



Асан Курманбеков
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
+7 (727) 357 31 79 (3319)

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

Макроэкономический отчет

за 3 квартал 2016

Ввиду восстановления нефтяных котировок и несмотря на их высокую волатильность, мы пересмотрели наше базовое предположение по среднегодовой цене на нефть в 2016 году с \$41/баррель до \$43/баррель. В связи с этим, мы также предоставляем сценарные прогнозы основных макроэкономических индикаторов. **Базовый** сценарий предполагает рост среднегодовой цены на нефть до \$50/баррель в 2017 году; **пессимистичный** – падение среднегодовой цены до \$40/баррель в 2017 году; **оптимистичный** – повышение среднегодовой цены на нефть до \$60/баррель в следующем году.

В базовом сценарии мы считаем, что ВВП в реальном выражении вырастет на 0,4% г/г в 2016 году, с ускорением до 1,4% в следующем году. На сегодня появились признаки восстановления частного потребительского спроса, хотя он и будет оставаться подавленным. В свою очередь, повысившиеся цены на минеральное сырье и расширение нефтедобывающих мощностей будут способствовать умеренному росту инвестиционной активности.

Власти начинают высказываться в пользу более осторожного использования средств Национального фонда (НФ) и в связи с этим мы думаем, что фискальное стимулирование внутреннего спроса будет менее выраженным в сравнении с пиковым за последние годы уровнем в 26% от ВВП по итогам прошлого года. Все еще повышенное инфляционное давление обуславливает жесткость денежно-кредитной политики. Тем не менее, рыночные ставки стабилизировались, а более открытый и тесный контакт НБК способствует формированию адекватных текущей ситуации ожиданий со стороны участников рынка.

В пессимистичном сценарии проседание цены на нефть в 2017 году затормозит наметившееся слабое восстановление экономики. В особенности, со стороны внешнего сектора с сопутствующим умеренным давлением на обменный курс. Однако фискальные меры и инвестиции будут способствовать хоть и небольшому, но росту экономики на уровне, близком к показателю текущего года.

В оптимистичном сценарии повышение и стабилизация цены на нефть на относительно высоком уровне будет выступать серьезным стимулом для умеренного экономического роста. Кредитная активность начнет расширяться по мере снижения базовой ставки и возрождения спроса со стороны бизнеса и населения. На конец сентября ликвидность, изымаемая НБК из банковской системы, составляет 16% кредитного портфеля всех банков.

После существенного всплеска инфляции, вызванного ослаблением нацвалюты осенью прошлого года, потребительская инфляция за один только 4кв2015 выросла на 10,1%. С начала текущего года рост цен последовательно пошел на спад, составив 2,9% в 1кв2016, 1,5% во 2кв2016 и 0,9% в третьем квартале. В итоге, хотя годовая инфляция сложилась на уровне 16,6% в сентябре, с начала года потребительские цены выросли только на 5,6%. Это позволило НБК последовательно перейти к смягчению условий на денежном рынке.

В октябре НБК в очередной раз понизил базовую ставку с 13% до 12,5%, сохранив коридор процентных ставок в ± 1 пп. Снижению ставки способствовало уменьшение инфляционного давления и положительный внешний фон, выраженный ростом цен на нефть. На наш взгляд, по мере нормализации инфляционного фона НБК может понизить базовую ставку еще на 0,5пп до конца года.

В целом, мы считаем текущий процесс принятия решений и направленность денежно-кредитной политики адекватными складывающейся ситуации на рынке. Однако у НБК ещё есть возможности для улучшения прозрачности и коммуникации с рынком, особенно в части валютной политики. Также, на наш взгляд, к негативному моменту, совпавшему по времени с переходом к политике инфляционного таргетирования, можно отнести денежную эмиссию, осуществленную НБК в 2015 году на сугубо фискальные цели (покупка акций госкомпании «КазМунайГаз», компенсация по депозитам физических лиц в связи с переходом к свободно плавающему курсу тенге, докапитализация Фонда проблемных кредитов), что снижает доверие к регулятору.

В банковском секторе нет проблем с тенговой ликвидностью. НБК изымает её по нижней границе базовой ставки и выше (12% до октября 2016г.). В таких условиях, вместо коммерческого кредитования банки предпочитают размещать свою ликвидность в НБК либо в других доступных инструментах. В частности, объем нот НБК в обращении вырос до 2,3 трлн тенге в сентябре. В результате, кредитная активность банков была подавленной, а ставки кредитования высокими.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели

	2014 Факт	2015 Факт	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
			2016	2017	2016	2017	2016	2017
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	99.0	52.4	43.5	50.0	41.0	40.0	45.0	60.0
Реальный ВВП, % за год	4.4	1.2	0.4	1.4	0.3	0.3	0.6	3.4
Обменный курс USDKZT, на конец периода	182.4	340.6	337.4	350.6	353.7	378.3	330.4	335.5
Обменный курс USDKZT, сред за год	179.3	222.8	343.6	344.1	345.4	366.2	340.5	332.7
ИПЦ, % изм., на конец периода, % за год	7.4	13.6	7.5	7.0	7.7	7.2	7.5	6.8
Госдолг, млрд. тенге, на конец периода	5 655	9 022	11 233	11 617	11 292	11 729	11 178	11 508
Госдолг, % ВВП	14.5	22.1	25.1	23.5	25.4	24.9	24.8	22.1
Первичный бюджетный баланс с учетом НФ, % от ВВП	1.7	-3.6	-5.1	-3.4	-5.2	-4.0	-4.8	-2.5
Текущий счёт, млрд долл.	6.0	-5.8	-5.4	-4.8	-5.6	-4.7	-5.3	-0.8

Реальный сектор

Согласно Комитету по статистике, рост реального ВВП за восемь месяцев этого года составил 0,3% в годовом выражении, что указывает на ускорение экономического роста, учитывая практически нулевой рост экономики во втором полугодии (0,1% г/г). При этом, средняя цена на нефть в третьем квартале года составляла \$45,8/баррель, в сравнении с \$40,2/баррель за 6М2016 года.

