидности банкам с целью усиления трансмиссионного механизма, 2) введение нормативов по качеству активов и санкций для банков, которые их не выполняют, 3) выкуп государственных бумаг на вторичном рынке, а также 4) возможное ужесточение минимальных резервных требований по краткосрочным обязательствам банков. Отчасти, часть принятых решений можно связать с посланием президента РК на 2013 год, где Национальному Банку вменялось усилить контроль над финансовой системой, очистить банки от проблемных кредитов и вплотную заняться вопросами фондирования, а именно разработать «концептуально новую систему денежно-кредитной политики». В целом, наблюдается дальнейшее усиление мандата НБК, которое началось с объединения функций центрального банка и регулятора финансовой сферы в 2011 году.

### **Стабильность ставок против стабильности курса**

НБК продолжит «поэтапное внедрение нового трансмиссионного механизма». В прошлом году НБК изменил минимальные резервные требования, где принципиальным отличием от предыдущих нормативов стало введение дифференциации между краткосрочными и долгосрочными обязательствами. Также, в 2012 г. НБК возобновил операции РЕПО, которые были приостановлены в 2005 г. В этом году внедряется новый инструмент денежно-кредитной политики - аукцион по покупке ценных бумаг с обратной продажей. По планам НБК данный инструмент со временем станет основным инструментом денежно-кредитной политики по предоставлению ликвидности банкам, который должен заменить РЕПО. Перечень бумаг, разрешенных к покупке, включает государственные облигации Казахстана, а также прочие неназванные высоколиквидные бумаги. Также, НБК в перспективе может включить в перечень нерыночные активы, такие как права на займы хорошего кредитного качества, в случае наступления системного кризиса ликвидности.

Однако, НБК также вводит ограничение доступа к своим инструментам ликвидности. Во-первых, банки могут использовать аукционы не более трех раз в течение определенного срока. При нарушении ограничения КФН может подвергнуться банк проверке на финансовую стабильность и применить санкции к нему. Во-вторых, доступ будет закрыт для тех банков, которые, по мнению НБК, используют полученную ликвидность в спекулятивных целях.

Последнее, по нашему мнению, говорит о том, что НБК пока еще не готов отказаться от текущей политики таргетирования обменного курса. Ни один центральный банк в мире не в состоянии одновременно контролировать стабильность ставок/цен на внутреннем рынке и стабильность обменного курса. На данный момент, НБК проводит политику стабилизации обменного курса за счет интервенций на валютном рынке и в ближайшем будущем не намерен от них отказываться. Таким образом, в случае атаки на Тенге, банки будут отрезаны от источников ликвидности НБК, что вызовет резкий рост ставок на ликвидность.

### **Улучшение качества активов «под контролем»**

Работа трансмиссионного механизма затруднена в первую очередь тем, что банковский сектор испытывает серьезные проблемы с качеством активов. Для ускорения процесса

очистки балансов банков НБК вводит пороговое значение для доли неработающих займов в ссудном портфеле. Неработающие кредиты должны составлять меньше 20% портфеля с 1 января 2013 года и меньше 15% к началу 2014 года. В противном случае банки будут обязаны разработать и согласовать с НБК план по улучшению качества активов, используя внедренные в прошлом году механизмы по очистке портфеля: Фонд Проблемных Кредитов, дочерние организации банков по управлению стрессовыми активами, а также временные налоговые послабления по списанию безнадежных активов. Если НБК посчитает, что меры, предпринятые коммерческим банком, оказались недостаточными, НБК может наложить санкции на банк и его акционеров. В данном контексте неработающие кредиты определяются как кредиты с просрочкой свыше 90 дней.

Очевидно, что НБК получил строгие поручения по очистке балансов, в том числе, используя механизмы в рамках закона по минимизации рисков. На 1 января 2013 года 7 банков из 38 имели долю просроченных на более чем 90 дней кредитов выше 20% портфеля, включая ККБ, АТФ и реструктурированные банки. В целом, доля кредитов с просрочкой платежа свыше 90 дней составляет 17,6% от займов брутто сектора без учета БТА и Альянс банка.

#### **«Укрепление» рынка государственных ценных бумаг**

Национальный Банк сообщил о своем намерении выкупать государственные ценные бумаги на вторичном рынке с целью формирования кривой доходности по ГЦБ. Уже 12 февраля на специализированных торгах НБК приобрел государственные ценные бумаги на сумму в 10 млрд. тенге у пенсионных фондов. В списке приобретаемых бумаг было указано 106 наименований казначейских бумаг типа МЕККАМ, МЕУКАМ и МЕОКАМ, а также максимальные доходности по ним. Объем выкупа незначителен и составляет всего 0,5% от всех бумаг в обращении данного типа. Однако, такие торги, будут проводиться на постоянной основе.

#### **Стимулирование долгосрочного фондирования банков**

В ответ на поручение президента Казахстана Национальному Банку обеспечить банки, а следовательно экономику долгосрочным фондированием, Национальный Банк предложил рыночный способ финансирования банков. Он подразумевает выпуск среднесрочных облигаций банков, разрешенных для выкупа пенсионными фондами. Однако, документ не раскрывает деталей, так как данный механизм требует пересмотра регулирования банков и пенсионных фондов и еще не разработан в деталях. Также, вероятно, данное предложение поступило еще до объявления об объединении всех пенсионных активов, и, следовательно, пока что данная мера отходит на второй план, так как регуляторы в первую очередь заняты перекраиванием работы самой пенсионной системы. Пенсионные фонды с совокупным размером активов в \$21 млрд. являются самыми крупными игроками на отечественном рынке ценных бумаг, обладающими достаточным объемом фондов для предоставления долгосрочных фондов для банковской системы.

Для стимулирования роста долгосрочного финансирования в структуре банковских обязательств, НБК рассматривает возможность пересмотра минимальных резервных требований. На текущий момент МРТ составляют: 0% по внутренним долгосрочным

обязательствам составляет, 2,5% по краткосрочным внутренним и долгосрочным внешним обязательствам, 6% по краткосрочному внешнему фондированию. Вероятно, это означает, что спрэд между требованиями по краткосрочным и долгосрочным фондам будет расширен, что сделает долгосрочное фондирование относительно дешевле.

## Фискальная политика

### Последние изменения в бюджетной системе

Начиная с этого года, в бюджете предусмотрены так называемые условно-финансируемые расходы. Согласно определению, это те расходы, финансирование которых осуществляется при условии выполнения доходной части бюджета. В список условно-финансируемых проектов, доступном на сайте МинФина, входят, в основном, инвестиционные проекты, например, строительство и ремонт объектов образования, водоснабжения, дорог; развитие инфраструктурных и инженерно-коммуникационных проектов; развитие моногородов; реализация определенных проектов и мероприятий в рамках Программы занятости 2020 и программы «Доступное жилье». Общая сумма таких проектов в 2013 году составляет 200 млрд тенге. Мы считаем, что наличие такого механизма предоставляет государству дополнительные возможности управления бюджетным дефицитом, но в то же время, наносит вред непосредственно выполнению данных проектов в связи с высокой долей неопределенности относительно судьбы проекта.

Также, планируется внесение мер по «повышению оперативности исполнения бюджета» в Бюджетный кодекс страны уже весной 2013 года согласно заявлению министра финансов РК. Данные меры, по словам министра, предполагают перераспределение расходов согласно темпам освоения бюджетных средств. То есть, проекты, идущие с опережением, могут получить дополнительное финансирование за счет переноса бюджетных расходов будущих периодов на текущий, что придаст большую гибкость в исполнении бюджета на трехлетнем горизонте.

