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 4 квартал 2016

По имеющимся данным за неполный четвертый квартал, в последние месяцы года преобладали преимущественно позитивные изменения в экономике. Краткосрочный экономический индикатор (~60% ВВП) в январе-ноябре 2016 г. вырос на 0,5%, против нулевого значения за девять месяцев. По нашему мнению, в 2016 году ВВП вырастет на 0,9% в реальном выражении, с ускорением до 2% в следующем году.

Пессимистичные настроения, которые превалировали в первой половине года на фоне низких цен на сырье, девальвации нацвалюты, ухудшения экономических показателей, по мере медленного восстановления нефтяных цен начали смещаться в положительную зону к концу первого полугодия. Вторая половина года оказалась более плодотворной – еще больше выросли цены на нефть, был собран рекордный урожай зерновых и возобновилась добыча нефти на Кашагане.

Фактически, несмотря на глубокое падение цен на нефть и другие природные ресурсы, инвестиции в нефтедобывающие и горнодобывающие сферы в текущем году сыграли существенную роль для ускорения экономического роста. В частности, прямые иностранные инвестиции за 9 месяцев составили $14.6 млрд (больше было только в 2008г.).

Также, важную роль сыграли антикризисные программы государства, которые направляли нефтяные накопления из Нацфонда в жилищный сектор, промышленность, инфраструктуру, в организацию ЭКСПО-2017 и так далее. Рост в сельском хозяйстве, где половина валового выпуска приходится на растениеводство, во многом определялся климатическими показателями и соответственно не является устойчивым в долгосрочном плане.

Цены на нефть в начале 2016 после обвала до тринадцатилетнего минимума в $26 за баррель, к концу года смогли перевалить за отметку в $50 за баррель. Средняя цена нефти Брент, в целом за год составила $44 за баррель.

Таким образом, росту экономики в 2016 году в основном способствовали факторы, которые зависят от внешней мировой конъюнктуры и от стимулирования экономики из Нацфонда.

Налоговые поступления в бюджет повысились на 30,4% за 11 месяцев. Поступления по КПН выросли на 37,9%. Поступления по налогу на добавленную стоимость выросли на 59,4%. При этом остается не совсем понятным, что способствовало такому сильному росту. К примеру, в предыдущие годы при более сильном росте экономики (2013-2014гг.) поступления по данным видам налога показывали отрицательный рост. Доход от реализации продукции крупных и средних предприятий за 9 месяцев 2016 года вырос только на 14,7% г/г, что также не может объяснить столь существенный рост налоговых поступлений. По всей видимости, налоговые доходы бюджета увеличились за счет снижения «теневой» экономики из-за усиления налогового администрирования со стороны правительства.

При таком хорошем росте налоговых поступлений в бюджет в текущем году был достаточно существенно сокращен размер гарантированного и целевого трансфертов из Нацфонда в республиканский бюджет.

Для национальной валюты прошедший год стал серьезным испытанием. Тем не менее, с лета 2016 валютные интервенции НБК на нетто основе свелись к нулю, что говорит о том, что регулятор, а также экономика и бизнес, постепенно адаптировалась к плавающему курсу.

На сегодня, курс тенге к доллару достаточно чутко реагирует на изменения в ценах на нефть. При этом, в 2016 году тенге ослабел к российской валюте на 17,8% (с 4,61 тенге за рубль на начало года до 5,43 на конец). В условиях, когда во втором полугодии Нацбанк минимизировал своё участие на валютном рынке, это должно означать, что данная тенденция его устраивает. Мы считаем, что такое обесценение тенге к рублю несет определённые риски, прежде всего с точки зрения инфляционной составляющей (почти треть товарного импорта Казахстан покрывает за счет российских товаров).

После исчерпания эффекта девальвации и низкой базы 2015 года, годовая инфляция в 2016 году опустилась до 8,5% с 13,6% в 2015. Тем менее, она превысила планы правительства и НБК в 6-8% за год и наши прогнозы в 7,5% на 2016 г. Инфляция резко ускорилась в ноябре и продолжала оставаться на достаточно высоком уровне в декабре. По нашему мнению, основными факторами, которые оказали сильное давление на инфляцию в конце года, стали ускоренное использование Нацфонда, ослабление курса тенге относительно рубля, а также прекращение регулирования цен на бензин и дизель, что имело сильный психологический эффект.

Если в 2015 году не принимать во внимание вливание 752 млрд тенге из Нацфонда в ФНБ «Самрук-Казына», которые пошли на возврат внешних долгов НК КМГ, то расходы госбюджета и кредитование экономики из Нацфонда в 2016 году в целом превысили на 16,3% аналогичные статьи 2015 года. При этом, основная часть трансфертов из Нацфонда

в госбюджет и кредитование нацхолдингов из Нацфонда произошла ближе к концу года, что несомненно оказало давление на инфляцию.

Как крупное событие в финансовой системе можно отметить то, что в декабре 2016 года НБК предоставил крупнейшему коммерческому банку АО «Казкоммерцбанк» краткосрочное финансирование на сумму 401 млрд тенге. Этот чрезвычайный заем был предоставлен с учетом системной значимости банка и в целях обеспечения дополнительного запаса ликвидности для исполнения обязательств перед клиентами банка. Согласно информационного сообщения НБК, в настоящее время регулятор ведет переговоры с акционерами АО «Казкоммерцбанк» по повышению уровня капитализации банка.

2017 год обещает быть более благоприятным, чем 2016 год. Сценарные прогнозы основных макроэкономических индикаторов мы реализовали с симметричным отклонением от **базового** сценария, предполагающего рост среднегодовой цены на нефть до $55/баррель в 2017 году (консенсус прогноз от Bloomberg). **Пессимистичный** – среднегодовая цена $45/баррель в 2017 году, и **оптимистичный** – среднегодовая цена на нефть $65/баррель в следующем году.

Повышение цен на нефть и другое сырье положительно скажется на росте доходов бюджета и поступлений в Нацфонд. Другими драйверами ускорения экономического роста в следующем году мы видим: повышение нефтедобычи за счет Кашагана (планируется добыть около 9 млн т. нефти с выходом на максимальный уровень, предусмотренный первой фазой проекта в 370 тысяч баррелей/сутки к концу следующего года); и рост инвестиций в сырьевой сектор (в частности, в рамках проекта расширения мощностей на Тенгизе предполагается освоение значительных вложений).

Власти начинают высказываться в пользу более осторожного использования средств Нацфонда. В связи с этим мы считаем, что правительство предпримет необходимые меры по снижению долговременной зависимости бюджета от нефтяных доходов. Это предполагает, что фискальное стимулирование экономики постепенно будет сокращаться. При этом, продолжающееся инфляционное давление снизит темпы смягчения монетарной политики НБК (снижение базовой ставки), что в свою очередь будет сдерживать рост кредитования экономики со стороны банковского сектора.