В реальном секторе экономики и, в частности, в добывающей отрасли умеренное восстановление цены на нефть по всей видимости не оказало стимулирующего эффекта. Падение промышленности в январе-августе ускорилось до -2,3% г/г с -1,6% г/г в 1П2016 года, где решающее значение имело падение добычи нефти почти на 5%. В региональном разрезе, падение добычи нефти наблюдалось в Атырауской, Актюбинской и Кызылординской областях, соответствующие индексы промпроизводства в данных регионах показали падение на 1,8% г/г, 3,5% г/г и 10,6% г/г. На ожидании перезапуска добычи на Кашагане (предположительно в октябре), правительство повысило прогноз по добыче нефти в 2016 году с планировавшихся ранее 74 млн тонн до 75,5 млн тонн, что тем не менее предполагает снижение добычи за год на 5% относительно прошлого года.

В обрабатывающей отрасли, при скромном общем показателе роста в 0,7% г/г, можно наблюдать отдельные позитивные моменты в различных отраслях от пищевой до машиностроения, сигнализирующие об адаптации отдельных производств к последствиям жестких условий на денежном рынке и общеэкономическому ухудшению ситуации. Производство колбас в январе-августе выросло на 8,1% г/г, масло растительное +9,8% г/г, мука +16,2% г/г, одежда верхняя +117% г/г, бензин +7,8% г/г, лекарства +75,4% г/г, стальной прокат +13,1% г/г, аккумуляторы +126,8% г/г, автомобили грузовые +18,3% г/г.

Строительная отрасль, учитывая общий спад деловой активности в экономике, демонстрирует высокий рост на 6,7% г/г за 8М2016 года. Принимая во внимание реализацию таких проектов в нефтедобывающем секторе, как Кашаган, Карачаганак и Тенгиз, ожидаемо увеличились объемы строительства в Атырауской области (+20,5% г/г) и Западно-Казахстанской области, (+13,3% г/г). При этом, 65% объемов строительства в Атырауской области было обеспечено иностранными инвестициями. Еще одним регионом, показывающим значительный темп роста строительства, является Астана (+22,8% г/г), где доля иностранных вложений составила почти половину. Вышеупомянутая Кызылординская область продемонстрировала наибольшее падение в строительстве среди регионов, почти на 40% в годовом выражении. Также на рост строительства оказывает большое влияние государственное финансирование программ по развитию инфраструктуры и строительству жилья.

Сектор торговли с максимального падения примерно в 8% в конце прошлого года, вызванного падением покупательской способности, по итогам 8М2016 года вышел на нулевое значение. В оптовом сегменте спад пока еще превышает 4% в годовом выражении. В разрезе продовольственные/непродовольственные товары заметно небольшое повышение доли потребления продовольственных товаров. В оптовой торговле это наиболее заметно (январь-август 2016 г. 21% vs 17% январь-август 2015 г.). Прекращение спада в розничном товарообороте – позитивный фактор для экономики, однако его дальнейшая динамика продолжит оставаться подавленной. К примеру, реальные

зарплаты в июле снизились на 1,5%. При этом, источников для их возвращения к росту в ближайшей перспективе не наблюдается.

Рисунок 1. Экономика чутко следует за нефтью

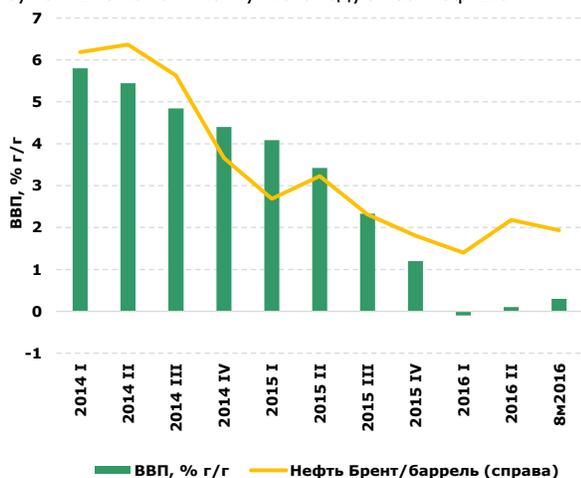
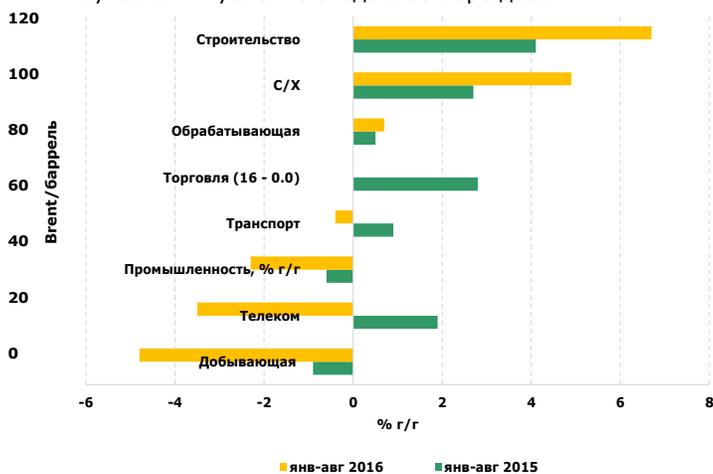


Рисунок 2. Углубление спада в секторе добычи



Источники: КС МНЭ РК, ХФ

Источники: КС МНЭ РК, ХФ

Перевозка грузов ж/д транспортом за 8м2016г. снизилась на 4,7% г/г, грузовым автомобильным – повысилась на 0,3% г/г, транспортировка по трубопроводам на фоне снижения добычи нефти упала на 2,2% г/г.