### Замедление роста бюджетных расходов

В 2012 году, бюджетный дефицит составил 890 млрд тенге или 2,9% ВВП, что оказалось выше, чем 2,1% ВВП в 2011 году. Доходы бюджета увеличились на 8,2%/г, а затраты – на 15,6%/г.

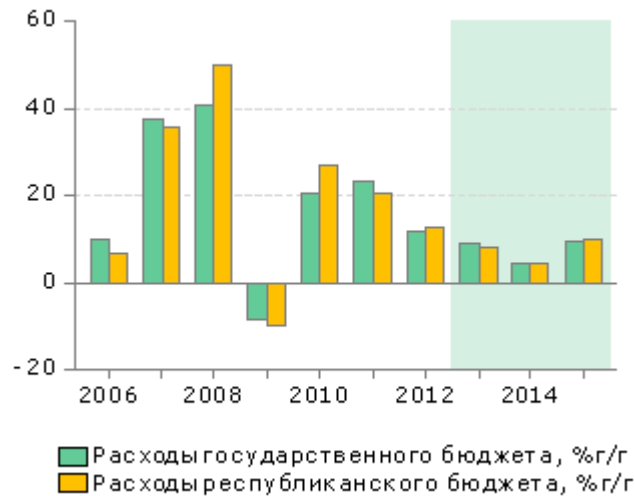
В 2012 году правительство испытывало трудности финансирования бюджета, так как налоговые сборы выросли всего на 2,8%/г. Причиной тому стало проседание доходов металлургического сектора и налоговые споры с Карачаганаком и участниками кашаганского проекта. К концу 3кв2012 года почти весь объем трансфертов из НацФонда был исчерпан, а рост неналоговых сборов был рекордно-высоким (+105,7%/г). В результате, правительству пришлось снизить затраты государственного бюджета на 215 млрд тенге по сравнению с первоначальным планом. Причем 180 млрд тенге – это сумма неосвоения средств, которая была перенесена на 2013 год. Ненефтяной дефицит бюджета резко увеличился с 6,5% ВВП в 2011 году до 7,5% ВВП в 2012 году.

Согласно бюджетному плану на 2013 – 2015 года, ненефтяной дефицит сохранится на текущем уровне в этом году, и снизится до 5 – 6% от ВВП в 2014 – 2015 годах. Рост расходов республиканского бюджета, согласно плану, будет замедляться с 8%/г в 2013 году до 4%/г в 2014 и вновь ускорится до 10%/г в 2015 году. В свою очередь, это приведет к аналогичному замедлению расходов государственного бюджета (Рисунок 4).<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Расходы включают в себя затраты, чистые бюджетные кредиты и сальдо по операциям с финансовыми активами

Однако, рост расходов бюджета может оказаться даже ниже запланированного, учитывая оптимистичность поставленных планов по доходной части бюджета.

**Рисунок 4. Рост бюджетных расходов**



Источник: МинФин, расчеты ХФ

При более детальном анализе республиканского бюджета видно, что планы по налоговым сборам в бюджет на этот год чрезмерно оптимистичны. В частности, корпоративный подоходный налог и НДС, самые крупные статьи доходов, должны вырасти на 42%/г и 37%/г, соответственно, согласно плану бюджета. А это означает, что рост номинального ВВП должен составить порядка 40%. При ожиданиях реального роста ВВП на 5 – 6%/г, это соответствует росту дефлятора на 32 – 33%, хотя исторически с 1996 года годовой рост дефлятора не превышал 25% даже при быстрых темпах роста экспортных цен и потребительской инфляции. Учитывая, что резкого роста цен на нефть и ускорения инфляции не ожидается (что обусловит рост номинального ВВП на 15% в этом году), то недобор налоговых сборов в бюджет может составить около 400 млрд тенге.

Согласно нашим расчетам, при отставании роста доходов от плана, расходы госбюджета могут быть относительно безболезненно снижены приблизительно на 300 млрд тенге, где 200 млрд тенге это сумма условно-финансируемых проектов, а 100 млрд тенге - это ожидаемая сумма неосвоенных расходов, которую государство может перекинуть на следующий год, как это было сделано в 2012 году. В 2013 году правительству, вероятно, придется сократить расходы и увеличить дефицит.

Несмотря на замедление расходов бюджета, правительство не отказывается от крупных дорогостоящих проектов, включая строительство атомной электростанции, строительство газопровода Тобол-Кокшетау-Астана, который будет поставлять газ в северные районы Казахстана из России, строительство высокоскоростной железной дороги из Алматы в Астану, а также проект объединения Западной системы электроснабжения с Северной. Финансирование данных проектов, вероятно, будет происходить за счет средств Самрук-Казына, а также за счет займов международных институциональных инвесторов.

#### **Реформа пенсионной системы и ее последствия**

На расширенном заседании правительства 23 января Президент Казахстана Нурсултан Назарбаев заявил о необходимости создания в Казахстане единого пенсионного фонда.



«Для совершенствования пенсионной системы надо создать единый пенсионный фонд. Передать ему счета всех частных накопительных пенсионных фондов», - распорядился Президент на собрании.

В числе положительных эффектов такой реформы находятся и потенциально более низкие комиссионные ставки и повышение нормы сбережений. Однако, возможных отрицательных последствий больше:

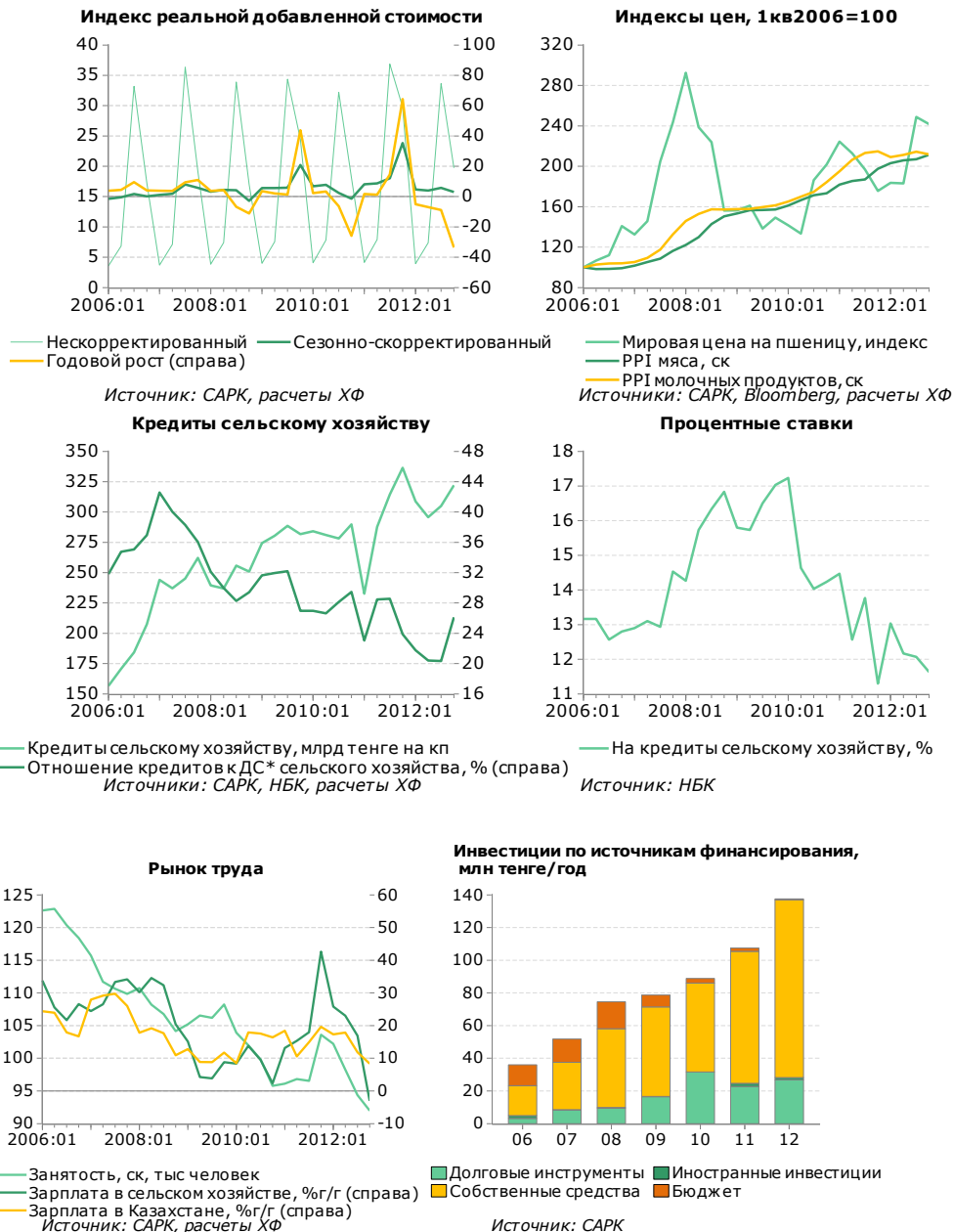
- Слияние пенсионных фондов ухудшит способность финансового рынка отражать справедливую стоимость инструментов. В том случае, если большая часть пенсионных активов будет направлена на финансирование инфраструктурных проектов, то емкость финансового рынка существенно сократится: сократятся объемы размещения, компаниям придется отложить инвестиционные проекты. Значительно ухудшится прозрачность финансового рынка и снизится обоснованность инвестиционных решений компаний, получавших финансирование на рынке.
- Увеличение роли Правительства в управлении пенсионными деньгами увеличит страновой риск и уменьшит приток инвестиций.
- Создастся угроза провала Народного IPO. В том случае, ЕНПФ не будет разрешено покупать акции, то цены на них будут формироваться розничными инвесторами, что сделает рынок более волатильным. Если ЕНПФ будет разрешено покупать акции, то цена не будет рыночной, а цель создания механизмов рыночной дисциплины полностью провалится.