Восстановление частного потребительского спроса будет идти слабыми темпами и серьезное падение реальных доходов населения еще долго будет сказываться на его динамике.

Стоит отметить, что текущий рост обрабатывающей промышленности на полпроцента с тенденцией к замедлению, при падающих реальных доходах населения указывает на отсутствие благоприятных перспектив для национальной экономики без сырьевого сектора и без фискального стимулирования. Это означает, что модель развития экономики продолжает опираться главным образом на сырьевой сектор, при отсутствии других драйверов роста.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели

	2014	2015	Базовый		Пессимистичный		Оптимистичный	
	Факт	Факт	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Цена на нефть, BRENT, сред., USD/барр.	99.0	52.4	44.0	55.0	44.0	45.0	44.0	65.0
Реальный ВВП, % за год	4.4	1.2	0.9	2.0	0.9	1.4	0.9	2.7
Обменный курс USDKZT, на конец периода	182.4	340.6	332.9	329.9	332.9	342.6	332.9	296.1
Обменный курс USDKZT, сред за год	179.3	222.8	337.9	330.4	337.9	339.2	337.9	303.4
ИПЦ, % изм., на конец периода, % за год	7.4	13.6	8.5	8.0	8.5	8.2	8.5	7.8
Госдолг, млрд. тенге, на конец периода	5 655	9 022	11 866	12 924	11 866	13 081	11 866	12 673
Госдолг, % ВВП	14.5	22.1	26.1	25.3	26.1	27.6	26.1	24.0
Первичный бюджетный баланс с учетом НФ, % от ВВП	1.7	-3.6	-5.3	-3.0	-5.3	-4.1	-5.3	-2.9
Текущий счёт, млрд долл.	6.0	-5.8	-6.0	-3.1	-6.0	-4.3	-6.0	-0.7

Реальный сектор

Согласно Комитету по статистике, рост реального ВВП за одиннадцать месяцев этого года составил 0,8% в годовом выражении, что свидетельствует о существенном ускорении экономического роста с 0,1% г/г в первом полугодии и 0,4% г/г за девять месяцев. Активизация роста была обусловлена частными (60%), государственными (15%), займами

и иностранными инвестициями (25%), которые в свою очередь задали хороший темп роста в строительстве и на транспорте. Высокий урожай зерновых также внес существенный вклад в рост экономики. Возобновление добычи нефти на Кашагане осенью этого года, как ожидается добавит более 1 млн т. нефти к текущему производству, которое по прогнозу превысит 77 млн. т. против примерно 80 млн. т. добытых в прошлом году. Позитивные изменения на рынке нефти выразились в росте средней цены на нефть в четвертом квартале этого года до $50 за баррель. Средняя цена за год сложилась на уровне $44/баррель, что тем не менее, почти на 20% ниже $52 за баррель в 2015 году.

Реальный сектор экономики, и в частности добывающие отрасли даже с учетом двузначного роста цен с начала года на большинство сырьевых товаров пока находятся на спаде. С запуском Кашагана, добыча нефти показывает рост с сентября месяца, хотя в ноябре рост был всего на 0,5% м/м.

По сообщениям официальных лиц к концу следующего года ожидается выход на максимальный уровень добычи нефти на Кашагане в 370 тысяч баррелей в день (с 75 тысяч баррелей в день в конце 2016). В этой связи не совсем понятно каким образом это будет согласовываться с обязательством Казахстана по снижению добычи на 20 тысяч баррелей в сутки в течение первого полугодия 2017, достигнутом на встрече стран не входящих в ОПЕК.

Обрабатывающая отрасль пока демонстрирует положительный рост, однако величина данного роста всего 0,5% г/г в январе-ноябре. Выросло производство продуктов питания, текстиля (+3,8% г/г), мебели (1,1% г/г), за счет реализации крупных проектов Актогая и Бозашколя происходит увеличение производства меди, к примеру рост в цветной металлургии составил 8,8% г/г. Машиностроение снизилось почти на 20%, в химической отрасли снижение почти на 2%. Нефтепереработка показывает незначительный рост, однако после значительных инвестиций в модернизацию ожидается, что в текущем году Атыраусский НПЗ будет готов к более глубокой переработке нефти, также должна завершиться модернизация на остальных двух НПЗ, что повысит выработку в этой сфере почти на треть, хотя и по видимому с сопутствующим ростом цен.

Хороший рост в строительстве еще более усилился и достигнул 7,5% г/г за 11М2016. Принимая во внимание реализацию таких проектов в нефтедобывающем секторе, как Кашаган, Карачаганак и Тенгиз, ожидаемо увеличились объемы строительства в Атырауской области (+64,8% г/г) и Западно-Казахстанской области (+5,4% г/г). В восточном Казахстане, где кстати реализуется разработка месторождения Актогай, объем строительных работ вырос на 39,4%. Значительный темп роста строительства наблюдается в Астане (+13,5% г/г), напротив, в Алматы спад почти на 5%. Существенное падение от 10% до свыше 30% произошло в северных и южных регионах.

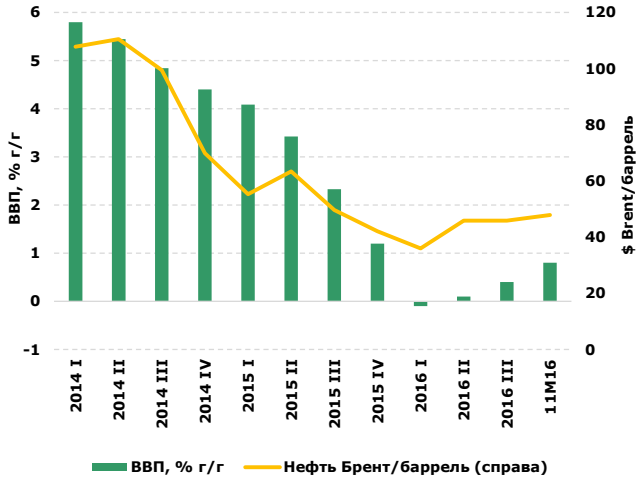
Также на рост строительства оказывает большое влияние государственное финансирование программ по развитию инфраструктуры и строительству жилья. В целом за год, в строительство арендного, кредитного жилья и обустройство инженерно-коммуникационной инфраструктуры из бюджета планировалось выделить 323,5 млрд тенге, что соответствует почти половине совокупных инвестиций в жилищное строительство за 11М2016 г.

Исходя из динамики розничной торговли, наибольшее падение было зафиксировано в ноябре 2015 года, когда индекс розничной торговли упал на 9,3% г/г, однако уже с февраля 2016 года индекс показывал незначительное падение на уровне 1% г/г.