Услуги связи снизились на 3,5% г/г за восемь месяцев. Услуги сети Интернет и мобильной связи, на которые приходится 30% и 32% от общих услуг связи, показали рост на 5,6%, г/г и снижение на 15,3% г/г соответственно. По услугам мобильной связи можно отметить, что падение в секторе началось еще в 2014 году и происходит его углубление, что объясняется смещением из сегмента голосовой связи в сегмент интернет сообщений.

Объем инвестиций в экономику составил 4,3 трлн тенге за восемь месяцев 2016 года, прибавив 4,8% г/г в реальном выражении. Относительно годового ВВП общие инвестиции умеренно повысились по сравнению с предыдущими годами. В разрезе отраслей заметно прибавили инвестиции в прочие сектора, снизились инвестиции в добывающем секторе, и в инфраструктуру.

Определяющим фактором роста инвестиций в промышленности, как и прежде, явились инвестиции в нефтедобычу, которые выросли на 23,2% г/г. При этом, на них пришлось половина всех инвестиций в промышленности. Несмотря на внушительный рост, в долларовом эквиваленте цифры значительно ниже аналогичного периода прошлого года (\$ 3,5 млрд против \$ 5 млрд).

В обрабатывающей отрасли, при общем росте на 16,6% г/г, выделяются инвестиции в нефтепереработку, увеличившиеся в 3,5 раза. При этом, доля данной отрасли выросла сразу до 30%. Продолжился приток инвестиций в сельское хозяйство +56% г/г, в бюджетных сферах: образовании и здравоохранении наблюдается снижение на 20,3% г/г и 33,2% соответственно.

Хочется заметить, что при существенно более опережающем росте инвестиций в добывающие отрасли в сравнении с обрабатывающей, существует высокий риск того, что модель сырьевой экономики в перспективе будет превалировать, при этом добывающая отрасль менее трудоемка, и соответственно конечный эффект деятельности больше заметен в прибылях, а не в зарплатах. В связи с этим, расстановка приоритетов в экономике при поддержке государства могла бы быть более ориентирована на отрасли с высокой добавленной стоимостью. К примеру, при трехкратном росте добычи нефти с начала 90-х, производство моторного топлива в Казахстане только снизилось, при этом республике приходится еще его импортировать.

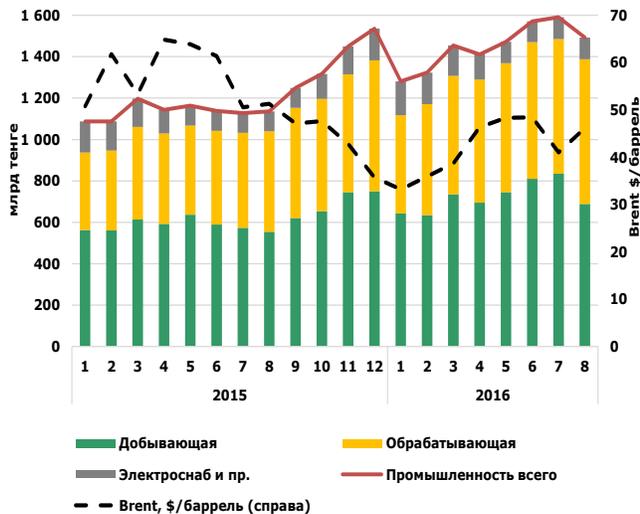
Со стороны банковского сектора в январе-августе заметное увеличение кредитования отмечено только в сельском хозяйстве +12%, движимое, по-видимому, государственной поддержкой. В строительстве прирост составил 3%, в связи 2%, в промышленности 1%. По остальным отраслям наблюдается небольшое сокращение. Позитивным моментом здесь можно отметить лишь преимущественный рост долгосрочных кредитов.

Усиление экономических связей с Китаем еще раз подтвердилось по итогам саммита G20, проходившего в начале сентября в Китайском городе Ханчжоу. В ходе рабочей поездки Президента Казахстана в эту страну была озвучена

договоренность о совместных инвестициях в размере \$26 млрд в список из 51 объекта в течение пяти лет. В этой связи можно отметить, что Китай замыкает четверку крупнейших инвесторов Казахстана с объемом инвестиций в примерно \$15 млрд. Предполагается также более чем двукратное повышение экспорта нефти в Китай, что может указывать на характер будущих совместных проектов.