Более того, мы считаем, что подобного рода консолидация пенсионных активов не решает существующей проблемы низких доходов в системе. Следуя из того, что эффективность финансового рынка заметно ухудшится, нет оснований ожидать более высоких доходов от единого пенсионного фонда.

## Сектора в графиках

### Сельское хозяйство

Сектор остается крайне волатильным из-за зависимости от погоды и цен. Оптовые цены на мясомолочные изделия стабильно растут, приближаясь к мировым, а цены на муку изменяются вместе с мировыми. Кредит сектору растет вяло несмотря на более низкие ставки, чем до кризиса. Занятость стабильно снижается, зарплаты подросли, но остаются самыми низкими по экономике. Инвестиции в основной капитал существенно увеличились. Сельское хозяйство становится все более капиталоемким.

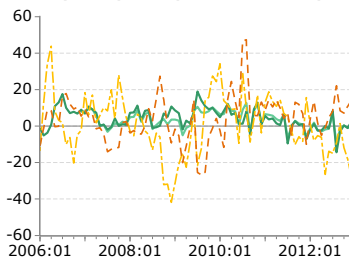


## Экспортно ориентированная промышленность

Продукция горно-металлургического сектора в целом снизилась, несмотря на рост производства цветных металлов. Снижение в черной металлургии было связано с падением спроса и цен на мировых рынках. Снижение производства привело к замедлению экспорта и инвестиционных доходов иностранных прямых инвесторов. Инвестиции в добывающий сектор практически не выросли. Объемы банковского кредитования остаются незначительными, особенно, для нефтедобывающих компаний.

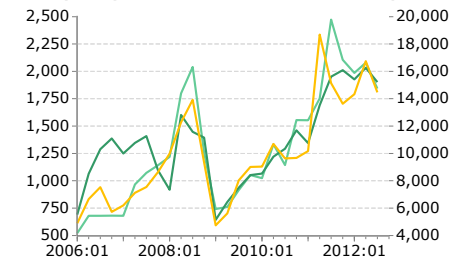
Ставки по кредитам для металлургии остаются высокими. На фоне падения спроса снизилась занятость в металлургии, однако зарплата продолжает расти. Падение занятости и резкий рост зарплат в 2010 году в добыче нефти вызвано изменением статистической методологии.

Экспортно ориентированный сектор, %г/г



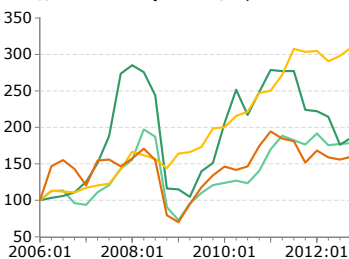
— Сектор — Нефть  
 — Черная металлургия — Цветная металлургия  
 Источник: САРК, расчеты ХФ

Экспорт нефти, газа и металлов, млн долларов/кв



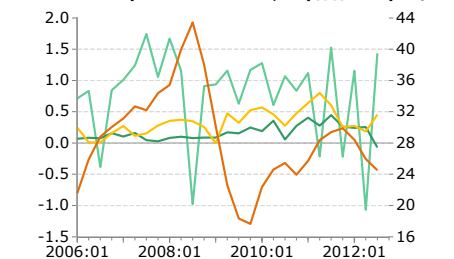
— Черные металлы — Цветные и драг. металлы  
 — Мин. экспорт (справа)  
 Источники: КЕДЕН, САРК, расчеты ХФ

Индексы экспортных цен, 1 кв 2006=100



— Brent, USD/баррель — Железная руда, USD/т  
 — Золото, USD/тр.унций — Медь, USD/т  
 Источник: Bloomberg, расчеты ХФ

ИПИ в ЭО\*\* промышленность, млрд долларов/кв



— Нефть и газ — Металлические руды  
 — Металлургия — Доходность ИПИ, % (справа)(1)  
 Источник: НБК, расчеты ХФ

\*С июля 2010 года статистика экспорта не включает в себя статистику торговли с ТС;  
 \*\* ЭО - Экспортно-ориентированный;  
 (1) Рассчитывается как отношение скользящей суммы доходов ИПИ за 4 квартала к общему объему ИПИ



■ Долговые инструменты ■ Иностранные инвестиции ■ Долговые инструменты ■ Иностранные инвестиции  
■ Собственные средства ■ Бюджет ■ Собственные средства ■ Бюджет

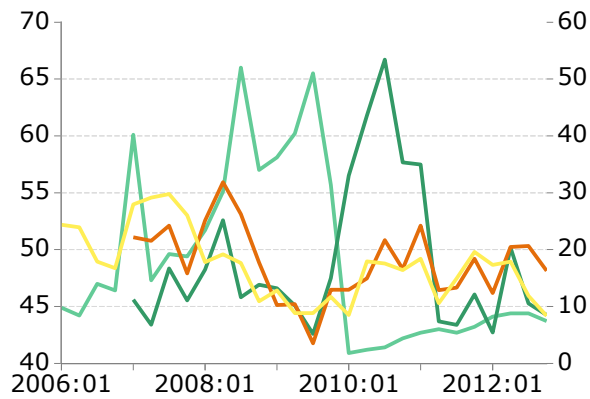


— Кредиты в ЭО сектор, млрд тенге на кп  
— Отношение кредитов к ДС(1), % (справа)  
 Источники: САРК, НБК, расчеты ХФ