После продолжительного спада розничная торговля вышла на нулевое значение в январе-августе, с тех пор последовательно держится в положительной зоне (0,5% г/г) за 11М2016 г. Спрос на продовольственные товары повысившись до 36% с 34% в начале прошлого года продолжает сохраняться на повышенном уровне, причем эта же тенденция заметна и в оптовом сегменте.

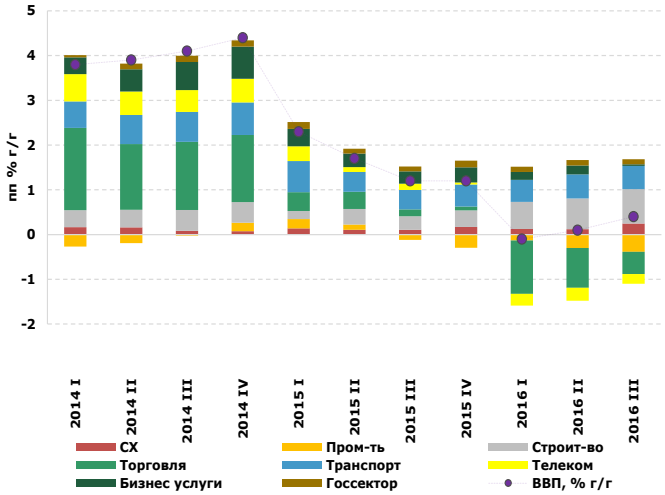
Как мы уже отмечали, прекращение спада в розничном товарообороте не означает дальнейшего восстановления потребления. Реальные денежные доходы в первой половине года сократились на 2,6% г/г, за 10М2016 г. их падение усилилось и составило почти 5%. Реальные зарплаты находятся в минусе со второго квартала 2015 года. Такая разнонаправленная динамика в реальных доходах и потреблении остается неясной для нас.

Рисунок 1. Экономика чутко следует за нефтью



Источник: КС МНЭ, ХФ

Рисунок 2. Ослабление спада в добыче, рост в услугах



Источник: КС МНЭ, ХФ

Перевозка грузов ж/д транспортом за 11М2016 г. снизилась на 2,1% г/г, грузовым автомобильным на 0,1% г/г, транспортировка по трубопроводам на фоне снижения добычи нефти упала на 0,6% г/г, на морском, внутреннем водном и воздушном напротив наблюдалось увеличение на 4,5% г/г, 2,5% г/г и 4,8% г/г. Перевозка пассажиров уменьшилась на ж/д транспорте и трамваями (перевозка трамваями прекращена в г.Алматы), в остальных видах наблюдалось увеличение.

Услуги связи снизились на 2,3% г/г за 11 месяцев за счет существенного падения услуг телефонной связи, особенно междугородней связи. Услуги сети Интернет и передачи данных показали рост.

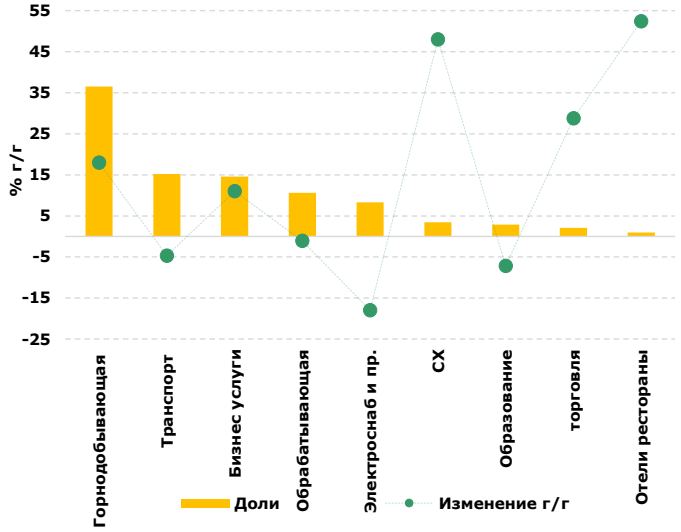
Объём инвестиций в экономику составил 6,6 трлн тенге за 11М2016 года, в реальном выражении рост составил 4,7% г/г. В сельское хозяйство было инвестировано 3,5% средств с существенным ростом на 48% г/г. В промышленности, 42% инвестиций пришлось на добывающий сектор (+9,4% г/г), оставшийся объем примерно поровну поделили обрабатывающая (+6,9% г/г) и энергетика (+3,4% г/г) с коммунальной сферой.

В обрабатывающей отрасли выделяются инвестиции в нефтепереработку х2,6 раза, производство прочих транспортных средств х2,7 раза, производство мебели х3 раза, производство одежды х3,6 раза, в металлургию вложения выросли только на 5% но доля данной отрасли занимает 42% в обрабатывающей промышленности.

Напротив, снижение инвестиций произошло в химии -36,6%, производстве металлических изделий -65,4%, производстве электронного оборудования -27,6%. Инвестиции на транспорте снизились почти на 5%, доля государства почти не изменилась (35%). Инвестрасходы государства снизились также в бюджетных сферах: образовании и здравоохранении на 7% г/г и 30% соответственно.

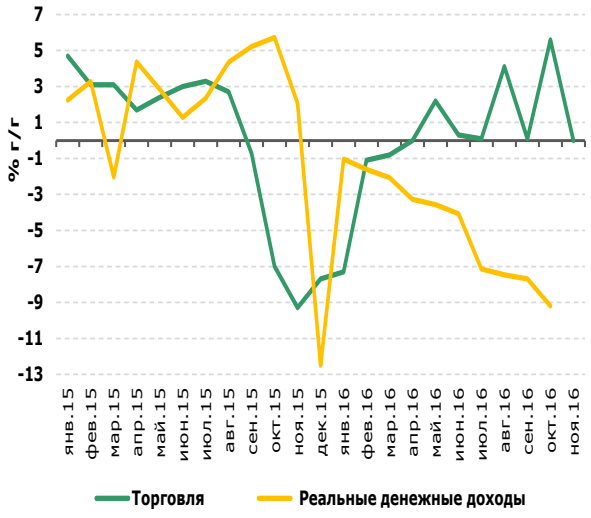
Кредитование экономики банковским сектором в январе-ноябре составило 12,8 трлн тенге и с начало года увеличилось на 1,3%. В сельском хозяйстве +6%, связь +9%, промышленность +5%, торговля +3,5%. На транспорте снизилось на 11,3% в остальных отраслях наблюдается нейтральная динамика. Позитивным моментом можно отметить рост долгосрочных кредитов в нацвалюте, что возможно произошло благодаря государственным программам поддержки кредитования.