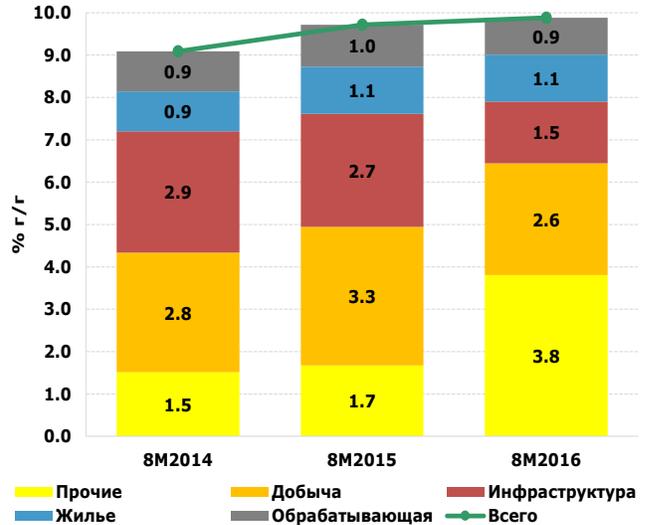
В этой связи не совсем понятна коммерческая сторона данных проектов. Как известно, госкомпании Китая не отличаются высокой производительностью, при этом отягощены огромными долгами. Статистика говорит о том, что большая часть инвестиций из Китая в Казахстан проходит по статье прочие инвестиции, а не прямые либо портфельные. Соответственно, можно предположить, что речь идет об обусловленных инвестициях, т.е. подразумевающие размещение заказов по оборудованию, машинам и т.д. в самом Китае, что является одним из способов для Китая поддержать замедляющийся рост в своей экономике с параллельным продвижением политических интересов.

Рисунок 3. Промпроизводство



Источники: КС МНЭ РК, ХФ

Рисунок 4. Умеренный рост инвестиций

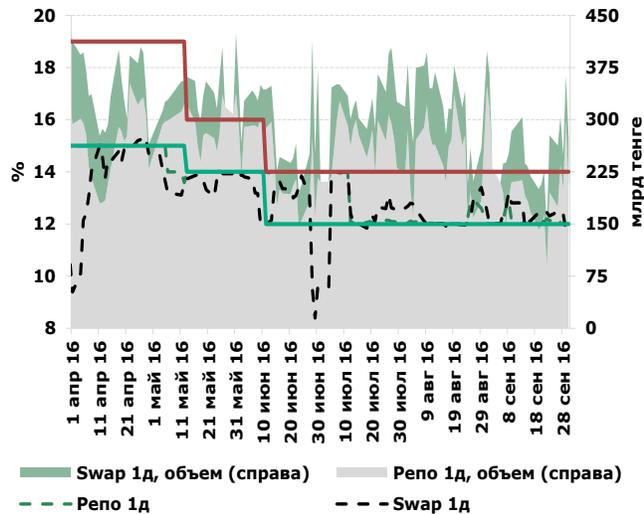


Источники: КС МНЭ РК, ХФ

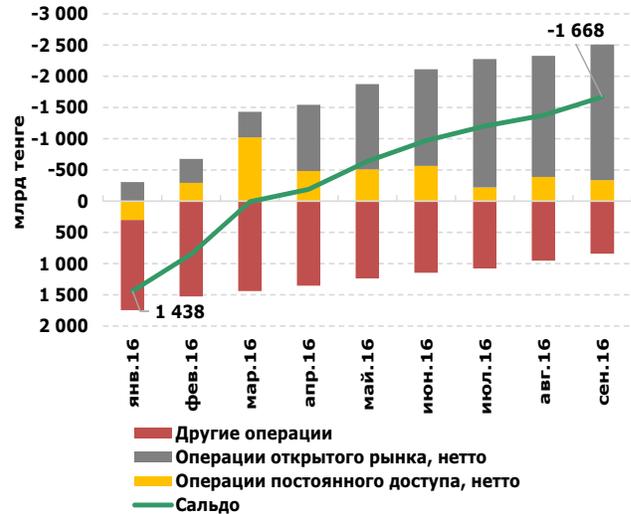
Денежно-кредитная политика

Процентная политика

По мере нормализации ситуации на денежном рынке и понижения инфляционного давления, НБК в октябре в очередной раз снизил базовую ставку на 0,5пп до 12,5%, сохранив коридор процентных ставок в ± 1 пп. В свою очередь, ставки на денежном рынке, несмотря на огромный навес избыточной ликвидности, сконцентрировались у нижней границы ставок НБК, и пока не пошли ниже, что отчасти может свидетельствовать об осторожности участников рынка, полагающихся пока на ориентиры, устанавливаемые НБК. Свою роль играют и максимальные рекомендуемые ставки вознаграждения по депозитам физлиц на уровне 14%, действующие с начала года.

Рисунок 5. Условия денежного рынка


Источники: KASE, НБК, ХФ

Рисунок 6. Открытая позиция НБК на конец периода


Источники: НБК, ХФ

С марта 2016 года объёмы операций открытого рынка постепенно росли, достигнув примерно 2,5 трлн тенге на конец сентября, где 90% представлено нотами НБК. Эта сумма составляет 16% от кредитного портфеля всей банковской системы. Вкупе со снижающимися валютными свопами с банками, чистая сумма изъятия ликвидности из банковского сектора устойчиво росла и на конец третьего квартала достигла 1,7 трлн тенге.

Последнее решение НБК снизить ставку до 12,5%, т.е. на 0,5пп, после того как предыдущие шаги снижения составляли сразу 2пп (до 15% в мае и до 13% в июле), отражает стремление НБК к поиску баланса между стимулированием денежного предложения и снижением инфляционного давления, в то время как ситуация на нефтяном рынке пока далека от стабилизации.

На наш взгляд, низкий текущий инфляционный фон, укладывающийся в целевой диапазон 6-8%, и давление на НБК со стороны правительства и бизнеса могут способствовать снижению базовой ставки еще на 0,5пп до конца года. В условиях неопределенности по фискальной политике, а также слабой координации между исполнительной и монетарной властями, решения центрального банка скорее всего будут осторожными и взвешенными.