— Добывающий сектор — Металлургия  
 Источник: НБК

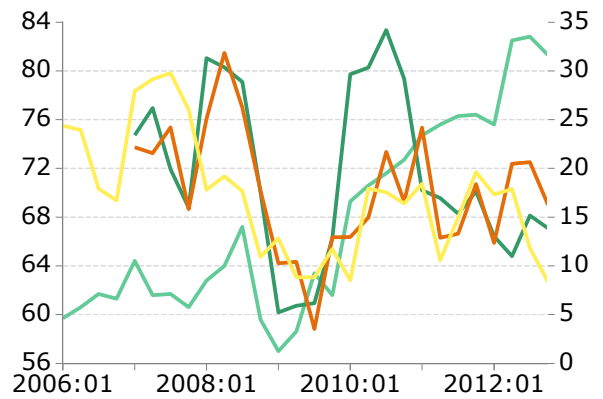
(1) Добавленная стоимость ресурсного сектора промышленности

**Рынок труда в добыче нефти**



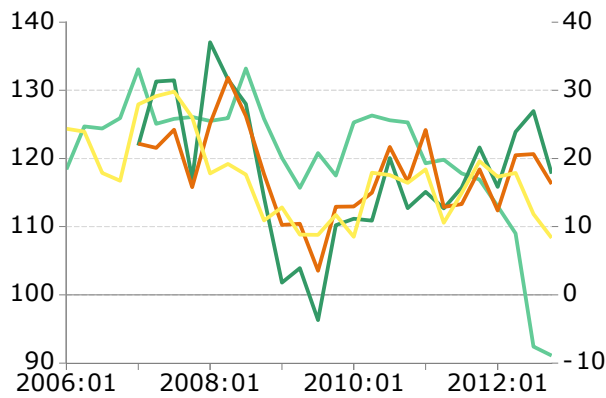
— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в добыче нефти, %/г (справа)  
 — Зарплата в ЭО секторе, %/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %/г (справа)  
 Источник: САРК, расчеты ХФ

**Рынок труда в добыче руд**



— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в добыче руд, %/г (справа)  
 — Зарплата в ЭО секторе, %/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %/г (справа)  
 Источник: САРК, расчеты ХФ

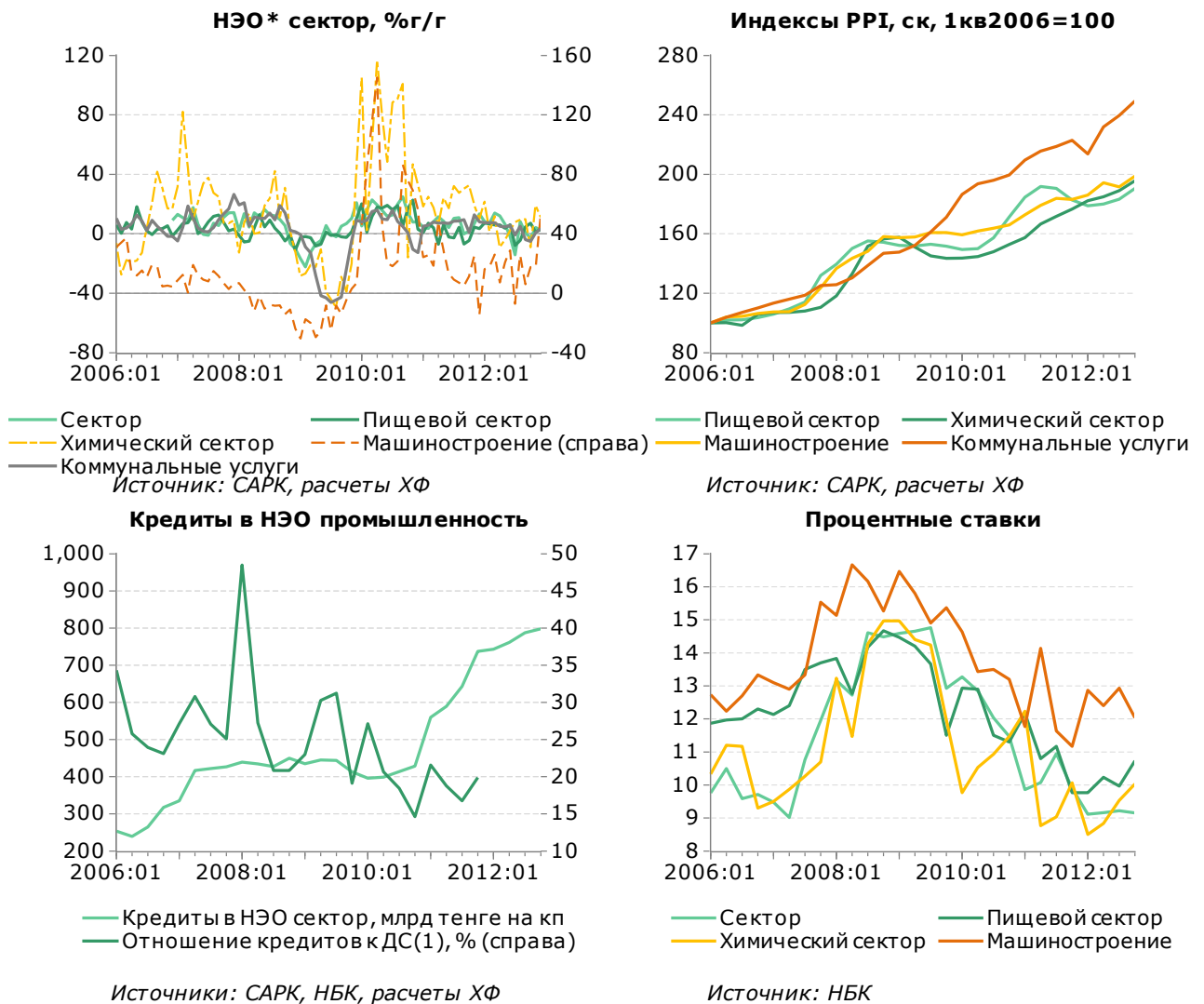
**Рынок труда в металлургии**



— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в металлургии, %/г (справа)  
 — Зарплата в ЭО секторе, %/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %/г (справа)  
 Источник: САРК, расчеты ХФ

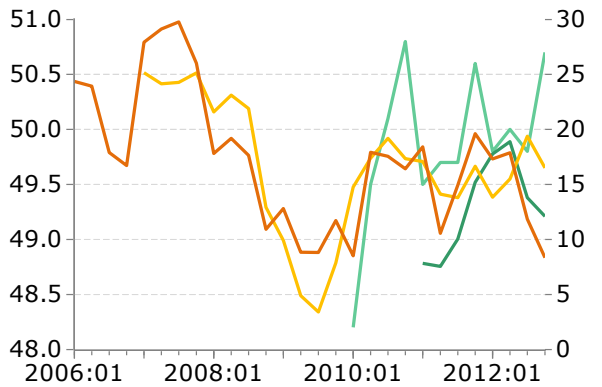
## Промышленность, ориентированная на внутренний спрос

Промышленность, не ориентированная на экспорт, продолжала расти в 2012 году, в основном за счет машиностроения, химической промышленности и производства пищевых продуктов. Кредиты в сектор немного выросли, но все же значительно медленней, чем в 2011 году. Процентные ставки в секторе опустились до докризисных уровней. Зарплаты в не экспортно ориентированном секторе растут с похожими темпами роста зарплат в целом по экономике, однако зарплаты в химической промышленности и в машиностроении темпы растут с опережением.



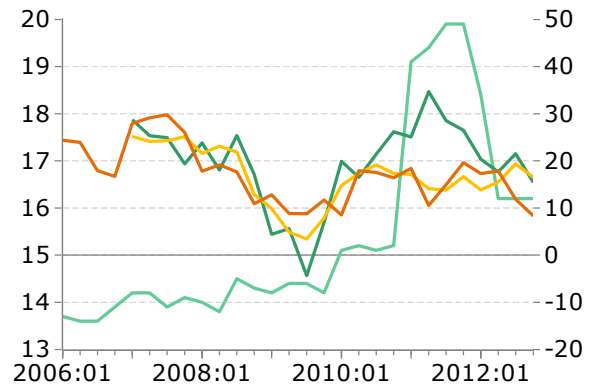
\* НЭО - Не экспортно ориентированный, или промышленность, направленная на внутренний спрос;  
 (1) Добавленная стоимость нересурсного сектора промышленности

**Рынок труда в пищевой промышленности**



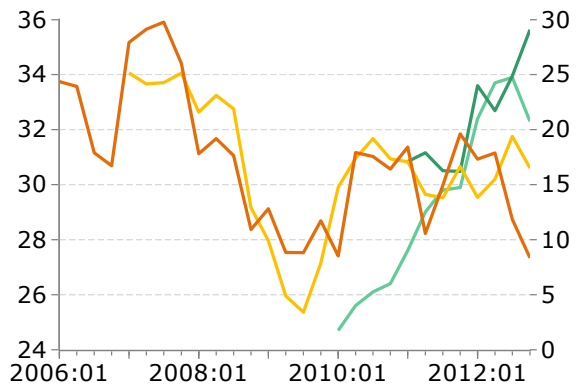
— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в пищевом секторе, %г/г (справа)  
 — Зарплата в НЭО секторе, %г/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %г/г (справа)  
 Источник: САПК, расчеты ХФ

**Рынок труда в химической промышленности**



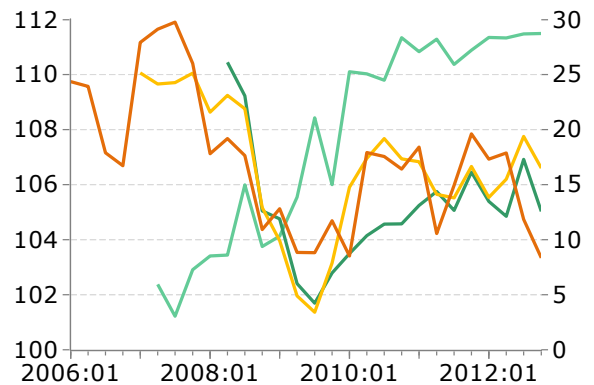
— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в химическом секторе, %г/г (справа)  
 — Зарплата в НЭО секторе, %г/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %г/г (справа)  
 Источник: САПК, расчеты ХФ

**Рынок труда в машиностроении**



— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в машиностроении, %г/г (справа)  
 — Зарплата в НЭО секторе, %г/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %г/г (справа)  
 Источник: САПК, расчеты ХФ

**Рынок труда в коммунальных услугах**

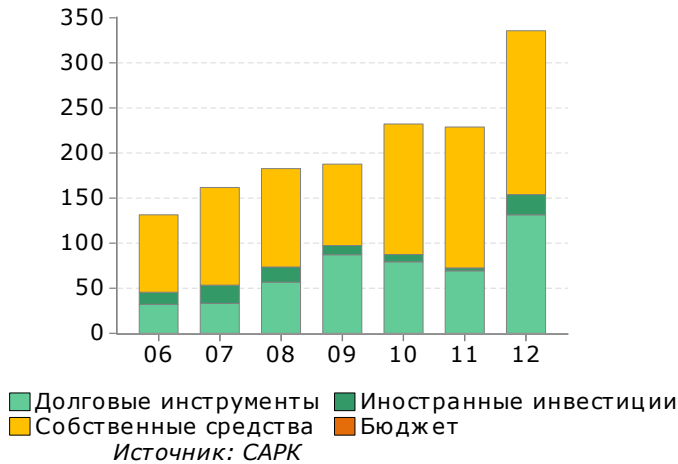


— Занятость, ск, тыс человек  
 — Зарплата в коммунальных услугах, %г/г (справа)  
 — Зарплата в НЭО секторе, %г/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %г/г (справа)  
 Источник: САПК, расчеты ХФ

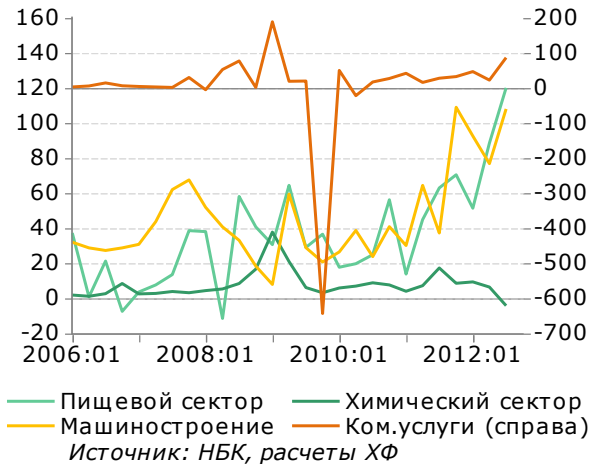
## Промышленность, ориентированная на внутренний спрос (продолжение)

Инвестиции в основной капитал в обрабатывающую промышленность увеличилась в 2012 году, в основном в результате привлечения иностранных инвестиций и долговых инструментов. В финансировании инвестиции в коммунальных услугах, большую часть занимают бюджет и собственные средства компаний.

**Финансирование инвестиций в обрабатывающем секторе без металлургии, млн тенге/год**



**ИПИ в НЭО сектор, млрд долларов/кв**



**Финансирование инвестиций в коммунальных услугах, млн тенге/год**

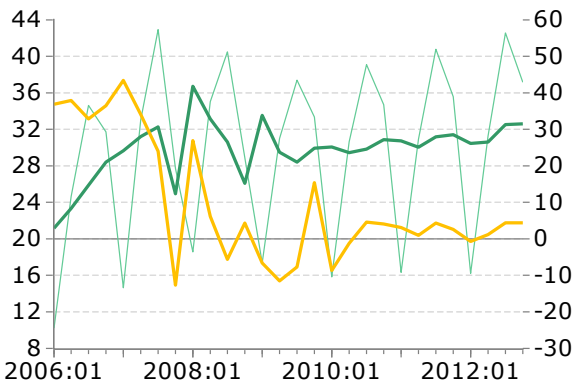




## Строительный сектор

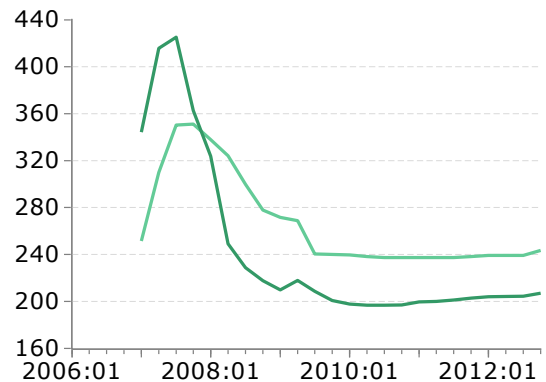
Строительный сектор до сих пор не может оправиться от кризиса: со 2П2010 рост добавленной стоимости сектора не превышал 5 % в год. Несмотря на то, что цены на жилье намного ниже докризисных уровней, недвижимость остается по-прежнему труднодоступной: несмотря на рост зарплат, ипотечное кредитование стагнирует.

**Индекс реальной добавленной стоимости**



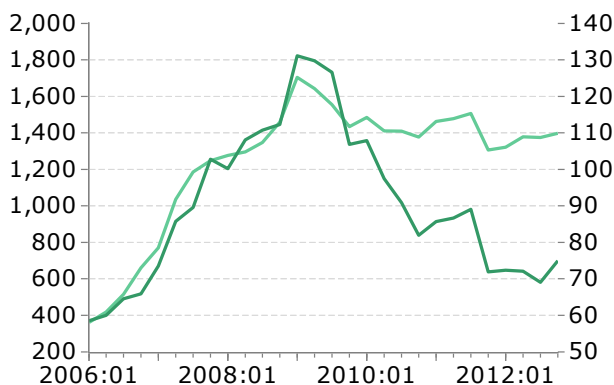
— Нескорректированный — Сезонно-скорректированный  
— Годовой рост (справа)  
 Источники: САРК, расчеты ХФ

**Цены на жилье в Алматы, тыс тенге/кв.м.**



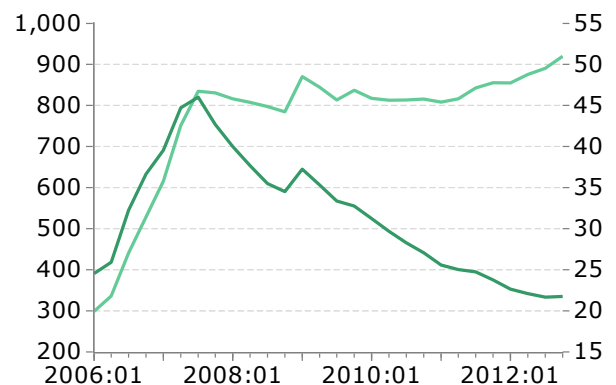
— На первичном рынке  
— На вторичном рынке  
 Источник: САРК

**Кредиты строительным компаниям**



— Кредиты строительным компаниям, млрд тенге на кп  
— Отношение кредитов к ДС строительства\*, % (справа)  
 Источники: САРК, НБК, расчеты ХФ

**Ипотечные кредиты**



— Ипотека, млрд тенге на кп  
— Отношение ипотеки к ФОТ\*\*, % (справа)  
 Источники: САРК, НБК, расчеты ХФ

\*ДС - добавленная стоимость; \*\*ФОТ - фонд оплаты труда

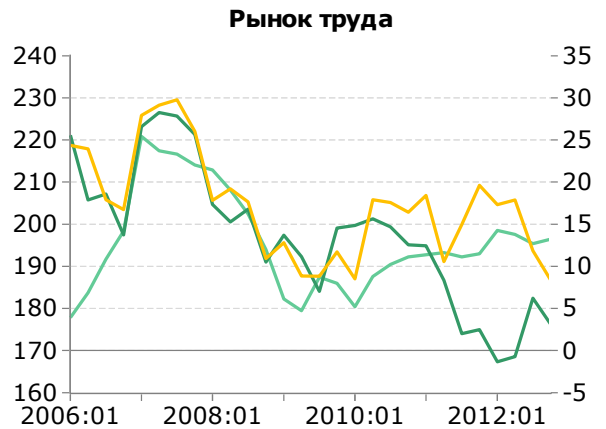
## Строительный сектор (продолжение)

Занятость в секторе оставалась довольно низкой, хотя и росла с 2009 года. Рост зарплат в строительстве значительно отставал от роста зарплат в среднем по Республике. Инвестиции в основной капитал в секторе немножко подросли в 2012 году, после четырехлетнего периода нулевого роста. В структуре инвестиций, так же большую часть занимают собственные средства строительных компаний.



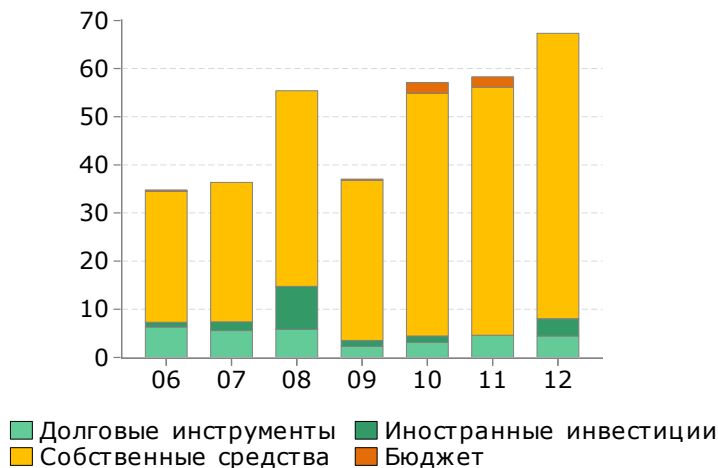
— На кредиты строительным компаниям, %  
 — На ипотеку, %

Источник: НБК



— Занятость, ск, тыс человек  
 — Зарплата в строительстве, %г/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %г/г (справа)  
 Источник: САРК, расчеты ХФ

### Инвестиции по источникам финансирования, млн тенге/год

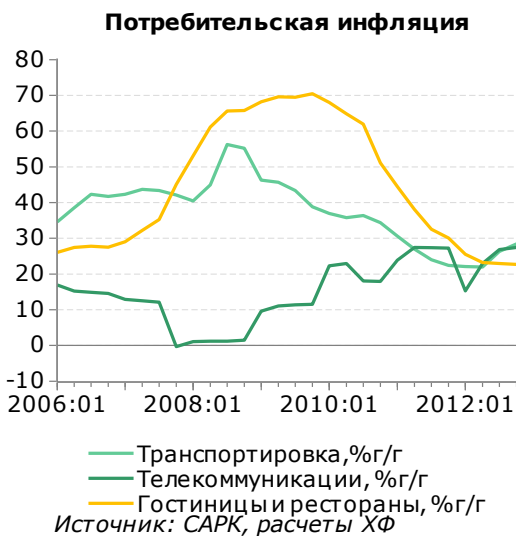
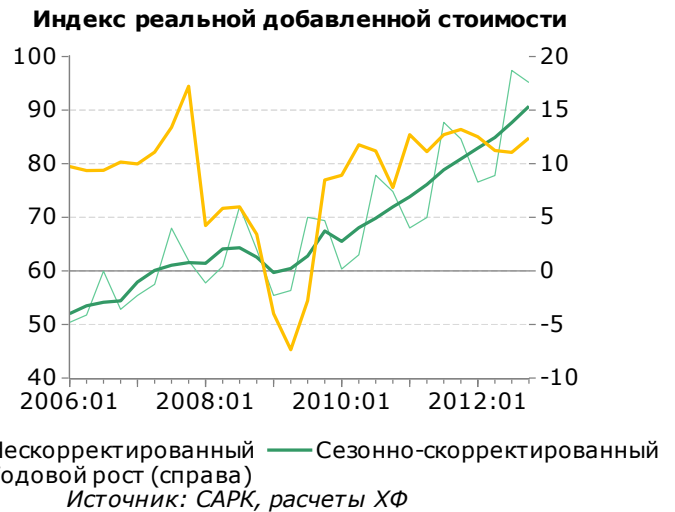


■ Долговые инструменты ■ Иностранные инвестиции  
 ■ Собственные средства ■ Бюджет

Источник: САРК

## Потребительский спрос

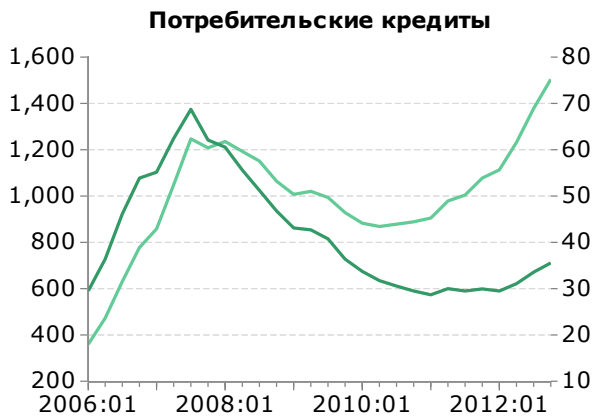
Потребительский спрос показал существенный рост в последние два года, что мы видим в комбинированном росте таких секторов как торговля, гостиницы и рестораны, транспорт и связь не ниже 10%, и в росте доли потребления в ВВП. Также выросли объемы потребительского импорта в 2011 - 2012 годах.



Примечание: (1) В сектор потребительского спроса входят торговля, гостиницы и рестораны, транспорт и связь;  
(2) Данные импорта из ТС не доступны с июня 2011 года

## Потребительский спрос (продолжение)

Потребительские кредиты выросли значительно с 2010 года, превысив докризисный уровень к середине 2012 года. В то же время, ставки по потребительским кредитам оставались относительно стабильными, что указывает на то, что спрос на данные кредиты оставался стабильным. Занятость и зарплаты в секторе торговли, услуг проживания и питания, транспорта и телекоммуникаций устойчиво росли.



— Потребительские кредиты, млрд тенге на кп  
— Отношение кредитов к ФОТ\*, % (справа)  
Источники: САРК, НБК, расчеты ХФ



— Процентные ставки на потребительские кредиты, %

Источники: НБК



— Занятость, тыс человек  
— Зарплата в торговле, %/г (справа)  
— Зарплата в Казахстане, %/г (справа)  
Источники: САРК, расчеты ХФ



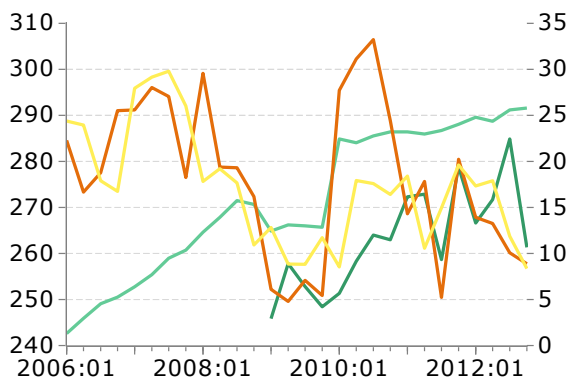
— Занятость, тыс человек  
— Зарплата в гостиницах и ресторанах, %/г (справа)  
— Зарплата в Казахстане, %/г (справа)  
Источники: САРК, расчеты ХФ

Примечание: (1) В сектор потребительского спроса входят торговля, гостиницы и рестораны, транспорт и связь;  
\*ФОТ - фонд оплаты труда

## Потребительский спрос (продолжение)

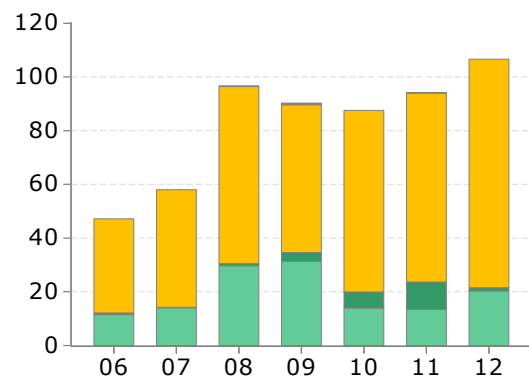
В целом по сектору, инвестиции в основной капитал в 2012 году превысили объемы 2008 года. По источникам финансирования, преобладали инвестиции за счет собственных средств компаний, а в транспорте и коммуникациях также большую часть финансирования составляет финансирование из бюджета.

**Рынок труда в транспорте и связи**



— Занятость, тыс человек  
 — Зарплата в транспортировке, %/г (справа)  
 — Зарплата в связи, %/г (справа)  
 — Зарплата в Казахстане, %/г (справа)  
 Источник: САРК, расчеты ХФ

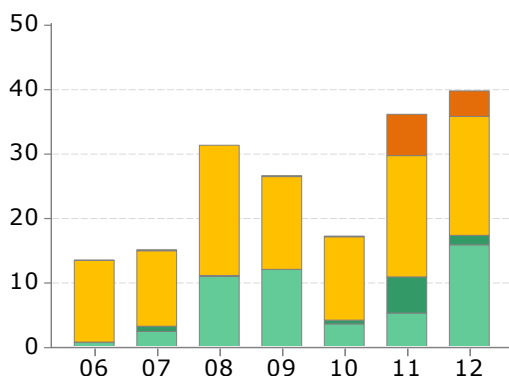
**Финансирование инвестиций в торговле, илн тенге/год**



■ Долговые инструменты ■ Иностранные инвестиции  
 ■ Собственные средства ■ Бюджет

Источник: САРК

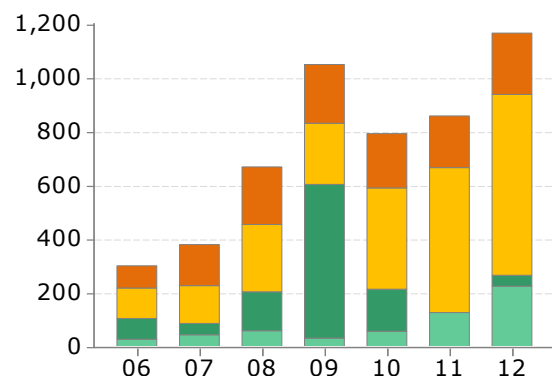
**Финансирование инвестиций в гостиницах и ресторанах, илн тенге/год**



■ Долговые инструменты ■ Иностранные инвестиции  
 ■ Собственные средства ■ Бюджет

Источник: САРК

**Финансирование инвестиций в транспорте и связи, илн тенге/год**



■ Долговые инструменты ■ Иностранные инвестиции  
 ■ Собственные средства ■ Бюджет

Источник: САРК

Примечание: (1) В сектор потребительского спроса входят торговля, гостиницы и рестораны, транспорт и связь

**Квартальные прогнозы**

	2011	3кв2012	4кв2012	2012	1кв2013	2кв2013	3кв2013	4кв2013	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Валовый Внутренний Продукт</b>													
Номинальный ВВП, млрд. тенге	27,301	8,009	9,694	30,072	6,716	7,583	9,190	10,891	34,381	39,570	45,428	52,217	60,510
Номинальный ВВП, млрд. долл.	183.9	53.4	64.4	199.9	44.6	50.2	60.7	71.7	227.2	258.6	294.0	336.9	389.1
Номинальный ВНП, млрд. долл.	156.2	46.6	58.1	172.3	37.3	42.7	53.4	64.2	197.7	226.8	261.7	303.9	354.4
Рост номинального ВВП, % за год	26.1	14.8	3.8	10.2	15.0	16.1	14.7	12.3	14.3	15.1	14.8	14.9	15.9
Реальный ВВП, % за кв. (ск)	-	1.0	1.5	-	0.7	0.7	0.7	0.7	-	-	-	-	-
Реальный ВВП, % за год	7.5	4.6	4.5	5.0	5.7	5.0	4.7	2.8	4.5	4.7	4.9	4.9	5.1
<b>Цены</b>													
Дефлятор, % за год	16.5	9.8	-0.9	3.9	8.8	10.6	9.6	9.3	9.6	9.9	9.4	9.6	10.2
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	110.4	109.9	110.5	112.0	110.0	110.0	105.0	105.0	107.5	105.0	100.0	96.0	95.1
Обменный курс KZT/USD, на кп	148.5	149.9	150.4	150.4	150.5	151.0	151.5	152.0	152.0	153.0	154.5	155.0	155.5
Обменный курс KZT/EUR, на кп	192.5	194.0	199.2	199.2	198.7	199.3	200.0	199.1	199.1	192.8	199.3	195.3	197.5
Обменный курс KZT/RUB, на кп	5.0	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.8	4.8	4.5	4.5
РЭОК, 2000=100	107.1	114.7	112.3	112.7	110.2	108.8	112.7	112.2	111.0	115.4	115.3	119.5	120.7
ИПЦ, % изм., для кв. - % скг	-	7.7	7.1	-	7.3	5.5	5.2	6.1	-	-	-	-	-
ИПЦ, % изм., на кп, % за год	7.5	5.0	6.0	6.0	7.3	6.8	6.3	6.0	6.0	5.5	5.5	6.0	6.0
Ставка рефинансирования, на кп	7.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0
Казпрайм, на кп	2.0	2.9	4.0	4.0	3.2	3.5	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Депозитная ставка, сред.	4.6	5.0	5.5	5.1	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.1	3.9	3.8	3.8
Корпоративная депозитная ставка в тенге, сред.	2.8	2.1	3.0	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Розничная депозитная ставка в тенге, сред.	6.3	6.2	6.7	6.4	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	5.0	4.7	4.5	4.5
Кредитная ставка, сред.	16.2	14.2	14.3	14.3	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	13.0	12.8	12.8	12.8
Корпоративная кредитная ставка в тенге, сред.	11.9	11.1	10.7	11.1	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	10.5	10.3	10.3	10.3
Розничная кредитная ставка в тенге, сред.	20.4	20.8	21.8	21.0	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	18.0	18.0	18.0	18.0
<b>Монетарные данные</b>													
Денежная база, млрд. тенге, на кп	2,836	2,953	2,890	2,890	3,777	3,994	3,404	3,304	3,304	3,803	4,366	5,018	5,815
Международные резервы, млрд. долл., на кп	29.3	30.1	28.3	28.3	29.3	29.3	29.3	29.3	29.3	32.4	35.9	40.0	44.6
Валютные активы Нац Фонда, млрд. долл., на кп	43.7	55.4	57.8	57.8	61.3	64.8	68.3	71.8	71.8	85.8	99.8	113.8	127.8
М3, млрд. тенге, на кп	9,751	10,514	10,522	10,522	11,218	12,030	12,119	12,030	12,030	13,846	15,896	18,271	21,173

	2011	3кв2012	4кв2012	2012	1кв2013	2кв2013	3кв2013	4кв2013	2013	2014	2015	2016	2017
Кредит экономике, млрд. тенге, на кп	8,781	9,531	9,738	9,738	10,721	11,104	11,437	11,540	11,296	13,329	15,994	19,993	25,991
Кредит экономике, % от ВВП	32.2	-	-	32.4	0.0	0.0	0.0	0.0	32.9	33.7	35.2	38.3	43.0
Пенсионные активы, млрд. тенге, на кп	2,651	3,036	3,183	3,183	3,249	3,386	3,559	3,730	3,730	4,289	4,901	5,570	6,299
Пенсионные активы, % от ВВП	9.7	10.2	10.6	10.6	10.5	10.6	10.7	10.8	10.8	10.8	10.8	10.7	10.4
<b>Фискальные данные</b>													
Госдолг, млрд. тенге, на кп	3,267	3,652	3,828	3,828	3,815	3,973	4,248	4,613	4,613	5,372	6,108	6,884	7,717
Доходы бюджета, включая трансферты, млрд. тенге	5,371	1,335	1,254	5,813	1,536	1,746	1,519	1,665	6,466	6,813	7,536	7,839	8,240
Трансферты из Национального фонда, млрд. тенге	1,160	395	5	1,380	345	345	345	345	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Бюджетные расходы, млрд. тенге*	5,423	1,556	1,864	6,269	1,523	1,903	1,795	2,030	7,251	7,572	8,272	8,615	9,073
Бюджетный баланс, млрд. тенге	-569	-261	-549	-890	13	-158	-275	-365	-785	-759	-736	-775	-833
Бюджетный баланс, % от ВВП	-2.1	-3.5	-7.1	-3.0	0.2	-2.0	-3.3	-4.2	-2.3	-1.9	-1.6	-1.5	-1.4
Бюджетный баланс, искл. трансферты, % от ВВП	-6.3	-8.5	-7.2	-7.5	-4.2	-6.1	-7.3	-8.0	-6.3	-5.4	-4.7	-4.1	-3.7
<b>Рынок труда</b>													
Среднемесячная зарплата, тыс. тенге	89.9	103.7	109.0	102.1	102.2	107.8	112.7	117.4	110.0	118.5	128.0	138.4	149.1
Реальная зарплата, % за год	7.1	3.3	2.4	6.9	0.2	0.4	2.3	1.6	1.7	2.1	2.4	2.0	1.7
Занятость, тыс. человек	8,303	8,540	8,500	8,507	8,536	8,564	8,592	8,621	8,621	8,736	8,853	8,954	9,055
Уровень безработицы, %	5.4	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
Экономически активное население, %	71.7	72.0	71.7	71.8	71.5	72.0	72.1	71.9	71.9	72.0	72.0	72.0	72.0
Население, млн. человек	16.7	16.9	16.9	16.9	17.0	17.0	17.1	17.1	17.1	17.4	17.6	17.8	18.0
<b>Платёжный баланс</b>													
Текущий счёт, млрд. долл.	13.6	-0.1	1.0	8.8	5.1	2.4	0.1	0.7	8.3	6.1	8.0	4.1	2.6
Экспорт товаров и услуг, млрд. долл.	93.0	24.0	23.9	97.3	25.0	25.0	25.0	25.0	100.1	103.3	108.3	109.0	113.7
Импорт товаров и услуг, млрд. долл.	-51.5	-16.7	-16.1	-59.8	-12.4	-14.9	-17.4	-16.7	-61.1	-63.8	-66.5	-70.0	-74.4
Баланс доходов, млрд. долл.	-27.7	-6.8	-6.4	-27.6	-7.3	-7.5	-7.3	-7.4	-29.5	-31.8	-32.3	-32.9	-34.7
<b>Внешний долг</b>													
Внешний долг Казахстана, млрд. долл., на кп	123.8	134.9	135.3	135.3	138.4	141.6	145.6	148.9	148.9	165.9	186.8	210.7	236.8
Внешний долг правительства, млрд. долл., на кп	5.1	5.1	5.5	5.5	5.6	5.7	6.6	7.1	7.1	8.1	9.1	10.2	11.4
Внешний долг банков, млрд. долл., на кп	14.6	14.0	11.0	11.0	10.7	10.4	10.1	9.6	9.6	9.6	12.0	15.0	16.0
Внешний долг реального сектора, млрд. долл., на кп	104.2	115.7	118.7	118.7	122.1	125.5	128.8	132.2	132.2	148.2	165.7	185.5	209.4

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».

© 2012, все права защищены.

#### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

**Мадина Курмангалиева**, +7 (727) 244-6984  
[MadinaK2@halykbank.kz](mailto:MadinaK2@halykbank.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[NurfatimaD@halykbank.kz](mailto:NurfatimaD@halykbank.kz)

#### Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

**Сабина Амангелді**, +7 (727) 244-6968  
[SabinaA@halykbank.kz](mailto:SabinaA@halykbank.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

**Мирамгуль Маралова**, +7 (727) 244-6538  
[MiramgulM@halykbank.kz](mailto:MiramgulM@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

#### Bloomberg

HLFN <Go>