Рисунок 3. Инвестактивность, по прежнему сильна в добыче



Источник: КС МНЭ, ХФ

Рисунок 4. Падение доходов сдерживает торговлю



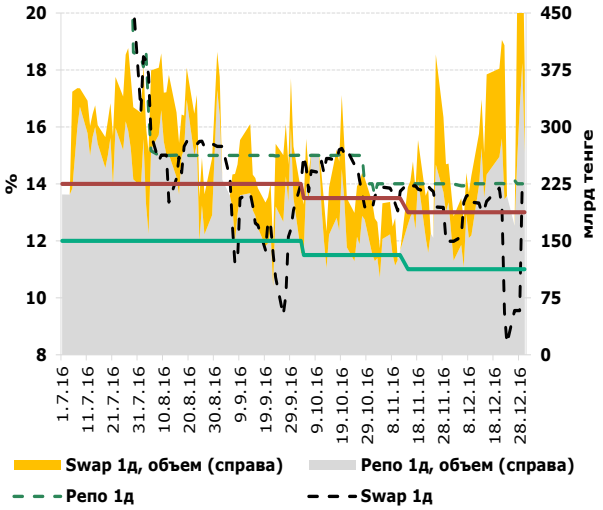
Источник: КС МНЭ, ХФ

Денежно-кредитная политика

Процентная политика

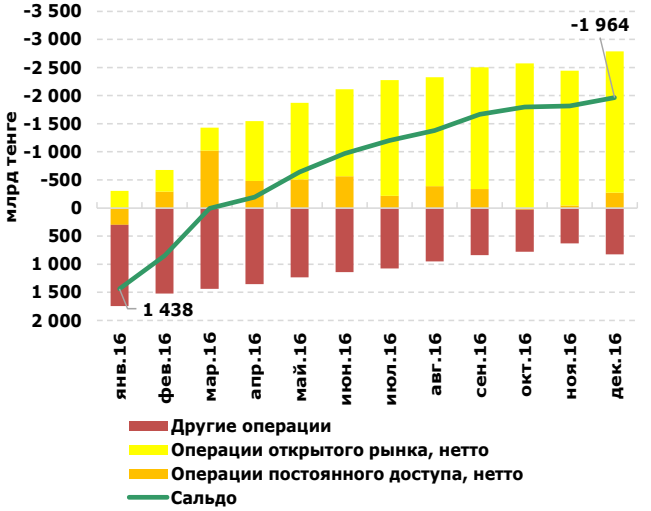
По мере нормализации ситуации на денежном рынке и понижения инфляционного давления, НБК в ноябре в очередной раз снизил базовую ставку на 0,5пп до 12%, сохранив коридор процентных ставок в ±1пп. Тем не менее, данный уровень остался привлекательным банков с точки зрения размещения свободных средств в НБК вместо направления избыточной ликвидности на коммерческое кредитование. В результате, объем ликвидности в тенге, изымаемой НБК из банковского сектора продолжает расти.

Рисунок 5. Условия денежного рынка



Источник: KASE, НБК

Рисунок 6. Открытая позиция НБК на конец периода



Источник: НБК

С конца первого квартала 2016 года, объёмы операций открытого рынка непрерывно росли, достигнув примерно 3,2 трлн тенге в конце декабря (валовое изъятие ликвидности), где 90% представлено нотами НБК. Эта сумма составляет почти 20% от кредитного портфеля всей банковской системы. Вкупе со снижающимися долгосрочными валютными свопами с банками, чистая сумма изъятия ликвидности из банковского сектора также устойчиво росла и на конец четвертого квартала достигла 2 трлн тенге. Исходя из данных Нацбанка и Казкома, ККБ привлек краткосрочной заем у регулятора в размере 400,8 млрд в середине декабря в последствии. Какого-либо значимого эффекта на ставки

денежного рынка данное событие не оказало, так как влитая ликвидность была стерилизована её изъятием за счет операций открытого НБК.

Последнее решение НБК снизить ставку до 12%, сопровождавшееся сменой риторики на более сдержанную относительно дальнейших шагов по базовой ставке указывает на возможное снижение темпов изменения ставки. НБК в течение года осуществлял довольно агрессивное снижение ставки. Исходя из этого видно, что НБК ориентируется на уровень прогнозной инфляции, которая по факту неожиданно оказалась выше запланированного уровня в 6% - 8%. Таким образом, реальная ставка в настоящее время составляет около 3.5%. В условиях высокой волатильности на нефтяном рынке, как целевой ориентир реальной ставки можно рассматривать уровень в 3-4%. Это дает возможность НБК управлять денежным предложением на рынке в условиях наличия огромной свободной ликвидности и сдерживать инфляционные и девальвационные риски.

На наш взгляд, инфляция в следующем году будет около 8%. При такой инфляции мы считаем, что действия центрального банка должны быть более осторожными и взвешенными и размер базовой ставки не должен быть ниже 11% к концу следующего года.

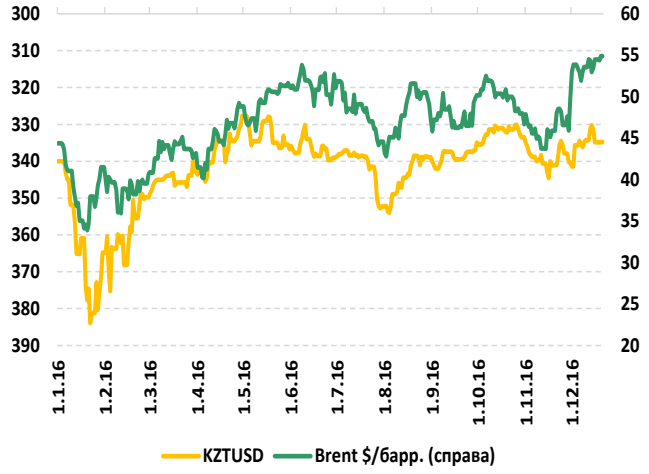
Валютная политика

В четвертом квартале, волатильность на нефтяном рынке сохранилась, нефть марки Брент находилась в пределах $44 за баррель до $56 баррель, с повышением к концу года на фоне соглашений об ограничении добычи нефти странами входящими и вне ОПЕК. Волатильность курса тенге доллар США была выше чем по нефти, на минимуме курс тенге доллар уходил ниже 330 за доллар, на максимуме равнялся 345 за доллар.

Восстановление нефтяных цен от минимумов начала года привело к значительному укреплению нацвалюты, в итоге, обменный курс тенге доллар завершил год на уровне близком к показателям годом ранее 330-340 за доллар. Плавающий валютный курс значительно повысил гибкость нацвалюты, избавил от необходимости тратить резервы Национального банка, улучшил возможности по балансированию внешней торговли. Однако волатильность курса может сказаться на внешнеэкономической деятельности, в особенности когда начнется оживление экономической деятельности. В этой связи, возрастает потребность в ликвидном рынке валютных форвардов, которые также играли бы роль впередсмотрящих индикаторов.

С лета, интервенции Нацбанка на нетто основе свелись к нулю, при этом тенге ослабел к российской валюте до 5,5 тенге за рубль. В этих условиях, если Нацбанк не участвует в формирование валютного курса, это должно означать, что данная тенденция его устраивает хотя и имеет определенную инфляционную составляющую (почти треть товарного импорта, Казахстан покрывает за счет Российских товаров).

Рисунок 7. Цены на нефть и обменный курс



Источник: НБК, ХФ

Инфляция

Инфляция значительно ускорилась в ноябре до 1,2% м/м, и 0,9% м/м в декабре, годовая инфляция после исчерпания эффекта базы прошлого года выросла до 8,5%, что выше наших ожиданий в 7,5% в течении года. Наибольший вклад

в прирост инфляции (8,5%) за 12 месяцев пришелся на продовольственные товары (3,6пп), непродовольственные товары прибавили 3пп, а на услуги пришлось 1,9пп.

Сезонно-скорректированная инфляция в ноябре показала рост на 0,5% м/м и 0,4% в декабре, тогда как в октябре она составляла только 0,3% м/м. Значительное ускорение инфляции, было вызвано ростом цен на продовольственные и непродовольственные товары.

НБК сохраняет свой прогноз по годовой инфляции в 2017 году на уровне 6-8%. По нашему мнению, инфляция в 2016 году будет около 8%.

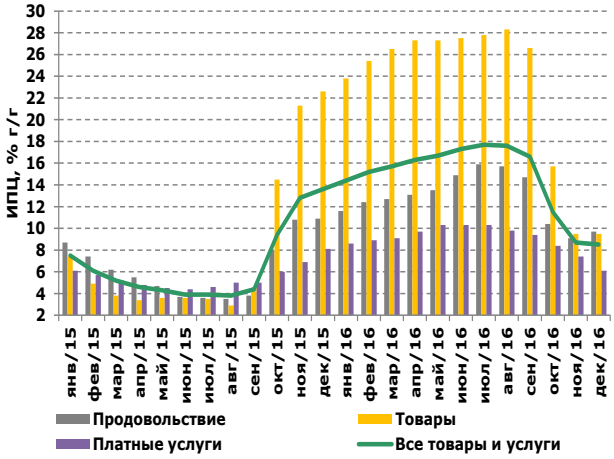
В следующем году, картина инфляции на наш взгляд будет формироваться под влиянием роста тарифов на услуги естественных монополий, рост цен на топливо, и относительной слабостью тенге относительно рубля.

Высока вероятность, что будут повышены тарифы на услуги монополистов, рост которых сдерживался в текущем году, по поручению Президента, озвученного им в начале сентября. В результате, в 2016 году рост тарифов отставал от роста других компонентов инфляции и был существенно ниже прошлогоднего показателя. Как мы полагаем, на топливном рынке сохранится повышательная тенденция, начавшаяся во второй половине 2016 года. Рост цен на топливо будет продиктован необходимостью устранения ценовых диспропорций с Россией и изменениями в налоговом законодательстве. Как следствие, повышение цен на топливо будет задавать тон для роста цен во многих сферах экономики.

На наш взгляд, существенно усилившаяся инфляция в последние месяцы 2016 года значительно повлияет на инфляционные ожидания, это в свою очередь будет поддерживать повышенный инфляционный фон в следующем году и в особенности в первом квартале. Также, восстановление цен на основные сырьевые товары привело к повышению цен на готовую продукцию. К примеру, цены производителей в горнодобывающей отрасли выросли на 18,9%, в обрабатывающей промышленности на 17,3% с начала года. Это уже сказывается и будет оказывать влияние на формирование цен на товары в ближайшей перспективе. Немаловажным триггером для повышения цен станет постепенное повышение пенсий и пособий, которое запланировано на 2017 год.

При этом, при низком потребительском спросе есть достаточная вероятность, что инфляция не выйдет за рамки диапазона НБК.

Рисунок 8. Инфляция идет на спад



Источник: КС МНЭ, ХФ

Таблица 2. Изменение цен на товары и услуги, %

Товар или услуга	На конец декабря				На конец ноября			
	За месяц	За месяц, ск	С начала года	За 12 мес.	За месяц	За месяц, ск	За 12 мес.
Все товары и услуги	**0.9**	**0.4**	**8.5**	**8.5**	**1.2**	**0.5**	**8.7**
Продовольственные товары	**1.7**	**0.9**	**9.7**	**9.7**	**2.0**	**1.2**	**9.1**
Хлебопродукты и крупы	0.4	-0.1	12.7	12.7	0.5	0.0	13.6
Мясо	0.6	0.3	5.7	5.7	0.8	0.6	5.6
Фрукты и овощи	7.7	4.9	5.6	5.6	5.5	1.6	0.9
Молочные продукты	0.9	0.6	7.1	7.1	1.7	1.0	6.8
Масла и жиры	0.3	-0.6	11.5	11.5	1.1	0.0	12.7
Непродовольственные товары	**0.8**	**0.2**	**9.5**	**9.5**	**0.9**	**-0.3**	**9.8**
Одежда и обувь	0.5	-0.5	9.0	9.0	0.9	-0.6	9.5
Бытовые приборы	0.8	-0.1	11.1	11.1	0.5	-0.2	13.1
Услуги	**0.2**	**0.2**	**6.1**	**6.1**	**0.5**	**0.3**	**7.4**
Содержание жилья и коммунальные услуги	0.1	-0.1	4.1	4.1	0.3	0.2	4.0
Отдых и культура	0.7	0.3	6.6	6.6	0.4	0.2	7.1
Образование	0.1	0.5	6.6	6.6	0.0	0.4	6.5
Медицинские услуги	0.7	0.5	14.0	14.0	1.2	1.1	14.8
Транспорт	1.2	2.0	7.6	7.6	0.8	0.0	6.7
Связь	0.0	-0.1	0.9	0.9	0.0	-0.1	1.5

В таблице представлены наиболее репрезентативные компоненты ИПЦ

Источник: КС МНЭ, ХФ

Фискальная политика

За 11М2016 г. поступления в госбюджет выросли на 30,4% составив 5,8 трлн тенге. Поступления по КПН выросли на 37,9% г/г, при этом остается не совсем понятным, что способствовало такому сильному росту, к примеру, в предыдущие годы при более сильном росте экономики (2013-2014гг.) поступления по данному виду налога показывали отрицательный рост. Доход от реализации продукции крупных и средних предприятий за 9 месяцев вырос только на 14,7% г/г, что также не может объяснить столь существенный рост поступлений по КПН. Рост поступлений по ИПН на 16,3% г/г отчасти объясняется повышением зарплат: номинальные зарплаты в третьем квартале повысились на 13,4% г/г, тогда как прирост занятых в ноябре составил лишь 0,4% г/г.

Поступления по налогу на добавленную стоимость выросли на 59,4% г/г, а акцизы увеличились на 28,8% г/г, что также плохо согласуется с ростом торговли по статистическим данным.

Налоговые поступления как ожидается будут выше на 250-300 млрд тенге, что позволило правительству существенно снизить сумму трансферта, привлекаемого в бюджет из Нацфонда. При этом использование гарантированного трансферта из бюджета в 2016 г. составило 2,1 трлн тенге, целевого 0,7 трлн. Расходы государственного бюджета повысились на 16,6% и достигли более 8 трлн. Дефицит госбюджета (официальный) как ожидается составит 1 трлн тенге или немногим более 2% ВВП, 2,8% ВВП в 2014 г., 2,2% ВВП в 2015 г.

В соответствии с прогнозом правительства, рост доходов госбюджета в 2017 году повысится на 4,6% до 6,2 трлн тенге. Гарантированный трансферт сохранен на уровне 2,9 трлн тенге или $8 млрд по курсу 360 тенге за доллар, указанному в утвержденном бюджете. При этом, при курсе 330 за доллар, размер трансферта из Нацфонда потребует дополнительных $700 млн. Однако данная отрицательная курсовая разница будет компенсирована б*о*льшими поступлениями в Нацфонд вследствие роста цены на нефть.

Размер целевого трансферта запланирован на уровне 441,6 млрд тенге, что ниже на 40.7% объема целевого трансферта в 2016 году. Целевой трансферт будет направлен на финансирование антикризисной программы «Нурлы жол». В 2015 году расходы по программе составили 432 млрд тенге, за 11 месяцев текущего года составили 435 млрд тенге (92% от годового плана).

Расходная часть госбюджета в номинальном выражении повышается на 5,2%, или 20% от ВВП против 21% от прогнозного ВВП в этом году. Дефицит госбюджета (официальный) при этом значительно снижается до 1,2% ВВП с 2% от ВВП.

Ненефтяные доходы бюджета за 11 месяцев выросли почти на 1,4 трлн тенге, что более чем компенсировало снижение примерно на полтриллиона тенге нефтяных доходов бюджета. Это также привело к небольшому снижению ненефтяного дефицита консолидированного бюджета до 8,2% от ВВП в ноябре 2016 г. против 8,8% от ВВП в аналогичном периоде 2015 года.

Планируемое правительством снижение госрасходов в ближайшие годы свидетельствует о переориентации направленности фискальной политики в сторону консолидации. Реформы в бюджетной сфере давно назрели, ситуация, когда за счет трансфертов из Нацфонда покрывается более трети расходов бюджета и тем самым регулируется дефицит бюджета возможно будет изменена. Консолидация потоков Нацфонда в едином бюджете способствовала бы более четкому пониманию бюджетной политики и параллельно ограничила бы средства, перераспределяемые через внебюджетные фонды. В целом, прогнозные показатели бюджета отражают достаточно консервативный взгляд на перспективы экономического развития, что соответствует сдержанным прогнозам по нефтяным ценам на длительную перспективу.

Таблица 3. Состояние государственного бюджета

	млн тенге	% от итога	11М2016 г/г, %
ДОХОДЫ	**8 424 492**	**100.0**	**29.2**
Налоговые поступления, в том числе:	***5 398 643***	**64.1**	**30.4**
Неналоговые поступления	***337 377***	**4.0**	**70.3**
Поступления от продажи ОС	***52 472***	**0.6**	**-1.5**
Поступления трансфертов	***2 636 000***	**31.3**	**25.8**
ЗАТРАТЫ	**8 272 926**	**100.0**	**16.6**
Прочие	***1 908 205***	**23.1**	**9.1**
Социальная сфера	***1 815 257***	**21.9**	**14.6**
Образование	***1 493 898***	**18.1**	**21.6**
Здравоохранение	***890 842***	**10.8**	**18.0**
Инфраструктура	***619 485***	**7.5**	**6.7**
Госуслуги	***545 918***	**6.6**	**23.8**
Обслуживание долга	***501 943***	**6.1**	**86.0**
Общественный порядок и пр.	***497 380***	**6.0**	**2.1**
БЮДЖЕТ КРЕДИТ, ФИН. АКТИВЫ	**644 866**	**-**	**87.6**
ДЕФИЦИТ (ПРОФИЦИТ) БЮДЖЕТА	**- 493 300**	**-**	**-48.4**
Ненефтяной дефицит	**- 3 710 146**	**-**	**2.8**

Источник: Минфин РК, ХФ

Внешние счета

Дефицит счета текущих операций по предварительным данным НБК за 9 месяцев 2016 года ухудшился до $5.3 млрд, что составляет 5.1% от ВВП страны, увеличившись примерно на 26% г/г (для сравнения, за 3 квартала 2015 года дефицит составил $4.2 млрд или 2.0% от ВВП).

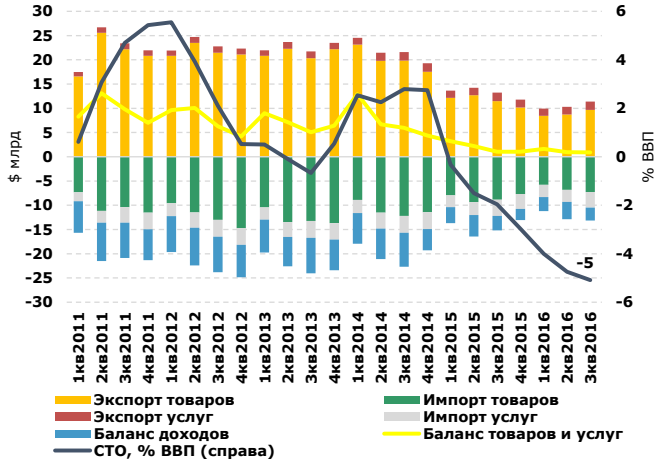
Негативное влияние на текущий счет оказало в большей степени ухудшение баланса в торговле товарами и услугами (на $3 млрд, или на 46% г/г) из-за значительного снижения экспорта и относительно меньшего уменьшения импорта.

По нашим ожиданиям, дефицит счета текущих операций за 2016 год составит $6 млрд (4.5% от ВВП), при сужении дефицита в 4 квартале 2016 года до $0.6 млрд. за счет повышения цены на нефть и улучшения торгового баланса.

Отрицательное сальдо первичных и вторичных доходов по предварительным данным за 9 месяцев 2016 года составило $9.1 млрд. (-15% г/г). Отрицательный баланс доходов сократился за счет падения доходов иностранных инвесторов от прямых инвестиций в сырьевые активы Казахстана, что оказывает поддержку текущему счету.

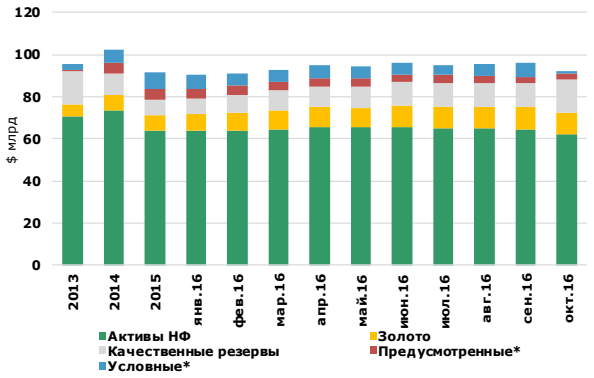
В 2016 году международные резервы НБК показывали умеренный рост с начала года, а наиболее активный прирост наблюдался в период с февраля по июнь, когда НБК проводил интервенции и скупал валюту на рынке. Так, валовые международные резервы НБК увеличились с начала года на $2 млрд и на конец ноября составили $29.8 млрд. При этом, валютная часть резервов незначительно уменьшилась на $0.2 млрд (с конца 2015 года) до $20.1 млрд, а активы в золоте выросли до $9.7 млрд на $2.1 млрд. В структуре резервов – отмечается рост активов в золоте из-за положительного тренда роста мировых цен на ценный металл (на 25% с начала года). Качество резервов повысилось за счет снижения валютных обязательств НБК перед банками. Валютные активы НацФонда снизились с $63,5 до $61 млрд (снижение на 4%).

Рисунок 9. Текущий счет, глубже в минусе



Источник: НБК

Рисунок 10. Международные резервы



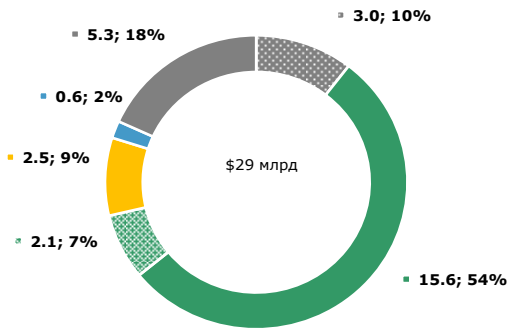
** Предусмотренные состоят из (1) ссуд в иностранной валюте, ценных бумаг и депозитов, (2) совокупных коротких и длинных позиций по форвардам и фьючерсам в иностранных валютах и (3) прочих выплат. Условные, по нашему мнению могут включать в себя депозиты банков в НБК в иностранной валюте.*

Источник: МВФ

Согласно данным Агентства по Статистике, экспорт страны по итогам 10 месяцев 2016 года составил $29 млрд (-26% г/г). В структуре экспортных товаров традиционно преобладают минеральные продукты (64% от общего экспорта), в том числе экспорт нефти и газового конденсата составил $15.6 млрд (54% от всего экспорта страны), который снизился на 35% г/г как из-за количественного уменьшения экспортных поставок, так и из-за падения цен на нефть на мировом рынке.

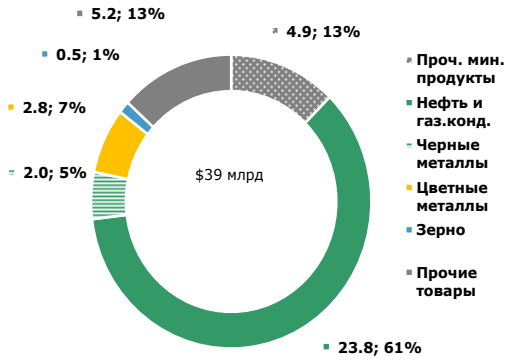
Отмечается небольшое увеличение экспорта зерна до $552 млн (+5% г/г) в основном за счет количественного увеличения поставок в связи с высоким урожаем, однако данный рост был нивелирован снижением мировых цен на зерно (на 23% средняя цена экспортных поставок на зерно за январь-октябрь 2016 года составила $155 за тонну, тогда как за январь-октябрь 2015 года цена достигала $202). Экспорт цветных металлов снизился на 12% г/г и составил $2.5 млрд из-за уменьшения экспортных поставок цинка и меди на 12% и 5%, соответственно, также отмечается значительное снижение экспорта золота (до $14 млн за 10 месяцев 2016 года против $164 млн за аналогичный период прошлого года).

Рисунок 11. Структура экспорта, $ млрд 10М2016



Источник: КС МНЭ

Рисунок 12. Структура экспорта, $ млрд 10М2015



Источник: КС МНЭ

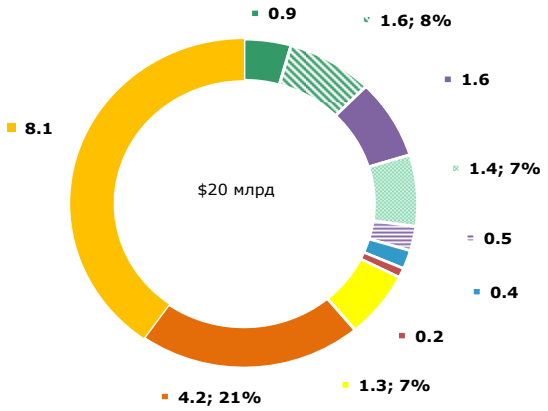
Импорт страны за январь-октябрь 2016 года составил $20 млрд, также снизившись на 22% г/г. В структуре импорта страны преобладают машины и оборудование (21% от общего импорта), причем наблюдается снижение импорта по всем категориям. Значительное снижение отмечается в топливно-энергетических продуктах (на 24% г/г), химической продукции (на 16%), машин и оборудования (на 25%). Импорт готовых продовольственных товаров почти не изменился и составил $0.9 млрд.

В товарной группе металлов и изделий из них наибольшую долю занимают импорт труб из черных металлов, который упал на 25% и составил $0.8 млрд, причем больше всего Казахстан завозит данный товар из Японии, Германии и стран СНГ. Отметим, что импорт легковых машин упал значительно, на 55% г/г, причем снизилось количество завезенных машин и увеличилась средняя цена поставок. За 10 месяцев 2016 года было завезено автомобилей на сумму $0.3 млрд в основном из России и Японии. Также в структуре товарной группы машин и оборудования преобладают телефонные и сотовые аппараты, составившие $0.5 млрд (-21% г/г), основными экспортерами которых являются Китай и Вьетнам. Основным импортируемым товаром в группе химической продукции являются медикаменты, которые также показали падение на 27% г/г.

Профицит торгового баланса за 10 месяцев 2016 года, сократился на $4.8 млрд или на 35% г/г и составил $8.9 млрд.

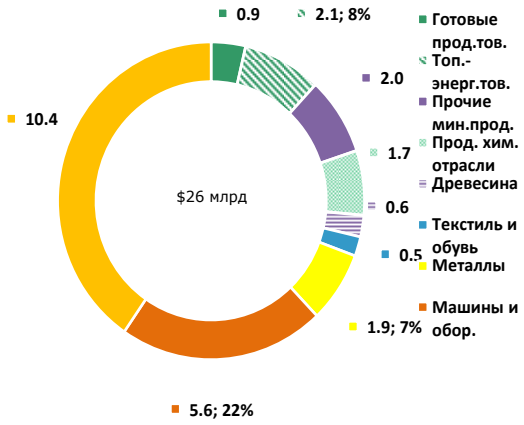
Также отметим, что за январь-октябрь 2016 года традиционно отрицательный торговый баланс с Россией составил $4.3 млрд, уменьшившись на $0.6 млрд г/г. Как следует из цифр дефицит в торговле с Россией на треть сокращает общий профицит во внешней торговле оказывая серьезное влияние на платежный баланс страны. Возможно, что текущее ослабление тенге к рублю дает мало эффекта для баланса торговли двух стран.

Рисунок 13. Структура импорта, $ млрд 10М2016



Источник: КС МНЭ

Рисунок 14. Структура импорта, $ млрд 10М2015



Источник: КС МНЭ

Банковский сектор

Ситуация по банковской системе нами подробно описывается в публикации, посвященной данной теме: ссылка

Фондовый рынок

Индекс KASE по состоянию на конец 4-го квартала составил 1335.6, увеличившись на 12% с начала квартала и на 56% с начала года. С 1 ноября в представительский индекс Казахстанской фондовой биржи были включены акции компании АО "БАСТ". Стоимость за акцию 9 компаний, входящих в индекс, в основном выросла за год, исключение составили акции компании АО "Кселл" (-10.3%) – до 1 068 тенге за акцию и АО "БАСТ" (-6.3%) – до 35 820 тенге за акцию.

Отмечается наибольший рост стоимости акций компании KAZ Minerals PLC вдвое за год до 1 481 тенге за акцию (на конец декабря 2015 года цена составляла 470 тенге за акцию). Также за 2016 год выросла цена за акцию у компаний: АО "Банк ЦентрКредит" – до 164 тенге, на 24%, АО "KEGOC" – до 1 150 тенге, на 58%, АО "Казахтелеком" – до 14 100 тенге, на 52%, АО "КазТрансОйл" – до 1 220 тенге на 65%, АО "Разведка Добыча "КазМунайГаз" – до 15 350 тенге за акцию, на 13%, АО "Народный сберегательный банк Казахстана" – до 50 тенге за акцию, на 22%.

На прирост цены за акцию компании KAZ Minerals PLC в течение года оказывал положительный тренд цены на медь, а также стабильные операционные и финансовые показатели компании.

Повышение цены АО "Казахтелеком", видимо, связано с успешным сохранением лидирующих позиций на рынке телекоммуникаций в стране, а также на фоне положительных новостей в 4 квартале от рейтингового агентства Fitch и повышением кредитного рейтинга до уровня BB+ со стабильным прогнозом в связи с сильными финансовыми показателями (улучшение ликвидности, положительный денежный поток).

Стоимость акций АО "КазТрансОйл" в течение года сильно снижалась в январе и июле 2016 года, причем в июле падение цены было связано с выплатой дивидендов. В последний квартал акции КТО выросли благодаря положительным финансовым показателям по итогам 9М2016 (рост чистой прибыли на 11% г/г) и ожиданиям по приросту грузооборота до конца 2016 года за счет транспортировки кашаганской нефти.

Цена за акцию АО "Разведка Добыча "КазМунайГаз" варьировалась в течение года между 12 400 и 16 558 тенге за акцию. После очередного заседания Совета директоров в конце марта (на котором было принято решение о корректировке бюджета, также было рекомендовано не выплачивать дивиденды по простым акциям в связи с резким снижением цены на реализуемую нефть, и установлена новая схема реализации нефтепродуктов на местный рынок) цена в апреле опустилась до минимума за год. В дальнейшем, стоимость акций восстановилась, и в ноябре на фоне опубликованных данных финансовой отчетности компании за 9 месяцев 2016 года, в которой отмечался рост выручки при сохраняющихся рисках, касающихся условий поставок на внутренний рынок, стоимость акций показала рост.

В начале 2016 года стоимость акций АО "KEGOC" достигла минимума, однако в дальнейшем, в течение года, в росте цены за акцию отмечался положительный тренд, несмотря на то, что в 2015 году у компании была отрицательная доходность, и в 2016 году не выплачивала дивиденды. Причинами данного тренда могли стать относительно положительные финансовые результаты за 1 полугодие (двукратный рост чистой прибыли, увеличение выручки), а также спекулятивные действия участников рынка.

Акции АО "Банк ЦентрКредит" в 2016 году подросли в конце года на фоне подтверждения агентством Fitch рейтинга на уровне “B” в связи с "более низким валютным кредитованием, стабильной базой депозитов и улучшения позиции ликвидности".

Акции АО "БАСТ" снизились на фоне возникшего спора и судебного иска одного из акционеров компании, в результате, которого были компании были запрещены заключение крупных сделок (в том числе, выпуск и размещение дополнительных акций).

На стоимость акций компании АО "Кселл" оказывают слабые финансовые результаты в 2016 году (отмечается сокращение доходов при неизменной себестоимости продаж).

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	**Управление**	**E-mail**
Мурат Темирханов	Директор	m.temirkhanov@halykfinance.kz
Асан Курманбеков	Макроэкономика	a.kurmanbekov@halykfinance.kz
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика	e.arnabekova@halykfinance.kz
Станислав Чуев	Долговые инструменты	s.chuyev@halykfinance.kz
Азамат Талгатбеков	Долговые инструменты	a.talgatbekov@halykfinance.kz
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты	a.ibraimova@halykfinance.kz
Диас Кабылтаев	Долевые инструменты	d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж	**Инвесторы**	**E-mail**
Мария Пан	Директор	m.pan@halykfinance.kz
Динара Асамбаева	Институциональные	d.asambayeva@halykfinance.kz
Айжана Туралиева	Институциональные	a.turaliyeva@halykfinance.kz
Шынар Жаканова	Розничные	sh.zhakanova@halykfinance.kz
Сабина Муканова	Розничные	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