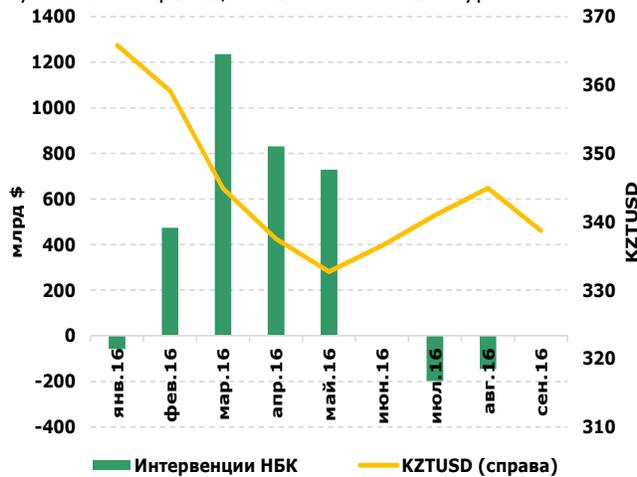
Валютная политика

В начале третьего квартала, волатильность на нефтяном рынке выразилась в падении фьючерса по Брент с отметки выше \$50 / баррель до \$42 / баррель, в дальнейшем волатильность несколько снизилась. Тем не менее, за короткий промежуток тенге ослаб к доллару, достигнув отметки в 354 тенге, что почти на 30 тенге выше годового минимума в 328 тенге за доллар в конце апреля. Параллельно с ослаблением тенге к доллару, обменный курс тенге к Российскому рублю ослаб до исторического минимума в 5,4 за рубль, слегка скорректировавшись к концу сентября до 5,3 за рубль.

Вследствие пока еще короткого отрезка времени, прошедшего с момента, когда тенге устойчиво находится на уровне выше 5 за рубль, сказать определенно о привязке тенге к рублю нельзя. Однако с точки зрения реального обменного курса, видно, что это привело к ослаблению тенге к рублю на 10пп от базового уровня, рассчитываемого НБК (дек 2013г.). Текущий уровень реального обменного курса также очень близок к значению, достигнутому по итогам предыдущей девальвации тенге в 2014 году.

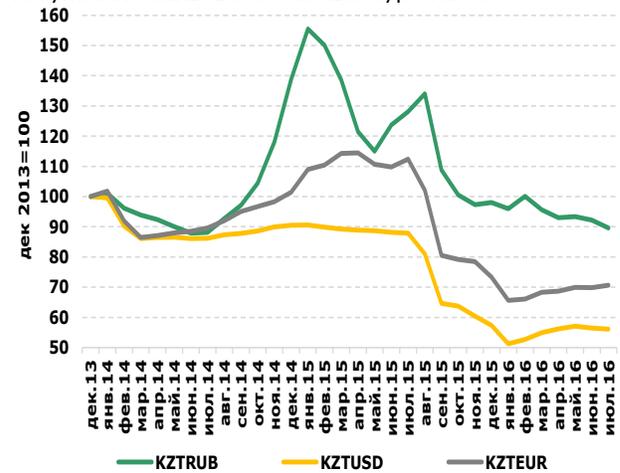
Вполне возможно, что после перехода к плавающему обменному курсу, НБК стремится обеспечить определенный уровень конкурентоспособности отечественных товаров посредством поддержания благоприятного паритета обменного курса тенге к рублю. Дополнительными факторами в пользу относительно слабого тенге для НБК могут выступать значительный дефицит текущего счета (-2,4% ВВП в 1П2016) и давление правительства с точки зрения поддержки бизнеса. Кроме того, ключевая проблема – неразвитая рыночная среда и перекос в структуре экономики в сторону сырьевого сектора ведут к уязвимости экономики перед негативными внешними влияниями, как во времена благоприятной конъюнктуры на нефтяном рынке (избыточное укрепление нацвалюты, опережающий рост импорта и т.д.), так и в периоды спада (ослабление нацвалюты, снижение реальных доходов населения, разбалансировка госфинансов и т.д.).

Рисунок 7. Интервенции НБК и обменный курс



Источники: НБК, ХФ

Рисунок 8. Реальный обменный курс тенге



Источники: НБК, ХФ

В сентябре НБК в ответ на запрос интернет издания проинформировал, что на сегодняшний день объем приобретенной валюты, купленной ЕНПФ у регулятора, составляет \$430 млн (146 млрд тенге). Покупка была осуществлена за счет золотовалютных резервов Национального банка вне валютной биржи, что по сути является продолжением валютных интервенций. С точки зрения оценки уровня валютных интервенций регулятора на рынке, важно понимать обороты, а не только чистую сумму. На наш взгляд, все валютные обменные операции НБК должны находить свое отражение в публичных отчетах. Учитывая повышенный интерес населения и бизнеса к валютному рынку, бóльшая прозрачность по проводимым НБК операциям на данном рынке способствовала бы укреплению доверия к действиям регулятора.

