

Монголия заявляет права на свои недра

Юрий Храмцов
UryiH@halykbank.kz
+7 (727) 244 6984

4 июля 2012

Инвестиционный обзор

Преимущества

- Объёмы добычи сырья в Монголии растут стремительными темпами. Наиболее вероятно, что интенсивный рост будет продолжаться в ближайшие годы, в основном на медном месторождении Оуу Толгой, разрабатываемом Ivanhoe Mines, и на угольном бассейне Tavan Tolgoi, разрабатывающая компания которого планирует провести IPO в начале 2013 года, а также ряда небольших нефтяных месторождений.
- Несмотря на то, что проведение IPO Tavan Tolgoi уже несколько раз откладывалось, инвесторы не теряют интереса к проекту. 100% акций Tavan Tolgoi, стоимость которой оценивается в 10 млрд долларов, принадлежат монгольской государственной компании Erdenes Tavan Tolgoi. Правительство планирует частично приватизировать компанию, разместив 30% акций на фондовых биржах Улан-Батора, Гонконга и Лондона, продав также 10% акции монгольским юридическим лицам, и распределив еще 10% акций компании среди населения. Опросы показывают, что 50% населения страны готово продать свою долю акций при первой же возможности.
- Мы отмечаем, что уже сейчас ВВП Монголии меньше его ВВП на 10%. Процентная разница между ВВП и ВВП будет расти по мере ввода в действие проектов, финансируемых иностранным капиталом
- Промышленное производство, представленное, в основном добычей угля и металлических руд, стремительно растёт. Промышленность Монголии нуждается в импортном оборудовании, материалах и топливе, что проявляется в дефиците текущего счета.
- Быстрый рост бюджетных поступлений, если он продолжится, может быть направлен в несырьевые сектора экономики, с неизбежным реальным усилением тугрика и появлением пузырей на рынке перемещаемых товаров.
- Монголия граничит с Китаем – основным покупателем существующей и перспективной сырьевой продукции Монголии в регионе.
- Налоговый режим Монголии достаточно стабилен и освобождает от уплаты НДС на импорт производственного оборудования, машин, запчастей и топлива, что снижает как капитальные, так и операционные расходы инвесторов.

Риски

- Инвесторы вынуждены рассматривать риски частичной экспроприации активов со стороны демократической Монголии. Высокая и растущая зависимость от иностранного капитала увеличивает вероятность

одностороннего изменения условий разработки крупных ресурсных проектов после осуществления большей части инвестиций. По мнению большинства населения Монголии, иностранные инвесторы получили слишком большую долю в минеральном богатстве страны. Сценарий полной национализации крайне маловероятен, учитывая зависимость от правительств основных инвесторов, но значительное ухудшение операционных условий вполне ожидаемо.

- Недавно в стране был принят закон об иностранных инвестициях, который вводит процедуру одобрения парламентом иностранных инвестиций для проектов стоимостью выше \$150млн, в случае если доля иностранного участия превышает 49%.
- Мы считаем, что высокая инфляция, снижающая реальные заработные платы в стране, является одной из причин скептического отношения жителей Монголии к выполнению предвыборных обещаний монгольских политических партий. Согласно майскому опросу населения, 35,7% респондентов не определились, за какую партию голосовать, а 12,4% предпочли не отвечать. О поддержке Демократической Партии Монголии заявили 17,3%, Монгольской Народной Партии – 16,5%, а 8,0% опрошенных отдали бы голоса за независимых кандидатов.
- По предварительным данным, Демократическая Партия получила по меньшей мере 20 из 48 мест, распределяемых через одномандатные округа, Монгольская Народная партия получит 15 мест. Результаты по оставшимся 28 местам, избираемым посредством пропорциональной системы, еще не известны. Окончательное распределение мест станет известно в середине июля.
- Монгольский Тугрик (MNT) может ослабнуть после парламентских выборов. Риск девальвации MNT нарастал на протяжении последних 6-9 месяцев, предшествовавших выборам, так как Банк Монголии, находясь под большим давлением членов парламента, вынужден был удерживать тугрик сильным. Однако, существенных последствий для инвесторов девальвация иметь не будет, так как объем ценных бумаг, привязанных к Тугрику незначителен, а банковский сектор финансируется в основном за счет внутренних депозитов.
- Доля русскоговорящего населения значительно сократилась за последние 20 лет. Людей, владеющих другими иностранными языками, мало, что создает определённые трудности при общении между иностранным руководством компаний и сотрудниками.
- Проблемы в банковской системе Монголии могут проявиться уже в 2012 году, если темпы роста объема непогашенных займов продолжат снижение после 2кв2012 года. Однако, если объёмы промышленного производства будут быстро расти в номинальном выражении (и следовательно будут расти налоговые выплаты в пользу государства), то увеличение государственных расходов может несколько смягчить трудности в банковской системе.
- Банковский сектор характеризуется высокой концентрацией займов. 78% займов выдано в Улан-Баторе, где проживет 41% населения страны.
- Внешний долг Монголии (включая прямые иностранные инвестиции) в 2011 году составил 158% ВВП, что, по нашему мнению, достаточно

высокий показатель. Положительным является то, что на государственный долг приходится лишь 17% от этой суммы. Значительная часть внешнего долга Монголии (\$9.5млрд из \$14.5млрд) представляет собой обязательства, связанные с прямыми иностранными инвестициями.

- Рынок долговых обязательств Монголии не развит. На рынке ценных бумаг доминирует рынок акций, что вероятно является результатом преобладания прямых иностранных инвестиций в инвестиционном профиле страны.
- Хотя двузначная инфляция съедает значительную часть роста зарплат, даже скептики не могут отрицать значительный рост доходов в реальном выражении. Однако, следует признать, что по мере роста доходов усиливается разрыв в их распределении, чреватый социальной дестабилизацией и последствиями для инвесторов. .

Содержание

Инвестиционный обзор	1
Быстрый рост, основанный на притоке ПИИ	5
Банковская система Монголии	9
Курс доллар США/тугрик (MNT)	15
ВВП и инфляция	22
Промышленное производство	24
Государственный бюджет	28
Макроэкономические показатели	30

Быстрый рост, основанный на притоке ПИИ

Удивительный рост монгольской экономики (17.3% г/г в 2011) обусловлен интенсивный притоком прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в сырьевой сектор страны. Среднегодовой объем притока ПИИ за последние пять лет составил 27% ВВП. Приток ПИИ привел не только к повышению капиталоемкости монгольской экономики, но и к усилению недовольства населения растущим неравенством. Поскольку часть ВВП, относящаяся к проектам, контролируемым иностранными компаниями, на данный момент находится на беспрецедентных исторических уровнях, Монголия начинает обращать внимание на детали соглашений с инвесторами, пытаясь найти возможности для проведения дополнительных переговоров.

Будучи неспособной на данном этапе производить необходимые для развития ресурсных секторов товары и услуги внутри страны, Монголия тратит существенную часть притока средств в иностранной валюте на импорт. Импортируется подавляющая часть оборудования и промышленных услуг. Если эта тенденция сохранится, то иностранный капитал, а не местные кадры, получит большую часть материальных выгод от роста объемов общего экспорта из страны.

С положительной же стороны отметим, что доступ к иностранному финансированию ускорил разработку полезных ископаемых Монголии, способствовал ускоренному экономическому росту и увеличил налоговые поступления в бюджет. Однако не совсем эффективное использование имеющихся потенциальных возможностей в результате перегрева экономики, а также неравномерный рост, отчасти могут омрачить ситуацию.

Мы оцениваем, что в 2011 году ВВП Монголии был на 10% ниже ВВП (Рисунок 1) главным образом из-за вывода прибылей иностранными компаниями в страны происхождения капитала, который особенно усилился в 2010 году. Мы ожидаем, что разрыв между ВВП и ВВП Монголии будет расти по мере того, как компании, работающие над проектами в сырьевых секторах, будут приступать к добыче.

Рис.1. Сравнение ВВП и ВВП Монголии, Казахстана и России

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Монголия								
ВВП, \$млрд	2.0	2.5	3.4	4.2	5.6	4.5	6.2	8.6
Баланс доходов, \$млрд	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.6	-0.8
ВВП (оцен.), \$млрд	2.0	2.5	3.4	4.1	5.4	4.4	5.6	7.7
(ВВП-ВВП)/ВВП	-1%	-2%	-1%	-2%	-3%	-4%	-10%	-10%
ВВП/душ. населения, \$	799	988	1,318	1,605	2,094	1,660	2,231	3,027
ВВП/душ. населения, \$	795	968	1,301	1,568	2,030	1,589	2,015	2,729
Казахстан								
ВВП, \$млрд	43.2	57.1	81.0	104.9	132.2	107.7	148.0	186.4
Баланс доходов, \$млрд	-2.9	-5.7	-9.5	-13.1	-19.5	-12.6	-18.7	-26.5
ВВП (оцен.), \$млрд	40.3	51.4	71.5	91.8	112.7	95.2	129.3	159.9
(ВВП-ВВП)/ВВП	-7%	-10%	-12%	-12%	-15%	-12%	-13%	-14%
ВВП/душ. населения, \$	2,863	3,754	5,262	6,736	8,380	6,732	9,132	11,350
ВВП/душ. населения, \$	2,673	3,379	4,645	5,895	7,144	5,947	7,978	9,737
Россия								
ВВП, \$млрд	591	764	991	1,300	1,659	1,222	1,480	1,692
Баланс доходов, \$млрд	-13	-18	-25	-23	-35	-31	-40	-51
ВВП (оцен.), \$млрд	578	746	966	1,277	1,624	1,191	1,440	1,641
(ВВП-ВВП)/ВВП	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
ВВП/душ. населения, \$	4,098	5,324	6,940	9,142	11,683	8,545	10,357	11,799
ВВП/душ. населения, \$	4,012	5,200	6,763	8,977	11,438	8,326	10,076	11,445

Источник: Центральные банки, статистические агентства, оценка Халык Финанс

По нашим оценкам, разница между ВВП и ВВП Казахстана, который привлёк значительные иностранные инвестиции в сырьевой сектор в 1990-х, составляет на данный момент 14%. У России ВВП ниже ВВП на 3%.

Небольшое отличие ВВП от ВВП России обусловлено тем, что компаниям-резидентам России удаётся самим заработать за рубежом половину тех объёмов, которые инвесторы выводят из России в виде дивидендов. Кроме того, общие объёмы вывода инвестиционных доходов из России в процентах от ВВП ниже в связи с тем, что доля участия иностранного капитала в сырьевом секторе России меньше, чем в Казахстане.

Помимо прямых последствий от высокой зависимости от иностранного капитала существуют косвенные последствия. Мы отмечаем, что покупка товаров и услуг из-за рубежа снижает ВВП (по сравнению со сценарием, в котором страна способна обеспечивать себя всеми необходимыми товарами и услугами). Мы считаем, что Монголии придётся в обозримом будущем активно использовать импортные товары и услуги в сырьевом секторе. Вероятно, существенные перемены займут не один десяток лет кропотливого труда.

Мы также отмечаем, что Россия, которая зарабатывает на оказании услуг другим странам 65% того, что она сама тратит на иностранные услуги, выглядит наиболее обещающе с точки зрения внутренней эффективности, но с точки зрения инвесторов (которые рассматривают возможности для применения своего капитала), Монголия и Казахстан могут выглядеть более привлекательными.

Разумеется, окончательный вывод зависит от конкретного сектора и компании/проекта, а также способа инвестирования.

Рис.2. Монгольские железные дороги



Источник: Econ. Research Institute for Northeast Asia

Рис.3. Дорога Tavan Tolgoi ж/д



Источник: Ivanhoe Mines

Кто инвестирует в Монголию?

Стоит отметить, что основным источником ПИИ в сырьевой сектор Монголии является Китай, который также является главным покупателем монгольского экспорта (92% в 2011). Поэтому когда речь идет об иностранном влиянии, подразумевается Китай. Однако Россия также имеет значительное геополитическое влияние в

Монголии. Монгольские железные дороги (построенные в 1949-1961гг) используют российский стандарт ширины колеи (красным на Рисунке 2), и на 50% принадлежат России. Данный факт ограничивает экспорт сырьевых Монгольских товаров в Китай (ширина колеи в Китае другая). В целом, неразвитая инфраструктура (что логично при малом населении и суровых природных условиях) на относительно обширной территории (1.6млн кв.м.), создает дополнительные трудности. Следовательно, инвесторы при создании новых предприятий, зачастую вынуждены принимать во внимание расходы на развитие инфраструктуры. К примеру, компания Ivanhoe Mines построила автомобильную дорогу от своего месторождения меди до границы с Китаем (Рисунок 3).

Закон о регулировании иностранных инвестиций

В мае 2012 года парламент Монголии принял новый закон "О регулировании иностранных инвестиций для компаний, осуществляющих деятельность в стратегически важных секторах экономики". Согласно закону, предложения иностранных инвесторов о покупке доли более 49% в монгольской компании должны быть одобрены парламентом Монголии в том случае, если общая стоимость компании превышает \$150 млн. Это требование распространяется только на сырьевой сектор, банки и финансовые компании, средства массовой информации и коммуникационные компании, которые признаются стратегически важными секторами. В других случаях требуется одобрение правительства, а не парламента.

Кроме того, следующие транзакции в стратегически важных секторах, упомянутых выше, требуют одобрения (насколько мы понимаем – одобрения правительства):

- Сделки, связанные с приобретением прав на покупку трети и более акций компании. Помимо этого, уполномоченный правительственный орган должен быть извещен в случае приобретения доли более 5%.
- Сделки, которые могут наделить покупателя полномочиями самостоятельно утверждать исполнительного директора, большую часть руководства или членов директоров.
- Сделки, которые могут наделить покупателя полномочиями влиять на решения руководства компании и определять направления ведения бизнеса
- Сделки, которые могут привести к созданию монополии на стороне покупателя или продавца
- Сделки, которые могут прямо или косвенно повлиять на цены продукции, производимой монгольской горнодобывающей промышленностью
- Сделки, которые могут уменьшить долю иностранных инвесторов в компании

Согласно закону парламент Монголии обязан принять решение в течение 45 дней после поступления заявления. Если сделка полежит одобрению правительством, а не парламентом, то правительство также должно принять решение в течение 45 дней. Подготовка и вручение официального извещения о принятом решении может занять дополнительно 5 дней, согласно закону.

Политическая ситуация

Монголия является парламентской республикой (до выборов 28 июня парламент был представлен Демократической Партией Монголии и Монгольской Народной Партией, последняя имела большинство). Это означает, что в результате общественных дискуссий национальным интересам может быть отдано предпочтение.

IPО Tavan Tolgoi, принятие нового Закона об иностранных инвестициях, обещания о распределении доходов от добычи на Tavan Tolgoi, а также другие обещания населению, зачастую рассматриваются часть внутренних политических игр в Монголии.

Налогообложение

Налог на добавленную стоимость (НДС)

Ставка НДС составляет 10%. С целью привлечения инвесторов в промышленный сектор, Монголия освобождает от уплаты НДС импорт производственного оборудования, машин, запчастей и топлива, что снижает капитальные и операционные затраты инвесторов.

Корпоративный подоходный налог

КПН взимается по прогрессивной ставке, которая меняется от 10% (на годовой доход ниже 100 млн тугриков) до 25% (на доходы превышающие 3 млрд тугриков). Убытки налогоплательщиков могут быть перенесены на будущие периоды в окне 4-8 лет.

Социальный налог

Выплачивается работодателем по ставке 11%

Индивидуальный подоходный налог – ставка 10%

Налог на дивиденды – ставка 10%

Налог на имущество – ставка 0.6%

Налог на передачу права собственности на недвижимость – ставка - 2.0%

Доход от продажи прав облагается налогом по ставке 30%.

Монголия имеет действующие соглашения об избежании двойного налогообложения с 30 странами мира. Монголия гарантирует крупным инвесторам стабильность налогового режима. К примеру, в контрактах на сумму инвестиций не менее \$20 млн оговаривается срок в 10 лет, а на сумму \$50 млн – 15 лет.

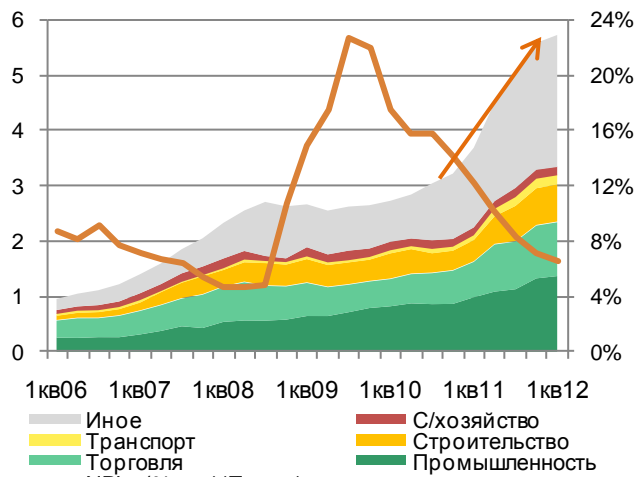
Банковская система Монголии

В последние 18 месяцев наблюдался стремительный рост совокупного кредитного портфеля монгольских банков (рост на 57% г/г в 2011 году). Мы считаем, что столь интенсивное расширение кредитного портфеля увеличило размер рисков, связанных с неработающими кредитами (NPL), которые по нашему мнению могут реализоваться в ближайшем будущем. Крупные банки, показавшие к тому же наиболее значимый рост, вероятно наиболее подвержены такого рода рискам.

В короткой истории банковской системы Монголии уже имел место прецедент, в виде резкого увеличения объемов неработающих кредитов в 2009 году. Тогда объем неработающих кредитов вырос в четыре раза за год. Данная ситуация наблюдалась на фоне сокращения кредитного портфеля банковской системы (сокращение на 11% г/г в 2009 году). Не задолго же до этого (в 2006-2008 годах) имел место интенсивный рост портфеля. По сравнению с 1 кварталом 2006 года кредитный портфель вырос к началу 2009 года более чем на 150% (Рисунок 4). В итоге, к концу же 2009 года, отношение неработающих кредитов к общему объему займов составило 22% (оранжевая линия на Рисунке 4).

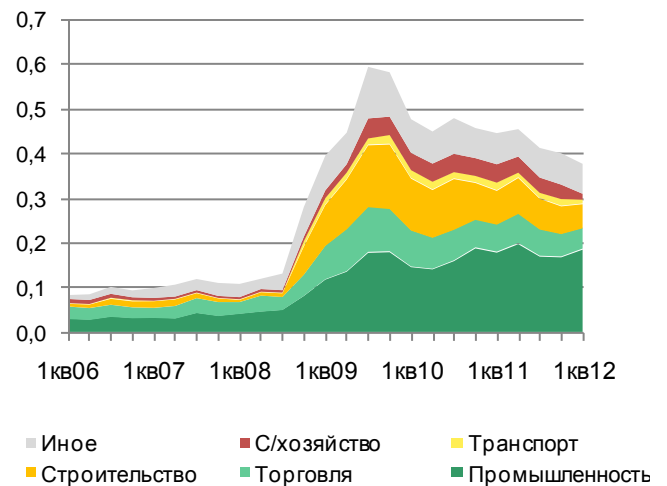
Во второй половине 2010 года, банковский кредит снова стал расти со скоростью, которая в долгосрочной перспективе может привести по нашему мнению не к столько прибылям, сколько вероятно к отрицательным денежным потокам в банковскую систему (Рисунок 4). Мы считаем, что и в этот раз, за быстрым ростом может скрываться проблема низкого качества активов, которая проявит себя, когда рост банковского кредита замедлится.

Рис.4. Кредиты по секторам, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

Рис.5. NPL по секторам, МНТтрлн



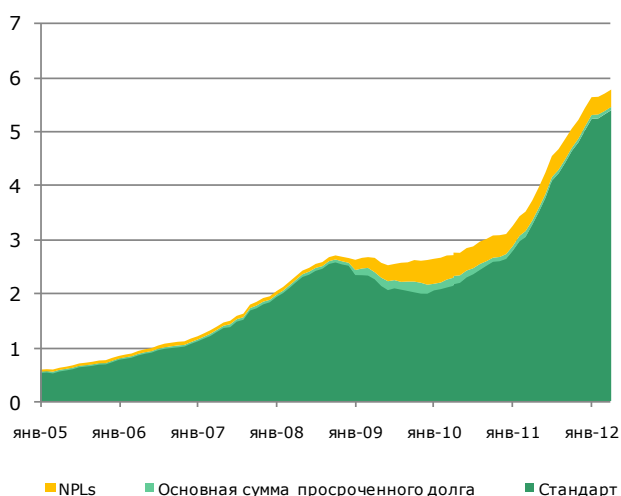
Источник: Банк Монголии

Исход для отдельно взятого банка будет зависеть от реалистичности бизнес моделей клиентов. По нашему мнению, существуют заемщики (способные контролировать состояние своих финансов и не зависящие от наличия рефинансирования), для которых риски значительно ниже, чем в среднем по сектору. Однако количество таких клиентов в монгольских банках скорее всего ограничено.

Следует заметить, что к данному моменту неработающие кредиты в стоимостном выражении снизились лишь на треть с тех пор, как они достигли пика в 3 кв 2009 года (Рисунок 5), хотя общий объем предоставленных займов более чем удвоился. Быстрый рост знаменателя в комбинации с осевшими на треть неработающими кредитами в числителе привели к тому, что NPL в процентном выражении сейчас вероятно выглядит лучше, чем он будет в момент, когда наступит срок погашения займов и/или жерост кредитного портфеля станет более умеренным.

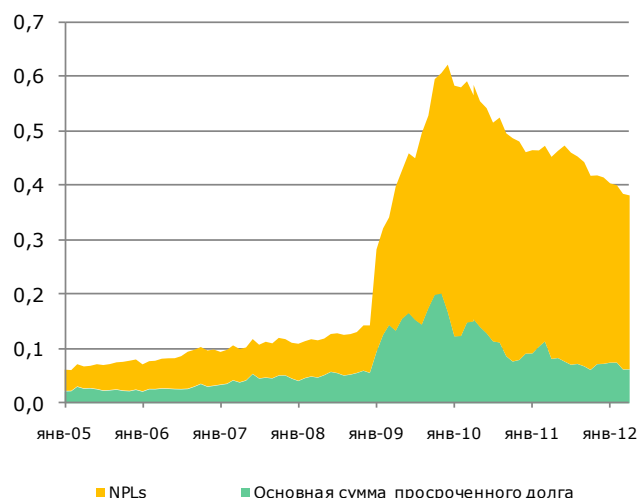
Стоит также подчеркнуть то, что рост цен на недвижимость, наблюдавшийся с 2009 года, вероятно, технически улучшил качество займов, выданных до 2009 года.

Рис.6. Кредиты по качеству, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

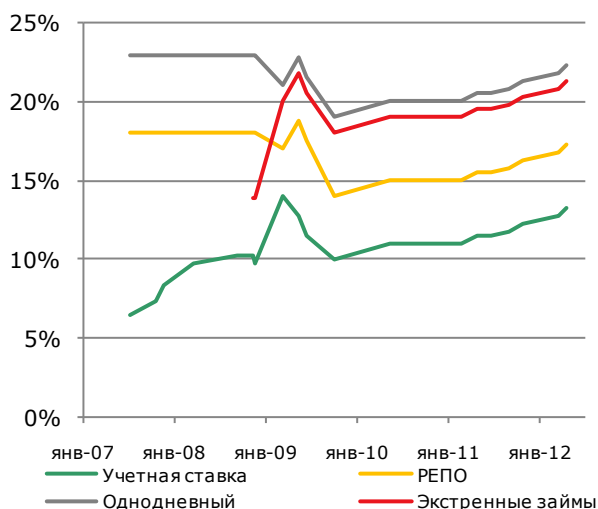
Рис.7. NPL и просроченные займы, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

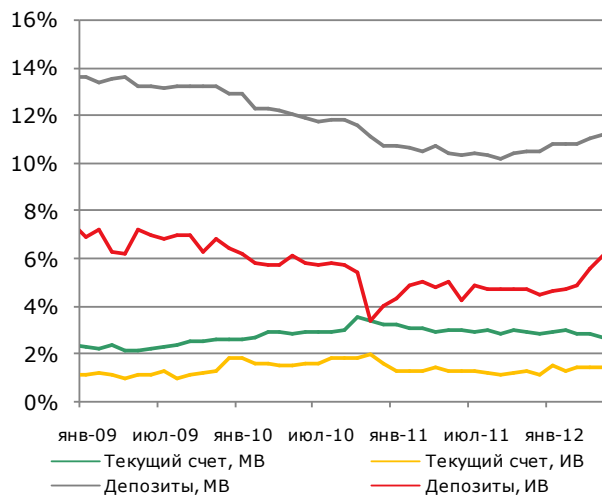
Следует отметить, что, начиная с 2010 года, снижение неработающих кредитов совпало с ростом доходов потребителей, что вероятно всё же помогло банковской системе, сделав показатели качества активов более надежными и менее зависимыми от цен активов и темпа роста выдачи кредитов.

Рис.8. Ставки ЦБ Монголии



Источник: Банк Монголии

Рис.9. Ставки по депозитам



Источник: Банк Монголии

Очередной спад кредитования возможно уже начался в первом квартале 2012 года (Рисунок 6). Если спад продолжится следующие 2-3 квартала, мы возможно станем свидетелями очередного роста неработающих кредитов и просроченных выплат (Рисунок 7).

Конечно, рост доходов и растущие бюджетные расходы помогут потребителям осилить уже имеющуюся долговую нагрузку. Однако, по нашему мнению, практика кредитования, которая стала причиной бурного роста неработающих кредитов NPL ранее, скорее всего имеет место до сих пор.

Учитывая, что отношение ссудного портфеля к ВВП у Монголии достигло 52% (Рисунок 10, по нашей оценке), трудно представить продолжение роста займов со скоростью 50-60%/год в течение последующие нескольких лет, даже если ВВП Монголии продолжит быстройрасти. Следует заметить, что текущая разница между ВВП и ВВП равная 10% вероятно продолжит увеличиваться вследствие высокой доли иностранного капитала в проектах, реализуемых в настоящее время (разница между ВВП и ВВП составляет 14% в Казахстане и 3% в России, Рисунок 1). Для банковского же сектора, ориентирующегося на кредитования отечественных клиентов, важен прежде всего размер ВВП.

Рис.10. Банковские займы и монетизация экономик Монголии, Казахстана и России

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Монголия								
Банковские займы в обрац., конец года, \$млрд	0.5	0.7	1.1	1.8	2.1	1.8	2.6	4.0
Рост кредитов, конец года, ГкГ	-	40%	51%	67%	17%	-11%	41%	56%
Банковские займы/чел., \$	197	273	405	666	766	671	933	1,430
Банковские займы/ВВП	25%	28%	31%	41%	37%	40%	42%	47%
Банковские займы/ВНП	25%	28%	31%	42%	38%	42%	46%	52%
Монетизация (денеж. масса/ВВП)	35%	37%	39%	48%	32%	44%	60%	54%
Монетизация (денеж. масса/ВНП)	35%	37%	39%	50%	33%	46%	66%	60%
Казахстан								
Банковские займы в обрац., конец года, \$млрд	11	19	37	60	62	51	52	59
Рост кредитов, конец года, ГкГ	-	70%	91%	63%	3%	-17%	0%	15%
Банковские займы/чел., \$	758	1,274	2,403	3,864	3,914	3,217	3,178	3,602
Банковские займы/ВВП	26%	34%	46%	57%	47%	48%	35%	32%
Банковские займы/ВНП	28%	38%	52%	66%	55%	54%	40%	37%
Монетизация (денеж. масса/ВВП)	29%	27%	36%	36%	39%	46%	39%	35%
Монетизация (денеж. масса/ВНП)	32%	30%	41%	42%	46%	52%	45%	41%
Россия								
Банковские займы в обрац., конец года, \$млрд	161	222	359	580	685	663	727	894
Рост кредитов, конец года, ГкГ	-	38%	62%	61%	18%	-3%	10%	23%
Банковские займы/чел., \$	1,118	1,547	2,514	4,077	4,826	4,634	5,086	6,235
Банковские займы/ВВП	27%	29%	36%	45%	41%	54%	49%	53%
Банковские займы/ВНП	28%	30%	37%	45%	42%	56%	50%	54%
Монетизация (денеж. масса/ВВП)	27%	28%	35%	42%	28%	43%	44%	45%
Монетизация (денеж. масса/ВНП)	27%	28%	35%	42%	29%	44%	46%	47%

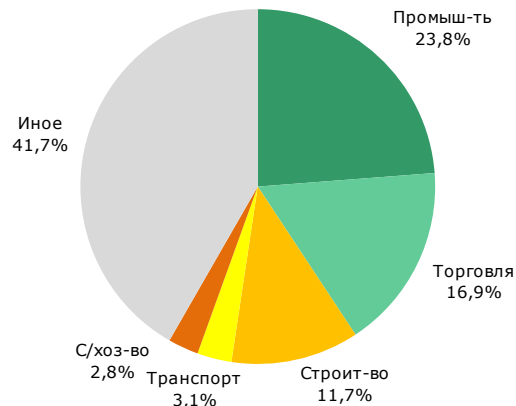
Источник: Центральные банки, оценка Халык Финанс

Существует ряд других факторов, которые могут способствовать замедлению кредитования. Во-первых, монетизация монгольской экономики (соотношение широкой денежной массы к ВВП) уже достигла 60% в конце 2011 (показатель вырос с 35% в конце 2004), что увеличивает риск валютного кризиса. Отметим, что уровень монетизации (денежная масса к ВВП) как в Казахстане (41%), так и в России (47%), ниже, чем в Монголии (60%).

Во-вторых, в расчёте на душу населения монголы уже имеют кредитную нагрузку \$1419 – такую же, как жители Казахстана в 1кв2005 года (то есть за два года до наступления кризиса в банковском секторе Казахстана). В то же время, ВВП на душу населения Казахстана за два года до кризиса (в 2005 году) составлял \$3379/годна 24% выше ВВП на душу населения в Монголии сегодня (\$2729/год).

Стоит заметить, что размер портфеля банковского сектора Казахстана в 2005-2007 гг (до кризиса) рос со скоростью 60-90% г/г. В итоге даже рост ВВП Казахстана на душу населения до \$5200/год(к середине 2007 года) не смог предотвратить большую часть негативных последствий от несбалансированной кредитной политики 2005-2007 годов.

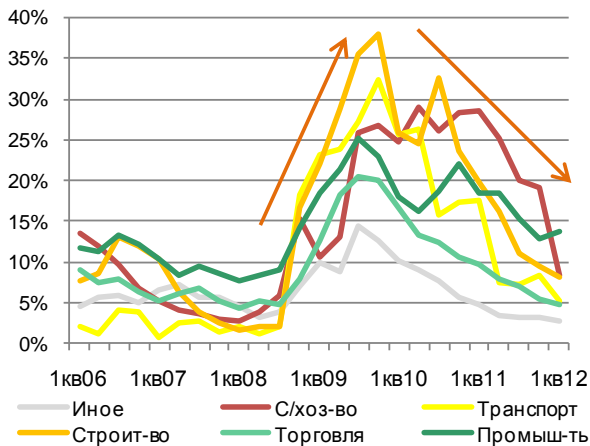
Рис.11. Займы по секторам, \$4.4млрд



Источник: Банк Монголии

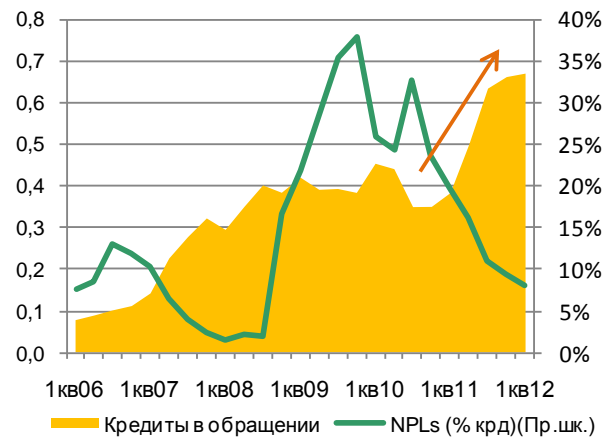
Говоря о положительных моментах, мы отмечаем тот фактор, что довольно большая доля займов(относительно Казахстана, но сопоставимая с долей у банков в России)монгольской банковской системы приходится на кредитование промышленности (24%, Рисунок 11).

Рис.12. NPLs по секторам, % от обращения



Источник: Банк Монголии

Рис.13. Займыстроительному сек., МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

Хотя данные свидетельствуют, что значительная часть фондов была выделена на развитие производственного сектора (а не на

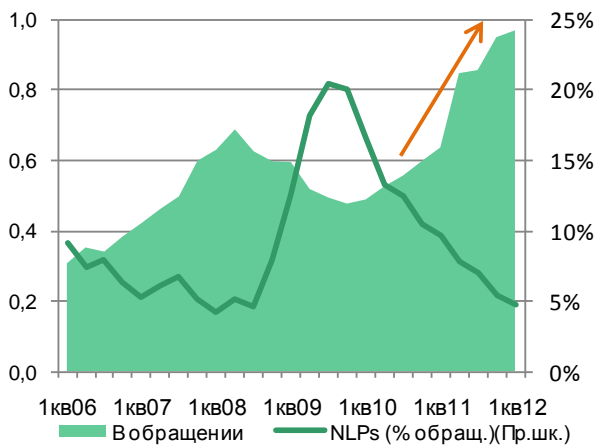
финансирование потребления иностранных товаров), данный факт естественно никак не гарантирует, что заемщики из промышленного сектора экономики защищены от ухудшения качества активов. Тем не менее, такая ситуация позволяет надеяться на осуществление хотя бы частичного импортозамещения, способствующего улучшению общей ситуации в Монголии.

Как мы предполагаем, кредитование физических лиц классифицировано как категория «иное» (что следует из сравнения Рисунка 11 с Рисунком 17).

Имеющаяся статистика свидетельствует, что между секторами существует определённая разница в качестве займов (Рисунок 12). Займы физическим лицам с низкими показателями неработающих кредитов NPL выглядят нормально, в то время как у займов, приходящиеся на промышленность (NPL 14%), строительство (NPL 9%), и сельское хозяйство (NPL 9%) реализовались существенные риски. Низкий показатель неработающих кредитов в кредитовании физических лиц связан, как мы считаем, с быстрым ростом заработных плат (Рисунок 48), в свою очередь обусловленным нарастающими объёмами бюджетных расходов (Рисунок 65).

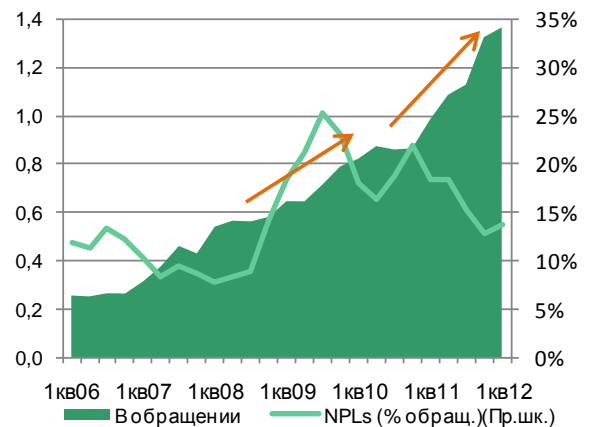
Мы подчёркиваем тот факт, что в целом не наблюдалось значительного уменьшения NPL в промышленности, несмотря даже на то, что объём кредитного портфеля, приходящегося на промышленность, не прекращал расти (Рисунок 15).

Рис.14. Займы торговле, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

Рис.15. Займы промышленности, МНТтрлн

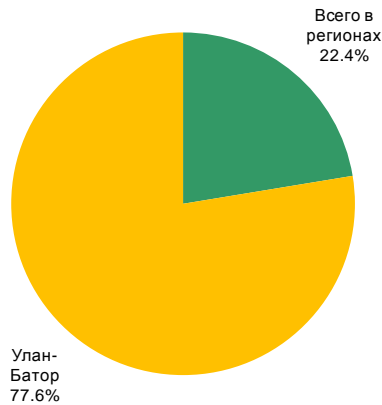


Источник: Банк Монголии

Из данных по росту займов и динамики неработающих кредитов следует, что текущий NPL 14% в промышленности был бы равен 28%, если бы объём кредитного портфеля, приходящийся на промышленность, не увеличился бы вдвое с середины 2009 года. Эта оценка, однако, не учитывают целый ряд факторов, которые также могут быть значительными – таких, как последствия от недостатка финансирования с одной стороны (наполовину законченные проекты, как правило, не могут функционировать и следовательно возвращать займы), а также наличие рефинансирования, скрывающего трудности, с другой стороны.

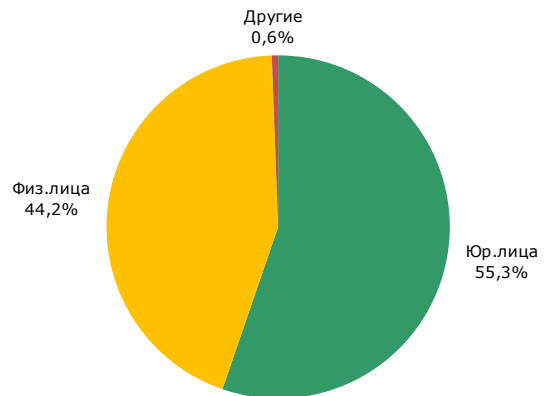
Мы также обращаем внимание на то, что 78% выданных займов приходится на Улан-Батор (если мы интерпретируем региональную статистику по займам верно), где проживает 41% населения (1.2млн.человек). Отчет Национального банка Монголии по региональным займам не предоставляет статистики по Улан-Батору. Поэтому, мы предположили, что разница между общими непогашенными займами и региональными займами и есть количество займов, выданных в Улан-Баторе.

Рис.16. Кредиты, 1 апр 12, \$4.4млрд



Источник: Банк Монголии

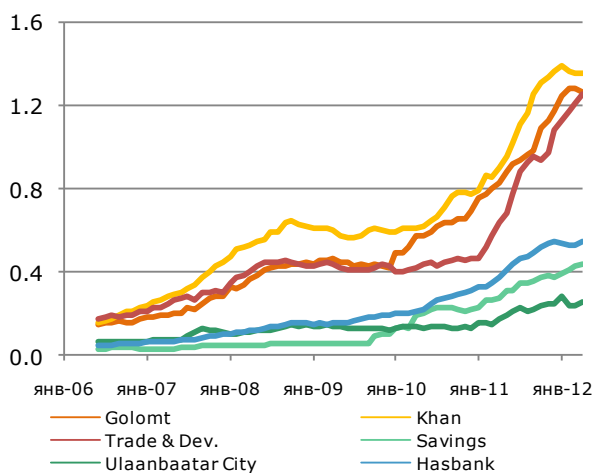
Рис.17. Кредиты, \$4.4млрд



Источник: Банк Монголии

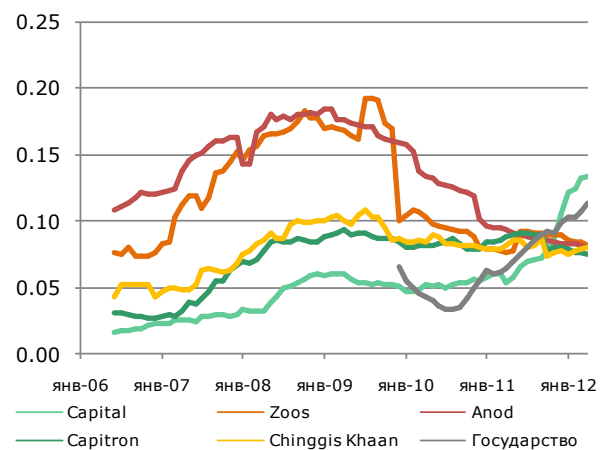
Мы предполагаем, что банки, показавшие самый значительный рост, наиболее подвержены риску. К сожалению, к этой категории можно отнести все крупнейшие банки Монголии (Khan, Golomt, Trade&Development, Hasbank – Рисунок18). Портфель ряда мелких банков, не превышающий \$60 млн (Capitron and ChinggisKhan– Рисунок19), остался неизменным с середины 2008. Мы полагаем, что данные по качеству займов для этих банков наиболее приближенны к реальному качеству займов, так как проблемы таких банков, скорее всего, уже проявили себя (у быстрорастущих банков новые займы вуалируют имеющиеся трудности).

Рис.18. Кредиты по банкам, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

Рис.19. Кредиты по банкам, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

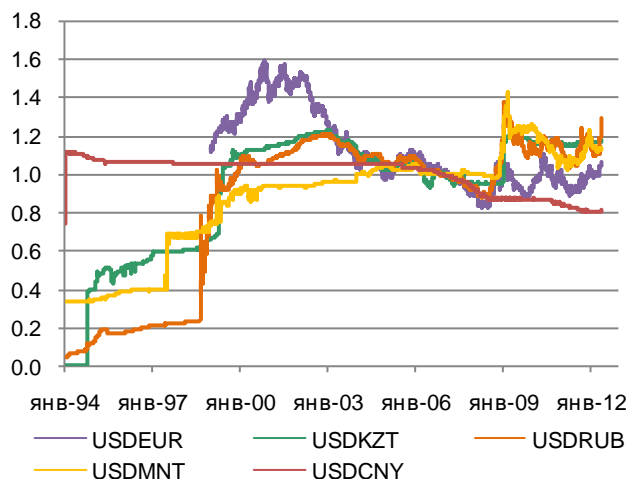
Курс доллар США/тугрик (MNT)

Несмотря на то, что Банк Монголии технически способен удерживать стабильность курса USDMNT в краткосрочной перспективе, мы считаем, что существует значительный риск ослабления тугрика после парламентских выборов, проведённых 28 Июня 2012. После того, как Банк Монголии находился под давлением в предвыборный период, вероятно, что Банк Монголии вернется к средне- и долгосрочному регулированию, основанному на проведении менее рискованной политики. Эти меры могут включать в себя и ослабление тугрика (MNT).

С конца 2008, колебания курса USDMNT во многом следовали колебаниям курса валют других сырьевых экономик, включая Россию (Рисунки 20-21). Тесная связь между парами USDMNT и USDRUB объясняется рядом фундаментальных факторов. На данный же момент обстоятельства складываются так, что в определённый момент Банк Монголии вероятно будет не способен имитировать USDRUB (такое таргетирование не является официальной стратегией центрального банка).

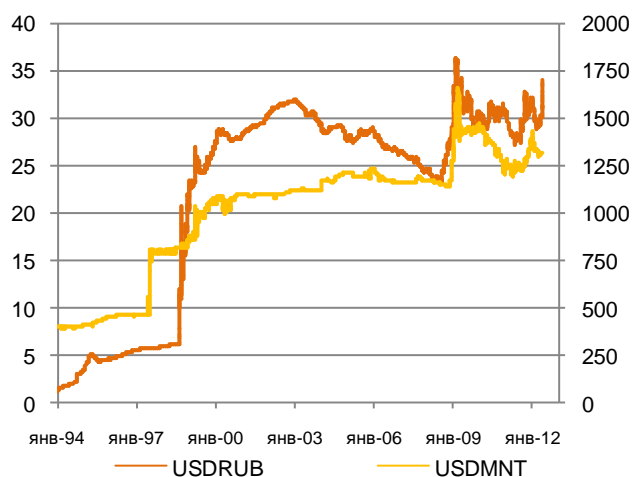
Важно понимать, что сила монгольского тугрика в начале 2012 года в существенной части объяснялась не столько силой российского рубля и фундаментальными факторами, сколько требованиями со стороны парламентариев об удержании тугрика сильным. Также в итоге оказалось успешным привлечение займа Банком Развития Монголии размером \$580млн и привлечение \$600млн Монгольской Горнодобывающей Корпорацией (оба займа приходятся на март месяц).

Рис.20. Курсы регион. валют, 1 янв 07 = 1



Источник: Блумберг

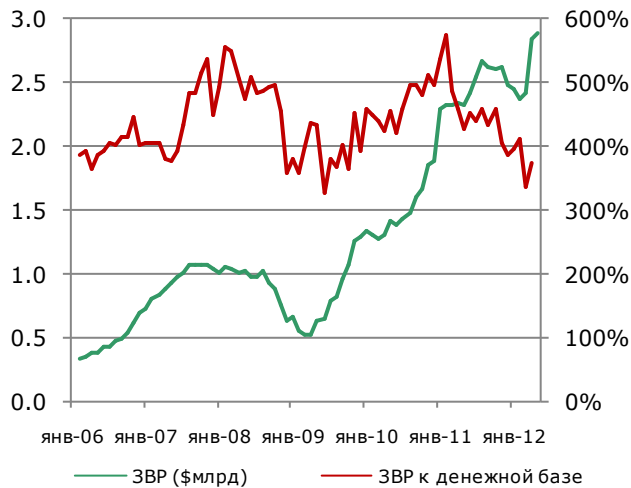
Рис.21. Курсы USDMNT и USDRUB



Источник: Блумберг

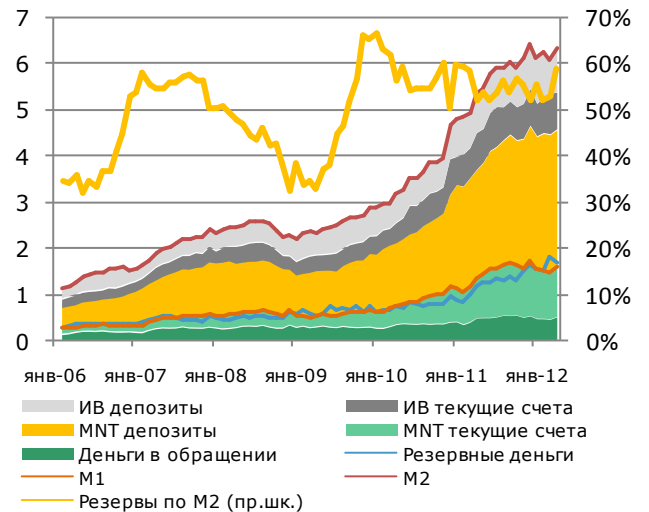
Необходимо отметить, что одним из главных факторов, которые Центральному Банку приходится учитывать при выборе обменного курса, является достаточность иностранных резервов для сохранения стабильности курса национальной валюты в средне- и долгосрочной перспективе.

Рис.22. ЗВР Монголии, \$млрд



Источник: Банк Монголии

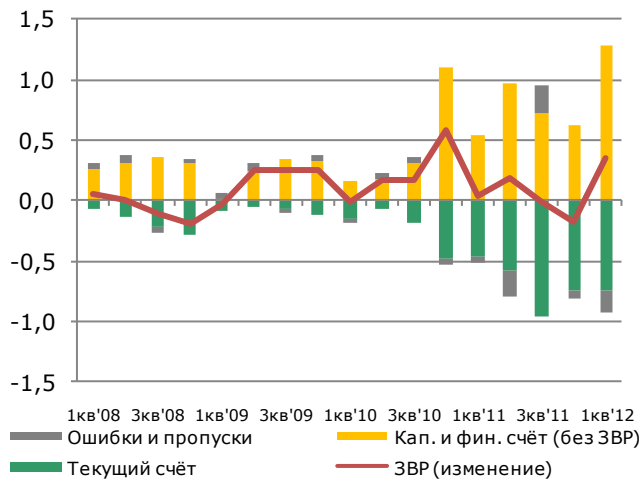
Рис.23. Денежные агрегаты, МНТтрлн



Источник: Банк Монголии

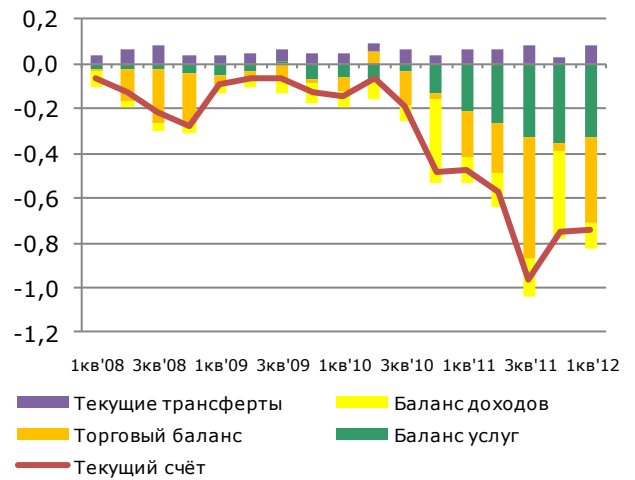
Отношение золотовалютных резервов (ЗВР) к денежной массе у Монголии в 2010-2012 годах было достаточно стабильным (оранжевая линия на Рисунке 23). В тоже время, отношение резервов к денежной базе (красная линия на Рисунке 22) снизилось с начала 2011 на треть, так как денежная база росла быстрее, чем ЗВР (курс USD/MNT, а тугрик был укреплен, также оказывает влияние на это отношение).

Рис.24. Резервы по компонентам, \$млрд/кв



Источник: Банк Монголии

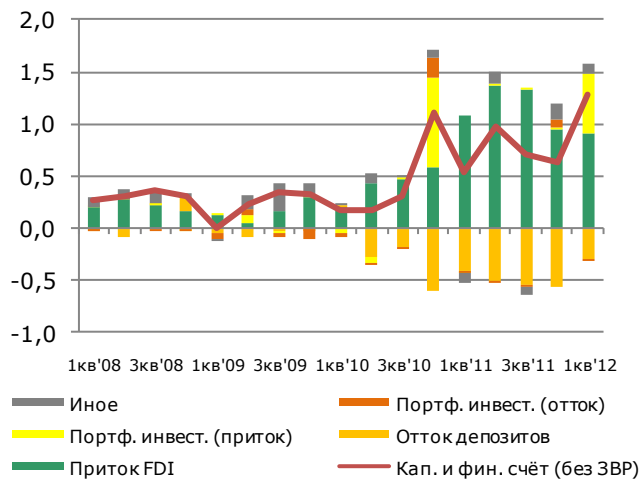
Рис.25. Текущие Сч. по комп. \$млрд/кв



Источник: Банк Монголии

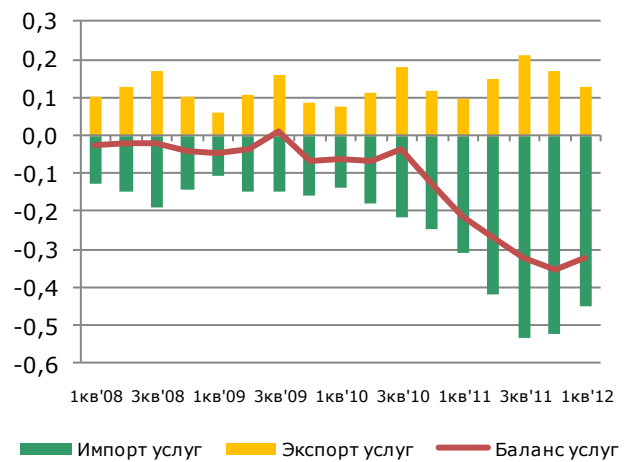
Отметим, что ЗВР Монголии выросли на \$358млн в первом квартале 2012 (Рисунок 24), несмотря на то, что дефицит текущего счета во 2кв2013-1кв2012 составил впечатляющие для Монголии \$750/квартал (в основном из-за импорта оборудования и сервиса). К увеличению резервов привёл приток средств, полученных Банком Развития Монголии в результате выпуска облигаций на сумму \$580млн в марте. Заимствование было отнесено к категории Портфельные Инвестиции в Счете Финансовых Операций (желтый блок в 1кв 2012 на Рисунке 26) Платёжного Баланса Монголии.

Рис.26. Кап.&Фин. Сч., \$млрд/кв



Источник: Банк Монголии

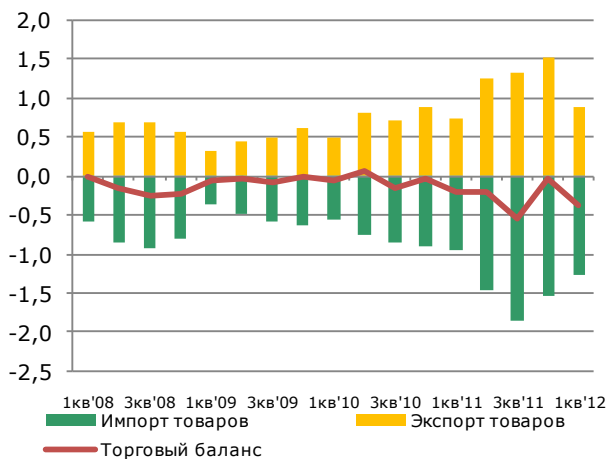
Рис.27. Баланс услуг, \$млрд/кв



Источник: Банк Монголии

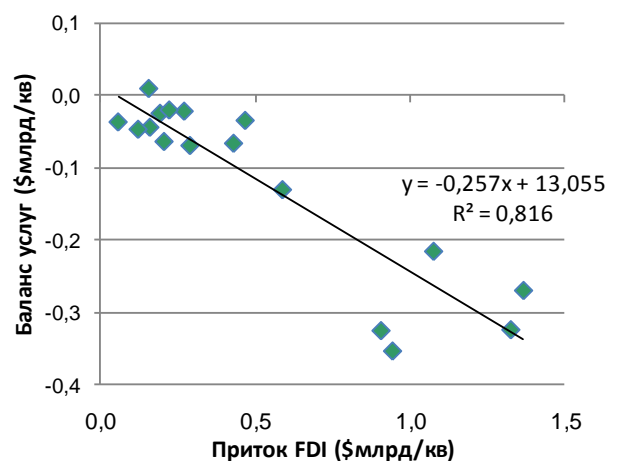
10 апреля 2012 года Банк Монголии разместил у себя на сайте материал под названием «Неправильные ожидания способствуют усилению тугрика». Материалу указывает на то, что некоторые лица, включая официальные лица/политиков, излишне оптимистичны относительно стабильности курса тугрика в среднесрочной перспективе, вследствие того, что они не учитывают, что заемные средства будут покидать страну в обмен на импортируемое оборудование. Так как это заявление соответствует нашей интерпретации монгольской статистики, мы считаем, что давление на золотовалютные резервы в ближайшем будущем будет расти. Мы считаем, что существует довольно высокая вероятность того, что золотовалютные резервы страны будут снижаться.

Рисунок28. Торговый баланс, \$млрд/кв



Источник: Банк Монголии

Рис.29. Приток ПИИ и Баланс Услуг

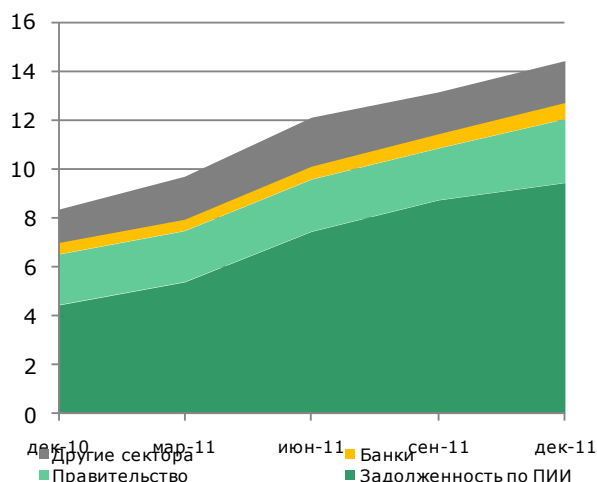


Источник: Банк Монголии

К тому же, Монголия вынуждена использовать значительные объемы импортируемых услуг как на стадиях добычи, так и на стадиях разработки месторождений, что, естественно, требует оплаты в иностранной валюте. На данный момент 26% финансирования, которое Монголия получила в результате прямых иностранных инвестиций, покинуло страну в виде выплат (расходов) за предоставленные услуги (Рис.29).

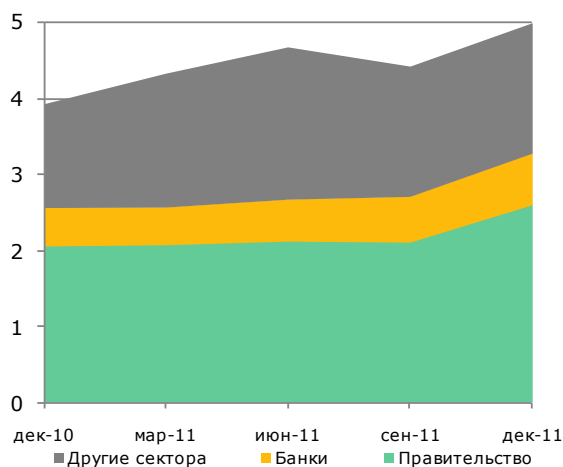
На конец 2011 года, общий объем внешних займов Монголии составлял \$14,5млрд (Рисунок 30, 158% от ВВП 2011 года). Рисунок также включает в себя займы, рассматриваемые в других статистических данных как прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Долг не связанный с ПИИ составил на конец 2011 года порядка \$5,0млрд (Рисунок 31. 58% от ВВП). Осуществление заимствований Банком Развития Монголии (\$580млн) и Монгольской Горнодобывающей Корпорации в (\$600млн), вероятно увеличили общий объем внешнего долга Монголии на \$1.2млрд в первом квартале 2012 года. Таким образом, мы полагаем, что по итогам первого квартала внешний долг страны составил порядка \$15.7млрд.

Рис.30. Внешний долг Монголии, \$млрд



Источник: Оценка Халык Финанс, данные НБМ

Рис.31. Внешний долг (без ПИИ), \$млрд



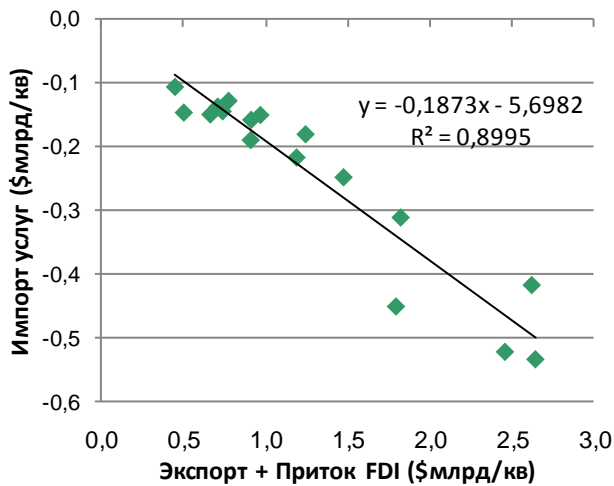
Источник: Оценка Халык Финанс, данные НБМ

Отметим, что в 4кв2011 года, когда Банк Монголии был вынужден ослабить тугрик на 7.6% до MNT1,394/USD, ЗВР Монголии сократились на \$142млн, несмотря на то, что правительство заняло \$500млн за рубежом (см государственные долги 4кв2011 на Рисунке 31). Причиной этого снижения, по нашему мнению, был высокий уровень импорта услуг (зеленый столбец в 4кв2011 на Рисунке 27), а также существенные объемы вывода доходов нерезидентами (желтый столбец в 4кв2011 на Рисунке 25).

Мы ожидаем, что в ближайшем будущем будут иметь место крупные расходы в иностранной валюте со стороны как частных инвесторов, так и государства. Согласно прогнозу, основанному на данных за 1кв 2008-1кв 2012, 19% от общей выручки от экспорта и притока ПИИ покинет страну (см Импорт Услуг на Рисунке 32) в виде расходов на услуги, закупаемые у иностранных подрядчиков (в основном, для нужд горнодобывающего сектора). Дополнительно, и это не является большим сюрпризом (учитывая, что страна интенсивно использует иностранный капитал), иностранные инвесторы уже сейчас выводят за рубеж порядка 8% доходов от экспорта + ПИИ в виде инвестиционного дохода (Рисунок 33).

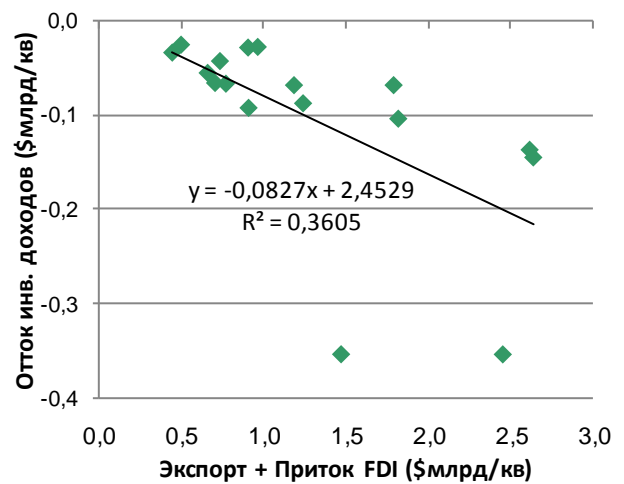
Мы ожидаем, что объемы экспорта, а также инвестиционных доходов, будут продолжать расти по мере того, как компании, занимающиеся разработкой проектов в сырьевом секторе Монголии, будут переходить на стадию добычи.

Рис.32. Монг.ИмпортУслугиЭксп.+FDI *



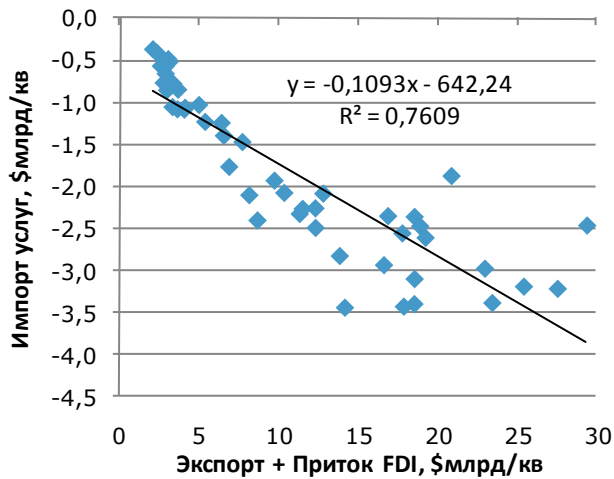
* - на основе данных за 1кв2008-1кв2012
 Источник: Банк Монголии

Рис.33. Монг.Отток доходовиЭксп.+FDI *



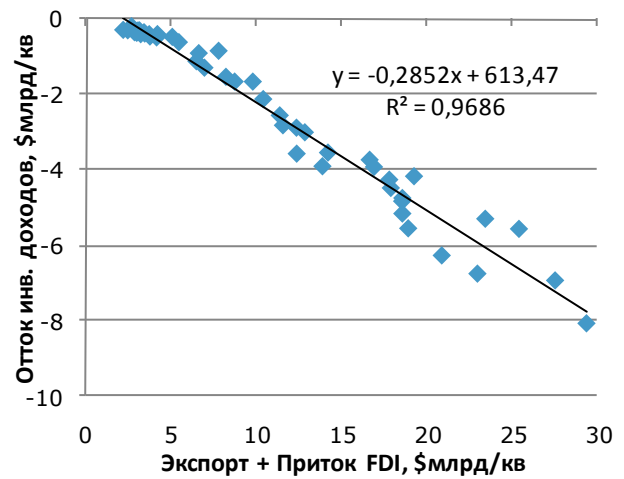
* - на основе данных за 1кв2008-1кв2012
 Источник: Банк Монголии

Рис.34. РКИмпорт услугиЭксп.+FDI *



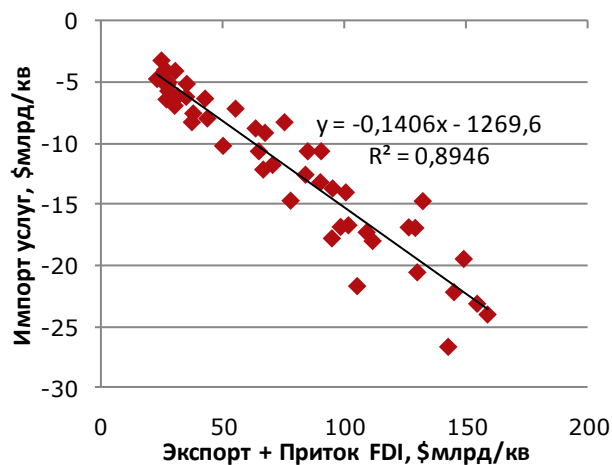
* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Национальный Банк Казахстана

Рис.35. РКОтток доходовиЭксп.+FDI *



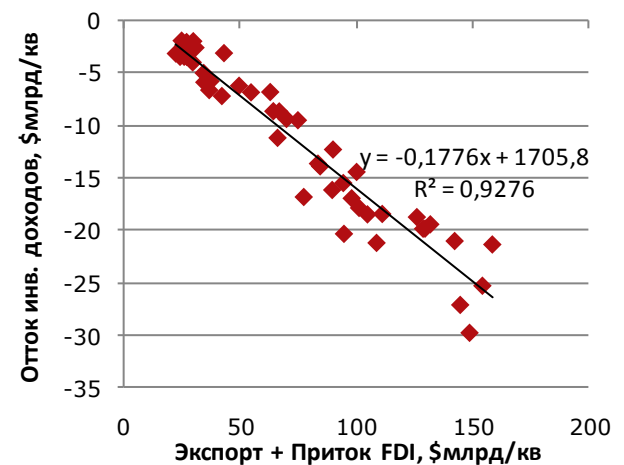
* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Национальный Банк Казахстана

Рис.36. РФИмпорт услуг иЭксп.+FDI *



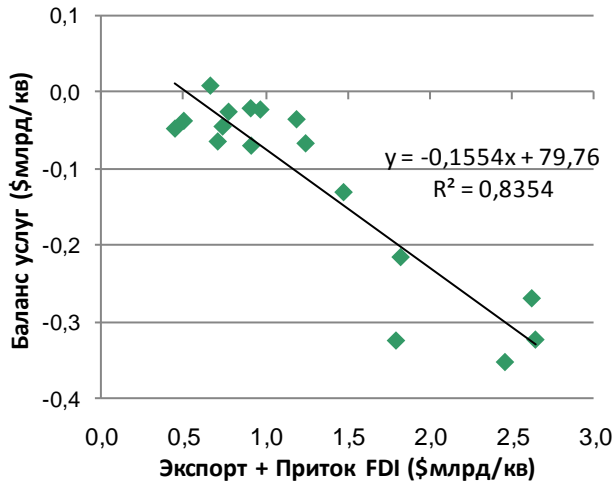
* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Центральный Банк России

Рис.37. РФ Отток доходов иЭксп.+FDI



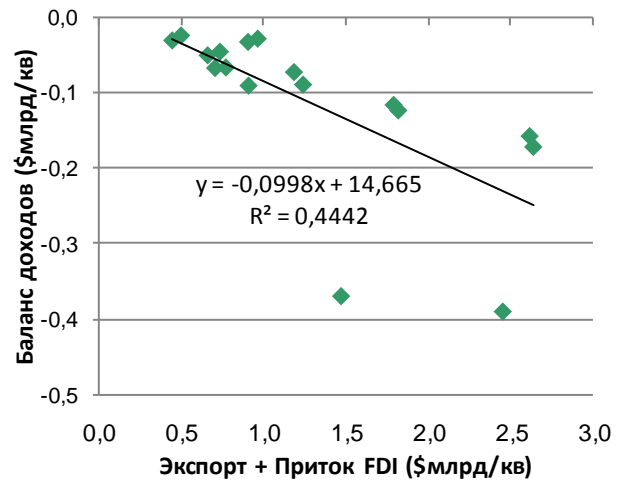
* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Центральный Банк России

Рис.38. Монг.Баланс услугиЭксп.+FDI *



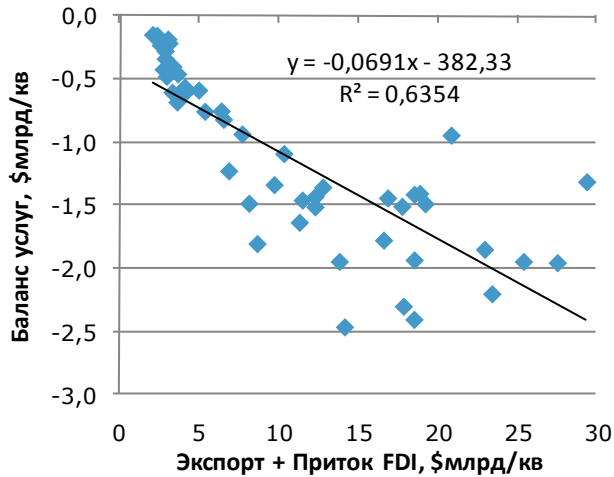
* - на основе данных за 1кв2008-1кв2012
 Источник: Банк Монголии

Рис.39. Монг. Баланс доходовиЭксп.+FDI *



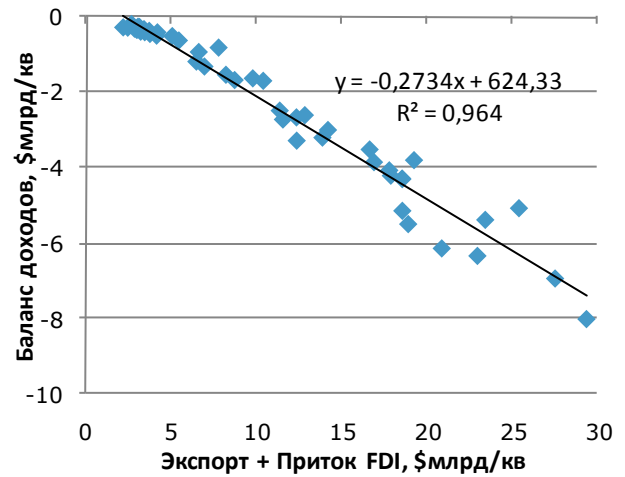
* - на основе данных за 1кв2008-1кв2012
 Источник: Банк Монголии

Рис.40. РКБаланс услугиЭксп.+FDI *



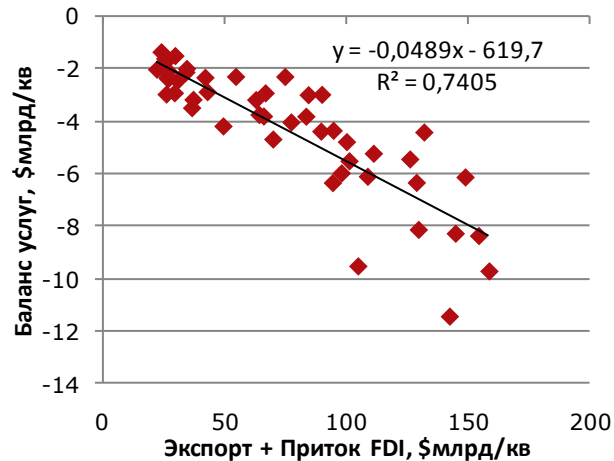
* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Национальный Банк Казахстана

Рис.41. Баланс доходов иЭксп.+FDI *



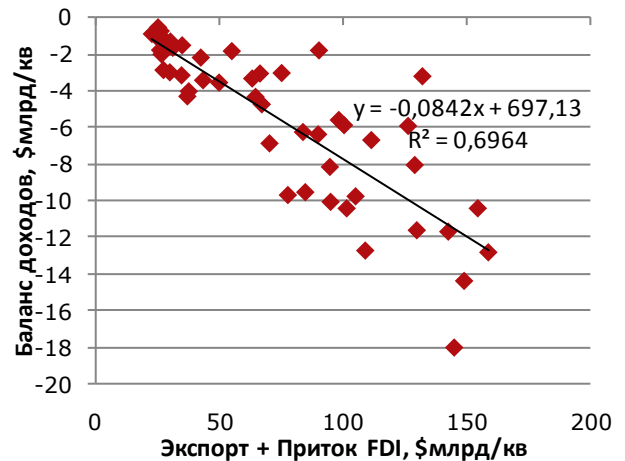
* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Национальный Банк Казахстана

Рис.42. РФ Баланс услуг иЭксп.+FDI *



* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Центральный Банк России

Рис.43. РФБаланс доходов иЭксп.+FDI



* - на основе данных за 1кв2000-4кв2011
 Источник: Центральный Банк России

Развития похожей ситуации мы наблюдали в Казахстане в 1990х, когда страна привлекла значительное количество иностранных инвесторов в сырьевой сектор (нефтегазовые и горнодобывающие сектора). На данный момент, простая линейная регрессия показывает, что, на оплату Импорта Услуг и выплату Инвестиционного Дохода инвесторов у Казахстана уходит в совокупности порядка 29% от поступлений от доходов от экспорта и притока ПИИ (сумма коэффициентов на Рисунках 34-35).

Интересно заметить, что в России доля Импорта Услуг немного выше, чем в Казахстане (14% от Доходов от экспорта + ПИИ). Однако объем Инвестиционных Доходов в России составляет лишь 18% от Доходов от экспорта + ПИИ (Рисунок 37). Последнее связано с тем, что удельная доля иностранных компаний в России, осуществляющих свою деятельность в сырьевом секторе, несколько ниже, чем в Казахстане.

Следует отметить, что в то время как казахстанские и монгольские компании практически ничего не зарабатывают за границей (коэффициент наклона прямой на Рисунках 32-35 незначительно отличается от соответствующего коэффициента на Рисунках 38-41), Российские предприятия и российские доли в иностранных компаниях приносят значительный объем иностранных средств в страну (коэффициент наклона на Рисунках 36-37 отличается от коэффициента на Рисунках 42-43). Поступают эти средства в виде доходов от услуг, оказываемых российскими компаниями другим странам, а также в виде инвестиционных доходов. Приток по данным статьям приводит к меньшим нетто-дефицитам по Балансу Услуг и по Балансу Доходов.

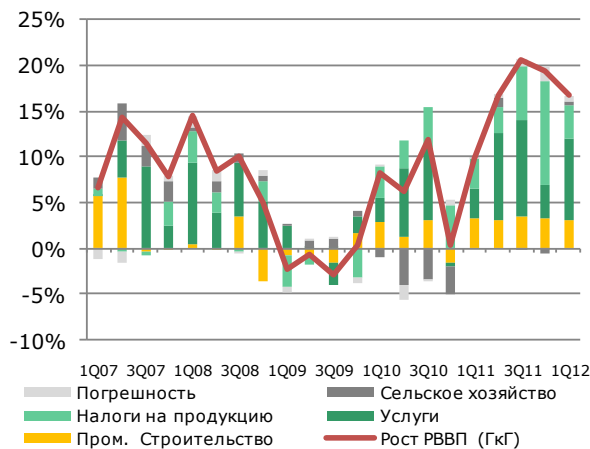
ВВП и инфляция

В то время как сырьевой сектор считался главным фактором, способствующим быстрому росту ВВП в реальном выражении, на данный момент вклад данного сектора в рост ВВП в реальном выражении мал, что объясняется значительными расходами на импорт промышленных товаров и услуг. Мы считаем, что прямой вклад сырьевого сектора в рост реального ВВП будет увеличиваться.

Сырьевой сектор является главным сектором экономики, способствовавшим быстрому росту ВВП Монголии (17,3% г/г в 2011 году) в последние 2-3 года. Вопреки общепринятому мнению, прямой вклад сырьевого сектора в рост ВВП в реальном выражении на данный момент достаточно мал. Прямой вклад сырьевого сектора согласно нашей оценке, составил всего 3.3% (см желтый столбец на Рисунке 44).

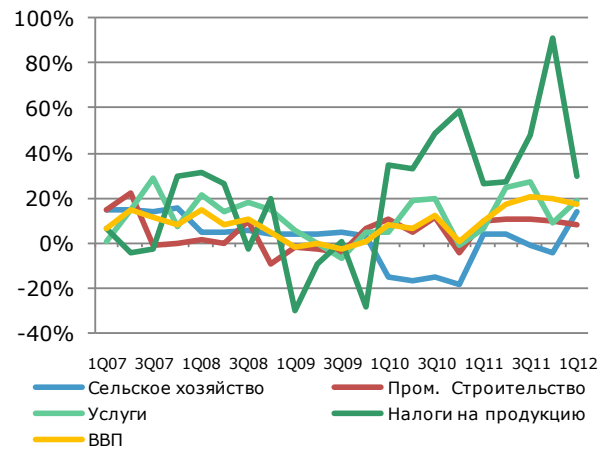
Мы считаем, что низкий показатель обусловлен большими размерами расходов на импорт для промышленного сектора, который технически прямо/косвенно отнимается от доходной части Агентством по Статистике при расчете ВВП. Мы считаем, что как только расходы на промышленный импорт сократятся, рост ВВП промышленного производства в реальном выражении существенно увеличится (на данный момент 10.1% г/г в 2011).

Рис.44. Рост РВВП по компонентам, ГкГ



Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рис.45. Рост РВВП по секторам, ГкГ



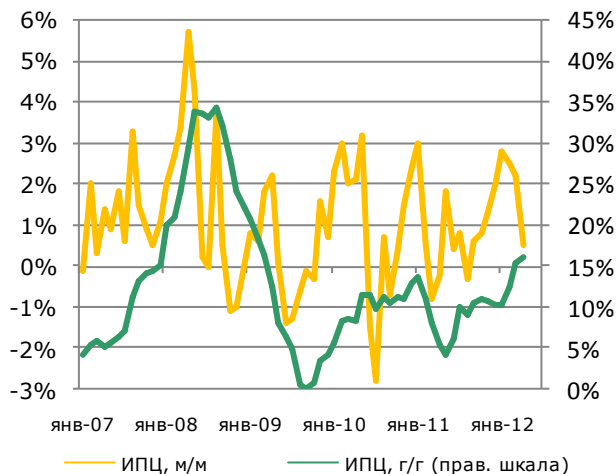
Источник: Агентство по Статистике Монголии

В тоже время, вклад услуг (включая торговлю, перевозки, финансовые услуги, образование, и т.д.) в реальном выражении составил 7.0% г/г из 17.3% г/г роста ВВП в реальном выражении, налоги же добавили в реальном выражении ещё 6.2% г/г. Мы считаем, что темпы роста в этих категориях (в реальном выражении) вероятно были несколько преувеличены вследствие занижения уровня потребительской инфляции.

Официальный темп роста ИПЦ с середины 2011 года составляет в Монголии более 5% г/г. Однако ещё до отражения роста цен в официальном ИПЦ, в Монголии присутствовало существенное недовольство по поводу куда более высокой потребительской инфляции, чем признавалось официально. Поэтому, мы считаем, что фактический рост ИПЦ в 2011 году был вероятно выше, чем

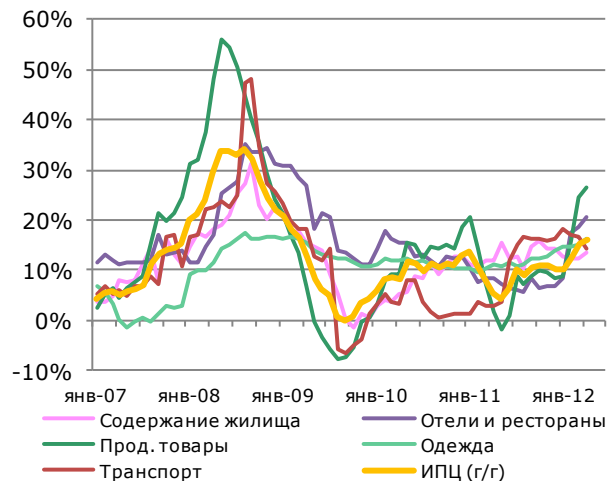
официальное увеличение на 10.2% г/г. Судя по всему, наибольшее влияние на инфляцию (темно-зеленая прямая на Рисунке 47) в настоящее время оказывает рост цен на продукты питания (цены повысились на 26% по сравнению с прошлым годом).

Рис.46. ИПЦ Монголии



Источник: Агентство по Статистике Монголии

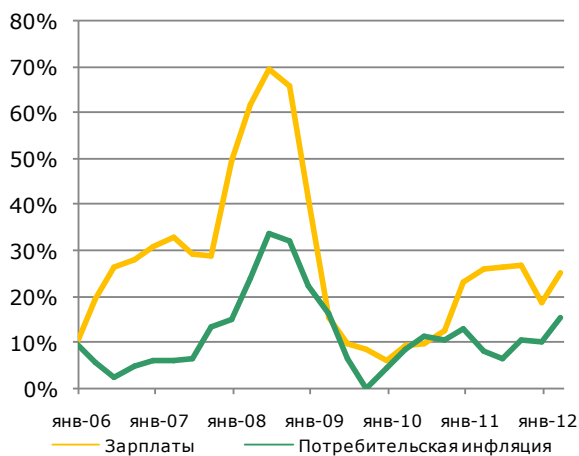
Рис.47. Основные компоненты ИПЦ (г/г)



Источник: Агентство по Статистике Монголии

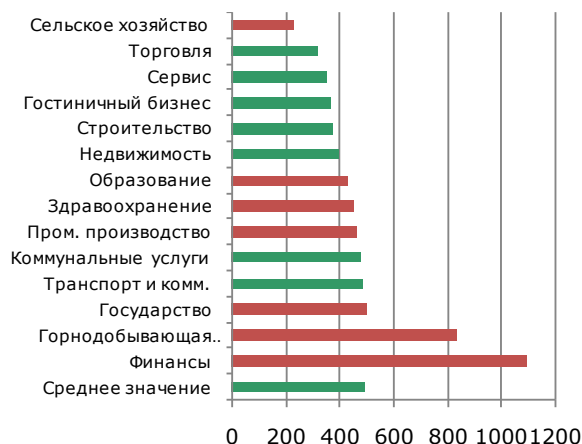
В целом, изменения в индексе потребительских цен хорошо коррелируют с изменениями заработных плат в Монголии (Рисунок 48). Однако, судя по всему, рост заработных плат предполагает более высокую инфляцию, чем отражают официальные цифры (см зеленую и оранжевую линии на Рисунке 48), если только производительность труда несырьевых секторов экономики Монголии не увеличивается очень высокими темпами. Последнее довольно странно наблюдать (а сопоставление данных по инфляции росту заработных плат вроде бы об этом говорит) для периода 2006-2009 годов, когда объёмы инвестиций не позволяли проводить широкомасштабную индустриализацию. Возможно цены сдерживает дешёвый импорт.

Рис.48. Зарплаты (г/г) и ИПЦ (г/г)



Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рис.49. Зарплаты по секторам, МНТты/мес.



Источник: Агентство по Статистике Монголии

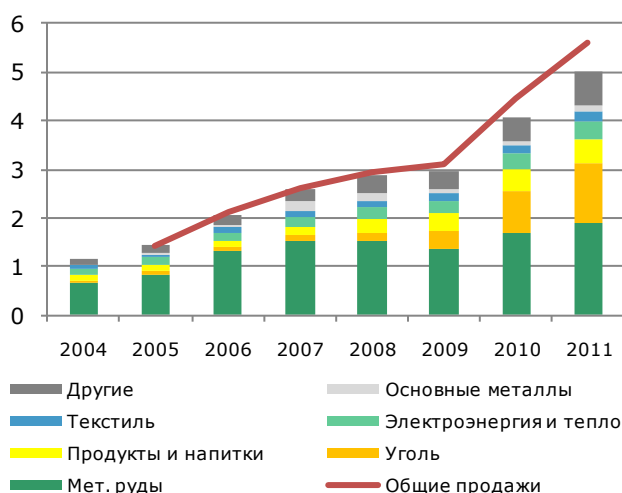
Самые высокие заработные платы в Монголии выплачиваются в финансовом (\$850/месяц) и горнодобывающем (\$650/месяц) секторах, что не является неожиданностью, учитывая структуру экономики страны.

Промышленное производство

Мы ожидаем, что промышленное производство (60% которого представлено двумя основными компонентами – добычей металлических руд и угля) продолжит рост в результате разработки месторождений на территории Монголии.

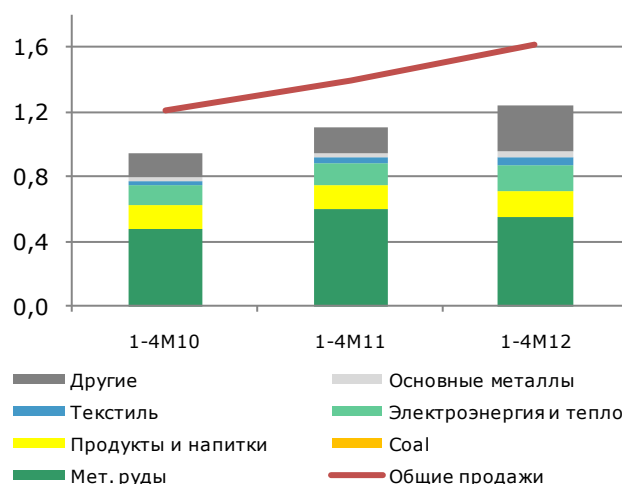
В последние годы наибольший рост промышленности Монголии наблюдался в сфере добычи угля. Объем добычи угля вырос с 13.3млн тонн в 2009 году до 30.9млн тонн в 2011 (красная линия на рисунке 52), за первые четыре месяца 2012 года добыча угля увеличилась на 7.3% г/г (красная линия на Рисунке 53).

Рис.50. Пром. производство, МНТтрлн/год



Источник: Агентство по Статистике Монголии

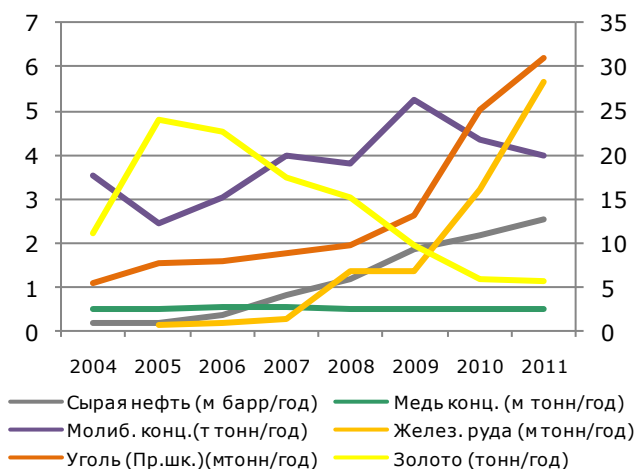
Рис.51. Пром. производство, МНТтрлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

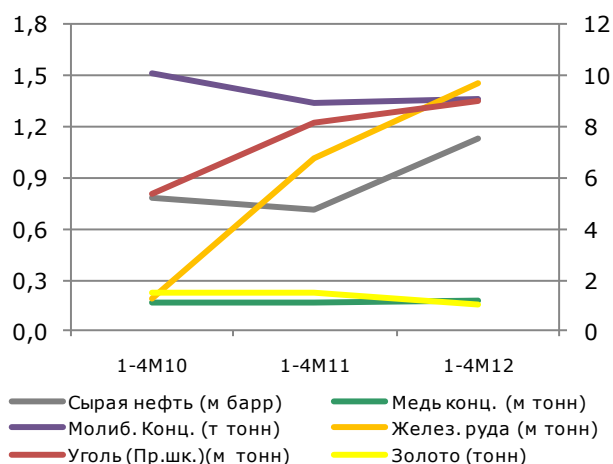
В дополнение, в 2011 году наблюдалась хорошая ценовая конъюнктура на основные экспортные товары (Рисунок 54), что сделало год достаточно удачным для производителей угля и меди.

Рисунок52. Промышленное производство



Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рисунок53. Промышленное производство

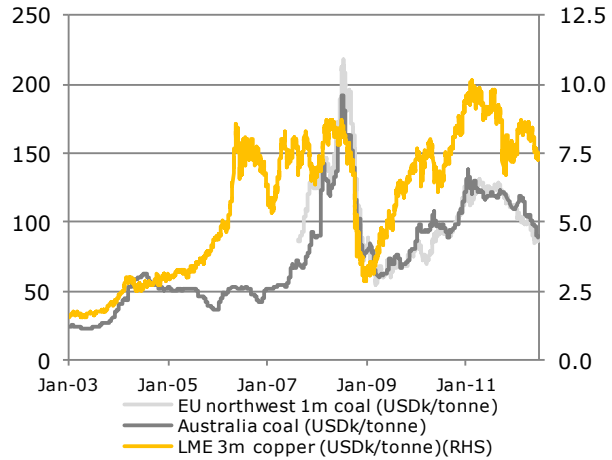


Источник: Агентство по Статистике Монголии

Несмотря на то, что объёмы производства железной руды увеличиваются (оранжевая линия на Рисунках 52-53), производство

стали остается неизменным (светло-зеленая линия на Рисунке 55). Производство электричества умеренно растет.

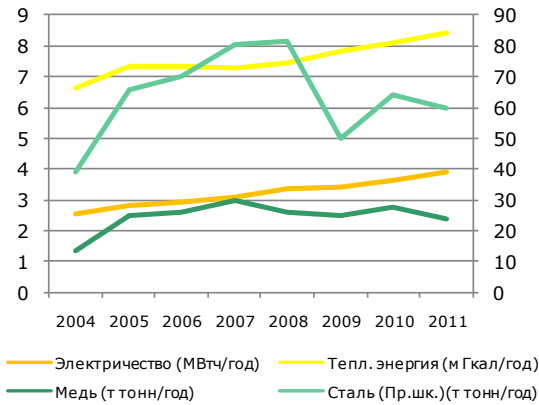
Рис.54. Цены на уголь и медь



Источник: Блумберг

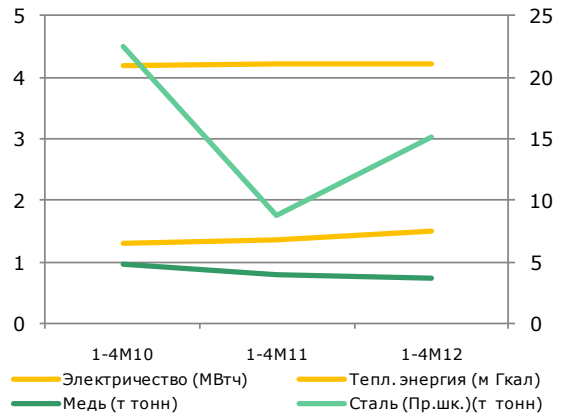
Наблюдается весьма перспективная тенденция в производстве цемента (темно-зеленая линия на Рисунке 57). Однако пока производство цемента на душу населения остается низким – 140кг/год/человека, по сравнению с 400кг/год/человека в Казахстане и 380кг/год/человека в России.

Рис.55. Промышленное производство



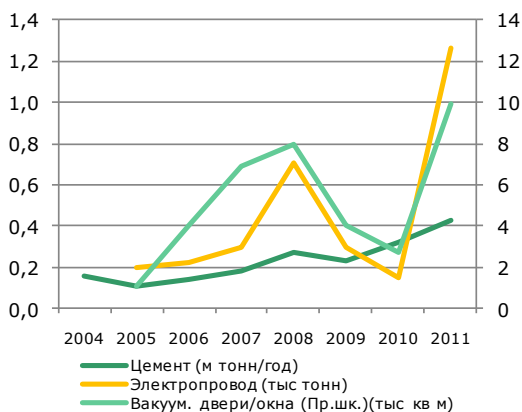
Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рис.56. Промышленное производство



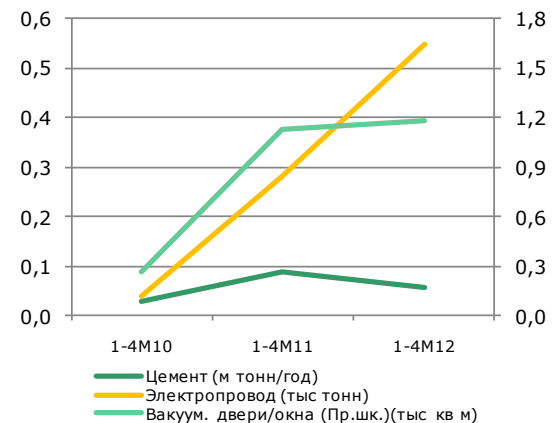
Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рисунок 57. Промышленное производство



Источник: Агентство по Статистике Монголии

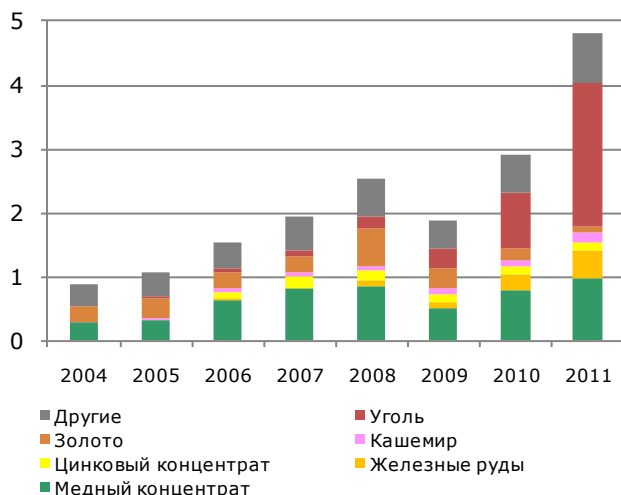
Рисунок 58. Промышленное производство



Источник: Агентство по Статистике Монголии

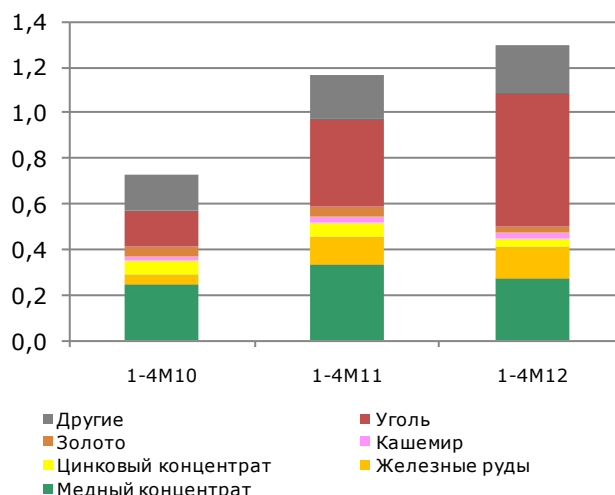
Рост добычи угля, металлических руд и производства медного концентрата в сочетании с благоприятной ценовой конъюнктурой (Рисунок 54) способствовал 65% г/г росту объема общего экспорта (Рисунок 59). Объем экспорта угля вырос на 155% г/г и составил \$2.3млрд в 2011.

Рис.59. Экспорт из Монголии, \$млрд/год



Источник: Агентство по Статистике Монголии

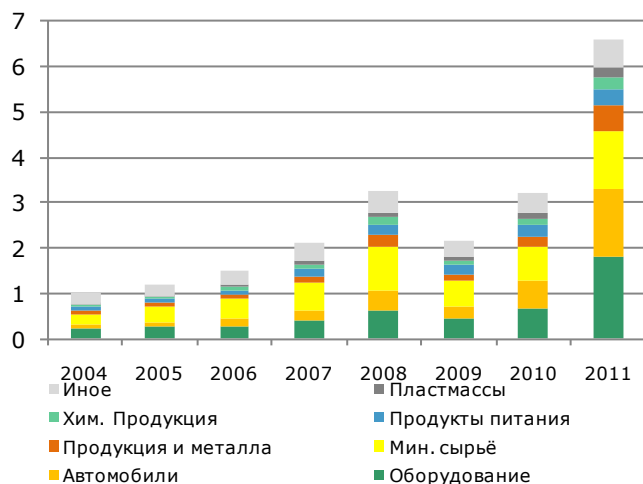
Рис.60. Экспорт из Монголии, \$млрд/пер.



Источник: Агентство по Статистике Монголии

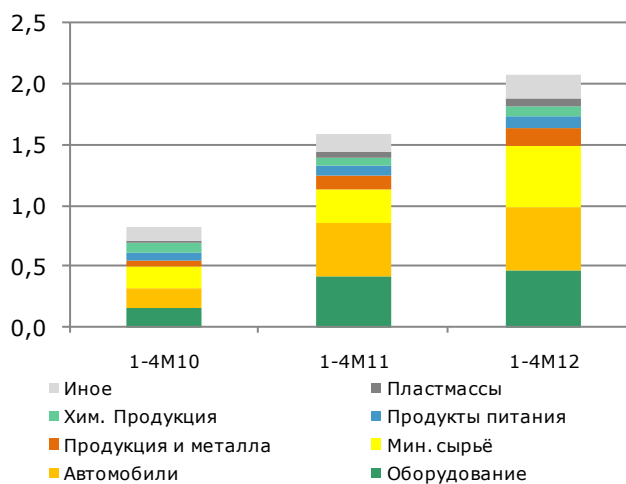
Объем экспорта за январе-апреле увеличился на 11% г/г и составил \$1.3млрд (Рисунок 60), чему способствовал 50% рост объемов экспорта угля (красный столбец на Рисунке 60).

Рис.61. Импорт в Монголию, \$млрд/год



Источник: Агентство по Статистике Монголии

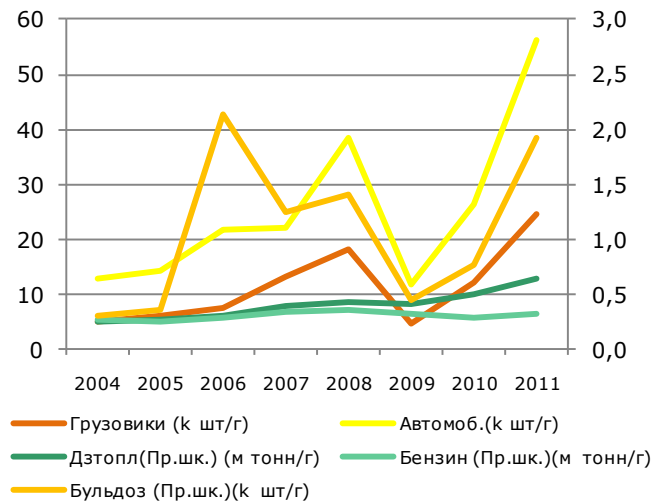
Рис.62. Импорт в Монголию, \$млрд/пер.



Источник: Агентство по Статистике Монголии

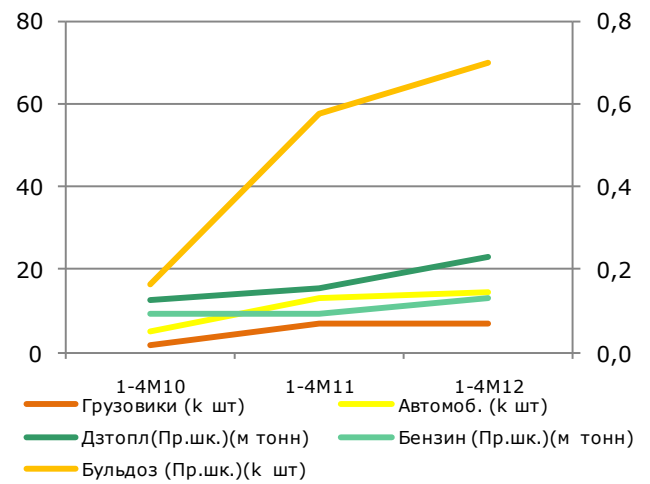
Как мы ранее подчеркивали, проекты в сырьевом секторе требуют большого количества нового оборудования, грузовиков, автомобилей и топлива. Этим обусловлен резкий рост импорта этих товаров в 2010 и 2011 (Рисунок 61 и Рисунок 63), рост продолжился и в 2012 году (Рисунок 62 и Рисунок 64).

Рис.63. Импорт в Монголию



Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рис.64. Импорт в Монголию



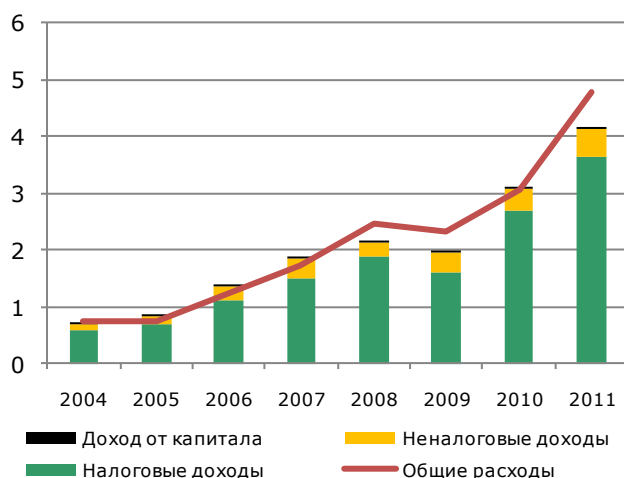
Источник: Агентство по Статистике Монголии

Государственный бюджет

Бюджет остается главным каналом поступления средств из внешних источников в потребительскую часть экономики Монголии. Рост добычи полезных ископаемых позволил правительству продолжить увеличение расходной части бюджета в 2012. Падение же цен на производимую продукцию может привести к материализации рисков для доходной части бюджета и незапланированному росту дефицита.

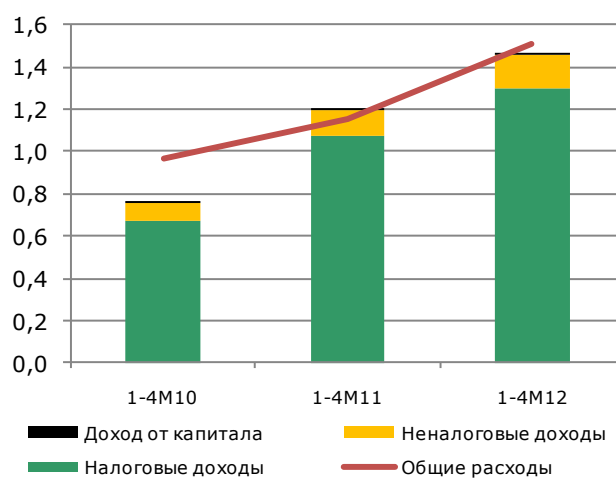
Несмотря на стремительный рост государственных расходов (рост составил 400% с 2004 года, Рисунок 65), бюджет Монголии остается профицитным (данные на апрель 2012, Рисунок 66).

Рис.65. Доходы и расходы, MNTтрлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

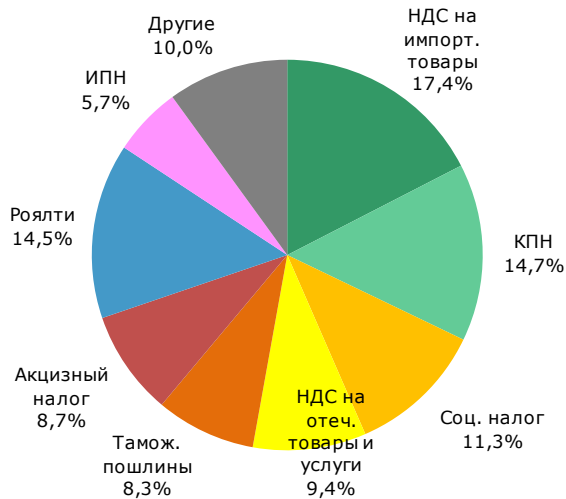
Рис.66. Доходы и расходы, MNTтрлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

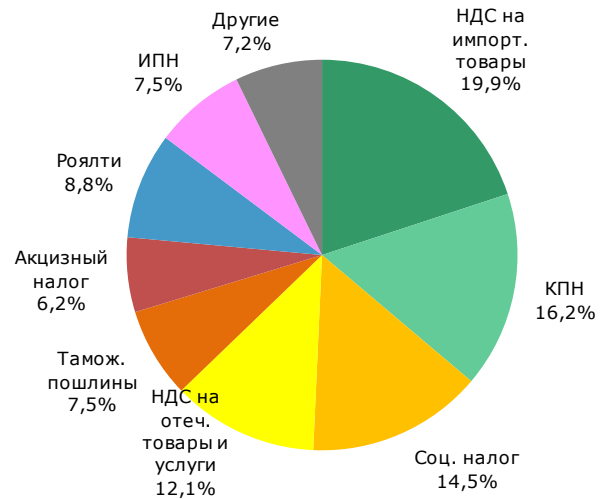
В случае падения цен на экспортируемые товары бюджетные расходы вероятнее всего придётся сильно сокращать. Существующих накоплений Стабилизационного Фонда (MNT250млн = \$192млн, 5.2% от расходов бюджета в 2011) Монголии явно недостаточно для того, чтобы гарантировать выполнение расходной части бюджета при существенном снижении цен на продаваемое сырьё. Поэтому среднесрочный риск фискальных изменений остается высоким.

Рис.67. Налоговые поступления, MNT2.7трлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

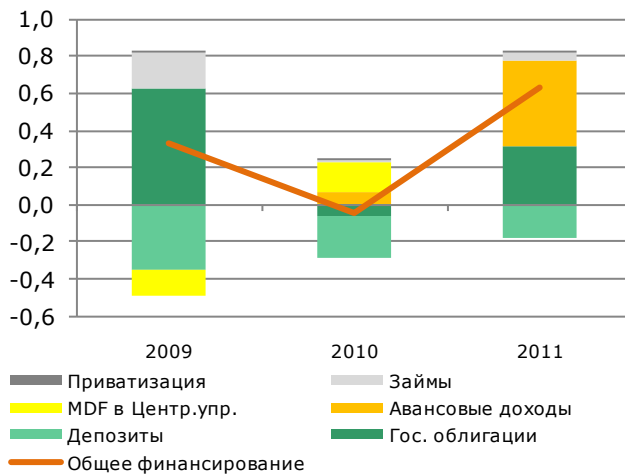
Рис.68. Нал. поступления, MNT3.6трлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

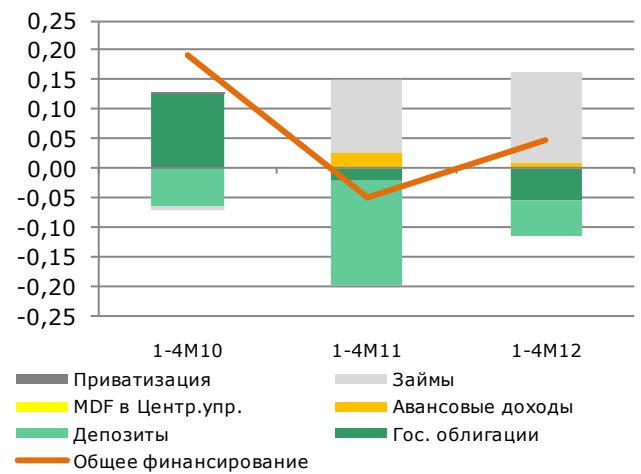
Согласно бюджетной статистике за январь-апрель, правительство покрыло основную часть дефицита новыми займами (Рисунок 70).

Рисунок69. Финанс-ние дефицита, MNTтрлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

Рисунок70. Финанс-ние дефицита, MNTтрлн



Источник: Агентство по Статистике Монголии

Макроэкономические показатели
Рисунок 71. Макроэкономические показатели Монголии

	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Основные показатели											
USDMNT курс, на конец года	1,170	1,284	1,445	1,259	1,394	1,500	1,527	1,630	1,718	1,797	1,897
USDMNT курс, сред.	1,170	1,168	1,449	1,357	1,264	1,447	1,514	1,579	1,674	1,757	1,847
Иностранные резервы, на конец года. \$м	1,001	657	1,327	2,288	2,457	2,362	2,676	3,231	4,078	5,270	6,842
РВВП, ГкГ	10.2%	8.9%	-1.3%	6.4%	17.3%	14.0%	17.0%	14.0%	10.0%	9.0%	8.0%
Номинальный ВВП, MNTтрлн	4,957	6,556	6,591	8,415	10,830	16,283	18,045	20,118	22,152	24,226	26,737
Номинальный ВВП, \$млрд	4.2	5.6	4.5	6.2	8.6	10.9	11.8	12.3	12.9	13.5	14.1
Потребительская инфляция, на конец года, г/г	15.1%	22.1%	4.2%	13.0%	10.2%	9.1%	10.8%	10.0%	10.0%	10.3%	10.1%
Денежные показатели											
Денежная масса, MNTмлрд	2,401	2,270	2,880	4,680	6,412	8,779	9,697	10,793	11,866	12,957	14,279
Денежная база, MNTмлрд	535	634	733	945	1,660	2,310	2,552	2,840	3,123	3,410	3,758
Банковский портфель, MNTмлрд	2,056	2,636	2,655	3,265	5,641	6,145	6,788	7,555	8,306	9,070	9,995
Банковский портфель, \$млрд	1.8	2.1	1.8	2.6	4.0	4.1	4.4	4.6	4.8	5.0	5.3
Официальные NPLs, % от портф.	5.4%	10.7%	22.0%	14.2%	7.2%	25.0%	23.0%	15.0%	13.0%	12.0%	11.0%
Платежный баланс, \$м/год											
Текущий счет	172	-690	-342	-887	-2,759	-3,719	-2,986	-2,160	-1,400	-681	-1
Торговый баланс	-52	-627	-189	-180	-993	-1,509	-229	726	1,632	2,496	3,325
Экспорт	1,951	1,909	1,572	2,730	4,707	5,648	6,213	6,523	6,850	7,192	7,552
Импорт	-2,003	-3,122	-2,044	-3,068	-5,788	-7,157	-6,442	-5,797	-5,218	-4,696	-4,226
Баланс услуг	109	-111	-143	-294	-1,161	-1,358	-1,798	-1,892	-1,992	-2,096	-2,205
Баланс доходов	-98	-173	-195	-599	-843	-1,100	-1,233	-1,307	-1,383	-1,464	-1,549
Трансферты	212	221	186	187	238	248	274	313	343	382	427
Кап. & Фин. Сч., нетто обрац	617	1,227	926	1,762	2,860	3,625	3,300	2,715	2,247	1,873	1,573
ПИИ (нетто)	360	838	570	1,630	4,620	5,544	4,990	3,992	3,193	2,555	2,044

Источники: Банк Монголии, Агентство по Статистике Монголии, оценка Халык Финанс

Disclaimer

For contact details see the information on Halyk Finance website www.halykfinance.kz or contact Halyk Finance office. All rights reserved. This document and/or information has been prepared by and, except as otherwise specified herein, is communicated by Halyk Finance.

This document is for information purposes only. Opinions and views expressed in this document do not necessarily represent the opinions and views held by Halyk Finance, or other subsidiaries of Halyk Bank. The differences of opinion stem from different assumptions, sources information, criteria and methodology of valuation. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice; and neither Halyk Finance, or Halyk Bank, or any of its subsidiaries or affiliates are under any obligation to keep them current.

This document is not an offer or an invitation to engage in investment activity. It cannot be relied upon as a representation that any particular transaction necessarily could have been or can be effected at the stated price. This document does not constitute an advertisement or an offer of securities, or related financial instruments. Descriptions of any company or companies or their securities or the markets or developments mentioned herein are not intended to be complete. Views and opinions expressed in this document cannot substitute for the exercise of own judgment and do not attempt to meet the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific investor.

The information and opinions herein have been arrived at based on information obtained from sources believed to be reliable and in good faith. Such sources have not been independently verified; information is provided on an 'as is' basis and no representation or warranty, either expressed or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness, reliability, merchantability or fitness for a particular purpose of such information and opinions, except with respect to information concerning Halyk Finance and its affiliates.

The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors and trading in these instruments is considered risky. Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign-currency denominated securities are subject to fluctuations in exchange rates that could have an adverse effect on the value or the price of, or income derived from, the investment.

Halyk Finance and its affiliates, directors, representatives, employees, or clients may have or have had interests in issuers described herein. Halyk Finance may have or have had long or short positions in any of the securities or other financial instruments mentioned herein at any time and may make a purchase and/or sale, or offer to make a purchase and/or sale, of any such securities or other financial instruments at any time, as principal or agent.

Halyk Finance and its affiliates may act or may have acted as market maker in the securities or other financial instruments described herein, or in securities underlying or related to such securities. Employees of Halyk Finance or its affiliates may serve or have served as officers or directors of the said companies. Halyk Finance and its affiliates may have or have had a relationship with or have provided investment banking, capital markets, advisory, investment management, and/or other financial services to the relevant companies. Halyk Finance relies on information barriers to avoid the appearance of conflict of interests within Halyk Finance or in its relations with clients, other issuers, and external investors.

The information herein is not intended for distribution to the public and may not be reproduced, redistributed or published, in whole or in part, for any purpose without the written permission of Halyk Finance. Neither Halyk Finance nor any of its affiliates accepts any liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. This information may not be used to create any financial instruments or products or any indices. Neither Halyk Finance, nor its affiliates, nor their directors, representatives, or employees accept any liability for any direct or consequential loss or damage arising out of the use of any information herein.

© 2012 Halyk Finance, a subsidiary of Halyk Bank.

Macro

Sabit Khakimzhanov, +7 (727) 244-6541
sabitkh@halykbank.kz

Yuriy Khramtsov, +7 (727) 244-6984
UryiH@halykbank.kz

Nurfatima Jandarova, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Fixed Income Securities

Yerulan Mustafin, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Address

Halyk Finance
19/1 Al-Farabi Ave., Nurly-Tau Business Center, Bldg 3b
Almaty, Republic of Kazakhstan, 050013
Tel. +7 (727) 259-0467
Fax. +7 (727) 259-0593

www.halykfinance.kz

Equity Research

Timur Omoev, +7 (727) 330-0153
tomoev@halykbank.kz

Mariyam Zhumadil, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Miramgul Maralova, +7(727) 244-6538
MiramgulM@halykbank.kz

Bakai Madybaev, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN