

**Содержание**

Глобальная экономика .....	2
Экономика Казахстана .....	4
Экономическая политика .....	6
Денежно-кредитная политика и политика обменного курса .....	6
Фискальная политика .....	7
Внешний баланс .....	7
Рынок труда .....	7
Банковский сектор Казахстана .....	7
Приложение .....	11
Среднесрочные цифры .....	13
Квартальные прогнозы .....	16

### **Глобальная экономика**

Глобальной экономика находится на пороге значительного замедления как в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Такое развитие событий стало закономерным результатом нежелания правительств ведущих экономик мира разрешить проблемы внешних и внутренних дисбалансов, а также неспособности решать фундаментальные экономические проблемы, которые привели к накоплению данных дисбалансов. Наиболее явными дисбалансами в настоящее время являются избыточный долг экономик потребления, как правительственный, так и частный. Накопление данного долга на протяжении двух десятилетий обеспечивало более стабильно высокие темпы роста потребления в экономиках потребления, так и роста производства в экспорто-ориентированных странах. Данная модель развития не является устойчивой, так как при достижении определенного уровня должник теряет готовность и способность его обслуживать. До последнего времени рост удавалось поддерживать за счет готовности меркантилистских экономик финансировать дефициты бюджета в экономиках, где фискализация частного долга позволяла обходить бюджетные ограничения частного сектора. Сопутствующая этому процессу финансовая дестабилизация компенсировалась безусловной поддержкой денежно-кредитной политики.

Однако, к началу 2012 года возможности данных инструментов были по большей части исчерпаны, тогда как риск проявления нежелательных побочных эффектов все более усиливается. Долговой кризис, охвативший США летом 2011 года и Еврозону весной 2010 года, показали, что в настоящий момент уровень долга в этих экономиках вплотную приблизился к пределу кредитоспособности.

Единственным способом разрешения данных дисбалансов является политика снижения долга либо за счет увеличения нормы сбережений или путем реструктуризации долга с помощью инфляции. Увеличения нормы сбережения вызовет структурные изменения спроса и падение совокупного потребления, которые неизбежно приведут к росту безработицы, уровня жизни, и социальной напряженности и возможно вызовет еще более глубокую зависимость от долга. Угроза такого развития будет оказывать влияние на формирование экономической политики, особенно в странах представительной демократии, способствуя более равномерному распределению доходов, ужесточению регулирования, и самое главное, выбору максимально медленного снижения потребления. Все это в конечном итоге будет увеличивать привлекательность сценария со снижением долга путем явной реструктуризации за счет кредиторов, путем снижения ставок ниже уровня инфляции и других методов финансовых репрессий. С точки зрения экономического роста, такой сценарий представляется наиболее благоприятным и наиболее вероятным, но политический процесс его принятия будет сдерживаться противодействием кредиторов, как стран, так и отдельных институтов.

Все это порождает неопределенность относительно готовности правительства оказывать поддержку экономике и кредита доверия, оказываемого правительственным планам со стороны финансовых рынков. Такая ситуация порождает множественность равновесных сценариев, существенно отличающихся друг от друга.

Рост в развивающихся рынках, особенно в Китае, зависит от спроса в развитых экономиках. Медленный рост в Европе и США а также меры по снижению внешних дисбалансов уже привели к замедлению экономики стран меркантилистов. Китай имеет потенциал роста за счет внутреннего спроса, но не в состоянии достаточно быстро отказаться от меркантилистской модели развития к потребительской. Замедление спроса в дефицитных странах обязательно должно сказаться на профицитных экономиках, таких как Китай и Германия. По мере снижения внешнего спроса, страны-экспортеры столкнутся с необходимостью переориентировать производственные мощности на внутренний спрос,

но вряд ли сделают это достаточно быстро, учитывая традиции меркантилизма и потенциальную угрозу социальной дестабилизации. Однако, дальнейшее сдерживание внутреннего спроса приведет к постепенной эскалации торговых конфликтов, конкурентным девальвациями, глобальной стагнацией и неопределенностью на товарных рынках.

Из развитых стран США имеет наиболее выгодные начальные условия, такие как фискальное единство, независимый центральный банк, и сравнительно низкий правительственный долг, для реализации сценария инфляционного дефолта, так и сценария жесткой фискальной дисциплины. Однако, политический процесс и разделенность общества скорее всего не позволят ни одной из партий получить достаточно сильный мандат для реализации предлагаемых ими сценариев в чистом виде. Поэтому, наиболее вероятно движение будет происходить в обоих направлениях, с уклоном, который определится на выборах осенью 2012 года.

Долговой кризис в Европе остается фундаментально нерешенным. Стабилизация стоимости фондирования долга для стран, находящихся наиболее близко к дефолту по суверенному долгу, является только промежуточным паллиативным решением. В отличие от США, долг которого выражен в собственной валюте, Европа будет также рассматривать и третий вариант разрешения проблемы долга -- реструктуризацию. Вопрос о том, каким из трех способов европейские страны будут снижать долг – за счет сокращения бюджета и амортизации долга, за счет инфляции Евро, или с помощью реструктуризации за счет кредиторов – пока еще не ясно. Каждый из вариантов вызовет значительное сопротивление с той или иной стороны, а весь процесс будет осложняться сложностью получения правительствами стран-должников достаточно сильного мандата для проведения любой из трех политик. Долговые проблемы Европы усугубляются отсутствием единого фискального органа и механизмов обеспечения фискальной дисциплины в рамках существующей фискальной структуры, а также различием интересов между составляющими странами Еврозоны, кредиторами и должниками. Поэтому, процесс принятия решения будет в еще большей степени, чем в США, происходить нецеленаправленно. В то же время, наличие нескольких членов дает возможность Европе применять наиболее оптимальную комбинация решений для каждого отдельного случая, включая явную реструктуризацию.

Китай будет продолжать наращивать внешние активы, тем самым финансируя развитие своего экспортно-ориентированного производства, но активы во все большей степени будут реальными, а не финансовыми. Китай продолжает финансировать дефициты США, фискальный и текущий, исходя из своих краткосрочных интересов. Потенциал внутреннего потребительского спроса далеко не используется. Уже сейчас экономика Китая имеет достаточный масштаб и разнообразие, чтобы быть самодостаточной, что позволяет переориентировать производство на внутренний спрос. Руководство Китая похоже осознает необходимость перехода на менее экспортно-ориентированную модель, но такое решение ему будет сделать непросто, так как оно потребует слома не только большей части институтов подавления внутреннего потребления, но и отхода от некоторых партийных догм.

Одной из них является система прописки хукоу, которая создала сословие второсортных граждан и тем самым обеспечила меркантилистическую модель развития Китая дешевой и квалифицированной рабочей силой. Отказ от хукоу приведет к снижению конкурентоспособности Китая и длительному и значительному росту внутреннего потребления, но пока маловероятен, так как вызовет недовольство привилегированных классов и яростное сопротивление местного правительства, которые контролируют фабрики, на которых работают второсортные граждане.

Второй фактор, который будет сдерживать рост Китая, это замедление спроса в развитых экономиках. Только после того, как Китай столкнется с замедлением внешнего спроса, можно рассчитывать на коренное изменение отношения к внутреннему потреблению. Потребуется еще несколько лет, прежде чем потребители Китая станут двигателями экономического роста.

Неопределенность в развитии глобальной экономики будет связаны с выбором тех или иных решений снижения долга, но одно ясно. Любая из выбранных схем будет связана с замедлением темпов роста, усилением социальной напряженности во всех странах, в том числе странах кредиторах, падением спроса на ресурсы, снижением объемов торговли, финансовыми репрессиями в отношении класса кредиторов.

В течение этих нескольких лет рост мировой экономики будет крайне низким и неровным. В период замедления реальные цены на минеральные ресурсы будут находиться на предельно низком уровне, хотя в долларовом выражении они возможно и вырастут. В ситуации такой неопределенности Китай постарается обменять свои финансовые активы на минеральные, технологические и земельные ресурсы остального мира. В результате, реальная стоимость этих ресурсов будет долгосрочно повышаться, несмотря на турбулентность.

### **Экономика Казахстана**

Такая перспектива предоставляет Казахстану возможность значительно повысить благосостояние граждан, сохранив экономический суверенитет и контроль над минеральными ресурсами страны, но потребует от экономического руководства соблюдения жесткой фискальной дисциплины и способности снижать госрасходы для того, чтобы минимизировать риск продажи минеральных активов в период наиболее низких цен.

Такие риски достаточно велики, учитывая то, что Казахстан будет сильно подвержен внешним шокам, в основном через торговый канал. Способность его фискальной политики гибко реагировать на изменения условий торговли будет критической для сохранения имеющихся минеральных ресурсов в собственности резидентов. Не менее важным будет обеспечение эффективности программ диверсификации и развития человеческого капитала, снижения коррупции, улучшения инвестиционного климата, ограничения правительственного вмешательства в рыночные механизмы распределения ресурсов, а также готовность идти на политически непопулярные меры ради долгосрочных интересов.

Экономика Казахстана начала замедляться уже осенью 2011 года, в основном в результате падения производства или резкого замедления в горнодобывающих секторах, но благодаря рекордному урожаю показала рост на 7,5% за 2011 год. В 1 кв 2012 года экономический рост замедлился до 5,6%г/г и, согласно опережающему индикатору (предварительные данные), снизился во 2 кв. 2012 года до 3,8%г/г, на фоне продолжающегося застоя в горнодобывающей промышленности. В то же время, в 1 кв.2012 года другие сектора экономики еще сохраняли темпы роста. Производство обрабатывающего сектора ускорилось, хотя слабые показатели июня сдерживают наши ожидания. Сектор услуг сохранил высокие темпы роста, в среднем 8,0% в год, благодаря сектору телекоммуникаций (16,7%), торговли (14,4%) и бизнес-услуг (5,8%).

Высокие темпы роста в 2010-2011 годах во многом стали результатом роста цен на нефть. Brent выросла на 13% в 2010 году и на 25% в 2011 годах, во многом из-за геополитических рисков. Благодаря этому экспорт в 2011 году вырос на 42% в номинальном выражении, что обеспечило рост чистого экспорта на 86% и способствовало росту номинального ВВП на 25%.

Рост доходов в 2010-2011 годах вылился в рост потребления, но не привел к росту инвестиций. В 2011 году фонд заработной платы вырос на 22,7%, частное потребление

выросло на 19,2%, чистые налоги на 45,5%, расходы правительства на 24,7%. При этом рост инвестиций в основной капитал в 2011 году в номинальном выражении составил всего 7,5% (в реальном - на 2,4%). Однако, в 2012 году наметилась тенденция роста инвестиций. В реальном выражении инвестиции в основной капитал за первые четыре месяца 2012 года выросли на 4,1% по сравнению с предыдущим годом, причем, наиболее заметный рост инвестиций наблюдался в секторах, контролируемых правительством: бюджетной сфере, связи, в сельском хозяйстве и в обрабатывающей промышленности. Инвестиции в добывающую отрасль снизились на 6% по данным первых четырех месяцев 2012 года и на 10% за 2011 год, но предполагается, что рост инвестиций продолжится по результатам 2012 и 2013 годов благодаря правительственным программам по финансовой поддержке инвестиционных проектов, в том числе, в добывающем секторе.

Госсектор, как и в 2000х годах, продолжал выполнять функцию перераспределения нефтедоходов для внутреннего потребления. Инструментами перераспределения были налоги, контроль цен и давление на экспортеров выполнять социальные проекты. Интервенции правительства в добывающем секторе не способствовали его развитию. По темпам рост добавленный продукт добывающего сектора отстал от ВВП на 8% пунктов. Потребительская направленность экономической модели роста усилила симптомы голландской болезни и не способствовала заявленным правительством планам диверсификации экономики.

Рост внутреннего спроса домохозяйств обусловлен ростом трудовых доходов в результате роста зарплат с темпами, опережающими инфляцию, демографическим ростом, и опережающим ростом зарплат низкодоходных слоев населения. Рост внутреннего спроса проявляется в стремительном росте сектора торговли, который замедлился с 25,9% в 2010 году до 21,4% в 2011, в секторе связи, где рост ускорился (6,5% в 2010 и 22,5% в 2011) и продолжает ускоряться (24,0% год на год в марте 2012), пассажирском транспорте (14,4 и 27,0%). Происходит восстановление в строительстве (2,6% в 2010, 10,7% в 2011, 10,8% г/г в марте 2012). Несколько ускорился сектор коммунальных услуг (4,7% в 2010 до 7,7% в 2011 и 7,8% в марте 2012).

В то же время, происходит замедление в горнодобывающем секторе (7,1% в 2010 до 0,8% в 2011 и 0,0% в марте 2012), промышленном производстве (12,0% в 2010 до 6,0% в 2011 и 6,3% в марте 2012). Доля нефтегазового сектора в структуре ВВП составляла 15,7%, 16,6% и 16,1% в 2009, 2010 и 2011 годах. По последним данным Министерства нефти и газа производство на Кашагане ожидается в середине 2013 года. С началом добычи нефти на Кашагане общий объем производства нефти Казахстана вырастет на более чем 20% до 100млн тонн к 2015 году. С учетом этого, мы прогнозируем долю нефтяного сектора в ВВП на уровне 15,6%, 15,2%, 16,5%, и 16,6% в 2012-15 годах.

Таким образом, данные по секторам свидетельствуют о замедлении внешнего спроса и сохраняющемся росте внутреннего спроса. Внутренний инвестиционный спрос оставался подавленным, но государственные расходы и частное потребление продолжали поддерживать рост. Мы ожидаем, что на фоне растущих государственных расходов и при медленном росте банковского кредита, экономический рост замедлится до 4,5-5,5% в ближайшие годы, за исключением 2014 года, когда рост будет выше ожидаемого тренда.

Исходя из снижающегося глобального спроса на сырьевые товары, мы предполагаем, что темпы роста добывающего сектора сохраняться на прежнем, исторически низком уровне, вплоть до 2014-2015 годов, когда ожидается начало производства нефти на Кашагане. Однако сравнительно высокий уровень цен на нефть позволяет правительству Казахстана поддерживать умеренно высокий уровень государственных инвестиций и зарплат в бюджетном секторе, а добывающим предприятиям обеспечивать реальный рост зарплат своих сотрудников. В целом трудовые доходы населения сохраняют высокие темпы роста, значительно опережающие инфляцию.

В тоже время, в 2013-2014 году можно рассчитывать на увеличение доли инвестиционной составляющей спроса за счет инвестиций в нефтяной сектор и инфраструктуру, которым будет обеспечено бюджетное финансирование, механизмы ГЧП, гарантий по займам.

### **Экономическая политика**

#### **Денежно-кредитная политика и политика обменного курса**

Денежно-кредитная политика будет постепенно восстанавливать свою действенность по мере восстановления экономического капитала коммерческих банков. Способность НБК продолжать жестко контролировать обменный курс может оказаться под сомнением при значительном или длительном падении цен на нефть.

Инфляция потребительских цен снизилась с 9,0% в сентябре 2011 года до 4,6% в марте 2012, но начала затем расти 4,8% в апреле и 5,0% в мае 2012 года, что ниже нижней границы коридора инфляции. В июне инфляция снизилась до 4,9%. Замедление в конце 2011 и начале 2012 года стало результатом действия нескольких факторов: снижение мировых цен на зерно, ужесточение тарифного регулирования естественных монополий, и поэтому не является устойчивым. Низкая инфляция позволила Нацбанку снизить ставку рефинансирования еще на 50 бп до 6,0%, второй раз в 2012 году, но снижение ставки не окажет существенного влияния на рынок ликвидности, где, мы ожидаем, сохранится ее избыток. Межбанковские ставки оставались крайне низкими, ниже 2,0%, отражая состояние избытка ликвидности на балансах участников рынка.

В 2012 году ожидается ускорение инфляции в силу проявлений «отложенной инфляции», а также из-за заявленных планов правительства сокращать масштабы использования административных мер контроля инфляции. Мы ожидаем, что в будущем инфляция повысится, но не превысит 6-6,5% из-за замедления роста зарплат и по-прежнему низкой насыщенности на рынке потребительского кредитования. В связи с этим, мы не ожидаем дальнейшего снижения ставки рефинансирования в ближайшее время.

Хотя главной заявленной целью Национального Банка, как и прежде, остается сохранение стабильности цен в районе 6-8%, а политика обменного курса становится более гибкой, с элементами стабилизации реального обменного курса и с сохранением «баланса между внутренней и внешней конкурентоспособностью казахстанской экономики», однако стабилизация обменного курса остается ключевой составляющей поддержания нормальных условий на денежном рынке, а угроза атаки на курс еще долго будет ограничивать возможности денежно-кредитной политики. Мы считаем, что НБК по-прежнему будет проводить необходимый объем интервенций для сохранения стабильного курса.

Курс тенге по отношению к доллару сохранится стабильным, в базовом сценарии, так как регулятор имеет как возможность, так и готовность для поддержания существующего режима. Несмотря на крайнюю стабильность курса и низкие ставки по форвардам, мы считаем, что угроза стабильности курса существует и связана с падением цены на нефть достаточно сильно и на достаточно долгое время. При сохранении цен на нефть выше 85 долларов за баррель, курс тенге по отношению к доллару не будет подвергаться спекулятивным атакам. Курс по отношению к рублю будет менее стабилен, так как рубль менее жестко привязан к доллару. Курс тенге к евро прогнозируется на уровне ожиданий рынка по паре евро - доллар. Данная пара будет наиболее волатильной. В случае отклонения цен на нефть от базового сценария, ниже 80 долларов за баррель, возникнет существенная угроза девальвации.

## **Фискальная политика**

Фискальная политика сохранит стимулирующий уклон, который будет финансироваться растущими трансфертами из Нацфонда. В первом квартале 2012 года бюджетный баланс закрылся с профицитом в 8,1 млрд. тенге, с существенным снижением ненефтяного дефицита. В 2012 ожидается незначительный рост дефицита бюджета до 2,6% ВВП, учитывая, что трансферты из Национального Фонда ожидается увеличить в 2012 до 9,4 млрд. долларов с 7,9 млрд. долларов в 2011 году. Рост внебюджетных расходов будет в большей степени ограничиваться правительством. В дополнение, планируется включение нефтяного фонда в среднесрочные параметры бюджета с целью снижения ненефтяного дефицита до устойчивого уровня.

По итогам двух месяцев второго квартала, затраты росли быстрее доходов бюджета, что привело к дефициту бюджета в 157,8 млрд. тенге за апрель-май 2012.

По сообщению правительства, в первые два месяца 2 кв. 2012 года расходы республиканского бюджета без учета погашения займов были исполнены в среднем на 93,7% по отношению к плану финансирования за отчетный период. Львиная доля неосвоенного остатка (70,6%) является результатом неэффективного управления бюджетной программой.

Также, министр финансов Болат Жамишев прогнозирует сокращение недоимки в бюджет на 40% по итогам второго квартала, то есть до 108 млрд. тенге. По итогам 1 кв. 2012 оценка недоимки в бюджет сократилась с 224 млрд. тенге до 180 млрд. тенге. Он также отмечает, что меры, предпринимаемые по сокращению недоимки в бюджет системные, что обозначает, в будущем бюджетное планирование будет более эффективным.

## **Внешний баланс**

В первом квартале 2012 года текущий счет увеличился до \$3,6 млрд. с \$2,4 млрд. в 4 кв. 2011 года с увеличением торгового баланса до \$11,9 млрд. с \$10,2 млрд. Прямые инвестиции в 1 кв. 2012 года выросли до \$4,2 млрд. с \$0,6 млрд.. Внешний долг реального сектора увеличился на \$5,1 млрд. и составил \$109,3 млрд. на конец 1 кв. 2012 года. Мы ожидаем сокращения профицита текущего счета из-за роста импорта и не исключаем ухудшения платежного баланса, судя по интервенциям НБК.

## **Рынок труда**

Статистика рынка труда, в основном покрывающая госсектор и крупных экспортеров, свидетельствует о перегретом состоянии. Рост зарплат в реальном выражении в 2011 году составила 11,0%, а безработица опустилась на исторический минимум 5,4%. В первом квартале 2012 года она осталась на этом уровне, тогда как уровень самозанятости, как индикатор скрытой безработицы, снизился до исторического минимума в 30,2% .

## **Банковский сектор Казахстана**

Банковский кредит на краткосрочном горизонте будет играть ограниченную роль в формировании внутреннего спроса, но в среднесрочной перспективе его роль как усилителя потребительского спроса возрастет. Это связано с ограниченной способностью банков увеличивать долю ссудного портфеля при существующих нормативах достаточности капитала. Восстановление и рост банковского капитала будет происходить благодаря накоплению прибыли, вливанию капитала со стороны акционеров (в 2012 году Сбер, АТФ, Евразийский вместе 70 млрд тенге), предположительной рекапитализации БТА до регуляторного минимума в результате реструктуризации, ожидаемой в 2013 году. Замедление темпов роста плохих займов наблюдавшееся в 2011 году продолжится в 2012.

Основными факторами, способствующими стабилизации и восстановлению качества активов, станут как процессы улучшения финансового состояния домохозяйств, протекающие независимо от банковского сектора, так и активные меры, предпринимаемые отраслью. К первым относятся растущий уровень доходов населения и снижение банковской задолженности домохозяйств. Ко вторым относятся усилия по созданию подразделений для работы с проблемными займами, покупка плохих займов в ФСА по привлекательной для банков цене, государственной программы субсидирования ставок для снижения долговой нагрузки. В результате снижения отчислений на провизирование ссудного портфеля, доходность банковского капитала в 2012 году вырастет до 8,5% по системе без учета БТА и Альянс.

Реструктуризация БТА потребует рекапитализации банка, как за счет бюджета, так и за счет кредиторов. Вливание примерно 500-550 млрд. тенге вернет банку финансовую состоятельность, но недостаточно для восстановления способности выдавать новый кредит. Не предполагая дальнейшего вливания капитала в банковскую систему и при сохранении существующих нормативов достаточности капитала, чистый ссудный портфель хороших банков мог бы вырасти на 16% в 2012 году и по 9,5-10,5% в последующие годы.

Банковский кредит продолжает расти медленно, медленнее доходов домохозяйств и ВВП. Предложение кредита сдерживается кредитными рисками по существующему портфелю и по вновь выдаваемым займам, недостаточно устойчивым фондированием, недостатком капитала. Прошедший год стал первым годом роста банковского кредита с начала кризиса. Реальные темпы в 2012 году пока прогнозируются на уровне 10-11%, с последующим ускорением до темпов роста номинального ВВП.

Локомотивами кредитования останутся банки среднего размера, за исключением Халык банка, который, мы ожидаем, продолжит расти со средними для системы темпами. Наиболее устойчиво растущие, а также одни из наиболее крупных, это Сбербанк и Евразийский. Они уже объявили об увеличении своего капитала в объеме, достаточном для заявленного роста кредитования. Именно эти банки усиливают конкурентную борьбу за качественных корпоративных заемщиков.

Крупные банки будут расти медленней, проявляя оправданную осторожность в кредитной политике, связанную с низким качеством существующего ссудного портфеля и недостатком надежных заемщиков, особенно корпоративных. Сектора экономики, традиционно зависящие от банковского финансирования, такие как строительство, недвижимость, и торговля, остаются в подавленном состоянии из-за слабости собственных балансов и низкого спроса. Восстановление этих секторов зависит от роста доходов населения и снижения банковской задолженности домохозяйств. Именно поэтому восстановление кредитования в 2012 году будет происходить за счет опережающего роста розничного кредитования, а кредитование МСБ будет ведомым. После начала кризиса уровень проникновения потребительского кредитования снизился вдвое, из чего можно предположить наличие потенциала для роста данного вида кредитования, особенно в регионах, которых кредитный бум 2004-2007 гг. коснулся меньше, чем г. Алматы.

Мы ожидаем, что быстрый рост доходов населения замедлится в среднесрочной и долгосрочной перспективе, что также будет сдерживать спрос на потребительское и ипотечное кредитование. Жилье все еще остается слишком дорогим для большинства населения, что будет сдерживать спрос по ипотечным займам, также как и обоснованно высокие требования к первоначальному взносу и кредитоспособности заемщика.

Восстановление кредитования происходит с оживления операций в розничном секторе. В 2011 году усиленный интерес к потребительскому кредитованию объяснялся высокой доходностью на капитал при достаточно хорошо восстановившейся кредитоспособности населения. В секторе корпоративного кредитования в следующем году будет наблюдаться

усиление конкуренции среди банков за немногочисленных, но кредитоспособных заемщиков. Возобновление корпоративного кредитования будет зависеть от способности крупных проблемных заемщиков эффективно реструктурировать свои долги. Мы не ожидаем, что в ближайшие годы темпы кредитования будут превышать темпы роста номинального ВВП.

**Ставки по выдаваемым кредитам** в 2011 ставки продолжали снижаться практически по всем категориям займов, выдаваемых в Тенге. За год снизились ставки по долгосрочным займам юр. лицам (с 13,2% до 11,2%), по краткосрочным займам юр. лицам с 14,1% до 12,2%, и по краткосрочным займам физ. лицам с 26,5% до 22,9%, хотя и выросли ставки по долгосрочным займам домохозяйствам, с 18,0% до 19,9%. В краткосрочной и среднесрочной перспективе мы ожидаем, что процесс снижения ставок продолжится, но более медленно. Снижение ставок будет происходить в результате участия в государственных программах субсидирования ставок, в целях привлечения и удержания качественных заемщиков, а также как часть реструктуризации некоторых плохих займов. Снижение ставок и более гибкая политика по отношению к проблемным заемщикам будут ключевыми для максимального извлечения стоимости из проблемного портфеля.

Проблемы **фондирования** усилились в связи со снижением доли оптового фондирования и ростом доли депозитов. Доходность банков сдерживается высокой долей ликвидных активов, которые банки вынуждены держать на случай оттока депозитов. Риск оттока сравнительно велик из-за высокой концентрации отдельных депозитов, которые по объему сравнимы с оптовым фондированием. Условия привлечения по срочным корпоративным депозитам с неснижаемым остатком допускают досрочное снятие с незначительными потерями для вкладчика. Самостоятельное принятие банковским сектором более жестких условий по срочным депозитам маловероятно из-за конкуренции, но регулятор будет должен ужесточить требования по срочным депозитам в рамках выполнения требований Базель III по устойчивости фондирования.

Внешний долг банковской системы снизился с \$19,9 млрд. по состоянию на конец 2010 года до \$14,6 млрд. на конец 2011 года. Из них в 2012 году планируется погасить \$3,6 млрд. и \$2,9 млрд. в 2013 году. Таким образом, к концу 2013 года внешний долг банковской системы ожидается на уровне \$9,6 млрд.

Для всех банков, за исключением реструктурированных, график дальнейших погашений достаточно равномерен и не представляет значительных трудностей. Неопределенность в ситуации с повторной реструктуризацией БТА наложит свои ограничения на доступ банков к иностранным рынкам капитала. В результате продолжающееся замещение оптового иностранного фондирования депозитами будет и дальше оказывать давление на процентную маржу, несмотря на снижение ставок по вкладам.

Оптовое финансирование могло бы снизить риски ликвидности, но неопределенности с качеством активов и риски, связанные с БТА, ограничивают аппетит инвесторов к казахстанским эмитентам. Эти проблемы накладываются на снижение глобального аппетита к риску и пограничным рынкам. До тех пор пока эти проблемы не будут разрешены, ставки по еврооблигациям останутся слишком высокими, а объем выпуска еврооблигаций незначительным. В 2012 году объем привлечения банками не превысит \$300млн, а скорее всего, будет намного ниже.

Объем депозитов в банковском секторе продолжит расти, благодаря устойчивому притоку выручки среди крупных корпораций и росту доходов населения. Что касается внешнего фондирования, то банки, вероятней всего, вновь выйдут на внешний рынок капитала, однако в этот раз объемы нового заимствования будут ограничены, в том числе благодаря новым правилам регулятора.

**Ставки по депозитам** продолжали снижаться в 2011 году, но не так быстро как в 2009-2010 годах. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе тенденция сохранится – снижение ставки продолжится, но с замедляющимся темпом. Наиболее остро стоит вопрос о снижении ставок по долгосрочным депозитам. Темпы снижения ставок будут зависеть от усилий регулятора по контролю условий привлечения депозитов и от успешности программы оздоровления банков, испытывающих проблемы с ликвидностью. Решение о снижении максимальной ставки начиная с июля 2012, недавно принятое Казахстанским фондом гарантирования депозитов, также будет способствовать снижению стоимости фондов для банков.

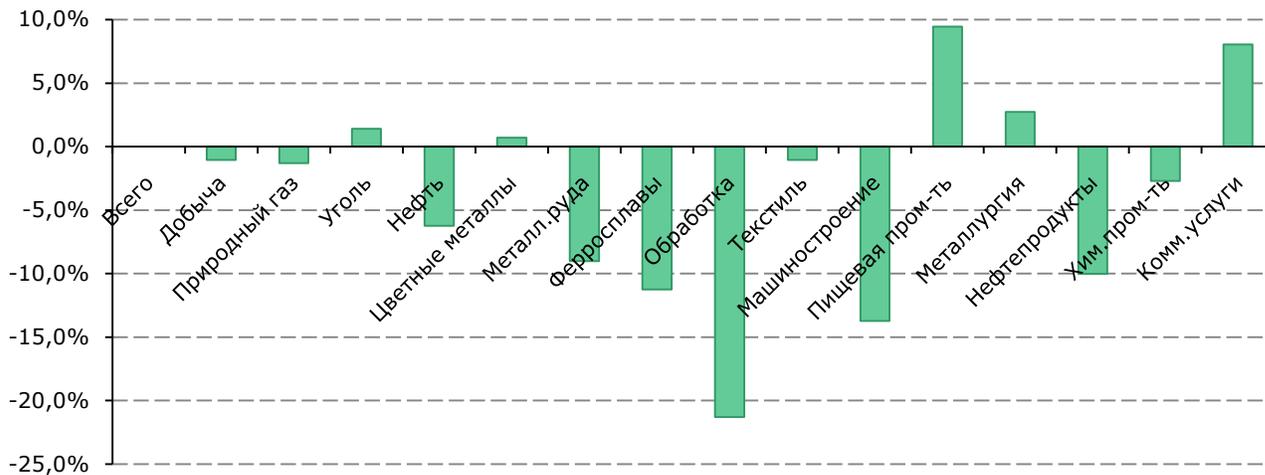
Положительным фактором для показателей прибыльности банков может стать продолжающееся снижение стоимости риска (снижение отчислений в провизии). Ситуации с качеством активов сектора до конца 2012 г. должна стабилизироваться. Рост неработающих и просроченных займов уже начал замедляться в конце 2011 – начале 2012 гг.

Что касается внедряемых правительством механизмов по улучшению качества активов сектора: отмены налоговых препятствий по списанию займов, Фонда Проблемных Кредитов и дочерних организаций банков по работе над плохими активами, то мы ожидаем первые, но довольно ограниченные результаты не раньше конца 2012 года. Одним из дополнительных механизмов стимулирования кредитования НБРК рассматривает снижение требований к уровню достаточности капитала.

Правительство продолжает программу реформирования системы финансового регулирования, включающую, среди прочего, введение ограничений по иностранному фондированию, ужесточение требований качества управления и прозрачности, ужесточение требований по достаточности капитала, а также временное приостановление налоговых положений, затрудняющих списание безнадежных долгов.

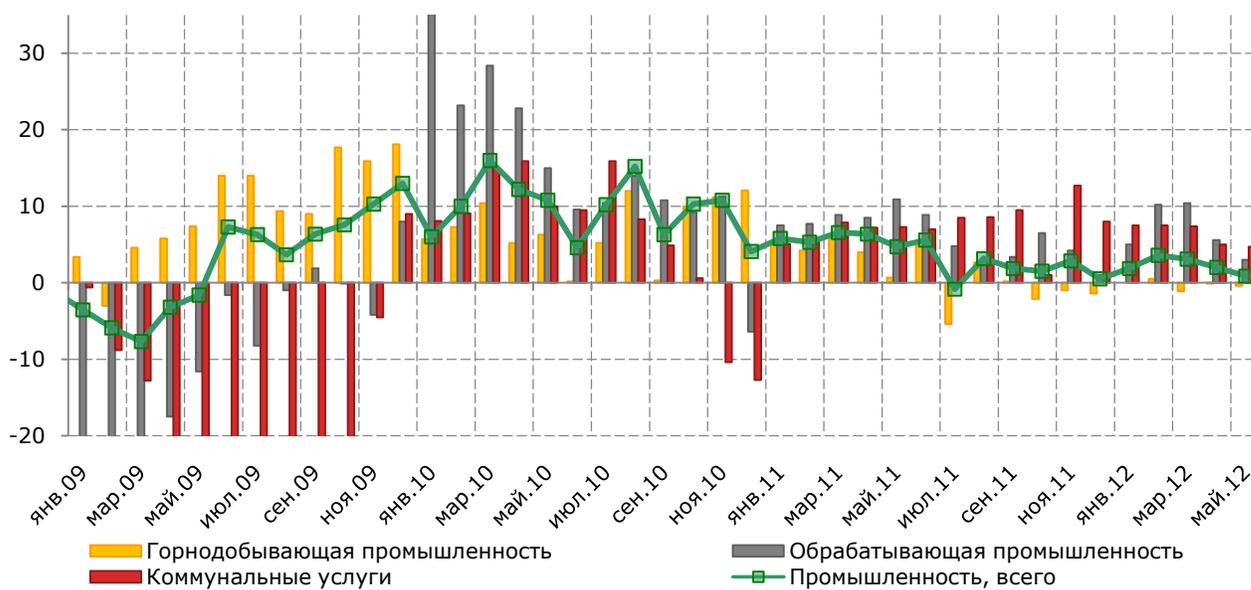
## Приложение

Рисунок 1. Производство по секторам в мае 2012 года, %м/м, ск



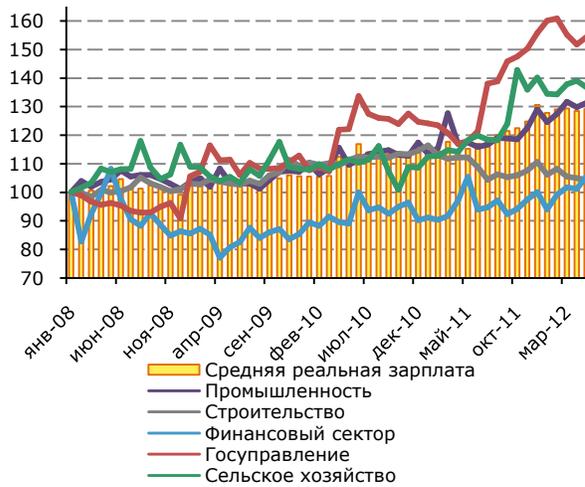
Источник: САПК, расчеты ХФ

Рисунок 2. Сектора промышленности, %г/г

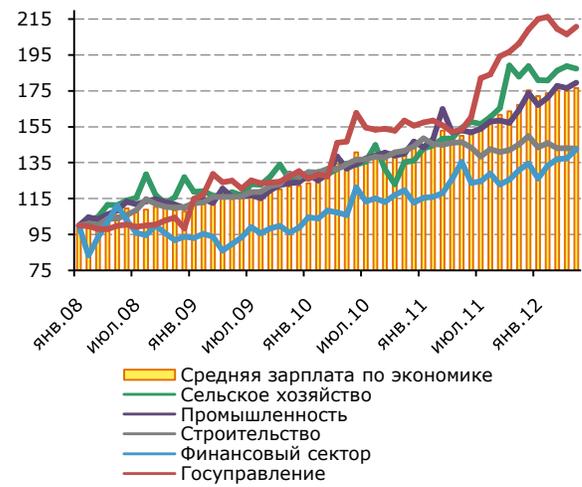


Источник: САПК, расчеты ХФ

**Рисунок 3. Индекс реальной заработной платы, янв.2008=100, ск**



**Рисунок 4. Индекс номинальной заработной платы, янв.2008=100, ск**



Источник: САРК, расчетыХФ

Источник: САРК, расчетыХФ

**Рисунок 5. Рост кредитов экономике, %г/г<sup>1</sup>**

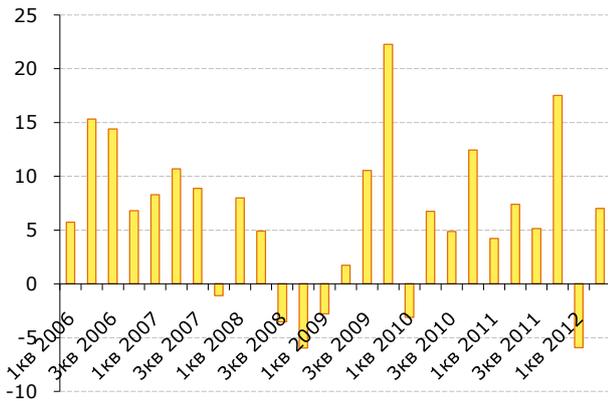


Source: NBK, HF estimates

<sup>1</sup>С учетом изменения обменного курса

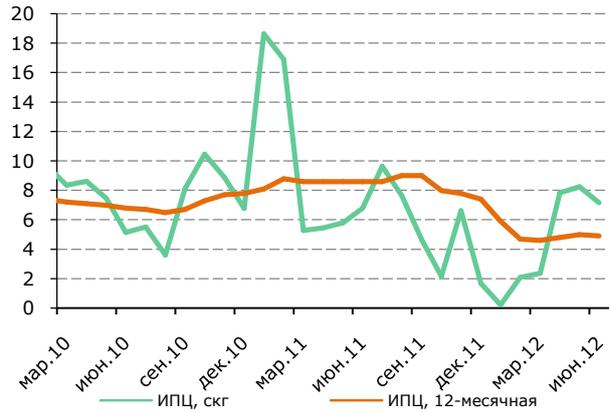
## Среднесрочные цифры

**Рисунок 6. Рост реального ВВП, % за кв., скг**



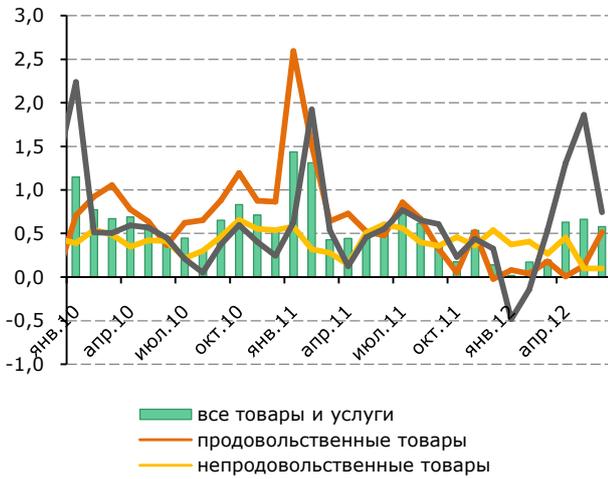
Источник: САРК, расчеты ХФ

**Рисунок 7. Потребительская инфляция**



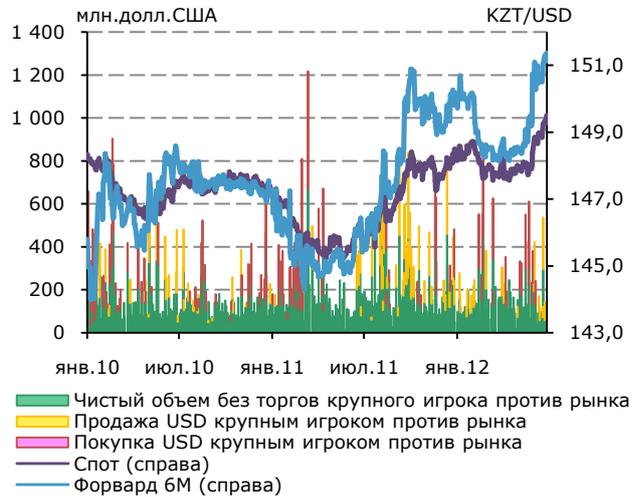
Источник: САРК, расчеты ХФ

**Рисунок 8. Потребительская инфляция, сезонно-скорректированная, %**



Источник: САРК, расчеты ХФ

**Рисунок 9. Валютный рынок**



Источник: САРК, расчеты ХФ

**Рисунок 10. Процентные ставки по кредитам в тенге**



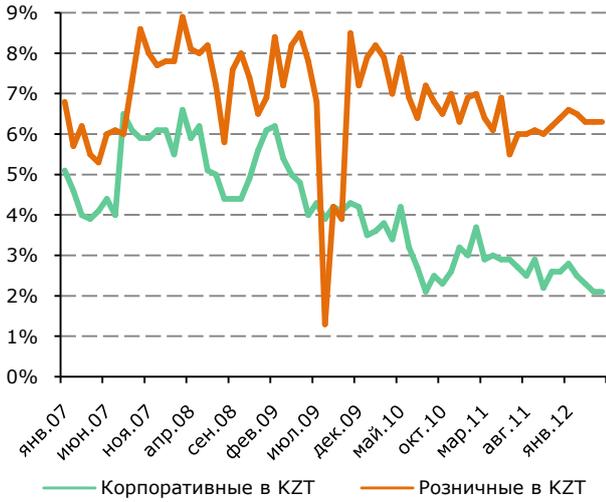
Источник: НБК, расчеты ХФ

**Рисунок 11. Процентные ставки по кредитам в СКВ**

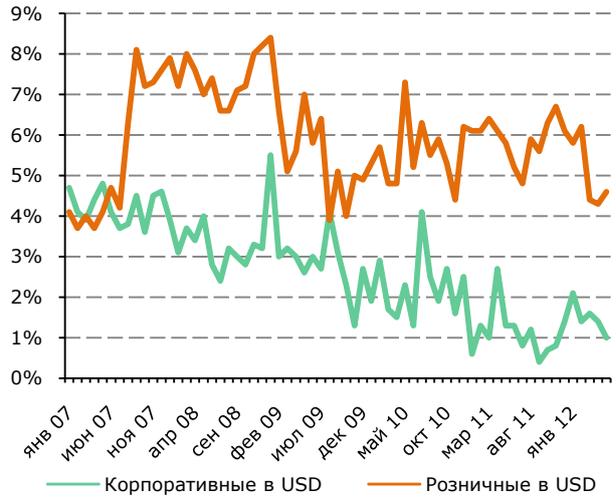


Источник: НБК, расчеты ХФ

**Рисунок 12. Процентные ставки по депозитам в тенге**



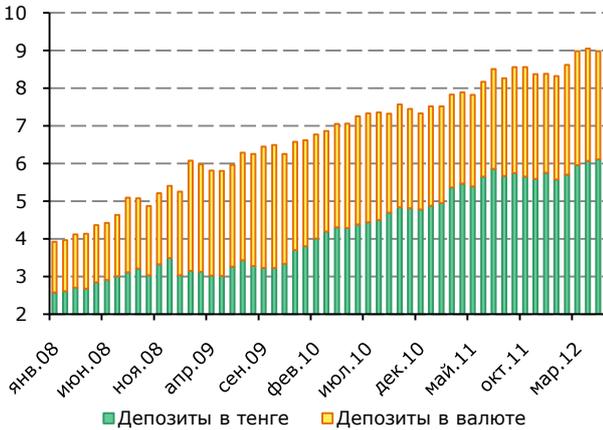
**Рисунок 13. Процентные ставки по депозитам в СКВ**



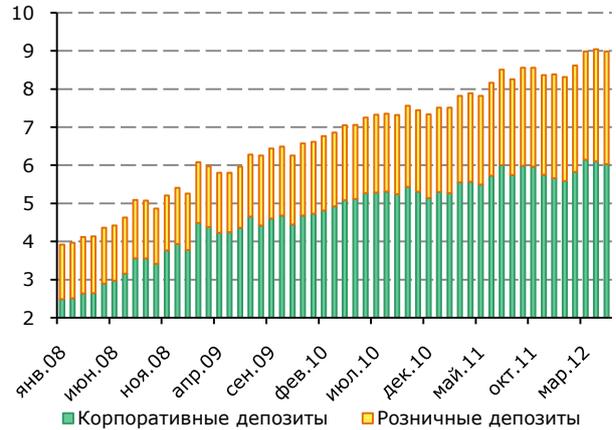
Источник: НБК, расчеты ХФ

Источник: НБК, расчеты ХФ

**Рисунок 14. Депозиты в разбивке по валютам, трлн. тенге**



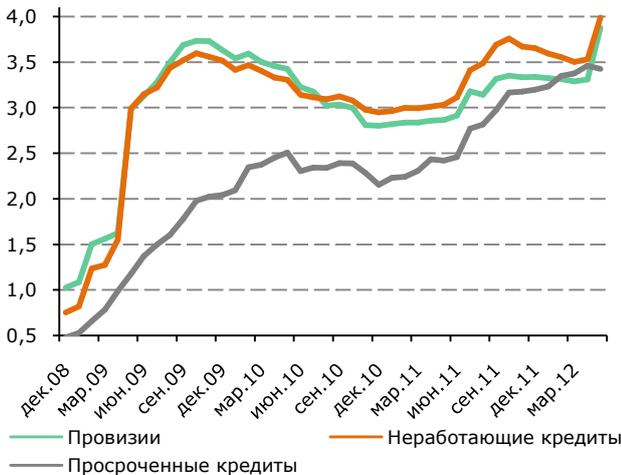
**Рисунок 15. Депозиты в разбивке по клиентам, трлн. тенге**



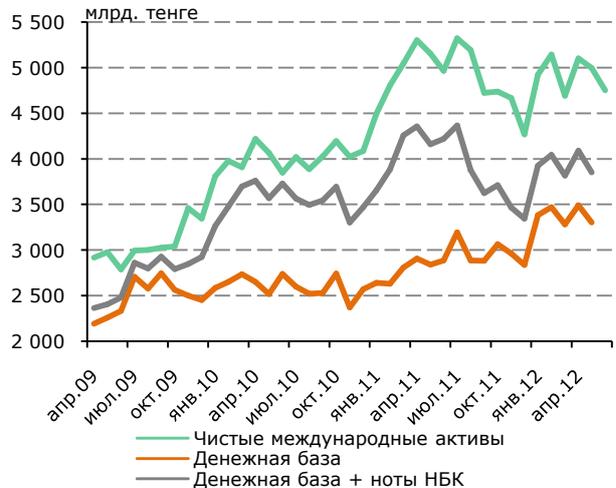
Источник: НБК, расчеты ХФ

Источник: НБК, расчеты ХФ

**Рисунок 16. Провизии, неработающие кредиты и просроченные займы, трлн. тенге**



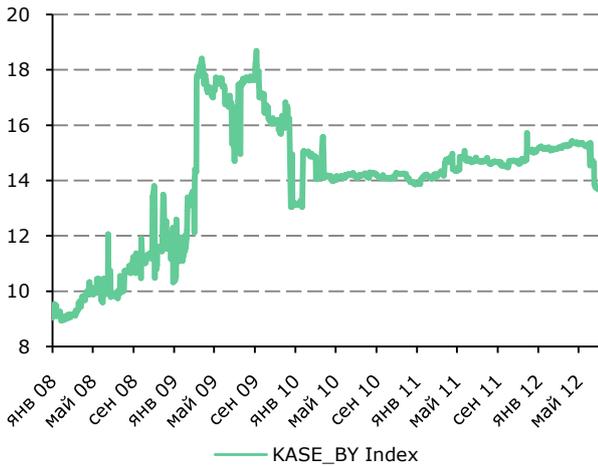
**Рисунок 17. Золотовалютные резервы и денежная база, млрд. тенге**



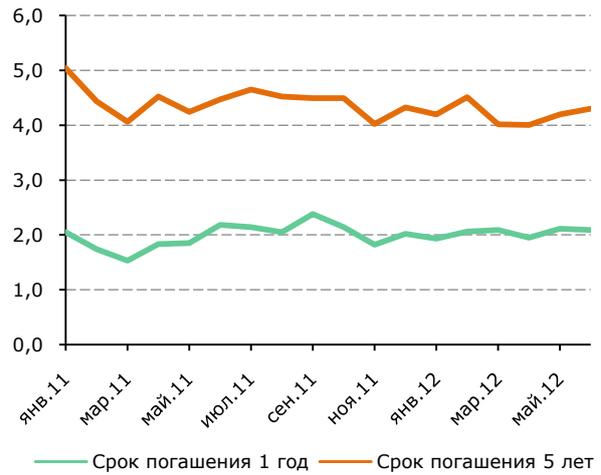
Source: KFN, HF estimates

Источник: НБК, расчеты ХФ

**Рисунок18. Индекс доходности корпоративных облигаций**



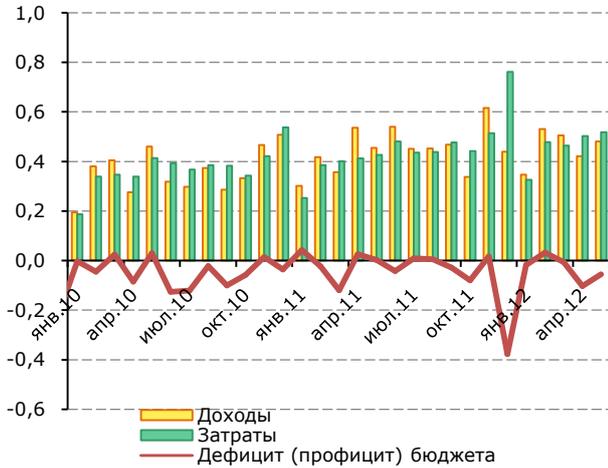
**Рисунок19. Доходность государственных облигаций, %**



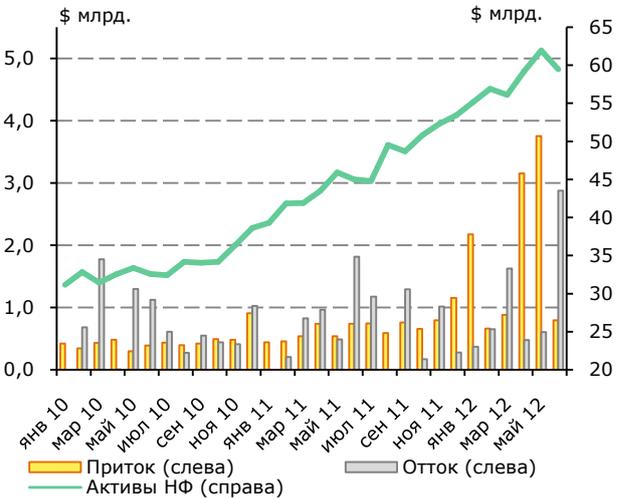
Источник: KASE, расчётыХФ

Источник: IRBIS, расчётыХФ

**Рисунок 20. Государственный бюджет,трлн. тенге**



**Рисунок 21.Активы Национального**



Источник: МинФин, расчёты ХФ

Источник: МинФин, расчёты ХФ

**Рисунок 22. Коэффициент использования труда, %ск**



**Рисунок 23. Рост списочной численности, % за год**



Источник: САРК, расчётыХФ

Источник: САРК, расчётыХФ

**Квартальные прогнозы**

	2010	2011	1кв12	2кв12	3кв12	4кв12	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>ВВП</b>												
Номинальный ВВП, млрд. тенге	21 648	27 301	5 838	6 457	7 697	10 394	30 386	33 660	37 286	41 304	45 755	50 685
Номинальный ВВП, млрд. долл.	146,9	183,9	39,5	43,2	51,6	69,6	203,9	225,9	250,2	277,2	307,1	340,2
Номинальный ВНП, млрд. долл.	128,6	159,2	32,7	36,6	45,8	63,9	179,1	202,8	220,1	244,7	272,1	302,7
Рост номинального ВВП, % за год	27,3	26,1	13,1	10,9	10,3	11,3	11,3	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Реальный ВВП, % за кв. (ск)	-	-	-5,9	7,0	5,4	11,2	-	-	-	-	-	-
Рост реального ВВП, % за год	7,0	7,5	5,6	5,6	5,0	5,0	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
<b>Цены</b>												
Дефлятор, % за год	19,6	16,5	7,1	6,0	6,0	6,0	6,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	85,2	110,4	117,0	108,3	95,0	95,0	103,8	95,0	100,0	104,0	108,0	112,0
Обменный курс KZT/USD, на кп	147,4	148,5	148,0	149,5	149,3	149,3	149,0	149,0	149,0	149,0	149,0	149,0
Обменный курс KZT/EUR, на кп	190,0	192,5	197,4	188,1	183,0	183,0	188,0	188,0	188,0	188,0	188,0	188,0
Обменный курс KZT/RUB, на кп	4,9	5,0	5,0	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
РЭОК, 2000=100	107,7	107,1	110,3	112,9	114,2	115,1	113,1	114,7	116,6	118,6	120,6	122,6
ИПЦ, % изм., для кв. - % скг		-	1,6	7,7	5,3	4,7	-	-	-	-	-	-
Инфляция ИПЦ, % изм., на кп, % за год	8,1	7,5	4,6	4,9	5,5	6,0	6,0	5,0	5,3	5,0	5,0	6,0
Ставка рефинансирования, на кп	7,0	7,5	7,0	6,0	6,0	6,0	6,4	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Казпрайм, на кп	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,0	4,0	4,0	4,0
Депозитная ставка, сред.	5,1	4,6	4,5	4,4	4,4	4,4	3,6	3,4	3,1	3,0	3,0	3,0
<i>Корпоративная депозитная ставка в тенге, сред.</i>	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<i>Розничная депозитная ставка в тенге, сред.</i>	7,2	6,3	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,0	5,0	4,7	4,5	4,5
Кредитная ставка, сред.	16,8	16,2	15,7	15,1	15,1	15,1	15,3	14,8	13,8	13,8	13,8	13,8
<i>Корпоративная кредитная ставка в тенге, сред.</i>	13,6	11,9	10,6	10,5	10,5	10,5	10,5	10,0	9,5	9,5	9,5	9,5
<i>Розничная кредитная ставка в тенге, сред.</i>	19,9	20,4	20,7	19,8	19,8	19,8	20,0	19,5	18,0	18,0	18,0	18,0
<b>Монетарные данные</b>												
Денежная база, млрд. тенге, на кп	2 573	2 836	2 836	3 046	3 285	3 126	3 126	3 446	3 799	4 397	5 343	6 818
<i>Денежная база/кредиты экономике</i>	0,34	0,32	0,32	0,35	0,35	0,32	0,32	0,34	0,35	0,39	0,45	0,54
<i>Денежная база/международные резервы</i>	0,62	0,65	0,65	0,63	0,67	0,71	0,71	0,71	0,71	0,75	0,83	0,96
Международные резервы, млрд. долл., на кп	28,3	29,3	29,3	32,3	32,8	29,6	29,6	32,6	35,8	39,4	43,4	47,7
Активы Национального фонда, млрд. долл., на кп	31,0	43,7	43,7	59,5	52,0	55,7	55,7	68,7	82,7	96,7	110,7	127,7
МЗ, млрд. тенге, на кп	8 546	9 751	9 751	11 045	11 589	11 506	11 506	13 117	14 954	16 748	18 758	21 009

Кредит экономике, млрд. тенге, на кп	7 597	8 781	8 935	8 726	9 263	9 660	9 660	10 180	10 728	11 306	11 915	12 557
<i>Кредит экономике, % от ВВП</i>	<i>0,35</i>	<i>0,32</i>	<i>1,53</i>	<i>1,35</i>	<i>1,20</i>	<i>0,93</i>	<i>0,32</i>	<i>0,30</i>	<i>0,29</i>	<i>0,27</i>	<i>0,26</i>	<i>0,25</i>
Пенсионные активы, млрд. тенге, на кп	2 258	2 651	2 778	2 876	3 000	3 130	3 130	3 630	4 149	4 604	5 115	5 690
Пенсионные активы, % от ВВП	10,4	9,7	9,9	10,1	10,2	10,3	10,3	10,8	11,1	11,1	11,2	11,2
<b>Фискальные данные</b>												
Госдолг, млрд. тенге, на кп	3 137	3 267	3 415	2 839	2 839	2 839	2 839	2 719	2 642	2 307	1 866	1 411
Доходы бюджета, включая трансферты	4 299	5 371	1383	1382	1 174	1 174	5 112	4 921	5 311	7 282	8 738	10 486
Трансферты из Национального фонда, млрд. тенге	1 200	1 160	390	250	370	370	1 380	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200
Бюджетные расходы	4 457	5 423	1 267	1 537	1 335	1 335	5 475	5 266	5 711	7 775	9 330	11 196
Бюджетный баланс	-527	-569	8	-213	-288	-288	-780	-474	-460	-493	-592	-710
<i>Бюджетный баланс, % от ВВП</i>	<i>-2,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,6</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,4</i>
<i>Бюджетный баланс, искл. трансферты, % от ВВП</i>	<i>-8,0</i>	<i>-6,3</i>	<i>-6,5</i>	<i>-7,2</i>	<i>-8,5</i>	<i>-6,3</i>	<i>-7,1</i>	<i>-5,0</i>	<i>-4,5</i>	<i>-4,1</i>	<i>-3,9</i>	<i>-3,8</i>
<b>Рынок труда</b>												
Среднемесячная зарплата, тыс. тенге	77,5	89,9	95,0	98,2	108,2	111,1	100,0	110,8	123,1	136,4	151,1	168,9
Реальная зарплата, % за год	7,1	7,1	11,6	9,8	10,6	4,2	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Занятость, тыс. человек	8 115	8 303	8 463	8 493	8 554	8 647	8 420	8 540	8 661	8 783	8 863	8 963
Уровень безработицы, %	5,8	5,4	5,4	5,3	5,9	6,9	7,8	9,1	10,4	11,6	12,4	6,8
Экономически активное население, %	71,2	71,7	71,4	71,7	72,2	73,0	72,7	73,7	74,7	75,8	76,5	71,9
Население, млн. человек	16,4	16,7	16,7	16,8	16,9	17,1	16,9	17,2	17,4	17,6	17,8	18,0
<b>Платёжный баланс, в млрд. долларов США</b>												
Текущий счёт	3,0	14,1	3,5	3,5	2,9	2,9	12,8	11,3	15,6	16,7	17,9	19,1
Торговый баланс	28,7	47,3	11,9	11,9	10,4	10,4	44,6	41,8	53,4	57,3	61,3	65,5
Экспорт товаров	61,6	88,5	21,9	22,4	19,5	19,5	83,3	78,1	100,0	107,3	114,9	122,7
Импорт товаров	(32,9)	(41,2)	(10,0)	(10,5)	(9,1)	(9,1)	(38,8)	(36,3)	(46,5)	(50,0)	(53,5)	(57,2)
Баланс услуг	(6,5)	(6,4)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(6,7)	(7,1)	(7,4)	(7,8)	(8,2)	(8,6)
Баланс доходов	(18,3)	(24,7)	(6,7)	(6,6)	(5,7)	(5,7)	(24,8)	(23,1)	(30,1)	(32,5)	(34,9)	(37,5)
<b>Внешний долг, в млрд долларов США, на кп</b>												
Внешний долг Казахстана	118,2	123,8	129,3	127,3	126,4	130,5	134,8	147,9	161,5	181,1	203,3	227,0
Внешний долг правительства	4,8	5,1	5,2	5,2	5,2	6,0	6,0	6,6	7,4	9,0	10,9	13,3
Внешний долг банков	19,9	14,6	14,8	12,8	11,9	11,0	11,0	9,6	9,6	12,0	15,0	16,0
Внешний долг корпоративного сектора	93,4	104,2	109,3	109,3	109,3	113,5	117,8	131,7	144,5	160,1	177,4	197,7

Примечание: прогнозные данные находятся в затененных ячейках.

Сокращения: на кп – на конец периода, скг – с учетом сезонной корректировки в годовом выражении.

АО «HalykFinance» (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».

© 2011, все права защищены.

#### **Макроэкономика**

Сабит Хакижанов, 7 (727) 244-6541  
[sabitkh@halykbank.kz](mailto:sabitkh@halykbank.kz)

Юрий Храмов, 7 (727) 244-6984  
[UryiH@halykbank.kz](mailto:UryiH@halykbank.kz)

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

#### **Финансовый сектор, долговые инструменты**

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

#### **Долевые инструменты**

Тимур Омоев, 7 (727) 330-0153  
[Tomoev@halykbank.kz](mailto:Tomoev@halykbank.kz)

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)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦНурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 259 0467  
Факс. +7 (727) 259 0593

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

#### **Bloomberg**

HLFN<Go>