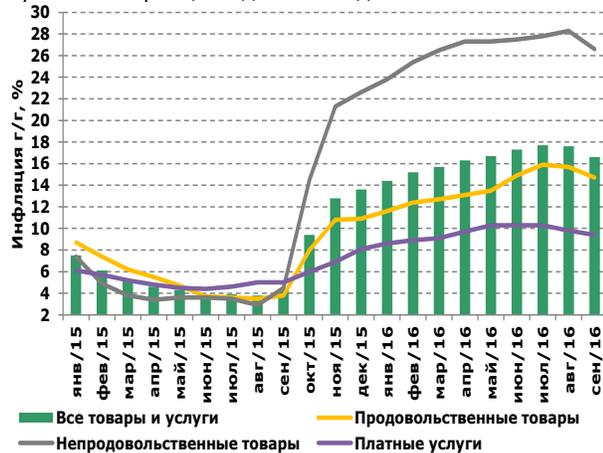
Инфляция

Уровень годовой инфляции снизился на 1пп до 16,6% в сентябре, в основном за счёт эффекта базы прошлого года. Наибольший вклад в прирост инфляции (5,6%) за девять месяцев пришелся на непродовольственные товары (2,1%), что объясняется существенным импортом в данной категории. Продовольственные товары прибавили 1,8%, а на услуги пришлось 1,7%.

Для сравнения, за девять месяцев прошлого года вклад продовольственных товаров в прирост инфляции составил 0,6%, непродовольственные товары прибавили 1,1% и услуги 1,3%. Это говорит о дополнительном импульсе для ускорения инфляции со стороны спроса по продовольственным товарам, учитывая их низкую эластичность в сравнении с товарами и услугами непостоянного спроса, а также о перераспределении расходов домохозяйств в пользу продуктов питания на фоне снижения доходов.

Средний уровень сезонно-скорректированной инфляции за август-сентябрь вернулся к средним уровням додевальвационного периода в примерно 0,4% м/м. Показатели сентябрьской инфляции подтвердили тенденцию снижения инфляционного давления в условиях как подавленного спроса, так и ограниченных монетарных факторов, а именно – нейтральной динамики кредитования и высоких ставок заимствования.

НБК сохраняет свой прогноз по годовой инфляции на конец 2016 года на уровне верхней границы коридора 6-8%. При низком потребительском спросе и исчерпанию эффекта просачивания ослабления нацвалюты в потребительские цены, мы ожидаем уровень 12-месячной инфляции порядка 7,5% на конец года. Внешний инфляционный фон также благоприятен: цены на сельхозпродукцию и продукты питания на внешних рынках демонстрируют снижение с лета.

Рисунок 9. Инфляция идет на спад


Источники: КС МНЭ РК, ХФ

Таблица 2. Изменение цен на товары и услуги, %

Товар или услуга	На конец сентября			На конец августа		
	За месяц	За месяц, ск	За 12 мес.	За месяц	За месяц, ск	За 12 мес.
Все товары и услуги	0.2	0.4	16.6	0.2	0.4	17.6
Продовольственные товары	-0.3	-1.0	14.7	-0.4	0.3	15.7
Хлебобулочные изделия и крупы	0.6	0.5	21.3	1.3	1.4	21.3
Мясо	0.9	0.5	7.3	0.8	0.5	6.9
Фрукты и овощи	-5.8	-2.7	12.8	-7.4	-2.1	16.9
Молочные продукты	0.8	0.5	8.8	0.6	0.8	8.8
Масла и жиры	1.6	1.0	31.0	1.6	1.5	30.1
Непродовольственные товары	0.6	0.2	26.6	0.9	0.6	28.3
Одежда и обувь	0.7	0.1	35.4	0.8	1.0	35.8
Бытовые приборы	0.4	0.3	30.9	0.5	0.9	31.6
Услуги	0.4	0.3	9.4	0.2	0.3	9.8
Коммунальные услуги	0.4	0.7	12.0	0.5	0.6	12.2
Отдых и культура	0.4	0.2	14.3	0.3	0.3	14.6
Образование	3.2	0.2	7.6	0.0	-0.5	6.7
Медицинские услуги	0.3	0.2	26.9	0.5	0.8	28.2
Транспорт	0.2	0.2	10.1	0.8	-0.4	15.1
Связь	0.1	0.4	2.6	0.0	0.3	2.5

В таблице представлены наиболее репрезентативные компоненты ИПЦ

Источники: КС МНЭ РК, ХФ

Фискальная политика

В соответствии с прогнозом правительства, опубликованном в сентябре, рост доходов госбюджета в 2017 году повышается на 4,6% до 6,2 трлн тенге. Гарантированный трансферт сохранен на уровне 2,9 трлн тенге (\$8 млрд по курсу 360 тенге за доллар), размер целевого трансферта запланирован на уровне 441,6 млрд тенге, что ниже на 278,4 млрд тенге (-38,7%) объема целевого трансферта в 2016 году. Целевой трансферт будет направлен на финансирование антикризисной программы «Нурлы жол». Расходная часть бюджета повышается совсем незначительно до 10,1 трлн тенге, относительно ВВП уменьшается до 20,9% от прогнозных 22,7% в этом году. Дефицит бюджета при этом значительно снижается до 1,2% ВВП с 2% от ВВП. Стремление властей к снижению дефицита госбюджета путем балансировки за счет средств НФ мы рассматриваем в контексте возможно более частого привлечения внешних займов на внешних рынках в перспективе.

По состоянию на конец августа 2016 года, налоговые поступления в госбюджет составили 3,8 трлн тенге, увеличившись на 35,1% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Столь значительный рост налоговых поступлений вызван ростом трех наиболее крупных статей налоговых поступлений – подоходного налога, внутренних налогов на товары и услуги, основную часть которых составляют поступления по НДС, и налогов на международную торговлю и внешние операции. Так, поступления по КПН увеличились на 34,5% до 848 млрд тенге, по ИПН – на 16,8% до 463 млрд, внутренние налоги на товары и услуги увеличились на 63,3% до 1 362 млрд тенге, налоги на международную торговлю и внешние операции – на 27,3% до 594 млрд тенге.

Ситуация с ростом налоговых поступлений освещалась нами в заметке: «[Чем объясняется значительный рост налоговых поступлений?](#)» [ссылка](#)

Расходы бюджета за восемь месяцев выросли на 12,6% г/г до 5,8 трлн тенге. Основное увеличение пришлось на социальную сферу, занимающую более 20% в расходах (+14,1% г/г), сферу образования (+17,3% г/г), здравоохранение (+13,9% г/г). В связи с реализацией госпрограмм развития, бюджетное кредитование и приобретение финансовых активов было увеличено на 22% по статьям кредитование и увеличение уставного капитала национальных холдингов.

Обращает на себя внимание двукратный рост расходов на обслуживание долга, занимающий уже более 6% в структуре расходов бюджета. К примеру, расходы по данной статье уже сопоставимы с расходами на инфраструктуру. Ввиду того, что государство в последнее время полагается не только на трансферты НФ, но и увеличило внешнее заимствование, долг правительства за полгода 2016 вырос на 4,7% (привлечение \$1 млрд от МБРР), а с начала 2015 года, в том числе и вследствие курсовой переоценки внешних займов, он повысился на 61,7%.

К сожалению, в связи с тем, что бюджетные расходы не включают кредитование нацхолдингов посредством приобретения облигаций, которые, к примеру, достигли 3% от ВВП в 2015 году, планируемое правительством снижение госрасходов до менее 20% от ВВП в ближайшие годы не является достаточно информативным для того

чтобы понять направленность фискальной политики. Тем не менее, мы полагаем, что в случае негативного развития ситуации будет предпринято наращивание государственных расходов, хотя, учитывая уже реализовавшиеся достаточно сильные шоки (к примеру, двукратное падение цен на нефть, сопоставимое обесценение нацвалюты), мы пока не видим серьезных внешних макроэкономических рисков. При этом, ситуация с усиливающейся зависимостью бюджета от поступлений Нацфонда не имеет быстрого решения. В целом, прогнозные показатели бюджета отражают достаточно консервативный взгляд на перспективы экономического развития, что соответствует складывающейся ситуации на нефтяном рынке.

В недавнем отчете, посвященном бюджету, более подробно рассматривается положение в сфере государственных финансов «Проблемы государственного бюджета» [ССЫЛКА](#)

Таблица 3. Состояние госбюджета

	млрд тенге	% от итога	8м2016 г/г, %
ДОХОДЫ	5 786 349	100.0	116.8
<i>Налоговые поступления, в том числе:</i>	<i>3 823 819</i>	<i>66.1</i>	<i>135.1</i>
<i>Неналоговые поступления</i>	<i>283 433</i>	<i>4.9</i>	<i>242.7</i>
<i>Поступления от продажи ОС</i>	<i>38 096</i>	<i>0.7</i>	<i>96.0</i>
<i>Поступления трансфертов</i>	<i>1 641 000</i>	<i>28.4</i>	<i>83.3</i>
ЗАТРАТЫ	5 774 118	100.0	112.6
<i>Прочие</i>	<i>1 306 968</i>	<i>22.6</i>	<i>103.5</i>
<i>Социальная сфера</i>	<i>1 316 545</i>	<i>22.8</i>	<i>114.1</i>
<i>Образование</i>	<i>1 062 410</i>	<i>18.4</i>	<i>117.3</i>
<i>Здравоохранение</i>	<i>634 814</i>	<i>11.0</i>	<i>113.9</i>
<i>Инфраструктура</i>	<i>386 313</i>	<i>6.7</i>	<i>97.0</i>
<i>Обслуживание долга</i>	<i>368 307</i>	<i>6.4</i>	<i>208.7</i>
<i>Госуслуги</i>	<i>362 527</i>	<i>6.3</i>	<i>110.5</i>
<i>Общественный порядок и пр.</i>	<i>336 234</i>	<i>5.8</i>	<i>97.6</i>
БЮДЖЕТ КРЕДИТ, ФИН. АКТИВЫ	330 506	-	122.0
ДЕФИЦИТ (ПРОФИЦИТ) БЮДЖЕТА	- 318 276	-	-72.3
<i>Ненефтяной дефицит</i>	<i>- 1 199 347</i>	<i>-</i>	<i>97.3</i>

Источники: Минфин РК, ХФ

Внешние счета

По данным НБК, дефицит текущего счета ухудшился до \$2,5 млрд во 2кв2016 года, увеличившись примерно на 15% по сравнению с 2кв2015 года. За первое полугодие дефицит составил \$3,5 млрд или 2,4% от ВВП. Негативное влияние на показатель текущего счета оказали сужение баланса между экспортом и импортом товаров и услуг (менее \$1 млрд во 2кв) и повышение отрицательного баланса доходов.

Товарный экспорт, по данным комитета по статистике, за семь месяцев упал на 30% г/г., экспорт нефти (>60% в экспорте) упал на 40% г/г, экспорт металлов и изделий из них (~17% в экспорте) снизился незначительно на 3% г/г. Вырос экспорт легкой промышленности, стройматериалов в страны СНГ, однако их доля в экспорте в совокупности менее 1%.

Импорт товаров снизился почти как и экспорт на 28,8% г/г. Падение наблюдалось по всем товарным позициям: -18,4% г/г по сельхозсырью и продуктам питания (~13% в импорте), -20% г/г по продукции химической отрасли (17% в импорте), -35,4% г/г по машинам и оборудованию (~37% в импорте), -24,4% г/г металлы и изделия из них (~14% в экспорте).

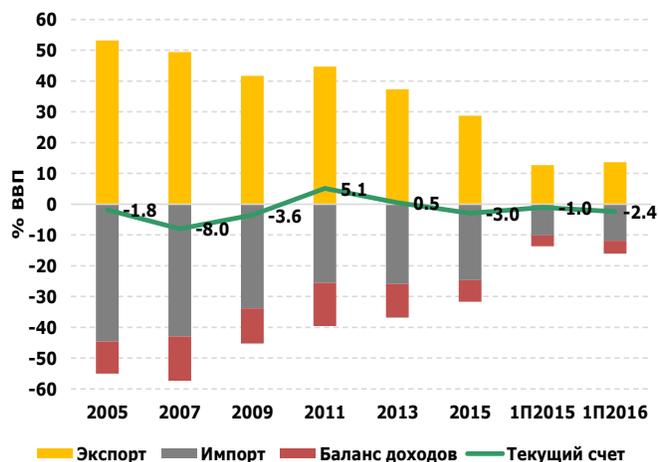
Приток капитала по финансовому счету в 1П2016 года увеличился на \$1 млрд до \$5,1 млрд в сравнении с 1П2015. Чистый приток прямых инвестиций вырос почти на 60% г/г, или до \$7,9 млрд в 1П2016 г., что связано с реализацией крупных нефтяных проектов: Тенгиз, Кашаган и Карачаганак.

Банковский сектор снизил свои внешние активы на \$170 млн, а обязательства – на \$280 млн. Прочие притоки капитала выросли до \$2,4 млрд с \$0,7 млрд в аналогичном периоде прошлого года.

Таким образом, ухудшение баланса по внешнеторговым операциям было компенсировано притоком капитала по финансовому счету, где заметную роль сыграли прямые инвестиции. Принимая во внимание менее эластичный спрос на импорт, дефицит текущего счёта в этом году может достичь 4% ВВП (дефицит 3% ВВП в 2015 году).

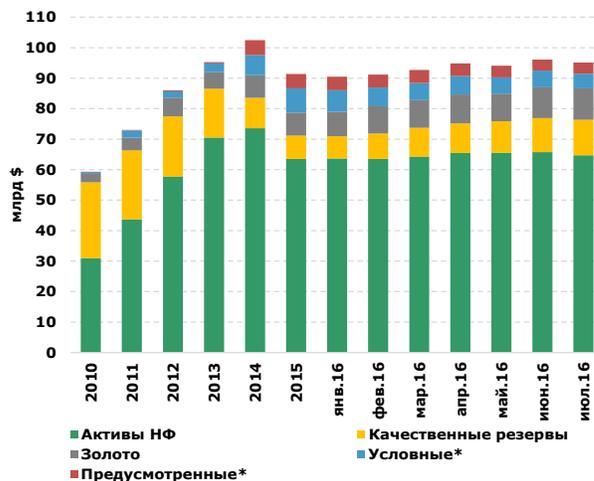
Объём международных резервов НБК составил \$30,7 млрд на конец августа 2016, увеличившись на \$2,8 млрд с начала года. Активы НФ составили \$64,9 млрд на конец августа с ростом на \$1,3 млрд с начала года. Увеличение международных резервов было связано как с ростом активов в золоте, так и с покупкой валюты на рынке. В результате, качественные резервы выросли на \$4 млрд и на такую же сумму снизились валютные обязательств НБК перед резидентами.

Рисунок 10. Текущий счет



Источник: НБК

Рисунок 11. Международные резервы НБК



* Предусмотренные: ссуды в валюте, ценные бумаги и депозиты; форварды и фьючерсы в валюте по отношению к национальной валюте; прочие. Условные в валюте могут включать депозиты банков в НБК, по нашему мнению.

Источник: МВФ

Банковский сектор

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

Фондовый рынок

По состоянию на конец третьего квартала, значение индекса KASE, куда входят 8 крупных торгуемых казахстанских компаний, выросло на 21% до 1 191,3 по сравнению со значением индекса на начало 3 квартала 2016 года. За июль-сентябрь 2016 года 7 из 8 компаний, входящих в индекс, продемонстрировали рост стоимости акций. Исключение составили акции АО «Кселл», стоимость которых не изменилась. Сильнее всего увеличилась стоимость акций KAZ Minerals PLC – на 51% до 937 тенге за акцию.

Также, значительно увеличилась стоимость акций АО «Народный сберегательный банк Казахстана» – на 38% до 53 тенге за акцию. АО «КазТрансОйл» – на 20% до 1 078 тенге за акцию, АО «Казхателеком» – на 18% до 12 400 тенге за акцию и АО «KEGOC» на 17% до 1 085 тенге за акцию. Стоимость акций АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» выросла на 5% до 15 332 тенге за акцию, АО «Банк ЦентрКредит» – на 6% до 151 тенге за акцию.

На рост стоимости акций KAZ Minerals PLC оказала влияние хорошая отчетность компании за 1 полугодие, а также рост стоимости меди. Рост стоимости акций АО «КазТрансОйл» был обусловлен хорошими операционными результатами и ожиданиями по выплате дивидендов. Рост стоимости акций АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз» мы связываем с предложением о выкупе акций миноритариев по цене выше текущей. Рост акций АО «KEGOC» и АО «Казахтелеком» мы считаем в большей мере спекулятивным. Нейтральное изменение стоимости акций АО «Кселл» мы связываем с оттоком абонентов на фоне усиления конкуренции со стороны объединившихся АЛТЕЛ и Теле-2.

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».

© 2016, все права защищены.

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Станислав Чуев
Салтанат Мадиева
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
s.madiyeva@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Дарья Манеева
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

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

Адрес:

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

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance